

## **Les banques sont-elles solubles dans le marché ? À propos de la comptabilisation de la dette grecque à sa « juste valeur »\***

Yuri Biondi

CNRS – École Polytechnique

Luca Fantacci

Department of Policy Analysis and Public Management  
Università Bocconi

*Des modèles comptables différents impliquent des perspectives différentes, souvent implicites, concernant le fonctionnement du système monétaire et financier. Contrairement au modèle du coût historique, le modèle comptable de la juste valeur assume la liquidité des actifs (et passifs) censés être négociables et dépend ainsi de l'intervention décisive des autorités monétaires appelées à assurer cette liquidité. Ce papier s'intéresse à cette interdépendance théorique et institutionnelle entre monnaie et comptabilité, dans une perspective soucieuse de la stabilité du système financier dans son ensemble. Le débat récent concernant la comptabilisation des titres de la dette souveraine en renégociation hors marché est pris comme exemple paradigmatique.*

---

\* Nous remercions Dominique Plihon qui nous a suggéré l'idée de ce papier tout en ayant facilité sa réalisation en nous accueillant comme professeur visiteur au CEPN de l'Université Paris XIII « Nord ». Nous remercions également Larry Bensimhon (Cnam, Paris), Jérôme Haas (ANC), Louis Klee (Cnam, Paris), Paolo Mottura (Università Bocconi, Milano), Roland Perez (Université de Montpellier), Angelo Riva (EBS, Paris) et Olivier Weinstein (Université de Paris XIII Nord) pour leurs commentaires et suggestions, ainsi que tous les participants au séminaire ISMEA du 2 décembre 2011. Nous assumons seuls la responsabilité de ce texte.

*Different approaches to accounting involve different, often implicit, assumptions as to the functioning of the monetary and financial system. In particular, fair value accounting, unlike historical cost accounting, relies on the assumption of asset (and liability) market liquidity, and may require decisive intervention of monetary authorities in an effort to preserve that liquidity. This paper intends to start discussing the mutual implications between money and accounting, with a view to enhance the overall stability of the financial system. The recent debate concerning accounting for distressed governmental securities will be taken as case of reference.*

#### INTRODUCTION : LA TRAPPE À LIQUIDITÉ

La crise financière débutée en 2007 et toujours en cours a confronté les acteurs financiers à un événement connu mais inattendu : l'apparition d'une crise de liquidité. Cette crise a engendré une réduction des prêts que les banques se font entre elles, en lésant le fonctionnement du refinancement interbancaire, et en réduisant l'octroi des crédits aux entreprises. Elle a également réduit considérablement les volumes et la fluidité des transactions passées sur les marchés financiers notamment boursiers, pendant plusieurs périodes prolongées. Enfin, elle a conduit à revoir le mode de comptabilisation de certains actifs et passifs financiers, dont l'évaluation comptable se faisait par référence aux prix courants établis sur ces marchés. D'un seul coup, trois dimensions fondamentales du système financier, à savoir les banques, les marchés et la tenue des comptes, ont dysfonctionné du fait d'un manque de liquidité.

Au même temps, un retour à la liquidité a été invoqué et recherché en tant que solution à la crise engendrée par son manque. Les injections massives de liquidité par les banques centrales, qui se sont répétées les unes après les autres depuis quatre ans jusqu'à des niveaux jamais atteints auparavant [Hilsenrath J. et Blackstone B. (2012)], témoignent de cette ferme volonté à restituer la liquidité au système financier qui semble l'avoir perdue à jamais. Concernant sa dimension comptable, après avoir concédé une comptabilisation par exception durant la crise, c'était octobre 2008, l'« International Accounting Standards Board » (IASB) – institution de droit privé qui édicte les normes comptables internationales – a renouvelé sa préférence de principe pour le prix courant de marché dans l'évaluation des titres financiers,

y compris pour ce qui concerne la dette souveraine grecque, en août 2011. Le système financier centré sur la liquidité ne semble alors pas remis en question, malgré sa crise toujours en cours.

Notre article se propose de discuter cette croyance dans la liquidité comme idée centrale et dispositif constitutif du système financier à partir du cas de la comptabilisation de la dette souveraine grecque. Dans un premier temps, nous présentons ce cas et le débat qu'il a soulevé, en discutant les modes de comptabilisation des titres financiers cotés. Il est en effet possible de comptabiliser ces titres sans faire référence à leurs prix courants de marché, que ces prix existent ou pas. Dans un deuxième temps, nous allons considérer l'image que véhicule cette croyance du fonctionnement de la banque en tant que portefeuille d'actifs et passifs négociables. Cette représentation s'avère réductrice et incapable d'appréhender le fonctionnement de toute banque et sa fonction dans le système économique. En conclusion, dans un troisième temps, nous suggérons quelques voies de sortie de cette véritable trappe à liquidité qui empêche d'envisager les alternatives possibles et souhaitables à l'architecture financière existante basée sur la liquidité.

#### LA COMPTABILISATION DE LA DETTE GRECQUE À SA « JUSTE VALEUR »

Le 4 août 2011, dans une lettre ouverte adressée au président de la « European Securities and Markets Authority » (ESMA), le président de l'« International Accounting Standards Board » (IASB) s'est déclaré concerné par la mauvaise interprétation de la norme comptable internationale IAS 39 (consacrée aux instruments financiers) dans le cadre de la comptabilisation de la dette souveraine grecque par certaines banques européennes.

Rappelons le « fait générateur ». En raison de son surendettement, l'Etat grec n'est plus en condition de placer ses nouvelles émissions directement sur le marché des obligations ; il se voit également forcé de renégocier avec ses créiteurs les conditions de remboursement de la dette existante, sous les auspices de la banque centrale européenne.

Les banques européennes qui détiennent ces titres sont alors appelées à rendre compte de cette situation de crise dans leurs états financiers. Les critères de comptabilisation divergent : certaines banques suivent les prix courants de marché de ces obligations, mais le prix retenu est différent d'une banque à l'autre ; d'autres banques préfèrent calculer la valeur escomptée des flux de trésorerie qu'elles peuvent

encore espérer de ces titres jusqu'à leur échéance. Par ailleurs, sous certaines méthodes comptables, ces pertes sont passées en réduction du résultat net de la période, alors que d'autres méthodes permettent de les enregistrer seulement parmi les autres variations des capitaux propres. Ces différences, sont-elles justifiées ?

Dans un marché financier « parfait », la valeur escomptée serait égale au prix courant. En pratique, ce cas idéal est difficilement atteignable : la divergence entre cette valeur et les cours ainsi que les difficultés d'interprétation et d'application de la norme peuvent justifier certaines différences dans les comptabilisations des banques concernées [Deloitte (2011) ; PriceWaterhouseCoopers (2011), Financial Times (2011a)]<sup>1</sup>. Par ailleurs, le système financier est de nos jours caractérisé par une grande volatilité et fragmentation : la plus part du négoce des titres a lieu hors marchés réglementés, ce qui accrue l'incertitude et la fiabilité du choix de ce « prix courant » qui devrait faire référence pour la tenue des comptes [Hautcoeur, Lagneau-Ymonet, et Riva (2010)]. Si l'on rajoute la complexité des estimations demandées pour l'évaluation financière de la durée de détention, des marges et taux d'escompte, la mise en œuvre d'une comptabilité à la juste valeur semblerait avoir conduit à un manque formidable de comparabilité et d'objectivité dans la tenue des comptes, contrairement à ce que suppose l'IASB dans ses propos et concepts. Comme l'affirment Biondi, Chambost et Klee :

« La référence à la juste valeur en tant que valeur de marché cache, derrière une expression de grande simplicité, une complexité de mise en œuvre qui brouille les objectifs initiaux de comparabilité, de transparence et d'objectivité. Elle prétend faire rentrer la réalité multiple et dynamique de l'entreprise dans une forme en définitive trop étroite, trop ajustée parce que "juste". » [Biondi, Chambost et Klee (2008), p. 218]

Ainsi, la référence même au prix courant de marché pose problème, même dans le cas d'un marché non fragmenté<sup>2</sup>. Ce prix est censé

---

<sup>1</sup> Par ailleurs, la nouvelle norme IFRS 9 (remplaçant l'IAS 39) publiée en Novembre 2009 mais pas encore adoptée par l'Union Européenne permettrait de comptabiliser ces actifs disponibles à la vente à leur coût amorti, ce qui autoriserait à se passer d'une référence stricte au prix courant de marché pour leur dévaluation. D'après [Bouvier (2011)], le président de l'IASB aurait mentionné ce changement de comptabilisation de la part de l'IASB lors de l'« IFRS Foundation Conference » à Zurich en juillet 2011, mais sans le reprendre dans sa lettre du mois d'août.

<sup>2</sup> Un système financier marchand est censé relier toutes les transactions dans un seul marché du capital financier : marchés primaires et secondaires constituent alors un seul marché intégré donnant lieu à un prix (et taux d'intérêt) unique.

refléter la valeur escomptée des flux de trésorerie des titres, ainsi que la probabilité du défaut de l'emprunteur qui les a émis. Or, on s'enferme ainsi dans un processus circulaire d'auto-renforcement : comme en témoigne le cas grec, cette probabilité de défaut dépend, à son tour, du cours des titres. Car ce cours modifie la charge d'intérêt que cet emprunteur doit payer pour refinancer sa dette existante<sup>3</sup> : lorsque les prix descendent sur le marché secondaire, les prêteurs demanderont une charge d'intérêt plus importante sur le marché primaire des émissions de ces titres. Ainsi, le marché secondaire des obligations grecques est moins un lieu neutre de confrontation et évaluation de la solvabilité de cet emprunteur qu'un instrument puissant de modification de cette solvabilité ; comme le sismographe de Marc Bloch qui, ne se contentant pas de signaler les tremblements de terre, finissait quelquefois par les provoquer [Bloch M. (1954)]. Sur ce marché secondaire valent les observations de Keynes au sujet de tout marché financier : la formation des cours peut s'éloigner des valeurs fondamentales liées à la solvabilité de l'emprunteur, et dépendre plutôt de rumeurs, prophéties, mensonges et croyances qui finissent par s'auto-réaliser, en provoquant d'abord le surendettement, puis la faillite de l'emprunteur<sup>4</sup>. Comme l'avoue le président de l'IASB dans sa lettre, les cours actuels de la dette grecque ne reflètent pas la valeur escomptée de cette dette suite à sa renégociation. Si l'on croit encore au marché parfait, les investisseurs seraient en train d'anticiper les renégociations futures : ces dernières deviendront éventuellement nécessaires du fait que les charges d'intérêt ont augmenté en conséquence, et que les banques détentrices de ces titres ont été incitées à les céder du fait de leur « manque de liquidité »<sup>5</sup>.

Ainsi, la question est plus idéale que pratique. La référence à la juste valeur s'avère autoréférentielle. Elle n'offre en effet aucune base complémentaire et autonome pour juger de la formation des prix sur le marché, ni de la solvabilité de l'emprunteur concerné par cette forma-

---

<sup>3</sup> The Economist (2011) a reconnu cela à propos de la dette italienne : « Rising bond yields can themselves stoke worries about a country's ability to service its debt. Italy's national debt is high, but affordable at the yields it was paying earlier this year. If its borrowing costs were to climb for a sustained period its debt would begin to look unaffordable, prompting further selling and further increases in bond yields .

<sup>4</sup> Nous référons ici au chapitre douze de la « Théorie Générale » [Keynes J. M. (1973) [1936], p. 147-161]. Nous renvoyons également à l'interprétation donnée par Amato M. et Fantacci L. (2011), p. 14-24], ainsi que [Biondi Y. (2011b)].

<sup>5</sup> Dans ce contexte, l'évaluation des titres au prix courant de marché a été accusée à plusieurs reprises d'avoir un caractère pro-cyclique [cf. Enria et al. (2004) ; Boyer R. (2007) ; FSR (2008)]. De plus, on peut se douter de la qualité comptable d'une référence à ce prix lorsque les marchés sont stressés et illiquides [cf. Kolasinski (2011)].

tion. Une fois que la comptabilité des passifs de l'emprunteur est tenue à sa juste valeur, il pourra lui-même profiter de sa perte de crédibilité en comptabilisant parmi ses profits la perte de valeur de ses dettes sur le marché [Bignon, Biondi et Ragot (2009)]. Ainsi, la comptabilité cesse de protéger les investisseurs, car elle n'offre pas d'information sur la crise émergente de cet emprunteur dont ni le résultat net ni la rentabilité n'auront changés du fait de cette crise. Alors que les Etats ne sont pas autorisés à le faire, les banques – aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis – le font déjà : D'après le [Financial Times (2011b)], les profits bancaires de ce dernier trimestre sont la conséquence en large mesure de la réduction de valeur de marché de leurs dettes, du fait du risque de leur faillite.

En conséquence, le véritable prix payé par nous tous, c'est la perte de tout repère, l'impossibilité même de définir le résultat d'entreprise, la solvabilité d'un Etat, ou bien la solidité d'une banque qui détient leurs obligations : la perte de toute comptabilité véritable [Biondi Y. (2011)].

#### LA QUÊTE DU MARCHÉ LIQUIDE

Le mandat institutionnel de l'IASB ne concerne pas la mise en application des normes édictées : il n'a donc pas d'autorité ou de légitimité dans la matière <sup>6</sup>. La préoccupation exprimée par le président de l'IASB concerne plutôt la remise en question du principe comptable de la « juste valeur » que son institution encourage pour les actifs et les passifs, notamment financiers. Lorsque des transactions de marché se passent, écrit-il, le prix qu'elles forment sur le marché fournit un repère meilleur que la valeur escomptée basée sur un modèle d'évaluation, car aucun acheteur n'achèterait les titres à cette dernière valeur. Toutefois, un investisseur pourrait racheter stratégiquement ces titres à leur prix de marché s'il est inférieur à la valeur intrinsèque, ou bien renoncer à les céder si cette dernière est supérieure : il profiterait

---

<sup>6</sup> Cela se fait à juste titre, car cette institution de droit privé n'a aucun mandat ou pouvoir législatif ou judiciaire. De faite, le règlement 1606/2002/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 lui a substantiellement délégué l'établissement des normes comptables européennes pour toutes les sociétés cotées de l'Union Européenne (y compris les banques et les entreprises d'assurance) qui sont désormais tenues d'appliquer les normes comptables internationales IFRS pour la préparation de leurs comptes consolidés depuis 2005. L'Union européenne est ainsi la seule zone monétaire majeure à avoir renoncé à sa souveraineté en matière comptable, contrairement aux Etats-Unis, Royaume-Uni, Chine, Japon, Russie, Brésil et Inde.

d'une plus-value dans les deux cas, si ses estimations s'avèrent bonnes. En revanche, une comptabilisation aux prix courants de marché contrarie ces stratégies du fait d'une comptabilisation des pertes potentielles qui ne seront sans doute jamais réalisées. Mais le président de l'IASB ne distingue pas entre la valeur fondamentale et le prix courant sur le marché de référence. Sa lettre témoigne de la croyance dans ce prix comme un idéal à suivre, malgré les conditions générales de volatilité excessive, le manque récurrent de liquidité et de crédit interbancaire, ainsi que le statut bien particulier d'une dette souveraine en renégociation hors-marché<sup>7</sup>.

Au-delà des difficultés techniques d'application soulevées par le principe de la juste valeur, une question fondamentale est désormais posée : Qu'est-ce qu'un marché « actif » ? C'est-à-dire un marché dont le prix courant est censé fournir la meilleure estimation de la juste valeur d'un titre ? L'IASB lui-même a ouvert la boîte de pandore lorsque, en octobre 2008, il avait introduit la notion floue de marché « non actif » afin d'avaliser des opérations extraordinaires de comptabilité suite à la crise financière rampante. À partir de là, cette dérogation a autorisé les banques à interpréter la notion de marché à leur guise, selon les circonstances et les occasions.

L'idée reçue croit qu'un marché « actif » soit un marché « liquide », comme si la seule condition de liquidité en faisait un marché parfait, ou presque. Un marché liquide permettrait à tout participant d'échanger au prix annoncé, à tout moment et au moindre coût. De plus, sa liquidité faciliterait les arbitrages et l'exécution des ordres de manière à mieux refléter les valeurs fondamentales des titres négociés. Mais que dire du fonctionnement de l'activité bancaire dont les normes comptables régissent les comptes. On peut en effet se demander si le banquier doit à chaque instant aligner ses actifs et passifs, censés liquides, à leurs prix courants de marché : La banque est-elle soluble dans le marché ?

Contrairement à certains types de fonds d'investissement, dont les parts sont remboursées à la valeur courante de marché, la banque ne doit pas rembourser ses actions à leurs prix de marché. Ainsi, l'information et la protection des investisseurs dans ces banques ne demandent pas – en elles-mêmes – à ce que les actifs bancaires soient néces-

---

<sup>7</sup> Par ailleurs, certaines études [tels Dichev I. (2008)] montrent une augmentation de la volatilité qui serait engendré par les normes comptables elles-mêmes au-delà de toute volatilité intrinsèque liée aux conditions économiques. Sur les défauts de conception institutionnelle du défaut d'une dette souveraine [cf. aussi de Margerie G. et de Vauplane H. (2011)].

sairement comptabilisés à leurs prix courants de marché. Tant que la comptabilité rend compte des transactions passées entre l'entité bancaire et ses parties prenantes dans le temps, elle fournit une information et une protection significative sans faire aucune référence aux cours établis sur des marchés externes à cette entité.

Ce constat est particulièrement vrai pour les obligations d'Etat, dont la série des flux de trésorerie futurs est indépendante de ces prix : Un investisseur décidé à détenir ces obligations jusqu'à leur échéance pourra bénéficier de tous ces flux, quel que soit le prix de marché, au moins que ne survienne la faillite de l'emprunteur. Un marché parfait est censé anticiper la probabilité objective de cet événement, bien que cette probabilité ne soit pas indépendante du prix censé l'incorporer, comme nous venons de le préciser. Plus le marché escompte une probabilité de faillite élevée, plus l'emprunteur paie une charge d'intérêt élevée pour se refinancer, et plus sa probabilité de faillite augmente... et ainsi de suite. Il s'agit d'une course de chevaux dont le gagnant dépendrait des paris en cours : ce qui est le cas... dans toute course truquée !

Réclamer une comptabilisation des obligations d'Etat au prix courant de marché véhicule – plus ou moins implicitement – une représentation de la banque comme une collection d'actifs liquides et liquifiables, dont la banque devra pouvoir disposer à tout moment. Bien que la lettre du président de l'IASB ne concerne que les obligations d'Etat disponibles à la vente, sa *préférence pour la liquidité* de la banque est indéniable. Il s'agit de la préférence que Keynes avait jadis critiquée comme un fétiche antisocial :

« Des maximes de la finance orthodoxe, aucune n'est sûrement plus antisociale que le fétiche de la liquidité, la doctrine qui prétend être une vertu le fait que les institutions d'investissement concentrent leurs ressources dans la détention de titres "liquides". Cette doctrine néglige qu'il n'y a pas de liquidité de l'investissement pour la communauté dans son ensemble »<sup>8</sup>.

Une comptabilité à la valeur de marché demande et dépend d'une conception et d'une régulation marchande de la banque et du système financier dont cette comptabilité fait partie. En particulier, elle

---

<sup>8</sup> « Of the maxims of orthodox finance none, surely, is more anti-social than the fetish of liquidity, the doctrine that it is a positive virtue on the part of investment institutions to concentrate their resources upon the holding of 'liquid' securities. It forgets that there is no such thing as liquidity of investment for the community as a whole » [Keynes J. M. (1973) [1936], p. 155].

demande que la banque centrale soit toujours disponible pour la création de masses monétaires de plus en plus énormes en vue d'assurer cette illusion de la liquidité<sup>9</sup>.

Nous sommes confrontés ici à une autre circularité : si les actifs et les passifs sont liquides, la comptabilité doit se tenir à la juste valeur. D'autre part, si la comptabilité doit se tenir à la juste valeur, ces actifs et passifs doivent rester liquides. La liquidité des titres devient la condition nécessaire qui doit être assurée, au pire, par leur rachat par les banques centrales. Mais une créance douteuse ne devient pas remboursable du fait de passer de main en main. En revanche, il se peut que le mécanisme des sauvetages en cours établisse une règle de profits privés et de pertes publiques : Les émetteurs privés comptabilisent les profits d'émission de « papiers-toilette » financiers, alors que les états et les banques centrales refinancent ces « titres pourris » en couvrant les pertes avec les deniers publics. Il y a donc un paradoxe majeur derrière la crise de refinancement d'une dette publique qui a servi pour partie à combler les pertes engendrées par la crise financière d'origine privée<sup>10</sup>. Sans compter qu'une partie de cette dette sert désormais au paiement des intérêts sur la dette cumulée dans le temps<sup>11</sup>. De plus, si l'on observe l'évolution de la répartition de la dette par secteur sur les derniers trente ans, surtout les institutions financières et le secteur immobilier résultent à l'origine du surendettement actuel qui se concentre aux Etats-Unis et Royaume-Uni hébergeant les nœuds centraux de ce système financier marchand [Aridas T. (2012) ; Barwell R. et O. Burrows [2011], chart 4, p. 4].

#### SORTIR DE LA TRAPPE À LIQUIDITÉS

Serions-nous prisonniers d'une trappe à liquidités ? Il s'agit avant tout d'une trappe idéale qui empêche de penser les alternatives possibles et praticables. D'une part, elle repose sur l'idée reçue que toute banque, comme toute entreprise, serait un portefeuille d'actifs et pas-

---

<sup>9</sup> Sur l'action critique accomplie par les états, les banques centrales et le Fond Monétaire International (FMI) afin d'assurer la liquidité aux marchés internationaux des capitaux, nous renvoyons à Helleiner [(1994), p. 8-14].

<sup>10</sup> Le Fond Monétaire International l'a souligné dans son rapport du septembre 2011 : « Public balance sheets in many advanced economies are highly vulnerable to rising financing costs, in part owing to the transfer of private risk to the public sector » [IMF (2011), p. ix].

<sup>11</sup> À ce sujet, on lira avec intérêt l'analyse et la proposition de Rocard et Larroutrou (2012) et de Robé (2011).

sifs liquides, disponibles à la vente, négociables sur le marché au prix courant, comme si elles étaient toujours en liquidation. D'autre part, elle suppose l'existence d'un instrument permanent et neutre capable d'assurer cette marchandisation universelle : La trappe à liquidités passe ainsi par une conception de la monnaie comme mesure et réserve de la valeur, comme réservoir d'un pouvoir d'achat universel et abstrait qui s'exprime sur des marchés parfaits et complets ([Biondi 2008a] ; [Amato, Doria et Fantacci (2010)]).

Or, le libre arbitre nous permet de choisir. Nous pouvons continuer à croire à cet idéal et en opérationnaliser les implications : en étendant le principe comptable de la juste valeur, en intégrant encore plus tous les marchés de référence, en inventant encore plus de produits dérivés, tout en créant encore plus de liquidités à chaque fois qu'une crise survient. Et nous paierons enfin toutes les conséquences de ces choix. Nous pouvons le faire sans pour autant pouvoir prétendre qu'il y va de soi, comme d'un fait naturel ou inéluctable. Si certains veulent sans doute continuer de songer à ces paradis artificiels, ils devraient au moins laisser à d'autres la liberté de se réveiller d'un tel cauchemar.

Heureusement, cette conception « soluble » de la banque et de la finance n'est pas la seule conception possible, ni la plus réaliste, ni la plus souhaitable. Nous pouvons continuer à croire au marché, comme si le marché constituait la réponse à nos problèmes financiers. En revanche, nous pouvons plutôt interroger les instances institutionnelles préalables à tout marché : La constitution juridique d'une dette et d'une créance, ainsi que les règles de leur comptabilisation. *Tout compte fait*, une banque consiste en une activité économique organisée, durable et complexe, étalée dans le temps et l'espace, dépendant d'un réseau d'interactions et d'interdépendances qui dépassent foncièrement toute dimension purement marchande. Entre autres, cette entité bancaire permet l'octroi de crédit aux Etats sous forme d'obligations négociables. Bien que ces titres aient souvent un prix sur le marché secondaire, il ne demeure pas moins vrai qu'ils peuvent être détenus jusqu'à leur échéance et, pour cette raison même, être comptabilisés à une valeur estimée sur la base de cette détention. En principe, aussi bien une comptabilisation au prix courant qu'une comptabilisation à cette valeur estimée semblent permettre de maintenir et rendre compte de la soutenabilité de l'entité bancaire dans le temps, en facilitant la protection de ses actionnaires et des autres parties prenantes. À l'épreuve des faits, dans des conditions d'hasard et d'ignorance, la comptabilisation à la juste valeur engendre l'absence de contrôle et de reddition des comptes et ouvre la voie à l'imprudence et à l'abus de

pouvoir : serait-il un hasard si les institutions financières, qui ont été les plus soumises à ce nouveau modèle comptable, sont également à l'origine de la crise en cours, et n'ont survécu qu'en raison de sauvetages, recapitalisations d'urgence, et nationalisations ? De plus, les comportements bancaires et leurs impacts sur les autres acteurs économiques sont fortement modifiés du choix du modèle comptable de référence. Une comptabilisation à la juste valeur incitera la banque à suivre le marché dans toutes directions et occasions, alors qu'une comptabilisation à la valeur de détention l'incitera à distinguer son processus de celui du marché.

Keynes l'avait déjà fait remarquer bien avant nos débats sur le projet de convergence comptable internationale mené par l'IASB. À son époque, la pratique de la juste valeur ne s'appliquait pas aux banques, mais il se méfia de son adoption indiscriminée de la part des fonds d'investissement :

« la pratique, usuellement censée prudente, qui fait qu'un trust ou une assurance détermine fréquemment aussi bien le résultat tiré de son portefeuille d'investissement que l'évaluation de son capital sur la base du marché, pourra en effet porter bien trop d'attention aux fluctuations de court terme de ce capital »<sup>12</sup>.

À son avis, dans ce contexte, aucun investisseur aurait osé adopter une stratégie de plus long terme, puisque « l'expérience enseigne qu'il vaut mieux, pour maintenir sa réputation, de se tromper d'une façon ordinaire que d'avoir raison d'une façon originale »<sup>13</sup>. Les investisseurs d'aujourd'hui ont montré à plusieurs reprises qu'ils ont bien appris cette leçon de conformisme. Pour ne donner qu'un exemple, Chuck Prince, PDG de Citigroup, a répondu au journaliste questionnant ses achats imprudents de titres toxiques : « tant que la musique joue, on doit se lever et danser. [...] Et nous continuons à danser »<sup>14</sup>.

Depuis au moins la fin des années quatre-vingt-dix, la réponse à chaque crise financière a été jusqu'à présent la restauration de la croyance collective dans la liquidité, ainsi que l'émission d'une liquidité nouvelle qui n'a servie qu'à alimenter la crise suivante : la liqui-

---

<sup>12</sup> " The practice, usually considered prudent, by which an investment trust or an insurance office frequently calculates not only the income from its investment portfolio but also its capital valuation in the market, may also tend to direct too much attention to short-term fluctuations in the latter " [Keynes (1971) [1936], p. 157 n].

<sup>13</sup> " Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally " [Keynes (1971) [1936], p. 158].

<sup>14</sup> " As long as the music is playing, you've got to get up and dance. [...] We're still dancing " [Financial Times (2007)].

dité créée pour sortir de la crise asiatique a alimenté la bulle des nouvelles technologies ; la liquidité créée pour sauver cette dernière a alimenté la crise des sub-primes [Amato M. et Fantacci L. (2011), p. 83]. Pourrions-nous supporter la prochaine crise générée par le « quantitative easing » qui remplit maintenant les poches des opérateurs financiers à des niveaux jamais atteints auparavant ? L'impact des nouvelles dynamiques en cours sur l'économie réelle pourrait s'avérer dévastateur : D'une part, les politiques d'austérité visant la réduction de la dette publique réduiront la redistribution de la richesse [Biondi Y. 2008b] ; d'autre part, l'excès de liquidité fera augmenter les prix des actifs notamment immobiliers. Noyées dans un excès de liquidité, les familles seront alors prises dans une véritable trappe de la pauvreté.

Il est temps de remettre en question la croyance dans le marché financier autorégulé et dans la liquidité qui en est l'aboutissement et l'opérationnalisation. Cette architecture financière marchande – qui a été conçue et appliquée depuis la crise du dollar de 1971 – a prouvé désormais son échec et conduit l'économie mondiale vers un état d'instabilité systémique. L'abandon du principe comptable de la juste valeur est un premier pas important dans la réforme nécessaire de cette architecture. Le modèle comptable devra plutôt s'appliquer à la reddition des comptes de l'entité économique et productive, par la détermination des investissements et des financements, des charges et des résultats effectivement générés dans le temps, dans le respect du principe de prudence.

#### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AMATO M. et FANTACCI L. [2011], *The End of Finance*, Polity, Cambridge.
- AMATO M., L. DORIA et L. FANTACCI [2010] eds. *Money and Calculation: Economic and Sociological Perspectives*, Bocconi University Press and Palgrave-Macmillan, London.
- ARIDAS T. [2012], « Total Debt to GDP (%) », *Global Finance*, URL : <http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/10403-total-debt-to-gdp.html#axzz1mvYhUhjI>.
- BARWELL R. et BURROWS O. [2011], « Growing fragilities ? Balance sheets in The Great Moderation », Financial Stability Paper No. 10, Bank of England, April 2011.
- BIGNON V., BIONDI Y. et RAGOT X. [2009], « An Economic Analysis of Fair Value: Accounting as a Vector of Crisis », *Cournot Centre for Economic Studies*, Prisme, No. 15, 2009. URL: <http://ssrn.com/abstract=1474228>.
- BIONDI Y. [2008a], Entité entreprise, monnaie et comptabilité : Jalons pour un itinéraire de théorie économique, *Économie Appliquée*, LXI, n. 2, p. 5-42.

- BIONDI Y. [2008b], « De Charybde de la comptabilité de caisse en Scylla de la comptabilité patrimoniale », *Revue de la régulation*, n° 3/4, 2<sup>e</sup> semestre 2008. URL: <http://regulation.revues.org/index5003.html>.
- BIONDI Y. [2011] « The Pure Logic of Accounting: A Critique of the Fair Value Revolution », *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, Vol. 1, Iss. 1, Article 7.
- BIONDI Y. [2011b] « Disagreement-Based Trading and Speculation: Implications for Financial Regulation and Economic Theory », *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, Vol. 1, Iss. 1, Article 11.
- BIONDI Y., CHAMBOST I. et KLEE L. [2008], « La “juste valeur”, enfin une évaluation proche de la réalité », chapitre 21, in A. Pezet et S. Sponem eds., *Petit bréviaire des idées reçues en management*, La Découverte, Paris, p. 210-218.
- BLOCH M. [1954], *Esquisse d'une histoire monétaire de l'Europe*, Cahiers des Annales, n° 9, Armand Colin, Paris.
- BOUVIER S. [2011], « Greek myths », *Investment&Pensions Europe [IPE] – Magazine*, 1 Oct 2011.
- BOYER R. [2007] « Assessing the Impact of Fair Value Upon Financial Crises », *Socio-Economic Review*, vol. 5, Iss. 4.
- DE MARGERIE G. et DE VAUPLANE H. [2011], « Les défauts du défaut. Quelques clefs pour comprendre la crise de la dette souveraine », *En temps réels*, cahier n° 48, Novembre 2011.
- DELOITTE [2011], « Accounting considerations related to holdings of Greek and other Eurozone sovereign debt, Audit and Enterprise Risk Services », Financial reporting alert 11-4, July 29, 2011.
- DICHEV D. I. [2008], « On the Balance Sheet-Based Model of Financial Reporting », *Accounting Horizons*, 22 [4], p. 453-470.
- ECONOMIST [2011], « Europe's debt crisis. Rushing for the exits », Nov 12th 2011.
- ENRIA A., CAPIELLO L., DIERICK F., GRITTINI S., HARALAMBOUS A., MADDALONI A., MOLITOR P. A. M., PIRES F., et POLONI P. [2004], « Fair Value Accounting and Financial Stability », ECB Occasional Paper, n° 13, April 2004. URL: <http://ssrn.com/abstract=749044>.
- FINANCIAL STABILITY REVIEW [2008], « Valuation and financial stability », 12 [October], Banque de France.
- FINANCIAL TIMES [2007], « Investment banking revenues », 10 July.
- FINANCIAL TIMES ALPHAVILLE [2001a], « Dear ESMA ... about those Greek debt impairments », posted by Tracy Alloway on Aug 30.
- FINANCIAL TIMES LEX TEAM [2011b], « Fairyland value accounting, Financial Times », October 23, 2011.
- HAUTCOEUR P.-C., LAGNEAU-YMONET P. et RIVA A. [2010], « L'information boursière comme bien public. Enjeux et perspectives de la révision de la directive européenne Marchés d'instruments financiers », *Revue d'Économie Financière*, n° 98/99 [3-2010].

- HELLEINER E. [1994], *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, Ithaca [NY].
- HILSEN RATH J. et BLACKSTONE B. [2012], « Central Banks Diversify Their Arsenals. Deploying Unconventional Balance-Sheet Techniques From Bank Loans to Securities Purchases », *Wall Street Journal*, 27 Janvier 2012.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [2011], *Global Financial Stability Report: « Grappling with Crisis Legacies »*, Summary Version, Washington D.C., September 2011.
- KEYNES J. M. [1973 (1936)], *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan and Cambridge University Press, Cambridge.
- KOLANSINSKI A. C. [2011], « Mark-to-market regulatory accounting when securities markets are stressed: Lessons from the financial crisis of 2007-2009 », *Journal of Accounting and Economics*, 52, 174-177.
- PRICE WATERHOUSE COOPERS [2011], « 11 Accounting implications of Greek sovereign debt – October 2011 update », *Technical alert*, 17 October.
- ROCARD M. et P. LARROUTUROU [2012], « Pourquoi faut-il que les Etats payent 600 fois plus que les banques ? », *Le Monde*, 2 janvier 2012.
- ROBÉ J.-Ph. [2011], « La finance grise doit être mise à contribution pour solder la dette des Etats », *Le Monde*, 25 octobre 2011, Dossier Economie, p. 5.