

RÉGULATION FINANCIÈRE : L'ESSENTIEL RESTE À FAIRE

GAËL GIRAUD*

Six années après la plus grave crise financière que les marchés financiers contemporains aient connue depuis leur création à la fin du XIX^e siècle, la question est posée par plusieurs observateurs : des efforts ont déjà été consentis en matière de régulation financière ; faut-il aller plus loin ?

UN BILAN PROVISOIRE ET CONTRASTÉ

Depuis 2008, quelques éléments de régulation ont en effet été mis en place concernant la compensation de certains marchés dérivés ; la titrisation est un peu plus encadrée ; les règles prudentielles de Bâle III semblent contraindre le secteur bancaire à une plus grande prudence ; la séparation des groupes bancaires mixtes entre banques de crédit-dépôt et banques de marché serait en bonne voie des deux côtés de l'Atlantique ; enfin, l'union bancaire en gestation fournirait les garde-fous nécessaires permettant à l'Europe de se protéger contre une éventuelle nouvelle crise de liquidité bancaire... Le chemin parcouru peut sembler considérable et il est vrai que, du côté des régulateurs, les efforts dépensés pour y parvenir sont immenses. En témoigne, à l'heure qu'il est, la complexité des *stress tests* auxquels l'ABE (Autorité bancaire européenne) tente de procéder. Les métiers de la finance de marché ne seront plus jamais « comme avant », entend-on dans certaines salles de marché, parfois avec nostalgie. En envisageant une taxe sur les transactions financières, certains pays européens semblent même promouvoir une proposition qui, il y a à peine dix ans, paraissait relever de la rhétorique altermondialiste. Serions-nous allés trop loin ? Risquons-nous de jeter le bébé de la créativité et

* Directeur de recherches au CNRS, Centre d'économie de la Sorbonne ; membre du Conseil scientifique, LabEx REFI (Régulation financière) ; directeur de la chaire « Énergie et prospérité ».

de l'innovation humaines avec l'eau sale des excès d'une finance dérégulée qui appartiendrait désormais au passé ?

La question mérite d'autant plus d'être posée qu'il est permis d'être sceptique sur les avancées effectives de la régulation financière. Reprenons la liste précédente des progrès qui lui sont imputables : beaucoup de marchés de dérivés continuent de n'être pas compensés et de fonctionner de gré à gré. Et pendant que le régulateur s'efforce de mettre un peu d'ordre sur ces marchés, les plateformes de *trading* multilatéral et les *dark pools* continuent de grandir (Giraud et Renouard, 2013) et échappent largement à toute régulation. La titrisation est certes plus encadrée mais, devant l'effondrement du crédit bancaire en Europe, voilà l'instance en charge de la supervision du secteur bancaire européen (la BCE – Banque centrale européenne –, désormais) contrainte d'envisager de pratiquer elle-même le rachat de créances titrisées. Comment espérer, pourtant, que l'Eurosystème des banques centrales parvienne à centraliser convenablement l'ensemble des informations de terrain nécessaires à la vérification de la solvabilité des emprunteurs (pour l'essentiel, le tissu des PME européennes) ? Ne convient-il pas de tirer les leçons de 2008 ? Et, ayant compris que la diversification des risques particuliers (par les méthodes de *tranching* et de *packaging* financier) ne supprime nullement le risque systémique, ne faut-il pas en conclure que la gestion d'une titrisation européenne par la BCE court le risque majeur de créer un nouvel « aléa moral systémique » ? Certes, Bâle III corsète un peu plus l'octroi de crédits bancaires, mais parvient-il à rendre notre secteur bancaire plus « sûr » ? Une bonne partie des ratios de fonds propres sont suspects du fait que le coût pondéré du capital y est calculé à l'aide de modèles internes aux grands groupes bancaires, modèles dont l'appréciation du risque demande à être évaluée de manière indépendante. Le coût nul en *equity* attribué aux dettes publiques a montré combien le choix de ces pondérations pouvait créer de distorsions dans l'allocation du crédit bancaire : il a fortement contribué à nouer le nœud gordien entre dettes publiques et dettes bancaires qui, aujourd'hui, menace jusqu'à la stabilité économique de la zone euro.

En cas de réédition d'un *krach* financier d'ampleur comparable à celui de 2008, il est vraisemblable que la totalité des grandes banques européennes seront de nouveau en faillite. Entre-temps, cependant, les finances publiques se sont considérablement dégradées et les solutions de *bail-out* mises en œuvre il y a six ans seront probablement impraticables. Quant à l'union bancaire, n'est-elle pas restée au milieu du gué ? Un fonds de résolution bancaire doté de 55 Md€ en 2023 ne permettra pas de faire face à un *krach* systémique. À titre d'exemple, le sauvetage d'Hypo Real Estate en 2008-2009 avait nécessité à lui seul 102 Md€. Le rapport 2013 du FMI (Fonds monétaire international) sur la stabilité financière avance le montant de 800 Md\$ de créances douteuses, à ce jour, présentes dans les bilans des banques de la zone euro. Et ce montant pourrait bien augmenter dans les mois et les années qui viennent, du fait de la pression déflationniste infligée par le Pacte de stabilité européen et des difficultés des entreprises à trouver

du crédit. Le plafonnement de l'implication des créanciers à hauteur de 8 % des dettes bancaires protège lesdits créanciers et rendra indispensable le recours au « sauveur en dernier ressort » qu'est le contribuable (ce que, précisément, la régulation visait à éviter). Enfin, le fonds de résolution sera composé de compartiments nationaux, les cotisations des banques d'un pays ne pouvant être affectées qu'au sauvetage d'une ou de plusieurs banques de ce même pays. Il n'y aura donc pas de mutualisation internationale de la résolution bancaire.

Quant à la séparation bancaire, après un démarrage raisonnablement ambitieux sous la forme du rapport Liikanen, elle s'est transformée en un simulacre de séparation (Giraud et Scialom, 2013). Dans le cas français, 1 % à 2 % seulement des activités de marché des grands groupes bancaires seront cantonnées dans une filiale. Et contrairement à ce qui a été répété par le rapporteur du projet de loi, une filiale ne protège pas sa maison-mère en cas de détresse : des circonstances exceptionnelles autorisent la mobilisation de la totalité des fonds propres de la maison-mère pour sauver sa filiale. C'est très exactement ce scénario qui a failli provoquer l'effondrement d'AIG à la fin de septembre 2008.

Pour ce qui est de la taxe sur les transactions financières, le principe en a été adopté par onze pays de la zone euro. Le projet de la Commission européenne prévoit une taxe de 0,1 % sur les actions et les obligations et de 0,01 % sur l'ensemble des produits dérivés. Mais le débat est loin d'être clos et il y a encore loin du principe à la mise en œuvre effective : une telle taxe ne risque-t-elle pas de ne pas peser sur le crédit aux entreprises, fait-on valoir ? Et d'induire des distorsions de concurrence avec les banques britanniques ?

In fine, on est tenté de donner raison aux analystes qui font valoir que la loi Dodd-Frank, votée en 2010 à Washington, va plus loin que nombre de textes européens, pour décourager les prises de risque dans le domaine financier (même si la loi Dodd-Frank est elle-même en grande partie vidée de son contenu par les modalités de sa mise en œuvre État par État).

LE POINT DE DÉPART : L'INEFFICIENCE DES MARCHÉS

Afin de ne pas réduire le débat à un problème de « verre à moitié vide ou à moitié plein », il importe, me semble-t-il, d'en revenir au diagnostic de départ. Pourquoi voulons-nous (ou non) réguler ? Ce point ayant été clarifié, il convient ensuite de s'interroger sur la meilleure (ou la moins mauvaise) manière de le faire.

Or le diagnostic liminaire est d'une grande simplicité. Il mérite d'être rappelé car il est malheureusement souvent perdu de vue dès lors que l'on s'engage dans les méandres du second versant de la question. « Il nous faut réguler les marchés financiers parce que ceux-ci », livrés à eux-mêmes, « sont profondément inefficients ». Inefficients dans leur double rôle d'allocation du risque et du capital. Cette remarque préliminaire est décisive car, si la discussion consent à l'adopter

comme point de départ, elle peut alors s'orienter vers d'autres formulations du problème initial : à quelles conditions les marchés financiers sont-ils socialement utiles ? comment fournir au tissu industriel et aux ménages des financements efficaces, si ces derniers ne passent pas nécessairement par les marchés ? *A contrario*, si la discussion s'engage sur le postulat implicite que des marchés financiers livrés à eux-mêmes sont, « en moyenne », « relativement efficaces », alors elle sera continuellement grevée par le souci de ne pas gripper une horlogerie fine dont on demeure convaincu qu'elle n'a, au fond, jamais cessé de fournir l'heure exacte.

D'où savons-nous que les marchés financiers sont très inefficients ? Inversement, quelles raisons solides avons-nous de penser qu'ils sont efficaces ? L'observation empirique ne permet guère de trancher : avec un *krach*, en moyenne, tous les quatre ans, la dérégulation financière entamée dans les années 1980 ne peut guère se prévaloir d'un *track record* susceptible d'inspirer une confiance aveugle.

Reste donc l'analyse. Or cette dernière, dès lors qu'elle prend en compte les effets systémiques des transactions financières et l'incomplétude des marchés, est sans appel : les équilibres de l'offre et de la demande susceptibles de s'établir sur ces marchés, même peuplés de *gentlemen* rationnels et capables d'anticiper parfaitement tous les cours futurs, seront tous, presque toujours, inefficaces de seconds rangs (Geanakoplos et Polemarchakis, 1986 ; Geanakoplos *et al.*, 1990). Un ingrédient essentiel permet d'obtenir ce résultat déjà ancien (1986) et qui appartient au cœur *mainstream* de la théorie de l'équilibre général Walrasien : l'incomplétude. Celle-ci apparaît dès lors qu'il existe ne fût-ce qu'un acteur de marché et un risque par rapport auquel ledit acteur n'est pas en mesure de se couvrir. Qui prétendra que les marchés financiers, même aujourd'hui, sont complets ? Et qui peut raisonnablement espérer qu'ils le soient jamais un jour ? Dès lors, l'inefficience radicale des marchés doit être reconnue et le débat sur la régulation financière doit en prendre acte. La théorie de l'équilibre général de marchés issue des travaux de Kenneth Arrow et Gerard Debreu constituant le fondement théorique de l'orthodoxie néoclassique, la ligne de partage qui, au sein de ce débat, oppose les défenseurs de la théorie de l'efficacité et leurs adversaires, ne sépare pas les « libéraux » des « hétérodoxes », mais, bien davantage, ceux qui ignorent les fondements de leur propre théorie de ceux qui les connaissent. Qu'une telle ignorance puisse perdurer au sein même de la profession des économistes ne devrait malheureusement pas être une surprise : sur bien des questions, elle est plutôt monnaie courante et provient, notamment, de dysfonctionnements répétés du champ académique de l'économie et de la finance (Keen, 2012)¹.

Reste que, même au sein des économistes qui connaissent les fondements de leur discipline, l'inefficience radicale des marchés financiers dérégulés laisse ouverte la question de l'innovation financière. Cette dernière consiste, sur le plan logique, à réduire l'incomplétude des marchés : en introduisant un nouveau contrat de

protection (*hedging*) contre des types de risques qui n'étaient précédemment pas pris en compte, l'industrie financière permet de réduire la taille du risque face auquel personne ne peut se couvrir. Cela implique-t-il qu'elle permet de diminuer l'inefficience des marchés financiers ? La question est cruciale si l'on veut apprécier l'utilité sociale de l'innovation financière. La réponse analytique est connue depuis le milieu des années 1990 : cela dépend (Elul, 1995) ! De quoi ? De l'ensemble des paramètres du marché. Certaines innovations financières peuvent induire de nouveaux équilibres qui sont encore plus inefficients que les précédents ; d'autres parviendront à réduire effectivement l'inefficience systémique des marchés. La raison de cette réponse de Normand est facile à comprendre : la couverture d'un risque ne fait jamais disparaître le risque ; elle se contente de le transférer d'un acteur financier vers un autre. L'innovation facilite des transferts qui étaient auparavant impossibles. Comme, malheureusement, la diversification des risques au niveau individuel n'apporte aucune garantie de sécurité supplémentaire à l'échelle systémique, ces nouveaux transferts peuvent être tantôt bénéfiques à l'ensemble des acteurs, tantôt nuisibles. Par conséquent, que telle innovation soit profitable à tel client d'une institution financière ne constitue plus une raison suffisante pour autoriser ladite innovation.

Quelles sont les implications de ces résultats analytiques pour le débat pratique concernant la régulation financière ? Premièrement, la régulation des acteurs et des actifs existants est indispensable si l'on veut limiter l'inefficience des marchés financiers. Une avenue de recherche est grande ouverte : celle qui consiste à étudier la nature des règles qui permettent de réduire cette inefficience. Des résultats sont déjà disponibles², mais ils demeurent insuffisants pour éclairer la décision. Deuxièmement, concernant l'innovation financière, la prudence s'impose. Afin de lever l'indétermination du résultat d'Elul (1995) et de vérifier si telle innovation est bénéfique à l'ensemble du marché ou non, le régulateur devrait disposer d'une quantité d'informations qu'il ne pourra jamais collecter (sinon à un coût infini). Dès lors, il me semble que le critère logique qui s'impose est le suivant : si, face à une innovation financière, des dommages collatéraux peuvent être identifiés avec une relative certitude, alors ladite innovation doit être interdite. La raison en est que les bénéfices systémiques qu'elle est susceptible d'engendrer restent largement incertains à cause du résultat d'Elul (1995). Ce critère est modeste, mais sa prise au sérieux modifierait assez considérablement l'état d'esprit de la discussion concernant la régulation.

LISSER LE CYCLE DU *LEVERAGE*

Revenons, à présent, sur la régulation de l'existant et cherchons à identifier un fil conducteur qui permettrait de s'orienter dans le maquis du secteur financier.

Ce que montre l'analyse de l'équilibre général avec marchés incomplets

(Giraud et Pottier, 2012), c'est qu'il existe un seuil concernant le ratio de levier (c'est-à-dire le ratio entre l'endettement et les fonds propres) au-delà duquel les liquidités monétaires migrent vers les marchés, conduisant l'économie vers le régime de bulles et de *krachs* répétés que nous connaissons depuis quarante ans. Inversement, en deçà de ce seuil, la liquidité alimente l'économie réelle normalement, favorisant le retour à un sentier de croissance « normal » analogue à celui des Trente Glorieuses. Ce seuil lui-même n'a pas de niveau absolu, indépendant de la conjoncture économique environnante : il correspond au niveau au-delà duquel le rendement d'un investissement dans la sphère financière excède celui de toute forme d'investissement dans la sphère réelle, prise de risque incluse. Le rendement sur actions (RoE – *return on equity*) d'une banque peut s'approcher *via* le produit entre l'effet de levier dont elle dispose sur les marchés et les marges qu'elle réalise sur leurs activités : la marge (c'est-à-dire le rendement avant impôt, mais après déduction des intérêts sur la dette) sur un prêt immobilier, pour une banque française, est vraisemblablement située dans une fourchette comprise entre 0,30 % et 0,5 % ; la marge sur un prêt à une grande entreprise est comprise entre 20 et 50 points de base (pdb), entre 10 et 25 pdb sur un produit structuré de taux, entre 25 et 50 pdb sur un produit structuré *equity*. On peut raisonnablement retenir une marge moyenne de 30 pdb toutes activités confondues. Face à un ratio de levier d'environ 20, aujourd'hui, cela signifie que le RoE brut d'une banque tourne à l'heure actuelle autour de 6 %.

Or aucun investissement réel, dans une économie sans croissance, ne peut rapporter durablement un tel rendement. Le différentiel de rendement est donc très nettement en faveur de la sphère financière et c'est la raison profonde pour laquelle les politiques monétaires non conventionnelles des banques centrales sont dangereuses. On pourrait être tenté, au vu des remarques qui précèdent, de préconiser une réduction systématique de l'effet de levier sur les marchés financiers, en vue de favoriser un « retour » des liquidités monétaires dans l'économie réelle. Ce serait néanmoins omettre le caractère cyclique du levier : en hausse, quand la confiance des prêteurs est encouragée par la montée des cours³ ; en baisse, quand la chute des cours provoque l'anxiété des prêteurs. En période de hausse des marchés, la confiance des prêteurs (et éventuellement le laxisme du régulateur) les conduit à réduire leurs exigences de capital pour prêter : le ratio de levier peut alors monter jusqu'à 60... Dès lors qu'une part significative des emprunteurs cherche à se désendetter, le doute sur leur solvabilité incite les prêteurs à durcir les conditions de prêt : le ratio de levier chute. Réduire de façon trop abrupte le ratio de levier lorsqu'une part importante d'acteurs cherche à se désendetter, c'est courir le risque de fragiliser ces acteurs : la monnaie pourra bien refluer vers l'économie réelle, mais à quel prix ? Tout l'enjeu d'une bonne régulation financière nous paraît dès lors consister à chercher à « lisser » le cycle du levier, c'est-à-dire à mettre en place des dispositions contracycliques qui découragent l'augmentation du ratio de levier par temps d'« euphorie », mais qui, au contraire, l'encouragent

par temps de « déprime ». Ce principe est plus simple à énoncer qu'à décliner concrètement dans les règles. Il n'en découle pas moins logiquement de l'analyse qui précède.

Voyons brièvement, sur quelques exemples, à quel type de préconisations réglementaires il peut conduire⁴.

Le shadow banking

Dans son rapport de novembre 2012, le Conseil de stabilité financière (CSF) évalue les capitaux des institutions financières américaines non réglementées à 23 000 Md\$ à la fin de 2011. Ils auraient alors représenté 35 % de l'ensemble des capitaux gérés par la sphère financière des États-Unis. La zone euro, elle, aurait géré 22 000 Md\$ dans l'« ombre » et la City, 9 000 Md\$. Ces trois zones auraient représenté 81 % des 67 000 Md\$ qui transiteraient par le *parallel banking*, soit l'équivalent du PIB mondial. Le rapport rappelle toutefois que ces chiffres n'incluent pas les territoires *offshore*. La part du *shadow banking* dans l'économie mondiale y est donc sous-estimée.

Le *shadow banking* doit figurer en priorité sur l'agenda réglementaire, non seulement à cause de la place grandissante qu'il occupe dans la sphère financière en général, mais encore parce qu'il n'est quasiment pas régulé. L'effet de levier y est donc maximal, en particulier pour les *hedge funds*. Ni la réglementation américaine entrée en vigueur au printemps 2012, ni la directive européenne adoptée en 2010 (pour une mise en application en 2013) n'impliquent un contrôle strict des fonds à fort effet de levier. Une limite en valeur absolue (par exemple, l'interdiction de détenir des actifs représentant plus de trois ou quatre fois le montant des fonds gérés) n'a pas été retenue. La directive européenne lui a préféré un *reporting* trimestriel auprès de l'ESMA (European Securities and Markets Authority) pour les fonds à effet de levier « substantiel » (c'est-à-dire supérieur à 3). L'analyse qui précède est pourtant sans ambiguïté : le problème de l'instabilité financière (liée à l'accumulation de bulles, elles-mêmes causées par la surabondance de liquidité) ne pourra pas être résolu tant que les effets de levier excessifs n'auront pas été assagis. Un contrôle indirect des *hedge funds* via les *prime brokers* (c'est-à-dire via les banques qui prêtent aux fonds) avait été évoqué lors du G20 de Londres : il s'agirait, par exemple, d'interdire le prêt bancaire aux fonds ayant un effet de levier supérieur à un certain seuil (4, par exemple). Une telle disposition serait d'ailleurs favorable à l'assainissement de la prise de risque par les banques elles-mêmes.

Bien sûr, un préalable indispensable à de telles dispositions serait de distinguer entre les différents intervenants du *shadow banking* : un fonds de *private equity* ne présente pas *a priori* le même profil de risque qu'un *hedge fund*. La directive européenne, faute d'opérer ce genre de distinction élémentaire, se prive des moyens d'avancer dans la régulation de l'effet de levier.

Le ratio de solvabilité bancaire

Du côté de la « finance éclairée », celle du secteur bancaire réglementé, les discussions qui précèdent conduisent au cœur du débat sur le « bon » ratio de solvabilité, c'est-à-dire le rapport des fonds propres « durs » (*core tier 1*) avec le total de l'actif pondéré par les risques. Les quatre grandes niveau supérieur aux 9 % exigés par l'ABE. C'est une bonne nouvelle compte tenu des niveaux extrêmement bas précédemment exigés par Bâle II (2 %). Le règlement de Bâle III a aussi le mérite d'avoir introduit un coussin contracyclique (*countercyclical buffer*) de 2,5 %, qui est précisément une manière de faire droit à la ligne directrice que nous avons identifiée plus haut et qui consiste à mettre en place une régulation contracyclique de l'effet de levier. Enfin, l'abolition de la confusion, favorisée par les accords de Bâle I, entre fonds propres réglementaires et dette subordonnée permet de définir à nouveau de manière « saine » le ratio lui-même. Confondre de la dette, même subordonnée, avec des fonds propres, n'était-ce pas se priver de tout critère pour appréhender cette variable déterminante qu'est l'effet de levier ? Dans les années 1980, un tel relâchement de la frontière entre dette et fonds propres provenait en grande partie de l'idée, amplement répandue par le théorème de Modigliani-Miller, selon laquelle le financement d'une entreprise cotée peut s'opérer de manière équivalente sous forme d'endettement ou d'accroissement de capital. Si les deux sources de financement sont rigoureusement équivalentes, en effet, leur distinction devient non pertinente. Or le théorème de Modigliani-Miller repose de manière cruciale sur la linéarité des prix d'actifs – une propriété conservée par tous les modèles d'équilibre général avec marchés incomplets, considérés au cours des années 1980. Inversement, dès que les prix de marché des actifs ne vérifient plus cette propriété apparemment élémentaire de linéarité, l'endettement et les fonds propres ne sont plus équivalents. Un exemple typique de non-linéarité nous est fourni par les contraintes de collatéral : deux actifs présentent le même rendement stochastique futur, mais des contraintes de collatéral différentes s'échangeront, à l'équilibre, à des prix différents.

Reste qu'il ne s'agit là que du ratio de solvabilité et non du ratio de levier proprement dit. Ce dernier comporte, au dénominateur, non plus une moyenne pondérée par les risques de l'actif total, mais cet actif lui-même. En termes de ratio de levier, la situation est nettement moins encourageante : la plupart des grandes banques françaises ont un ratio de levier inférieur à 5 %.

Le ratio pertinent doit-il incorporer le calcul, complexe, de l'actif pondéré ou celui, nettement plus simple, de l'actif total ? Anat Admati et Martin Hellwig argumentent en faveur du ratio de levier, le plus simple et le plus efficace. Une partie de leur argumentation se comprend facilement : plus les fonds propres d'une banque sont élevés, moins il lui faut vendre d'actifs pour rétablir sa situation en cas d'absorption de ces fonds propres par une dépréciation inattendue de ses actifs. Par exemple, en cas de dépréciation de 1 % de ses actifs, il lui faut vendre 32 % de ses actifs si le ratio de levier initial à maintenir est de 3 %, contre 3 %

seulement de ventes d'actifs si le ratio est de 25 %. Autrement dit, maintenir un ratio de levier élevé n'est pas seulement une sécurité pour la survie de l'établissement bancaire lui-même, c'est aussi une excellente disposition en vue de réduire l'effet de *deleveraging*, dont les conséquences systémiques dévastatrices durant les phases descendantes du cycle du levier ont été amplement illustrées en 2008. Pour le dire encore autrement, plus l'effet de levier au sommet de la phase « haussière » du cycle était élevé, plus rapide sera la chute dans la phase « baissière ».

Bien entendu, toute la difficulté de l'opération consistant à contraindre le secteur bancaire à augmenter son ratio de levier (et pas uniquement de solvabilité) tient dans le caractère potentiellement procyclique d'une telle mesure en période de désendettement. Une difficulté qui toutefois n'autorise pas à conclure, sans autre forme de débat, qu'il conviendrait de s'abstenir de tout interventionnisme réglementaire en la matière, aujourd'hui. En effet, la question se pose : le processus effectif de désendettement des établissements financiers de la zone euro a-t-il véritablement débuté ?

Quoi qu'il en soit, on voit à travers cet exemple du ratio de levier bancaire comment les considérations macroéconomiques sont intimement liées à des considérations microprudentielles. L'un des enseignements de ce qui précède est qu'à la vérité, on ne peut pas séparer le micro du macroprudentiel.

Les normes comptables IFRS (International Financial Reporting Standards)

Un autre exemple d'application du principe directeur consistant à lisser le cycle de l'effet de levier concerne les normes comptables internationales adoptées en 2005 au sein de la zone euro. En effet, celles-ci ont un effet procyclique unanimement reconnu, du fait que la *fair value* revient à faire dépendre la valorisation comptable d'une entreprise cotée en Bourse du cours des actifs cotés sur les marchés. Ce principe de *fair value* repose en effet sur la conviction que la meilleure estimation de la valeur d'un actif figurant au bilan d'une entreprise est fournie par son prix de marché. Ce qui a été rappelé *supra* au sujet de l'inefficacité des marchés montre qu'une telle conviction n'a aucun fondement. Pire encore, on peut montrer que les prix de marché d'actifs financiers, dès lors qu'ils sont suffisamment « agités », deviennent incapables de fournir la moindre information pertinente (Bouleau *et al.*, 2014). Certes, les débats autour de cette question logée à l'intersection de la comptabilité, de la théorie du *pricing* d'actifs et de l'analyse économique ont été considérablement obscurcis par les pratiques douteuses qui ont entouré l'application des normes : entre 2005 et 2008, nombre d'actifs ont été enregistrés par les banques en *trading book* (c'est-à-dire en activités de marché) alors qu'ils auraient dû logiquement être comptabilisés en *banking book* (activité bancaire). En 2008, quand la cotation de marché s'est retournée au point de devenir mortelle pour un certain nombre de banques, celles-ci ont

obtenu de l'IASB (International Accounting Standards Board) une dérogation exceptionnelle leur permettant de faire transiter lesdits actifs du *trading* vers le *banking book*...

Par-delà la légèreté de ces modes d'application, la *fair value* n'en pose pas moins une question fondamentale. Si le prix de ces actifs est capable, à l'équilibre, d'augmenter sans refléter l'espérance actualisée de leur rendement, il en ira de même de la valeur comptable d'une entreprise (d'une banque, par exemple). Or une autre conséquence de l'incomplétude des marchés financiers est que les bulles (rationnelles) sont un phénomène inévitable avec lequel il nous faut apprendre à vivre⁵ et qui, faute de pouvoir être empêché, ne peut qu'être limité par des moyens visant à en diminuer l'amplitude.

Par conséquent, non seulement l'inscription de la *fair value* dans les règles comptables transfère à la valorisation des entreprises cotées l'irréalité des bulles rationnelles, mais encore elle favorise les bulles par sa procyclicité. La conclusion qui s'impose est qu'une réécriture des normes IFRS paraît indispensable afin d'en diminuer les propriétés procycliques, voire de les expurger de l'idée même qu'il faudrait identifier la valeur comptable des actifs d'une entreprise avec leur valorisation de marché instantanée. Le point central, du point de vue de l'expertise comptable, est celui de l'honorable principe de prudence qui, depuis le milieu du XIX^e siècle, interdit la valorisation à l'actif du bilan d'un profit qui n'est pas encore réalisé, tout en obligeant à inscrire au passif les pertes anticipées. Le désir, apparemment légitime, d'abolir cette dissymétrie conduit le régulateur comptable à autoriser l'inscription à l'actif de profits anticipés, eux-mêmes fondés sur des prix de marché dont nous venons de voir qu'ils peuvent fort bien ne pas refléter l'espérance actualisée de leurs *cash flows*. Rétablir l'antique dissymétrie (ou bien interdire toute valorisation anticipée) aurait l'immense mérite de ne pas transformer les entreprises cotées en Bourse (les banques, en particulier) en caisses de résonance des bulles rationnelles de marché.

On le voit : le chantier est immense. Et l'essentiel est encore devant nous.

NOTES

1. Voir aussi Giraud et Nguyen-Huu (2015, à paraître).
2. Voir à titre d'illustration Herings et Polemarchakis (2005).
3. Ce qui est typiquement le cas à l'été 2014, où les cours des principaux indices boursiers ont largement dépassé leur altitude de 2007, alors que les économies réelles n'ont nullement tourné la page de la crise et où les primes de risque semblent être presque toutes réduites à zéro. Signe d'un nouvel emballement qui ne manquera pas de provoquer, tôt ou tard, une nouvelle « correction », l'atonie de l'économie réelle ne permettant pas aux débiteurs d'honorer indéfiniment leurs dettes.
4. Voir Giraud (2013) pour davantage de détails.
5. Bulles qui peuvent se lire comme autant de prophéties autoréalisatrices ; voir Azariadis (1981).

BIBLIOGRAPHIE

- ADMATI A. et HELLWIG M. (2013), *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press.
- AZARIADIS C. (1981), « Self-Fulfilling Prophecies », *Journal of Economic Theory*, vol. 25, pp. 380-396.
- BOULEAU N., CHORRO C. et GIRAUD G. (2014), « Logique individuelle et rationalité sociale : quelques conséquences de la volatilité des marchés », à paraître.
- ELUL R. (1995), « Welfare Effects of Financial Innovation in Incomplete Markets Economies with Several Consumption Goods », *Journal of Economic Theory*, vol. 65, n° 1, pp. 43-78.
- GEANAKOPOLOS J., MAGILL M., QUINZII M. et DREZE J. (1990), « Generic Inefficiency of Stock Market Equilibrium when Markets Are Incomplete », *Journal of Mathematical Economics*, vol. 19, n° 1, pp. 113-151.
- GEANAKOPOLOS J. et POLEMARCHAKIS H. (1986), « Existence, Regularity and Constrained Suboptimality of Competitive Allocations when the Asset Market Is Incomplete », in Heller W., Starr R. et Starrett D. (éd.), *Essays in Honor of Kenneth Arrow*, vol. 3, Cambridge University Press, pp. 65-95.
- GIRAUD G. (2013), *Illusion financière*, Éditions de l'Atelier.
- GIRAUD G. et NGUYEN-HUU A. (2015), *Neo-Classical Economics: a Mathematical Deconstruction*, Fields Institute Press, Toronto, à paraître.
- GIRAUD G. et POTTIER A. (2012), « Financial Crashes *versus* Liquidity Trap: the Dilemma of Nonconventional Monetary Policy », Centre d'économie de la Sorbonne, *Working Paper*.
- GIRAUD G. et RENOARD C. (2013), *Vingt propositions pour réformer le capitalisme*, 3^e éd., Flammarion.
- GIRAUD G. et SCIALOM L. (2013), *Pour une réforme bancaire plus ambitieuse : vous avez dit Liikanen ? Chiche !*, rapport de la fondation Terra Nova, 28 février, www.tnova.fr/note/pour-une-r-forme-bancaire-plus-ambitieuse-vous-avez-dit-liikanen-chiche.
- HERINGS P. et POLEMARCHAKIS H. (2005), « Pareto Improving Price Regulation when the Asset Market Is Incomplete », *Economic Theory*, vol. 25, n° 1, pp. 135-154.
- KEEN S. (2012), *Debunking Economics*, Zed Books, (traduction française *L'imposture économique*, éditions de l'Atelier, à paraître, octobre 2014).

