

REMERCIEMENTS

J'adresse mes remerciements les plus sincères et exprime ma profonde gratitude à :

- Mes parents qui n'ont ménagé aucun effort pour ma réussite dans les études.
- Mon oncle pour son assistance dans ma quête d'expérience professionnelle.
- L'ensemble du personnel du cabinet SYNERGIES Dakar pour leur encadrement et leurs conseils.
- L'ensemble du corps professoral de SUPDECO pour la qualité de leurs enseignements.
- Tous mes camarades de promotion pour leur soutien.
- A tous ceux qui de près ou de loin ont apporté leur contribution à la rédaction de ce mémoire.

SOMMAIRE:

Introduction :

Première partie : Crise financière - origines et évolution

Chapitre1 : Les origines de la crise financière

Section 1 : Les causes conjoncturelles

Section 2 : Les causes structurelles

Chapitre 2 : L'évolution de la crise financière et son extension à l'économie réelle

Section 1 : Chronologie de la crise

Section 2 : L'expansion brutale de la crise à l'économie

Deuxième partie : La juste valeur dans l'amplification de la crise financière

Chapitre 1 : Rappel sur les différentes méthodes d'évaluation des actifs et passifs

Section 1 : Les méthodes d'évaluation traditionnelles

Section 2 : La méthode révolutionnaire ou moderne

Chapitre 2 : Analyse de la juste valeur dans la crise financière

Section 1 : L'impact de la juste valeur sur la dépréciation des actifs financiers

Section 2 : Avantages et critiques de la juste valeur

Troisième partie : Propositions et perspectives d'amélioration des mesures réglementaires face à la crise financière

Chapitre 1 : Les résolutions politiques

Section 1 : Prévention du risque systémique : étendre le champ de la régulation

Section 2 : Prévention du risque systémique : organiser le fonctionnement des marchés

Chapitre 2 : Les résolutions économiques

Section1 : Rétablissement de la confiance : améliorer la transparence

Section 2: Renforcement de la stabilité financière : atténuer le caractère pro-cyclique de la réglementation.

Conclusion

Annexes :

Annexe 1 : Bref historique de l'harmonisation des normes comptables - l'IASB

Annexe 2 : Principes et règles en matière de mesure des actifs (à propos des IAS 16 et 38)

Annexe 3 : Glossaire

Bibliographie :

LISTE DES ABREVIATIONS UTILISEES

SEC:	Securities and Exchange Commission (Commissions des opérations de bourse)
FASB:	Financial Accounting Standard Board (Comité des normes de comptabilité financière)
IFRS:	International Financial Reporting Standard (Norme international d'information financière)
IAS:	International Accounting Standard (Norme comptable international)
ABS:	Asset-Backed Securities (Titres basés sur des actifs)
CDS:	Credit Default Swap (Dérivés de crédit)
CDO:	Collateralised Debt Obligation (Obligation adossée à des créances)
BCE:	Banque Centrale Européenne
AMF:	Autorité des Marchés Financiers
IDE:	Investissement Directe Etranger
FMI:	Fonds Monétaire International
ASC:	Accounting Standard Committee (Comité de normalisation de la comptabilité)
US-GAAP:	United States Generally Accounting Accepted Principles (Principes comptables généralement admis aux Etats-Unis)
PIB:	Produit Intérieur Brut
CFTC:	Commodity Futures Trading Commission (Autorité de surveillance des marchés dérivés)

FINRA:	Financial Industry Regulatory Authority (Autorité de surveillance des courtiers et gérants de Portefeuille)
CNUED :	Conférence des nations unies sur le commerce et le Développement
OFCE :	Observatoire français des conjonctures économiques

INTRODUCTION :

La crise financière apparue en 2007 et qui s'est amplifiée en 2009, est essentiellement marquée par une crise de liquidité interbancaire (refus des banques ou autres établissements financiers à se prêter de l'argent mutuellement) et un resserrement du crédit (hausse des coûts liés à l'endettement).

Elle trouve son origine dans l'effondrement de l'activité des crédits immobiliers aux Etats-Unis dit « Subprimes ».

L'imbrication du système financier mondial a entraîné une réaction en chaîne.

Le reflux du marché immobilier américain a provoqué la faillite d'organismes de crédit peu regardant quant à la qualité de leurs clients.

Ces sociétés de crédit avaient morcelé leurs créances en produits financiers complexes et risqués distribués directement ou indirectement à quasiment toutes les institutions financières de la planète.

La crainte suscitée par ces produits à risque a engendré une crise de confiance conduisant à un vent de panique sur les marchés boursiers.

La persistance de la crise boursière et son aggravation ont entraîné une baisse de la valeur des portefeuilles et de la capitalisation des firmes, suivies par une baisse de la consommation, ce qui a eu pour conséquence un impact négatif sur l'activité économique mondial.

Au fil des mois, nous sommes passés d'une crise immobilière localisée à une crise globale du système financier et économique international.

La crise s'étant propagée à l'ensemble des marchés mondialisés, toutes les croyances et pratiques financières se sont vues mises à mal.

En effet, qui dit crise de la finance dit aussi remise en question de son « langage » : la comptabilité.

Ainsi, au fur et à mesure que la crise s'est amplifiée, on a vu des critiques s'élever contre les règles comptables en particulier les règles comptables internationales : (normes IAS/IFRS) publiées par l'IASB (international accounting standard board) qui véhiculent le principe de la juste valeur.

Cette dernière offre aux lecteurs des comptes (actionnaires, partenaires, banques, état, etc.) un éclairage nouveau et plus pertinent que les méthodes traditionnelles en valorisant certains actifs et passifs à leur valeur de marché.

Problématique

Malgré l'adoption quasi universelle de la comptabilisation à juste valeur par les organismes de normalisation des pratiques comptables, le bien fondé de ce modèle continue de donner lieu à des débats intenses au sein des universitaires, des dirigeants d'entreprises, des organismes de réglementation et des investisseurs.

Ces débats reposent sur les positions irréconciliables adoptées par les parties en faveur ou en défaveur de la comptabilisation à juste valeur.

De plus, avec la crise financière actuelle, la comptabilisation à la juste valeur fait de plus en plus l'objet d'attaques.

Par exemple le congré américain a récemment confié à la SEC (Securities and exchange commission) le mandat d'enquêter et de produire un rapport sur le rôle éventuel joué par la comptabilisation à la juste valeur dans la crise financière.

C'est ainsi également que, certains organismes de normalisation tels le FASB (Financial accounting standards board) et l'IASB (international accounting standards board) ont récemment adopté des dispositions temporaires retirant certains aspects de la comptabilisation à la juste valeur dans le cas des institutions financières : par exemple, le paragraphe 48A de l'IAS 39 stipule que s'il est impossible d'estimer de manière fiable la juste valeur d'un instrument financier, l'option de la juste valeur ne doit pas être utilisée.

A cet effet, il est opportun de réfléchir sur l'impact que la comptabilisation à juste valeur a pu avoir dans la crise financière.

C'est l'objet de notre thème de recherche :

« L'impact de l'appréciation à juste valeur des actifs financiers dans l'amplification de la crise financière ».

Thèse de la recherche

Depuis le début de la crise financière, les investisseurs, les dirigeants d'entreprises et les hommes politiques parlent beaucoup des normes IFRS (international financial reporting standard) : la comptabilisation à la juste valeur a amplifié la crise notamment à partir de la faillite de la banque américaine Lehman Brothers le 15 septembre 2008. Les marchés illiquides ou en chute accélérée ont obligé les institutions financières à dévaluer dans de grandes proportions leurs bilans ce qui a eu pour conséquence la disparition de la confiance mutuelle et un assèchement du marché interbancaire.

Hors les normes IFRS et la comptabilisation à la juste valeur ont été mises en place suite aux scandales ENRON et WORLDCOM du début des années 2000 afin d'améliorer la communication financière et restaurer la confiance des épargnants et des investisseurs. Ces normes auraient-elles empêché le scandale

ENRON ? On peut être tenté de dire non puisqu'on a vu pire avec l'affaire Madoff. En réalité la juste valeur n'a pas été à la hauteur des espérances, car si cette norme est appliquée à la lettre sans aucune restriction le marché pourrait disparaître. Nul besoin qu'un marché existe si les entreprises doivent communiquer en temps réel leur vraie valeur.

Ainsi, nous tenterons de montrer à travers ce mémoire comment la juste valeur a pu contribuer à l'amplification de la crise financière avec des actifs financiers qui n'ont cessé de se déprécier, des marchés devenus volatils et une absence de liquidité notoire.

Objectifs de la recherche

L'objectif principal de cette étude est d'offrir d'autres perspectives sur le rôle de la comptabilisation à juste valeur dans le contexte de la crise financière.

Etant donné que la crise persiste, nous estimons qu'il n'existe pas à ce jour de preuve directe unique pouvant être perçue comme source des difficultés dont souffre l'économie mondiale.

Cependant, l'analyse des fondements de la comptabilisation à la juste valeur permet peut être de tirer des conclusions et de voir comment elle a contribué en partie à la tourmente qui a récemment frappé les marchés financiers.

Intérêt de la recherche

L'étude à travers ce mémoire de recherche portant sur **«l'impact de l'appréciation à juste valeur des actifs financiers dans l'amplification de la crise financière»** présente un intérêt multiple :

- d'abord pour la prise de connaissance de façon générale sur les éléments qui ont contribué à la situation économique et financière mondiale actuelle.
- Ensuite pour la communauté universitaire et scientifique en générale ; l'archivage des travaux de fin d'études permettant d'enrichir la base de données des recherches au sein de l'Ecole Supérieure de Commerce de Dakar. Ce mémoire pourra peut être inspirer des recherches futures.
- Enfin pour nous même, dans la mesure où ce mémoire a été l'occasion d'acquérir des informations utiles et d'approfondir nos connaissances sur un thème d'actualité.

Méthodologie

La démarche adoptée pour la conduite de cette étude de fin de formation s'appuie sur :

- une revue de la littérature par recours aux sources écrites sur l'économie et la finance en général et en rapport avec notre thème de recherche,
- une consultation de dossiers traitant d'actualités économiques et financières,
- une prise en compte des avis et objections de professeurs, en raison de leurs expériences professionnelles et de leur niveau de connaissances générales,
- une recherche sur Internet afin de tirer profit de l'abondance des informations mises en ligne et qui offrent une grande variété de sources.

Plan du mémoire

Notre étude s'établira suivant une approche comportant trois (3) parties essentielles :

Nous nous intéresserons dans une première partie à la crise financière.

Quelles sont les origines de cette crise?
Comment a-t-elle évoluée ?

Nous aborderons dans une deuxième partie le rôle de la juste valeur dans l'amplification de la crise financière.

Qu'est ce que la juste valeur ? Comment fonctionne-t-elle ?
Quelle est l'impact de la juste valeur sur la dépréciation des actifs financiers ?
Quelles sont les avantages et critiques de la juste valeur ?

Enfin dans la dernière partie, nous tenterons de proposer des perspectives d'amélioration des mesures réglementaires face à la crise financière.

Première partie : Crise financière - origines et évolution

La crise financière qui s'est développée depuis l'été 2007 s'est jusqu'à présent déroulée en trois temps : les marchés, les banques et l'économie réelle.

On est en effet passé d'un problème de marché (les subprimes) à une crise financière (le marché des refinancements à court terme) puis à une crise bancaire, laquelle a eu à son tour des répercussions macroéconomiques.

Lorsqu'on cherche à analyser les origines de cette crise, il convient de distinguer ce qui s'est passé aux Etats- Unis d'une part, et en Europe d'autre part.

Depuis longtemps, la politique économique américaine consiste à privilégier la croissance et la relance de l'activité au détriment d'une certaine discipline, notamment en matière d'équilibre budgétaire et de balance commerciale. L'une des conséquences en est le recyclage permanent des capitaux vers les Etats-Unis. Parmi les éléments qui ont pesé dans cette crise, il y a donc du côté américain, une trop grande abondance de liquidités, une politique de taux d'intérêts faibles et la croyance, qui s'est développée sous l'influence des taux monétaristes, que les banques centrales suffiraient à réguler le système.

Dés lors on a vu se développer des instruments et des comportements extrêmement dangereux comme la « titrisation »-mécanisme utile à l'origine mais qui a été dévoyée.

A l'inverse, les pays de la zone euro, s'ils subissent les contrecoups de la crise américaine, ont, du fait du pacte de stabilité, davantage respecté les disciplines budgétaire et monétaire, bien qu'ils n'aient pas tous fait montre de la même rigueur. Sans la zone euro, les pays européens auraient davantage souffert de la crise. Certes il s'agit en partie d'un problème de confiance, mais il y a aussi des éléments objectifs : les actifs « toxiques » qui se sont révélés au fil des mois sont une réalité.

L'Amérique a exporté ses prêts « toxiques » dans le monde entier.

On peut donc s'interroger sur les raisons pour lesquelles une crise qui trouve ses origines profondes dans des déséquilibres globaux durablement installés et dans des facteurs spécifiques aux Etats-Unis a suscité une telle contagion.

Pourquoi et comment cette situation a-t-elle dégénéré en crise financière mondiale ?

I. LES ORIGINES DE LA CRISE FINANCIERE :

Nous pouvons distinguer d'une part des causes conjoncturelles et d'autre part des causes structurelles à la crise financière.

1. Les raisons conjoncturelles :

- La dérégulation bancaire et financière et la définition de nouvelles règles fixées par les professionnels eux-mêmes :

Alors que l'activité bancaire et financière était auparavant extrêmement encadrée, les Etats-Unis sont entrés, à la fin des années quatre- vingt- dix, dans une démarche systématique de dérégulation.

La politique d' « argent facile » de la Réserve fédérale américaine (FED) a conduit à une dérégulation qui, dans un contexte de confiance aveugle, a conduit à multiplier des instruments et des pratiques de plus en plus aléatoires.

Comme l'a rappelé M. Christian Stoffaes dans son ouvrage « Crise financière-causes, effets et reformes nécessaires » (cahiers du cercle des économistes, avril 2008), le « Banking Act » de 1933 était la législation adoptée par le congrès à la suite du krach de 1929.

Le congrès avait alors estimé que l'implication des banques de dépôt dans les marchés financiers était la grande responsable de la spéculation boursière et des faillites bancaires consécutives au krach.

Le principe de la législation du « Banking Act » (loi bancaire) de 1933, encore appelée « Glass-Steagall » (porte le nom d'un sénateur démocrate de Virginie Mr Carter GLASS et d'un représentant démocrate de l'Alabama Mr Henry STEAGALL), était d'interdire aux banques de dépôt régulées, l'accès aux marchés financiers libres, de leur prohiber la détention et le commerce des titres, et de restreindre leur activité à la gestion des dépôts monétaires de leurs clients et aux opérations classiques de prêts commerciaux à court terme.

Le « Banking Act » avait donc fermé aux banques l'accès à Wall Street, en édictant une incompatibilité entre les métiers de la banque commerciale et de la banque d'investissement ; d'où une distinction entre métier bancaire et métier des marchés financiers.

En application de cette loi, les géants de Wall Street ont dû opérer un choix radical entre l'une ou l'autre des deux activités.

Le régime réglementaire du « Banking Act », est resté en vigueur pendant soixante six ans, jusqu'à son abrogation en novembre 1999 par le « Financial Services Modernization Act » (loi de modernisation des services financiers) qui a autorisé la constitution de holdings financiers, conduisant simultanément à des activités de banque commerciale, de banque d'investissement, de courtiers en titre et d'assurance.

Cette loi a donc déspecialisé l'activité bancaire.

La dérégulation des marchés financiers s'inscrit alors dans un mouvement général de libéralisation des secteurs réglementés (transports, aériens, télécommunications).

Ceci a eu pour conséquence l'avènement de la période de « finance facile », qui a engendré la tentation des investisseurs à prendre davantage de risques, et d'avoir plus largement recours à l'endettement.

L'élimination des barrières structurelles entre banques d'investissement et banques de dépôt a aussi favorisé la fluidité du crédit. Il en est résulté une concurrence accrue au sein du secteur financier et une stimulation de l'excès de liquidité.

➤ L'excès de liquidités lié aux déficits quasi-structurels des Etats-Unis :

L'ampleur des déficits budgétaires et commerciaux des Etats-Unis est loin d'être un phénomène nouveau. En effet dans les années soixante, l'économiste français Jacques Rueff dénonçait déjà les dangers de cette politique dans son ouvrage intitulé « le lancinant problème des balances de paiements » (1965).

Cependant, le déséquilibre global que ces déficits traduisent a pris des proportions énormes, en particulier depuis la crise asiatique de 1997-1998.

Les pays d'Asie, en particulier la république populaire de Chine, ont accumulé des excédents commerciaux et des réserves de change considérables tandis que le déficit commercial américain se creusait, et ces pays ont fait le choix d'empêcher une appréciation de leurs devises pour maintenir leur compétitivité à l'exportation, principalement vers les Etats-Unis et l'Europe.

Les pays du Golfe, le Brésil, l'Inde et la Russie se sont également inspirés de cette stratégie de croissance adoptée par la république populaire de Chine.

Ainsi, les réserves de change ont atteint 6 448 milliards de dollars à la fin de l'année 2007, selon le FMI.

En Asie, elles sont passées d'environ 800 milliards de dollars en 2000 à 3 940 milliards de dollars en 2007, dont 2 000 milliards de dollars pour la seule république populaire de Chine qui détient donc désormais les réserves de change les plus abondantes du monde.

En ajoutant à l'Asie les pays du Moyen-Orient, les deux zones détenaient au total à cette date les deux tiers des réserves mondiales.

Or les pays largement dotés en réserves de change ont depuis longtemps investi massivement en actifs libellés en dollars. C'est le cas notamment de la république populaire de Chine.

Ainsi, les Etats-Unis ont été en 2007 les « destinataires » de la moitié des importations de capitaux du monde (49,2 %) selon le FMI.

Ce système est profondément déstabilisant : le déficit extérieur des Etats-Unis fait que le soutien du dollar n'est pas réalisé par les Etats-Unis eux-mêmes mais par les pays qui achètent ces actifs en dollars.

Ceci conduit à un accroissement de la liquidité mondiale, et permet aux Etats-Unis de financer leur dette à des taux d'intérêt très bas, ce qui incite à accroître encore plus la demande intérieure, d'où un nouvel accroissement du déficit extérieur.

2. Les raisons structurelles :

➤ Les innovations financières :

Il est très largement admis aujourd'hui que les innovations financières ont à leur tour facilité la prise de risque.

Certaines pratiques telles que la titrisation, ont totalement dérivé par rapport à leurs finalités d'origine.

Le développement de la titrisation fait partie, comme la désintermédiation et la déréglementation financière, des évolutions les plus marquantes observées sur les marchés de capitaux au cours de la dernière décennie.

La titrisation est apparue à partir du milieu des années soixante-dix, mais c'est la déréglementation bancaire américaine précédemment évoquée qui lui a fait connaître, à partir de 2000 une véritable explosion.

Ainsi l'encours des ABS (« asset-backed securities » ou titres basés sur des actifs) a plus que doublé depuis 2000 passant de 1 072 milliards de dollars à 2 238 milliards sur le seul marché américain.

Comme le rappelle une étude de Laurent Clerc dans « Débats économiques-Banque de France », février 2008, le rôle normal des banques était jusqu'ici d'assurer l'essentiel des prêts. Elles les conservaient à leur bilan et les suivaient jusqu'à échéance.

La titrisation leur a donné la possibilité de ne plus faire apparaître le risque de crédit à leur bilan mais de le transférer à d'autres investisseurs.

Pour les banques, la titrisation présente notamment l'avantage de leur faire économiser du capital, puisqu'elles n'ont ainsi plus besoin d'immobiliser des fonds propres comme les règles prudentielles le leur imposent lorsqu'elles conservent des crédits dans leurs bilans.

Grâce à quoi elles pouvaient accorder de nouveaux crédits, qui pouvaient à leur tour être titrisés.

La titrisation a stimulé la création de nouveaux produits financiers. Au cours des dernières années, la titrisation a concerné pratiquement toutes les catégories de créances, et bien au-delà du marché américain.

Cependant, sur un marché où abondaient les liquidités et où les taux d'intérêts étaient extrêmement bas, les opérateurs bancaires et financiers, ont développé des instruments de plus en plus audacieux pour répondre aux attentes des investisseurs et des spéculateurs.

Ce fut notamment le cas avec les dérivés de crédit « credit default swaps » (CDS) et les « collateralised debt obligations » (CDO). L'importance et la totale liberté des rémunérations perçues par les opérateurs ne pouvaient qu'encourager ce type d'innovations.

Dans le même temps et à la suite de certains scandales financiers notamment l'affaire ENRON, de nouvelles règles et de nouveaux mécanismes financiers se mettaient en place, le plus souvent à l'initiative des professionnels eux-mêmes.

➤ La crise des « subprimes » élément déclencheur de la crise :

Que sont les « subprimes » et comment expliquer qu'un choc affectant un compartiment restreint du marché hypothécaire américain se soit transformé en crise financière de grande ampleur ?

Des prêts immobiliers ont été consentis en grand nombre à des personnes peu solvables avec une explication insuffisante du risque correspondant, et ce risque a été intégré dans des produits financiers sophistiqués proposés à de nombreux investisseurs qui bien souvent n'étaient pas en mesure d'en évaluer les dangers.

Les « subprimes loans » (littéralement : prêts en dessous du « premier choix ») sont des prêts consentis à des ménages modestes dont la solvabilité est incertaine, en raison du caractère limité ou aléatoire de leurs revenus.

Quand la clientèle classique des ménages ayant accès au crédit « prime » a commencé à se tarir, les prêteurs américains ont en effet courtisé une clientèle moins solvable, avec des pratiques souvent peu soucieuses de la protection de cette nouvelle cible.

Les banques et les organismes de crédit hypothécaire ne se sont pas montrés très prudents sur les capacités de remboursement de ces emprunteurs, puisqu'ils avaient la possibilité de « se débarrasser » des créances ainsi constituées et des risques qui leur étaient associés. En effet, si les banques américaines ont conservé une partie des crédits hypothécaires, qu'elles avaient distribués, elles en ont titrisés la majeure partie (environ 55 %)

Le plus gros de leur titrisation a été effectué par deux organismes financiers, « Fannie Mae » et « Freddie Mac », créés par le gouvernement américain mais jusqu'en septembre 2008 dotés d'un actionnariat privé et cotés en bourse.

Ces deux agences ont fait du marché des titres hypothécaires américain le plus gros marché obligataire du monde, devant celui des bons du trésor.

Ces deux agences ont été créées pour fournir des liquidités au marché des hypothèques résidentielles, ce qui abaissait les taux d'emprunt et favorisait l'accès à la propriété.

Elles rachètent aux prêteurs, des hypothèques, les regroupent en « titres adossés à des hypothèques », et les vendent sur le marché.

Ces achats étaient financés facilement car les investisseurs tenaient pour acquis que le Trésor américain ne laisserait jamais ces agences faire défaut.

Ces institutions ont donc exercé un fort effet de levier, en étant à la fois des assureurs spécialisés en obligations hypothécaires, et des fonds d'investissements.

Ces agences encore appelées « GSE » ont connu des problèmes de couverture dans les années 1990 et des scandales comptables au début des années 2000.

Certains observateurs notamment le FMI, avaient alors demandé qu'elles soient liquidées ou réglementées plus strictement, ce qui n'a pas été fait.

II. L'EVOLUTION DE LA CRISE FINANCIERE :

Les éléments de fragilité qui viennent d'être évoqués et le retournement du marché immobilier américain ont provoqué des turbulences financières importantes dans le monde.

Les premiers signes de retournement du marché immobilier américain sont apparus dans le courant de 2006, avec le déclenchement des procédures de saisie contre des propriétaires emprunteurs incapables d'honorer leurs échéances. Les ventes aux enchères qui en ont résulté se sont révélées décevantes.

Le retournement d'un marché immobilier est un phénomène classique mais celui-ci a été amplifié par la spéculation et l'inflation considérable des prêts et acquisitions.

Les crédits de mauvaise qualité ayant été largement disséminés, ils ont « contaminé » un nombre importants d'investissements, bien au delà des Etats-Unis.

1. Chronologie :

2007

Juillet Bear Stearns annonce la faillite de deux *hedge funds*(fonds d'investissement) spécialisés dans les dérivés de crédit.

31 juillet La banque publique allemande KFW apporte son soutien financier à IKB (la banque industrielle allemande) pour 8,1 milliards d'euros.

1er août Le ministre des Finances allemand annonce un plan de sauvetage de 3,5 milliards d'euros pour éviter la faillite d'IKB.

7 août la banque commerciale française BNP Paribas gèle la valorisation de ses fonds.

9 août L'Euro système propose des liquidités en quantité illimitée au jour le jour.

17 août Le Système fédéral de réserve américain (Fed) étend la maturité maximale de sa facilité d'emprunt permanente de 1 jour à 30 jours

23 août et 12 septembre La BCE (banque centrale européenne) lance une opération supplémentaire de refinancement en euros à 3 mois (opérations renouvelées par la suite tout au long de 2007 et 2008).

14 septembre L'annonce par la Banque d'Angleterre de l'octroi d'un prêt d'urgence, garanti par l'État, à la cinquième banque anglaise, Northern Rock, déclenche une panique sur les dépôts bancaires de cette banque.

18 septembre La Fed (réserve fédérale- banque centrale américaine) abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 4,75 %.

1er octobre UBS, première banque suisse (plus grande banque de gestion de fortune en Europe), annonce des dépréciations d'actifs pour 2,4 milliards d'euros.

24 octobre Merrill Lynch annonce des dépréciations d'actifs pour 8,4 milliards de dollars.

31 octobre La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 4,5 %.

11 décembre La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 4,25 %.

12 décembre Actions coordonnées de la Fed, de la BCE, de la Banque du Canada, de la Banque d'Angleterre et de la Banque nationale suisse afin de répondre aux besoins de financement à court terme en dollars. Naissance du dispositif d'injection de dollars à terme : les TAF (*term auction facilities*) à 28 jours.

2008

15 janvier Citigroup publie des pertes record (9,83 milliards de dollars au quatrième trimestre 2007). Le groupe annonce en outre, des dépréciations d'actifs pour 18,1 milliards de dollars

22 janvier La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 3,5 % lors d'un comité FOMC (*Federal Open Market Committee*) extraordinaire.

24 janvier La Société générale dévoile la fraude commise par l'un de ses traders (opérateurs), Jérôme Kerviel. Les pertes associées se montent à 4,9 milliards d'euros.

30 janvier La Fed abaisse son taux directeur de 0,50 %, à 3 %.

15 février UBS a perdu 12,4 milliards de francs suisses au quatrième trimestre 2007.

17 février Le gouvernement britannique nationalise Northern Rock.

11 mars La Fed lance une nouvelle facilité : la *term securities lending facility*. Cette facilité de 1 mois permet aux banques d'investissement d'emprunter des titres d'État en échange de titres de qualité de crédit inférieur (titres d'agences, *mortgage-backed securities* – MBS).

16 mars La Fed étend la maturité maximale de sa facilité d'emprunt permanente de 30 jours à 90 jours. Elle introduit une nouvelle facilité, la *primary dealer credit facility*, qui permet un refinancement des banques d'investissement au jour le jour, contre des garanties élargies.

18 mars La Fed abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 2,25 %.

24 mars Bear Stearns est repris par JP Morgan sous l'égide de la Fed qui prête 30 milliards de dollars au repreneur.

28 mars La BCE introduit un refinancement en euros à 6 mois.

2008 (suite)

1er avril UBS annonce un doublement de ses dépréciations qui s'élèvent à cette date à 37,4 milliards de dollars.

30 avril La Fed abaisse son taux directeur de 0,25 %, à 2 %.

Juin- août Dégradation de la note de trois grandes banques d'affaires américaines (Lehman Brothers, Merrill Lynch et Morgan Stanley) et de deux assureurs *monoline* (MBIA et Ambac).

7 septembre Le Trésor américain met les agences de crédit hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae sous tutelle et s'engage à leur apporter, au besoin, 200 milliards de dollars de capital.

15 septembre Lehman Brothers dépose son bilan.
Bank of America annonce le rachat de Merrill Lynch.

16 septembre La Fed et le gouvernement américain nationalisent *de facto* l'assureur AIG (groupe international américain), menacé de faillite, en lui apportant une aide de 85 milliards de dollars en échange de 79,9 % de son capital.

18 septembre La banque britannique Lloyds TSB rachète sa concurrente HBOS menacée de faillite.
La BCE, la Fed, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque nationale suisse et la Banque du Canada ouvrent une nouvelle facilité conjointe en dollars. Il s'agit d'une TAF (term auction facilities) au jour le jour qui sera renouvelée jusqu'au 15 octobre.

19 septembre Le président George W. Bush annonce un plan de sauvetage des banques américaines (Plan Paulson).
La Fed lance une nouvelle facilité qui vise à soutenir le marché des fonds monétaires.

25 septembre Le président Nicolas Sarkozy appelle à un nouvel ordre financier international.
Les dépôts de Washington Mutual, en faillite, sont repris par JP Morgan.

26 septembre Le cours de bourse de Fortis s'effondre en raison de doutes sur sa solvabilité. Fortis est renfloué le 29 septembre par les États belge, néerlandais et luxembourgeois. BNP Paribas en prend le contrôle en Belgique et au Luxembourg pour 14,5 milliards d'euros.

29 septembre La Chambre des Représentants américaine rejette le plan Paulson.
L'État allemand et un consortium de banques apportent une garantie de crédit de 35 milliards d'euros à Hypo Real Estate, quatrième banque du pays.
Les banques Bradford & Bingley (au Royaume-Uni) et Glitnir (en Islande) sont nationalisées.

30 septembre Le gouvernement irlandais apporte une garantie générale de 2 ans aux six grandes banques du pays.
Les États belge, français et luxembourgeois assurent le sauvetage de Dexia en souscrivant à une augmentation de capital de 6,4 milliards d'euros.

3 octobre La liste des contreparties éligibles aux opérations de réglage fin de l'Eurosystème est élargie.
Le plan Paulson est adopté par la Chambre des représentants.

5 octobre Le gouvernement allemand lance un nouveau plan de sauvetage pour Hypo Real Estate.

7 octobre La Fed annonce le lancement d'une nouvelle facilité : la *commercial paper funding facility*. Par cette facilité, le Système fédéral de réserve acquiert directement des billets de trésorerie à 3 mois.

8 octobre Baisse des taux concertée par plusieurs banques centrales (Fed, BCE, Banque d'Angleterre, de Suède, du Canada et de Suisse) de 0,50 %. Le taux directeur de la zone euro est abaissé à 3,75 %, le taux directeur américain à 1,50 %.

La BCE revoit les modalités techniques d'adjudication ; elle annonce que les appels d'offres se feront à taux fixe et que 100 % des demandes sont honorées jusqu'en janvier 2009 et elle rétrécit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes.

Les ministres des Finances de l'UE décident de relever la garantie des dépôts de 20 000 euros à 50 000 euros dans un premier temps. Ils prévoient que le 31 décembre 2010 au plus tard, le niveau de garantie pour l'ensemble des dépôts d'un même déposant sera fixé à 100 000 euros.

10 octobre Le G 7 adopte un plan d'action international qui vise à assurer la viabilité du système financier, éviter la faillite des institutions financières importantes, garantir l'accès à la liquidité, recapitaliser les institutions financières publiques, restaurer la confiance des épargnants par des garanties publiques sur les dépôts et soutenir le marché des financements hypothécaires en lançant des travaux de réflexion sur les thèmes de la valorisation, la transparence et les règles comptables.

12 octobre À l'initiative du président Nicolas Sarkozy, adoption à Paris du plan anti-crise européen autour de l'action des États selon plusieurs axes (protéger les épargnants, assurer le financement de l'économie et éviter la faillite d'institutions financières systémiques).

2008 (suite)

13 octobre Le gouvernement français annonce son « Plan pour assurer le financement de l'économie et restaurer la confiance ».

Les TAF de la BCE sont désormais adjugés sans limite de montant et à taux fixe. La mesure est également mise en œuvre par la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse. Les lignes de swaps octroyées par la Fed à ces banques centrales sont dès lors illimitées.

15 octobre La BCE élargit son système de garantie (titres de dette négociables en devises, certificats de dépôts, dette subordonnée bénéficiant d'une garantie, prêts syndiqués sous droit anglais) et revoit à la baisse la notation minimale pour l'éligibilité des titres à BBB- contre A- auparavant.

La Banque nationale suisse et la BCE annoncent des mesures conjointes pour accroître les liquidités en francs suisses.

16 octobre La BCE conclut un accord avec la Banque nationale de Hongrie qui permet à cette dernière d'emprunter jusqu'à 5 milliards d'euros pour soutenir ses opérations.

Les autorités suisses annoncent un plan de sauvetage d'UBS, qui allie recapitalisation par l'État (à hauteur de 5 milliards de dollars) et création par la Banque nationale suisse d'une structure de défaisance des actifs toxiques.

17 octobre Christine Lagarde, ministre français de l'Économie, installe le conseil d'administration de la Société de financement de l'économie française (SFEF).

20 octobre Le gouvernement français annonce qu'il est prêt à souscrire pour un montant de 10,5 milliards d'euros à des émissions de titres subordonnés émis par les six principaux groupes bancaires français : Banques Populaires, BNP Paribas, Caisses d'épargne, Crédit agricole, Crédit mutuel et Société générale.

23 octobre Le président Nicolas Sarkozy annonce la tenue de la réunion du G 20, ainsi que la mise à disposition de 26 milliards d'euros de prêts pour assurer le financement des PME françaises et la nomination de René Ricol au poste de médiateur national du crédit.

27 octobre La BCE et la Banque nationale du Danemark mettent en place un accord de swap de devises pour un montant de 12 milliards d'euros.

28 et 29 octobre Octroi par la Fed de nouvelles lignes de swaps à quatre banques centrales de pays émergents (Mexique, Brésil, Corée du Sud et Singapour).

La Fed baisse son taux directeur de 0,50 %, à 1 %.

Le FMI annonce une facilité de prêt à court terme pour les pays en voie de développement.

31 octobre La Banque du Japon baisse son principal taux directeur de 0,2 %, le ramenant à 0,3 %.

4 novembre La SFEF(société de financement de l'économie française) annonce une première émission obligataire sur les marchés, émission bénéficiant d'une garantie autonome d'une maturité de 3 ans.

6 novembre La BCE baisse son taux directeur de 0,50 %, à 3,25 %.

La Banque d'Angleterre baisse son taux directeur de 1,50 %, le ramenant à 3 %.

9 novembre Les autorités chinoises annoncent un plan de soutien de 4 000 milliards de yuans (environ 470 milliards d'euros).

15 novembre Le G 20 publie un communiqué dans lequel il confirme l'intention de ses membres (y compris donc les grands pays émergents) d'agir rapidement afin de répondre au ralentissement économique mondial et fixe une feuille de route afin de tirer les leçons de la crise financière.

20 novembre Le président Nicolas Sarkozy annonce la création du Fonds stratégique d'investissement (FSI), destiné à renforcer les fonds propres et à stabiliser le capital des entreprises françaises.

23 novembre Le président élu Barack Obama annonce un plan de relance américain qu'il s'engage à mettre en œuvre dès son investiture le 20 janvier. Le plan pourrait approcher les 1 000 milliards de dollars.
Le gouvernement américain garantit 306 milliards de dollars de dettes de Citigroup et injecte 20 milliards de dollars dans son capital.

2 décembre Un plan de relance européen de 200 milliards d'euros (1,5 % du PIB) est approuvé par les chefs d'États européens.

4 décembre Le président Nicolas Sarkozy annonce un plan de relance de l'économie française de 26 milliards d'euros.
La BCE abaisse son taux directeur de 0,75 %, à 2,50 %.
La Banque d'Angleterre baisse son taux directeur de 1 %, à 2 %.

10 décembre Le Congrès et la Maison Blanche concluent un accord de principe sur un plan de sauvetage des constructeurs automobiles, qui se chiffre à 13,4 milliards de dollars.

11 décembre Une fraude estimée à 50 milliards de dollars, montée par le fonds d'investissement de Bernard Madoff, est mise à jour. L'Autorité des Marchés financiers (AMF) estime à environ 500 millions d'euros l'exposition des OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) français ayant investi dans des OPCVM de droit irlandais et luxembourgeois touchés par la fraude Madoff.

16 décembre La Fed baisse son taux directeur de 0,75 % à 1 %, le ramenant dans une marge de fluctuation allant de 0 à 0,25 %.

(Source : www.fsforum.org/publications)
(Etude de la banque de France sur la crise financière 2008)

2. Expansion brutale de la crise à l'économie réelle :

La crise financière n'a épargné aucun continent : suspensions répétées des cotations à la bourse de Moscou, interventions sur les marchés financiers du gouvernement chinois pour soutenir la capitalisation des trois principales banques du pays, engagement du gouvernement brésilien de subvenir aux besoins des entreprises en cas de raréfaction des financements internationaux.

Les flux mondiaux d'investissements directs à l'étranger (IDE) sont affectés : en septembre 2008 la CNUCED (conférence des nations unies sur le commerce et le développement) prévoit que ces flux baisseront de 10% sur l'année 2008, alors qu'en 2007 toutes les régions du monde avaient bénéficié d'une hausse des IDE.

Les conséquences de la crise financière affectent également l'aide aux pays en développement, ce qui s'est traduit par exemple, au sein de l'Union Européenne, par des tensions persistantes autour de la négociation sur la création d'une « facilité de réponse rapide » à la crise alimentaire dans les pays en développement les plus gravement touchés (un accord sur le financement de cet instrument a finalement pu être trouvé le 21 novembre 2008).

A la fin du mois d'octobre 2008, les scénarios macroéconomiques présentés par les différents organismes de prévision sont de plus en plus sombres.

Les prévisions économiques publiées par le FMI, l'OFCE (observatoire français des conjonctures économiques), la commission européenne, révèlent l'incertitude qui pèse sur l'ampleur de l'impact de la crise sur l'économie réelle. Le FMI avait prévu qu'à l'exception du Canada tous les pays du G7 seraient en récession en 2009.

De nombreux établissements financiers avaient ainsi annoncé des plans de licenciement importants, notamment l'américain Citigroup avait prévu une suppression de 52 000 postes en 2009 après en avoir supprimé 23 000 entre janvier et septembre 2008.

Les entreprises sont fragilisées car se financer devient difficile et coûteux. La situation de certaines catégories d'entreprises suscite une inquiétude particulière. C'est le cas notamment des entreprises qui ont été rachetées par des fonds d'investissement avec un fort recours à l'emprunt, et qui pourraient se retrouver en situation de surendettement.

La chute généralisée des places boursières est jugée considérable et durable dans les différents secteurs de l'économie tant dans les pays développés que dans les pays émergents.

Deuxième partie : La juste valeur dans l'amplification de la crise Financière

La crise financière que traverse le monde depuis l'été 2007 a mis à mal toutes les croyances et pratiques financières.

En effet, la crise financière actuelle a fait grimper de façon significative le niveau et les enjeux des débats sur la part de responsabilité des normes comptables internationales (IAS/IFRS) dans la situation financière mondiale.

C'est ainsi que la juste valeur, qui est une méthode de valorisation des actifs et passifs, prônée par les normes comptables internationales, s'appliquant à toutes les grandes entreprises cotées, présentant des comptes consolidés, a été indexée par certains dirigeants d'entreprises et autres commentateurs comme étant un facteur d'aggravation de la crise financière.

Qu'en est-il réellement du rôle des normes comptables dans la débâcle financière mondiale ?

Ne chercherait-on pas un responsable pour expliquer l'incapacité des dirigeants à enrayer une crise profonde ?

La juste valeur est-elle une méthode d'évaluation qui accentue les effets de la crise ?

Pour comprendre les enjeux du problème, nous allons dans un premier temps essayer de faire un rappel sur les différentes méthodes d'évaluation d'actifs et passifs, puis nous tenterons d'analyser l'impact de la juste valeur dans la crise financière et enfin pour terminer, nous allons essayer de souligner les avantages et critiques de la juste valeur.

I. RAPPEL SUR LES DIFFERENTES METHODES D'EVALUATION :

Nous pouvons distinguer d'une part les méthodes d'évaluation d'actifs et passifs dites traditionnelles et d'autre part la méthode révolutionnaire ou moderne.

1. Les méthodes d'évaluation traditionnelles :

En 1984, lors de l'adoption de son cadre conceptuel, le FASB reconnaissait comme base d'évaluation :

- le coût historique
- le cout actuel ou valeur de remplacement
- la valeur de marché ou valeur réalisable
- la valeur actuelle nette des flux de trésorerie

Cependant, nous avons choisi de développer les deux méthodes les plus connues à savoir le coût historique et le coût actuel ou valeur de remplacement.

➤ Le coût historique :

La méthode du coût historique a été introduite par les normes IAS notamment les IAS 16 à 38 qui édictent les principes et les règles en matière de mesure des actifs.

La logique du coût historique consiste à comptabiliser à l'actif les coûts investis dans la production, c'est-à-dire les coûts des investissements liés aux facteurs de production tels qu'ils ont été fixés au moment de l'achat, corrigés de l'amortissement.

Il s'agit donc de noter les sorties monétaires capitalisées, c'est-à-dire la capitalisation comptable des dépenses effectives, plutôt que la valeur actuelle des gains futurs associés à la détention de cet actif (entrées actualisées).

Entre les actifs du bilan et les résultats attendus, se situe donc une partie de la fonction de production de l'entreprise que la méthode des coûts investis n'évalue pas, laissant au compte de résultat le soin de représenter, période par période, les performances de l'entreprise.

Certains financiers qualifient cette approche comptable de dynamique. Le principe d'évaluation à l'entrée dans l'entité comptable est transparent et la dépréciation éventuelle de la valeur des actifs est l'objet d'un choix des dirigeants. Ce choix se fonde sur l'utilité durable de ces actifs pour l'entreprise et sur les principes comptables sous jacents.

Cependant, la méthode du coût historique a fait l'objet de critiques qui sont de deux ordres :

- la dépréciation de la valeur des actifs ne serait en rien systématique. En dehors des cas d'usure et d'obsolescence, c'est le dirigeant qui juge de la perte latente sur un actif. Elle peut être la conséquence d'un changement d'orientation stratégique de l'entreprise, d'un événement extérieur ou, plus largement de l'environnement économique. L'actualité des années 1990 a d'ailleurs documenté abondamment l'impact des changements stratégiques des entreprises au sujet de leurs comptes. Par l'intermédiaire des provisions pour restructuration ou pour dépréciation, l'entreprise ajuste ainsi la valeur de ses actifs.
- La subjectivité des évaluations permettrait de déguiser le résultat comptable. En effet la méthode prévalente laisserait une trop grande marge de manœuvre aux dirigeants dans la construction de ce résultat.

➤ Le coût actuel ou valeur de remplacement :

La période 1973-1983, caractérisée par une importante inflation affectant les économies occidentales, a été marquée par une volonté des normalisateurs anglo-saxons plus particulièrement de l'Accounting Standards Committee (ASC) en Grande-Bretagne de réduire les distorsions engendrées par la hausse durable des prix sur les mesures comptables du résultat et des fonds propres.

Face aux tenants du principe de maintien du capital financier, qui défendaient un modèle de coût historique corrigé de la perte de pouvoir d'achat de la monnaie, l'ASC recommande en 1975 une comptabilité d'inflation basée sur le maintien du capital physique, prenant comme référence le coût de remplacement ou plus exactement la valeur de dépossession (deprival value).

Cette conception a fortement marqué la norme SFAS 33 (1979) aux Etats-Unis et, surtout en Grande-Bretagne avec la norme SSAP 16 (1980) intitulée « Current Cost Accounting ».

Le SSAP 16, s'attaquant au coût historique imposa aux grandes entreprises une comptabilité en valeur courante, tant pour la mesure du résultat que pour l'évaluation des postes du bilan, tout en acceptant plusieurs modalités de reporting.

Emise en 1980, cette norme a fait l'objet de vives contestations émanant tant des entreprises que des utilisateurs ou des auditeurs. En effet, aucune des nombreuses recherches empiriques qui ont été menées sur le sujet n'a pu établir que l'information élaborée sur la base du coût de remplacement avait un contenu

informatif significativement supérieur pour le marché. Ainsi, cette méthode est devenue facultative en 1985 puis a été supprimée en 1988.

2. La méthode révolutionnaire : l'émergence de la juste valeur

Face aux dysfonctionnements notés avec l'utilisation du modèle d'évaluation au coût historique, et afin d'améliorer la pertinence de l'information relative à certains instruments financiers, les organismes de normalisation ont mis en œuvre un programme visant à déroger à l'utilisation du coût historique et à promouvoir le concept de juste valeur. Le FASB, appuyé par la SEC et par une partie du milieu académique a fait preuve d'une implication décisive dans ce processus. C'est ainsi qu'au 1^{er} janvier 2005 l'application de cette nouvelle norme devient obligatoire pour toutes les sociétés cotées publiant des comptes consolidés. Le principe de juste valeur est développé par les IAS 32 et 39.

Définition et principe de la juste valeur :

La notion de juste valeur (fair value en anglais) est une méthode de valorisation d'actifs et de passifs prônée par les normes comptables internationales IFRS s'appliquant aux grandes entreprises cotées présentant des comptes consolidés.

Selon la méthode de la juste valeur, les actifs et passifs doivent être valorisés dans les bilans sur la base de leur valeur de marché ou de leur valeur d'utilité, par actualisation des flux de trésorerie estimés attendus de leur utilisation, à la date de clôture du bilan.

De manière plus explicite, la juste valeur peut être définie comme étant le montant contre lequel un actif pourrait être échangé dans le cadre d'une transaction courante entre des parties informées et consentantes.

Dans le cas des passifs, la juste valeur est définie comme étant le montant qui serait payé pour transférer la dette à un nouveau créancier.

Selon la théorie économique, dans un contexte de concurrence pure et parfaite, la valeur de l'actif est exactement égale à ce qu'il va rapporter (hypothèse de profits nuls). Si les marchés sont imparfaits, une modélisation doit permettre de construire la valeur des flux engendrés par cet actif.

Les promoteurs du passage à la juste valeur font valoir que cette méthode d'évaluation est susceptible d'améliorer l'information comptable sur trois points :

- La juste valeur donnerait aux actionnaires une image plus fidèle de l'entreprise, grâce à une meilleure évaluation du patrimoine. L'exemple le plus évident, révélateur du fondement conceptuel de la juste valeur, est celui des titres financiers. Si un titre financier risqué, correspondant à un flux de trésorerie moyen actualisé de valeur V et s'échange donc au prix V , pourquoi ce titre correspondrait-il au même flux de trésorerie un an plus tard, après que de nouvelles informations relatives à la conjoncture ont été révélées ?

La valeur du titre, correspondant à son prix d'échange doit être réévaluée en permanence afin que soient prises en compte de nouvelles informations.

- Les documents comptables donneraient une image plus précise des risques auxquels l'entreprise est exposée : l'évaluation à la juste valeur révélerait la « vraie » valeur des actifs et passifs. Il s'agit alors d'inscrire les actifs et passifs au bilan à leur valeur instantanée, à savoir le prix courant de marché ou bien son estimation modélisée. Ces valeurs sont censées refléter l'ensemble de l'information disponible au moment de l'établissement des comptes.
- La juste valeur donnerait une image plus sincère en réduisant la marge de manœuvre dans l'établissement du résultat de l'entreprise. La comptabilité aiderait ainsi le contrôle externe de la part des actionnaires et des marchés financiers, qui deviendraient des acteurs de références.

II. ANALYSE DE LA JUSTE VALEUR DANS LA CRISE FINANCIERE :

Les événements récents liés à la crise financière ont amené les régulateurs financiers, les acteurs politiques et les comptables à porter un autre regard sur les référentiels comptables. Pointées du doigt, les normes comptables internationales initiées par l'IASB ont été rendues en partie responsables du chaos financier et économique que traverse le monde depuis l'été 2008, plus particulièrement l'évaluation à la juste valeur des actifs financiers.

1. Impact de la juste valeur sur la dépréciation des actifs financiers :

Les arguments que nous allons présenter sont d'ordre économiques et financiers et correspondent à une synthèse de nos différentes lectures.

L'évaluation des actifs financiers à la juste valeur a conduit à certains problèmes notamment :

➤ La procyclité :

La juste valeur a un caractère procyclique et a contribué à entretenir la spirale baissière des marchés boursiers. En effet, elle accentue les phases d'expansion et de récession économique. Autrement dit, quand tout va bien, la juste valeur accroît l'impression de création de valeur mais quand les marchés se resserrent, la juste valeur accélère le processus de chute.

Donc, lorsque la valeur de marché augmente, la valeur des actifs évalués en juste valeur augmente et inversement.

C'est ainsi que la juste valeur a alimenté, pendant la période de hausse, un sentiment de pérennité des gains. Les grandes sociétés américaines ont pu de ce fait éviter de provisionner pendant des années les fonds de retraite de leurs employés car les plus values sur actifs pouvaient être enregistrées en bénéfice.

Par contre, en période de baisse, pour les banques le problème est crucial car, tenue de respecter la règle de bête II, elles doivent maintenir un ratio de fonds propres qui est d'autant plus élevé qu'elles détiennent des titres qualifiés de risqués par les agences de notation. Lorsqu'elles ne trouvent pas d'argent pour augmenter leurs fonds propres, elles doivent alors se libérer d'une partie de leurs actifs afin de retrouver le niveau de fonds propres exigé. En bradant les prix, la valeur du marché diminue encore et entraîne une baisse de valeur dans les comptes, donc le phénomène de dépréciation s'auto-entretient.

Pour enrayer ce cercle vicieux, face à la détérioration de capitaux mondiaux, des amendements (concernant les normes IFRS 7 et IAS 39) de l'IASB du 13 octobre 2008 ont autorisé les sociétés appliquant les IFRS à reclasser certains instruments financiers, leur permettant ainsi d'échapper à la « juste valeur » et

de présenter des comptes moins détériorés. C'est ainsi qu'en appliquant cette mesure, la Deutsche Bank (banque Allemande) a diminué de 40% le montant des dépréciations qu'elle aurait dû passer.

Par ailleurs, les résultats des entreprises, dont les instruments financiers sont évalués selon la juste valeur, résultent plus de la variation de la valeur de ces instruments financiers, que des performances liées à leur activité.

De fin 2007 à fin 2008, plus d'un tiers des sociétés cotées au CAC 40 (bourse de Paris) ont vu leurs cours se dévalorisés de 13% à plus de 50%. Or cela peut inciter les investisseurs à se détourner des entreprises aux performances plus faibles et à privilégier celles qui peuvent leur procurer une rentabilité immédiate. Pour augmenter la rentabilité, le choix le plus fréquent est de diminuer les charges en rognant sur les salaires (par des suppressions d'emplois, retraités non remplacés) et les projets d'investissements ce qui nuit aux stratégies de développement à long terme.

➤ L'illiquidité :

Comment valoriser des instruments financiers sur lesquels il n'y a pas ou peu de transactions ?

IFRS et US-GAAP proposent une définition de la juste valeur d'un instrument financier à trois niveaux :

- Celle-ci correspond à un prix de marché observable,
- En cas d'absence de celui-ci, au prix de marché observable d'un produit similaire,
- Lorsqu'on ne se trouve dans aucun des deux cas précédents, au résultat d'un modèle d'évaluation financière.

Or, pour les produits complexes issus de la titrisation d'actifs tels que les prêts immobiliers qui ont été au cœur de la crise financière, les conditions de marché sont marquées depuis août 2007 par un fort déséquilibre entre l'offre et la demande.

Selon l'argument de l'illiquidité, leurs prix ne refléteraient plus la valeur intrinsèque des titres, définie comme leur potentiel à générer des revenus futurs.

La notion de juste valeur contraindrait alors les banques à enregistrer une baisse de la valeur des titres qu'elles détiennent qui ne serait pas justifiée par les fondements économiques, entraînant ainsi une baisse correspondante au cours de leurs actions.

Afin de maintenir leurs ratios de solvabilité, elles seraient obligées d'accroître leur capital au détriment des actionnaires existants, ou bien de restreindre leurs prêts au risque d'engendrer un effet dépressif sur l'économie.

➤ La volatilité :

La plupart des recherches antérieures démontrent que l'adoption de la comptabilisation à la juste valeur se traduit par des résultats financiers plus volatils. Par le fait même, la volatilité extrême des marchés financiers au cours des deux dernières années a contribué à augmenter la volatilité des institutions financières, ce qui a amplifié la perception des investisseurs, des gouvernements et des organismes de réglementation à l'égard de la gravité de la crise.

En fait, la baisse enregistrée sur le plan des bénéfices déclarés est encore plus spectaculaire si l'on tient compte des bénéfices records déclarés au cours des années précédentes et du fait que la comptabilisation à la juste valeur a fait chuter les bénéfices de la période en cours et grimper les bénéfices des années antérieures.

Deux exemples peuvent illustrer l'incidence que la comptabilisation à la juste valeur a pu avoir sur les bénéfices déclarés :

Le Crédit Suisse :

Dans le contexte de la crise du crédit à risque (subprime), la valeur boursière de la plupart des institutions financières dépend, en grande partie de la façon dont les investisseurs évaluent leur exposition directe ou indirecte aux prêts ou aux produits dérivés à risque.

Ainsi, l'information qui est divulguée à cette fin par les institutions financières évoluant dans les mêmes marchés influence grandement le processus d'évaluation, compte tenu du fait que les récentes quotations boursières constituent l'élément fondamental d'une telle évaluation.

A cet égard, l'engouement suscité par le communiqué du Crédit Suisse annonçant ses bénéfices pour 2007 est très révélatrice :

- Le 12 février 2008, l'institution financière a déclaré un résultat record de 8,5 milliards de francs suisses provenant de ses activités.
- Le 19 février 2008, le Crédit Suisse a annoncé que des processus de contrôle supplémentaires avaient conduit à une révision des prix de certains titres adossés à des actifs, dans le cas de ses activités de négoce de crédit structuré et que la dépréciation totale actuelle de la juste valeur de ces titres s'élevait à 2,85 milliards de dollars américains.
- Enfin le 20 mars 2008, le crédit suisse a encore déclaré que la diminution de son bénéfice d'exploitation atteignait 1,18 milliards de franc suisse, un écart de près de 16% par rapport aux chiffres annoncés initialement.

Ainsi, l'histoire du Crédit Suisse illustre la difficulté de fixer la juste valeur de nombreux actifs lorsque la méthodologie d'évaluation sous-jacente est complexe et soumise à des hypothèses et des postulats sur l'avenir qui peuvent changer.

L'expérience du Crédit Suisse montre aussi que les résultats déclarés pour une période donnée peuvent faire l'objet d'une grande marge d'erreur, de pouvoirs discrétionnaires ou même d'un redressement.

Lehman Brothers :

Dans ces derniers états financiers précédant sa faillite, Lehman Brothers a déclaré des pertes de 2,4 milliards de dollars américains pour les deux premiers trimestres se terminant le 31 mai 2008 (comparativement à un bénéfice net de 2,4 milliards de dollars pour la même période de 2007).

L'écart de 4,8 milliards de dollars américain dans le bénéfice net est grandement influencé par une chute spectaculaire de 8,5 milliards de dollars américains sur le plan des revenus provenant de ses transactions principales, comprenant les gains ou les pertes réalisés et non réalisés sur les instruments financiers, ainsi que d'autres positions en action détenues.

Une part importante de l'écart à la baisse dans les revenus provenant des transactions principales s'explique en réalité par les pertes non réalisées de 1,6 milliards de dollars américains au cours des deux premiers trimestres de 2008 (comparativement à des gains non réalisés de 200 millions de dollars américains au cours de la même période de 2007).

Ainsi, la comptabilisation à la juste valeur de certains actifs financiers a aggravé le rendement à la baisse de Lehman sur le plan des bénéfices.

Dans le même ordre d'idées, la plus grande volatilité engendrée par la comptabilisation à la juste valeur favorise le recours à la rémunération fondée sur les capitaux propres, plus particulièrement aux options d'achat d'actions dont la valeur est alors augmentée. De nombreuses recherches laissent entendre qu'il existe une forte association entre la volatilité de la performance et le recours aux options d'achats d'actions.

Avec la comptabilisation à la juste valeur, les résultats de l'intensité des risques encourus en matière d'investissements et de stratégies de financement se refléteront directement dans les bénéfices déclarés, augmentant ainsi l'effet de levier sur le plan des gains pouvant être retirés d'options d'achats d'actions et d'autres mesures d'encouragement. De nombreuses institutions financières touchées par la crise actuelle ont recouru abondamment aux options d'achat d'actions et à d'autres incitations, permettant ainsi que les gains non réalisés sur des actifs soient ultimement convertis en espèces par les dirigeants et employés.

Ampleur des pertes de valeurs d'actifs évalués à la juste valeur de quelques grandes sociétés pendant la crise

en Md €/£/\$	2008				2007		
	V° JV par RT	RNPG	V° JV par FP	V° totale des FP	V° JV par RT	RNPG	V° JV par FP
Generali**	- 6,4	1,7	- 1,1	0,3	2,2	2,4	- 0,9
Allianz	- 0,7	- 2,4	- 9,2	- 14,0	- 0,8	8,0	- 1,1
CNP	- 10,8	0,7	- 1,5	- 1,4	0	1,2	- 0,2
AXA	- 2,7	0,9	- 5,1	- 8,2	4,1	5,7	- 3
Aviva	- 0,1	0,9	- 2,4	- 1,9	- 0,4	1,3	0,2
AIG	- 28,6	- 99	- 13,4	- 43*	- 11,5	6	- 8

Sources 2007 : Rapports annuels ; Sources 2008 : Rapport annuel Allianz, 10K AIG comptes 3708 Generali, comptes provisoires CNP, présentation préliminaire Aviva, présentation des résultats AXA
 *Après augmentation de capital de 70 Md€; ** à fin septembre

Ces pertes de valeur, d'ampleur variable selon les sociétés, sont compensées par la comptabilisation reflet de ces pertes pour l'État et les assurés en shadow accounting et par une diminution de la valeur des engagements envers les assurés. Ainsi, pour les groupes français on constate une baisse des provisions pour participations bénéficiaires et sur les contrats en unités de compte.

Au total, les sociétés européennes affichent des performances honorables pour une telle période surtout comparées à celles d'AIG, qui doit sa chute à sa surexposition aux dérivés de crédit.

2. Avantages et critiques de la juste valeur :

De même que toutes les méthodes d'évaluation, la comptabilisation en juste valeur ne peut pas être considérée comme une description parfaite de la réalité. En conséquence, pour déterminer si son utilisation est appropriée, il convient de se poser deux questions.

- Premièrement, procure t-elle des informations utiles (fiables, comparables et pertinentes) qui permettent aux agents économiques de prendre des décisions d'investissement en toute connaissance de cause ?
- Deuxièmement, quelles sont ses lacunes ?

Les avantages de la juste valeur :

Il convient tout d'abord de noter que, sur ces dernières décennies, l'innovation financière a donné naissance à un ensemble de produits pour lesquels l'évaluation au coût historique n'est pas pertinente.

Les dérivés financiers en constituent un exemple : la juste valeur s'est révélée être la seule méthode capable d'offrir une évaluation transparente, pertinente et fiable. Cependant, la complexité croissante de certains de ces produits et certaines limites des modèles d'évaluation se sont récemment révélées problématiques.

Plus largement, la juste valeur a d'autres avantages :

- Elle offre une vision plus précise de la situation réelle des marchés financiers. En d'autres termes, et contrairement aux méthodes reposant sur le coût historique, elle permet d'inclure l'information que contiennent les prix de marché à tout instant, ce qui est utile à ceux qui doivent engager des fonds, ou qui ont déjà engagé des fonds, dans un établissement financier. De même, cette information est plus proche de celle que les établissements eux-mêmes utilisent à des fins de gestion, ce qui contribue à introduire des incitations appropriées entre les gestionnaires et les investisseurs.
- Par conséquent, la juste valeur est associée à une plus grande discipline de marché, car l'action des intervenants aura une portée plus directe sur les décisions des établissements. En outre, le fait que les investisseurs considèrent que l'information présentée dans les états financiers est utile et pertinente renforce la confiance. La conjugaison d'une plus grande discipline des marchés et d'une confiance accrue améliore l'efficacité.
- La juste valeur comme nous l'avons indiqué est une estimation des instruments financiers par le marché. C'est ce qui permet à ce dernier d'intégrer à l'avance toutes les informations disponibles à un moment donné. Elle contribue donc à déceler les éventuels problèmes de solvabilité susceptibles d'affecter les établissements, puisque reflétant rapidement toute dégradation de la qualité de leurs bilans.
- En somme, outre la présence d'un ensemble d'instruments financiers de plus en plus importants pour lesquels l'évaluation au coût historique n'est pas viable, les avantages de la juste valeur concernent les améliorations dans l'allocation des ressources qui internalisent l'information présente sur les marchés financiers.

Les inconvénients ou critiques de la juste valeur :

En fait, aucune méthode n'est exempte d'inconvénients, car elle n'est qu'un ensemble de conventions sur la manière de mesurer la valeur.

Les inconvénients traditionnels de la juste valeur peuvent être regroupés autour de trois notions : la subjectivité des méthodes d'évaluation, la plus grande volatilité induite et, en relation avec cette dernière, l'extrême importance accordée au court terme.

- Premièrement, lorsque les marchés financiers sont actifs, les prix qui s'y négocient reflètent en théorie un consensus entre acheteurs et vendeurs sur les flux de trésorerie à venir issus des instruments financiers, et sur le degré d'incertitude qui les entoure. Dans ces conditions, la juste valeur coïncide avec le prix de marché.

Cependant, les marchés ne sont pas toujours actifs, et les prix ne sont par conséquent pas toujours disponibles pour l'application de la juste valeur. Alors pour appliquer cette dernière, il convient d'utiliser des méthodes qui permettent de déterminer quel serait le prix de marché de l'instrument financier. Indépendamment du modèle ou de la technique utilisés pour élaborer les modèles d'évaluation, leur conception comporte toujours une part de subjectivité. Autrement dit, l'évaluation sera affectée par le jugement de ceux qui doivent développer un modèle, car ils doivent prendre des décisions sur les fondements théoriques qu'ils mettent en œuvre et sur les hypothèses et simplifications qu'ils considèrent nécessaires.

Le risque de modèle est associé à cette subjectivité. Il s'agit de la probabilité que des erreurs soient commises lors de l'évaluation d'un instrument du fait de l'utilisation de techniques inappropriées ou d'hypothèses qui se révèlent non satisfaisantes.

De plus, l'utilisation de modèles de valorisation peut conduire à de nouvelles asymétries de l'information, qui créent des problèmes d'aléa moral. Lorsqu'il existe des incitations à manipuler l'information communiquée aux marchés, l'utilisation des modèles de valorisation ouvre la possibilité (plus évidente qu'avec le coût historique) que les établissements choisissent des paramètres ou des hypothèses spécifiques, ce qui accentue l'asymétrie de l'information.

- Deuxièmement, on a pu dire que la juste valeur augmentait la volatilité des bilans bancaires, des comptes de résultat et, par conséquent, des niveaux de fonds propres réglementaires que les banques doivent détenir. Ce phénomène amplifie la procyclicité des marchés financiers.

Dans la mesure où la juste valeur tient compte des conditions de marché à un moment donné, le compte de résultat sera excessivement influencé par ces conditions potentiellement très temporaires. Cet argument aurait davantage de poids si la volatilité observée sur les marchés ne constituait

pas une réaction aux fondamentaux mais à de fausses raisons. En outre, cette volatilité peut être exacerbée par les décisions des investisseurs s'ils agissaient dans une perspective à court terme, motivés par l'évolution de la valeur comptable reflétée dans les informations financières.

La grande sensibilité de la juste valeur à l'évolution des marchés financiers est susceptible d'affecter le comportement des dirigeants, qui risquent de mal gérer le risque. Ainsi, par exemple, si la réévaluation des actifs se reflétait dans les profits des établissements, les dirigeants pourraient être tentés d'augmenter le dividende versé aux actionnaires, ce qui réduirait la capacité des établissements à lisser les chocs intertemporels.

Si les résultats étaient affectés par l'accroissement de la volatilité, ce phénomène serait transmis aux fonds propres réglementaires, et contribuerait au comportement procyclique des dirigeants. La phase de contraction du cycle pourrait alors s'accompagner d'un repli généralisé des valorisations, qui se répercuterait sur les résultats et la capacité des établissements à constituer des réserves. Cet effet renforcerait l'impact lié au risque de crédit, dans la mesure où les défauts sont négativement corrélés au PIB. Et ce, à un moment du cycle où les établissements auront davantage de difficultés à accroître leurs fonds propres. Par conséquent, afin de satisfaire les exigences de provisionnement et de fonds propres, les banques risquent de moins prêter à l'économie réelle, ce qui aura un effet fortement délétère sur celle-ci.

- Troisièmement, l'accroissement de la volatilité des comptes de résultat des banques, liée à l'application de la juste valeur risque de pervertir les décisions des dirigeants, et de susciter des stratégies de court terme. Ces incitations perverses peuvent se traduire dans les décisions d'investissement (par exemple, les investisseurs évitent les secteurs dont la notation est très volatile), mais elles affecteront également les dirigeants dont la rémunération dépend des résultats comptables. Ces dirigeants auront donc intérêt à attacher davantage d'importance aux décisions qui permettront des profits à court terme, sans prendre suffisamment en compte les autres questions stratégiques de long terme, avec les risques encourus.

Par ailleurs, dans le cas d'instruments relativement peu liquides, les décisions à court terme des gestionnaires risquent d'affecter ou (d'altérer) in fine les prix dont la juste valeur est précisément supposée donner une approximation.

Troisième partie : Propositions et perspectives d'amélioration des mesures réglementaires à adopter face à la crise financière

La crise financière a été révélatrice de profonds dysfonctionnements dans la sphère financière. Les gouvernements, les autorités de surveillance nationales et supra-nationales, et même les organisations issues du secteur privé ont proclamé leur volonté d'y remédier.

Il nous paraît opportun de récapituler ici toutes les idées proposées non seulement par le G20 mais aussi par les organismes de tutelle, des groupes de réflexion et des associations du secteur privé, et largement diffusées et commentées dans la presse spécialisée. L'objectif ultime pourrait être de réorienter le marché financier vers sa vocation première : financer le développement de l'économie réelle, et non pas créer de la richesse virtuelle au profit d'un petit nombre, et au détriment de tous les autres qui devront payer les dégâts entraînés par l'explosion de la bulle... ce petit résumé sur les différentes propositions de solution de sortie de crise, pourra ensuite servir de pense-bête pour suivre le déroulement des événements, et voir d'ici quelques mois si les grandes intentions ont été suivies d'effet.

Si l'on tente de caractériser les mesures envisagées, trois grandes familles d'objectifs sont proposées : **rétablir la confiance, renforcer la stabilité financière, prévenir le risque systémique.**

- En premier lieu, rétablir la confiance car sans celle-ci les investisseurs se détournent des marchés et l'activité s'arrête.
- Renforcer la stabilité financière, car s'il est une théorie économique qui se vérifie bien dans les faits, c'est celle du caractère cyclique de l'économie capitaliste.
- Prévenir le risque systémique car dans des marchés de plus en plus intégrés, les défaillances locales peuvent de plus en plus vite entraîner des désordres globaux.

Toutes les mesures ou principes de mesures, (car dans certains cas la nécessité de réformer est visible, mais la mise en application concrète n'est pas encore précisée) décrites ci-dessous ont une portée et une validité en principe universelle. Elles ne préjugent pas de l'état actuel de la réglementation dans tel ou tel pays ou zone économique.

I. LES RESOLUTIONS D'ORDRE POLITIQUE :

1. Prévention du risque systémique : étendre le champ de la régulation

➤ Renforcer la régulation externe : les accords de Bâle laissaient un peu de liberté quant aux « modèles internes » d'évaluation des risques et à « l'auto-régulation » des établissements de crédit via la « discipline de marché ». En clair, les banques peuvent mettre au point et utiliser leurs propres méthodes de calcul de leurs risques (sous réserve que celles-ci soient approuvées par leur autorité de tutelle tout de même) et via la publication de leurs bilans se soumettent la critique de leurs pairs et des investisseurs. En pratique, on s'aperçoit que cela ne suffit pas. Les modèles internes sont bien souvent tous un peu les mêmes, ce qui renforce le comportement « moutonnier » des établissements. Quant à la discipline de marché, il semblerait qu'en fait elle n'exerce qu'une faible influence sur les comportements. La supervision devrait s'exercer de manière plus uniforme sur tous les établissements de taille significative (et pas seulement les banques) et s'imposer de l'extérieur via des autorités de surveillance aux pouvoirs renforcés.

➤ Coordonner les autorités de surveillance au niveau national : la crise et surtout les désordres qui en sont la cause ne sont pas apparus dans un monde sans loi. En Europe comme aux Etats Unis, les autorités de surveillance existent. Cependant, force est de constater qu'elles semblaient endormies. Certes il y a eu avant l'explosion de la crise des subprimes, des rapports qui tentaient d'alerter sur les conséquences possibles de l'explosion du marché de la titrisation, du recours massif à l'effet de levier par les investisseurs, mais ces rapports sont restés sans effet.

Les autorités de marché devraient communiquer davantage entre elles, coordonner davantage, et surtout avoir un pouvoir d'intervention et d'anticipation élargi.

Dans la plupart des pays, la surveillance des marchés est scindée en deux : à la banque centrale, revient le contrôle des banques, à une autorité distincte la régulation des marchés de capitaux (bourses, gestion d'actifs).

Il y a des situations diverses entre ces deux extrêmes :

- En Grande Bretagne, la FSA est l'autorité de marché qui a les responsabilités les plus étendues, la Banque of England s'occupant essentiellement de la politique monétaire.
- En France, la Banque de France exerce sa tutelle sur les établissements de crédit, tandis que l'autorité des marchés

financiers (AMF) est responsable de la surveillance des marchés et de l'ensemble des prestataires de services d'investissement.

- C'est aux Etats Unis que les autorités de surveillance nationales sont le plus « balkanisées », avec :
 - ✓ La Federal Reserve de New-York, qui chapeaute en fait un réseau d'une douzaine de banques centrales locales
 - ✓ La SEC (Securities and Exchange Commission) qui surveille les marchés d'actions
 - ✓ La CFTC (Commodity Futures Trading Commission) qui surveille les marchés dérivés
 - ✓ La FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) qui surveille les courtiers et gérants de portefeuilles

Cette situation est pointée du doigt comme engendrant une véritable course à la dérégulation, un manque de coordination et une incapacité à appréhender la situation de manière globale. Dans le même temps, si l'on appréhende la zone Euro, comme une « nation » économique, la même remarque pourrait s'appliquer, car les autorités nationales restent autonomes avec cependant un niveau de coordination croissant au fur et à mesure que le champ de la réglementation européenne s'étend.

Au niveau national, davantage de coopération entre autorités de tutelle est souhaitable, de sorte qu'en cas d'apparition d'une bulle spéculative, aucune ne puisse considérer que le traitement du problème est du ressort de l'autre. En effet, tandis que la surveillance des établissements au niveau individuel est assez poussée, c'est la surveillance globale des marchés (étude des instruments financiers nouveaux, identification des tendances de fond) qui a fait défaut et surtout les moyens d'agir globalement et préventivement.

- Renforcer les autorités de surveillance au niveau supra-national : les marchés de capitaux ne connaissent plus de frontières. Face à des acteurs au champ d'intervention transnational, les autorités de tutelle cantonnées à un champ d'intervention local (fût-il européen comme dans le cas de la BCE) ne peuvent agir efficacement. Il faudrait que les autorités nationales coordonnent davantage leur politique et puissent se référer à une autorité internationale incontestée.

Au niveau international, le FMI semble l'organisme tout désigné pour jouer un rôle de surveillance. Mais son mode de fonctionnement devrait être largement modernisé, adapté au contexte actuel de la mondialisation, et une place plus importante devrait y être accordée aux pays émergents. La fixation de standards applicables à tous pourrait être confiée au Forum de Stabilité Financière, conjointement avec la Banque des Règlements Internationaux, qui anime le comité de Bâle.

Quelque soit l'organisation retenue, il importe que les recommandations émises par ces organismes suscitent un consensus au niveau local et soient appliquées partout. Dans le cas contraire, les firmes se livrent à l'arbitrage réglementaire et vont élire domicile chez le moins exigeant, ce qui implique de lutter encore efficacement contre les paradis fiscaux.

- Améliorer la réactivité et le pouvoir d'intervention des autorités de surveillance : ce serait injuste de dire que les autorités de surveillance et les forums de réflexion internationaux n'ont rien vu venir. Les alertes ont eu lieu, malheureusement les autorités de surveillance sont organisées pour travailler de manière plutôt réactive que pro-active, conformément d'ailleurs avec l'idéologie du laisser-faire qui est une composante de l'économie de marché.

Cependant il aurait été utile que les autorités soient en mesure d'influer sur le cours des événements avant que la situation ne devienne ingérable. Il faudrait pour cela tout d'abord qu'elles accordent davantage de ressources à l'analyse et au suivi des innovations financières et de leurs impacts. Ensuite, il faudrait qu'elles prennent davantage d'actions concrètes, en agissant directement auprès du secteur privé quand les développements sur le marché semblent le nécessiter.

2. Prévention du risque systémique : organiser le fonctionnement des marchés

- Réglementer ou interdire la vente à découvert : au plus fort de la crise, des tentatives ont eu lieu pour limiter voire interdire la vente à découvert, en particulier sur les titres des banques en difficulté. Il ne semble pas que l'expérience ait donné des résultats satisfaisants. En fait la vente à découvert constitue un outil d'arbitrage qui tend à réduire la volatilité des titres et à faciliter la juste valorisation des actifs sur le marché. Il est peu probable que d'autres actions soient menées en ce sens.

- Organiser le fonctionnement des marchés dérivés : plus intéressantes sont sans doute les mesures proposées en vue de structurer le fonctionnement des marchés de produits dérivés OTC (over the counter), en particulier les dérivés de crédit tels que les CDS (credit default swap). Ces produits ont en effet contribué à diffuser la crise.

Ce sera sans doute un des premiers changements significatifs à effectuer pour sortir de cette crise. En effet, plusieurs entreprises de marché aux Etats Unis et en Europe ont déjà annoncé leur intention de créer une chambre de compensation pour les dérivés de crédit ou les dérivés de taux. Celle –ci, en s'interposant entre les acheteurs et les vendeurs et

obligeant ceux-ci à effectuer des dépôts de garantie à l'échelle de leurs encours, permettrait de réduire à quasiment zéro le risque systémique sur le marché.

Par ailleurs, la standardisation de ces instruments et leur négociation sur un marché organisé améliorera la transparence.

- Encadrer les agences de notation : il ne faut pas oublier que les agences de notation sont à la base des entreprises commerciales, bien que leur dénomination tende à leur prêter les attributions d'organismes officiels ou semi officiels. Leur importance s'est accrue dans les dernières années car les accords de Bâle II leur donnent un rôle central.

Dans le même temps, il se trouve que les agences de notation sont payées par les émetteurs des actifs qu'elles sont censées évaluer. Mieux encore, elles interviennent souvent en tant que prestataires de conseil dans l'arrangement des émissions de titrisation. On imagine l'ampleur des conflits d'intérêts auxquels elles sont dès lors soumises et auxquels elles n'ont pas su résister. Trop de montages ont ainsi été notés bien trop complaisamment par des agences de notation dont l'objectivité n'était absolument pas garantie, et qui se sont ainsi largement discréditées.

L'activité des agences de notation devrait être davantage réglementée et surveillée afin d'éviter l'apparition de ces conflits d'intérêts. Ainsi pourquoi ne seraient-elles pas payées par les investisseurs plutôt que par les émetteurs ? Si c'était le cas, elles ne pourraient plus être soupçonnées de complaisance à l'égard des émetteurs des produits qu'elles notent.

Comme mentionné plus haut, une échelle de notation spécifique aux produits issus de la titrisation, distincte de l'échelle appliquée aux produits obligataires, devrait être proposée.

Dans le même temps, les investisseurs devraient être encouragés à développer leurs propres méthodes d'évaluation des risques plutôt qu'à s'appuyer systématiquement sur les avis des agences de notation.

II. LES RESOLUTIONS D'ORDRE ECONOMIQUE :

1. Rétablissement de la confiance : améliorer la transparence

- Reformer le marché de la titrisation : la bulle dont nous venons de vivre l'explosion est née dans le marché de la titrisation. Le modèle « originate and distribute » consiste pour les établissements de crédits (banques et organismes spécialisés) à émettre de nouveaux crédits (originate) et à refinancer immédiatement ceux-ci sur le marché de la titrisation (distribute). Ce modèle a alimenté la croissance économique ces dernières années en facilitant l'accès au crédit mais a dans le même temps montré de nombreux points faibles.

Tout d'abord la facilité offerte par la titrisation n'encourage pas les créanciers à effectuer une analyse sérieuse de la solvabilité du débiteur. C'est pourquoi il est proposé que les émetteurs de créances soient tenus de conserver une partie des actifs titrisés dans leur bilan.

Ensuite le marché de la titrisation souffre d'un manque de transparence à tous les niveaux, c'est pourquoi les associations professionnelles proposent un ensemble de mesures visant à améliorer la visibilité des investisseurs :

- Sur les montages financiers : composition du panier d'actifs, nature du montage, utilisation de produits dérivés etc.
- Sur l'exposition des établissements de crédits aux produits issus de la titrisation, en direct ou via les lettres de crédit qu'ils consentent aux véhicules de titrisation.
- Sur l'activité effective du marché : nombre de transactions, volumes échangés.

Ces informations devraient être accessibles gratuitement et sous une forme standardisée, facilitant les comparaisons.

En ce qui concerne l'évaluation du risque, le fait que les agences de notation utilisent pour noter les produits de titrisation la même échelle que celle utilisée pour les obligations a longtemps abusé les investisseurs.

En réalité, le profil de risque est différent et par conséquent une échelle différente devrait être définie.

Enfin, un autre problème rencontré a été que lorsque le marché s'est arrêté en l'absence de transactions sur les actifs en question, il est devenu impossible de valoriser ceux-ci. C'est pourquoi des méthodes de valorisation fiables, applicables y compris en l'absence d'un marché actif et faisant l'objet d'un consensus assez large, devraient être proposées et validées.

- Améliorer la communication financière : dans le cadre de Bâle II, les établissements de crédits doivent faire preuve de transparence dans leur communication financière quant à leur exposition au risque de marché et risque de contrepartie.

Il reste cependant des zones d'ombre, en particulier en ce qui concerne les engagements de hors-bilan pris envers les véhicules de titrisation. C'est pourquoi le comité de Bâle est entrain d'affiner et de préciser ses spécifications en termes de reporting réglementaire.

- Etendre le champ de la régulation à tous les agents de la sphère financière : les banques « universelles » qui à la fois collectent des dépôts du public et contribuent au financement de l'économie, sont plutôt bien réglementées et surveillées. En général ce sont les banques centrales qui sont en charge de la surveillance des établissements de crédit. Les banques d'affaires américaines, qui ne collectent pas de dépôts sont moins encadrées. Leur modèle économique est aussi moins stable, si bien que certains de ces établissements ont renoncé récemment à leur statut de banque d'affaires pour rechercher l'assise financière stable que procurent les dépôts.

Mais les banques sont loin d'être les seuls acteurs significatifs sur les marchés de capitaux. Toutes sortes d'autres agents existent, qui échappent majoritairement à toute forme de réglementation ou de surveillance spécifique. Ce sont par exemple :

- Les hedges funds qui du fait de leur activité particulière ne se conforment pas aux réglementations spécifiques aux fonds de la gestion classique, et sont de plus souvent basés dans des paradis fiscaux
- Les véhicules ou conduits de titrisation, échappant à toute forme de surveillance
- Les maisons de courtage
- Les fonds d'investissements.

Tous ces agents ont souvent pour point commun de recourir massivement à l'effet de levier dans leur recherche de profits rapides, et donc de se retrouver particulièrement exposés en cas de retournement brutal du marché. Leur désengagement massif et simultané ne fait dès lors qu'accroître la gravité de la crise.

C'est pourquoi il serait judicieux de revoir les critères pour décider si une entité doit être régulée (c'est-à-dire soumise à des règles spécifiques et surveillée par une autorité de tutelle indépendant garante de la bonne application de ces règles).

2. Renforcement de la stabilité financière : atténuer le caractère pro-cyclique de la réglementation

➤ Le ratio de solvabilité : le ratio réglementaire défini par les accords de Bâle exerce un effet pro-cyclique de la manière suivante :

- En période d'expansion économique, le risque de crédit mesuré par la probabilité de défaut est faible ; les établissements de crédit voient l'exigence en termes de capital réglementaire à satisfaire diminuer, ce qui leur permet de distribuer davantage de crédits, ce qui nourrit l'expansion.
- En période de contraction, le risque de crédit augmente (la probabilité de défaut augmente, et de plus les encours sont élevés puisque la phase de contraction suit une phase d'expansion) ; l'exigence en capital réglementaire augmente, ce qui fait que les établissements tendent à restreindre l'offre de crédit vers les agents économiques.

Cet effet potentiellement pro-cyclique (renforçant la vigueur des cycles économiques tant en phase d'expansion qu'en phase de récession) avait été souligné par nombre d'analystes lors de la mise en place des accords de Bâle. Il s'est vérifié au cours de la crise de 2007- 2008.

Il est à noter également que Bâle II tend à uniformiser les méthodes d'évaluation des risques entre les établissements de crédits et à encourager le même type de réaction face aux tendances du marché.

Les comités internationaux (comité de Bâle, Forum de Stabilité Financière devrait adapter la réglementation pour en atténuer le caractère pro-cyclique.

➤ Normaliser la valorisation et les principes comptables : les normes comptables internationales (IFRS) préconisent la valorisation des actifs au bilan à leur juste valeur ou prix de marché (fair-value). Ce mode de valorisation accroît l'effet de levier et l'effet pro-cyclique du ratio de Bâle. En cas de bulle spéculative, les instruments se retrouvent valorisés largement au dessus de leur valeur fondamentale. En période de crise, ils sont valorisés en dessous de leur valeur réelle.

Plus préoccupant encore, quand le marché devient inexistant sur une catégorie d'instruments, comme cela s'est produit sur les ABS lors de la crise des subprimes, la valorisation au prix de marché devient impossible.

Dans le même temps, les normes comptables ne permettent pas aux analystes d'identifier dans le bilan d'une entreprise, l'exposition réelle aux produits structurés complexes ni l'exposition réelle aux produits de hors-bilan. Ces normes sont de plus hétérogènes suivant les pays ce qui ne facilite pas les comparaisons.

Les règles de valorisation des instruments financiers et de présentation des documents comptables devraient donc être revues en vue de favoriser une plus grande transparence, y compris quand certains instruments financiers deviennent illiquides.

➤ Favoriser la liquidité des agents bancaires et non bancaires :

Les banques vivent en permanence sur un décalage de maturité (les dépôts à court terme financent pour partie des crédits à moyen ou long terme), mais les banques de dépôts bénéficient d'une garantie de l'Etat sur les dépôts à vue de leurs clients. Par ailleurs, les banques sont dans l'obligation de respecter un ratio de liquidité censé leur permettre de faire face à leurs engagements.

Cependant, la crise a mis en évidence un problème général de liquidité de la part des agents bancaires ou non, avec un recours massif à l'endettement à court terme pour financer des actifs à long terme. La formation de pyramide de dettes conduit en cas de crise, à des liquidations en cascade aux effets dévastateurs.

Un ratio de liquidité réglementaire devrait être défini (ou renforcé dans le cas où il existe déjà) et appliqué à tous les acteurs des marchés de capitaux

Recommandations personnelles :

1. Les normes comptables internationales accordent une prédominance à la valeur économique de la firme sur sa valeur patrimoniale, c'est pour cela qu'elles proposent de manière récurrente l'application de la juste valeur comme méthode d'évaluation des actifs et des passifs. Tant que les marchés sont liquides, c'est-à-dire que les actifs et passifs sont facilement et rapidement échangeables sur le marché, l'application de la juste valeur ne pose pas de difficultés.

En revanche, dans une situation d'illiquidité, la détermination de la juste valeur devient critique. Par conséquent il faudrait que les autorités de normalisation notamment le FASB (financial accounting standards board) doivent trouver des alternatives pour ce cas de figure ou recommander en cas d'absence de marché l'utilisation du coût historique à savoir la valeur d'entrée diminuée des amortissements, norme qui fait référence au principe de prudence.

Aussi dans le but de rassurer les marchés financiers et rétablir la confiance des investisseurs, les autorités pourraient procéder à un changement de règles en période de crise aigue.

2. En ce qui concerne la titrisation d'actifs, technique financière permettant de transformer des créances en titres revendables et négociables sur le marché, les autorités de normalisation doivent exiger aux institutions financières ou autres agences appliquant ce procédé à effectuer une analyse sérieuse des actifs qu'elles veulent titriser ou tout simplement l'interdire afin d'éviter tout risque. En effet cette technique financière a été à la base du déclenchement de la crise financière avec l'expansion de produits toxiques distribués à quasiment toutes les institutions financières du monde.
3. Une plus grande latitude pourrait aussi être laissée aux dirigeants d'entreprises dans le cadre de l'évaluation de leurs actifs sous réserve tout de même qu'elle soit approuvée après par des experts comptables et financiers.
4. Les autorités de normalisations comptables doivent aussi être beaucoup plus claires dans les textes qu'elles publient afin d'éviter une mauvaise interprétation des normes comptables par les divers utilisateurs.
5. Dans le cas où il n'existe aucune méthode de rechange plausible, l'application de la juste valeur mériterait alors que des précautions soient prises dans les conditions actuelles, elle nécessite aussi beaucoup d'explications par les dirigeants sur les conditions de mise en œuvre, les hypothèses retenues, ainsi que les incertitudes affectant les mesures.

Malgré tout, changer la méthode d'évaluation des actifs et passifs ne permettra pas de « cacher comptablement » les effets de la crise, puisque les groupes seront toujours dans l'obligation de comptabiliser des provisions. Ces dernières mettront moins rapidement en lumière les effets de la crise sur les états financiers.

CONCLUSION :

La présente étude avait pour but d'analyser et de présenter brièvement la crise financière que traverse le monde depuis l'été 2007, mais aussi de mettre en évidence le rôle potentiel que la comptabilisation à juste valeur a pu jouer dans l'amplification de cette crise.

Il est encore trop tôt pour tirer des conclusions précises, mais il y a des raisons de croire que la comptabilisation à la juste valeur constitue plus qu'un indice de mauvaises nouvelles et, par conséquent a contribué à précipiter la crise, surtout dans le secteur financier. La pertinence de la comptabilisation à la juste valeur pour les investisseurs ne peut cependant être mise en doute comme méthode d'appréciation, mais les organismes de normalisation et de réglementation ont en grande partie manqué de vigilance pour éviter, voire atténuer la crise.

La comptabilisation à la juste valeur devrait engendrer de nombreuses recherches empiriques au cours des prochaines années, permettant ainsi de mieux évaluer les avantages et les inconvénients de concept.

En attendant, existe-t-il un modèle autre que la comptabilisation à juste valeur ?

Les organismes de normalisation, de même que de nombreux universitaires dans le domaine de la comptabilité, font valoir qu'il n'existe pas d'autre modèle fiable permettant de mesurer ou de présenter l'information comptable.

Par exemple, Barth Mary, chercheur en Economie et Comptabilité, membre de l'International Accounting Standards Board, affirme que « malgré les préoccupations légitimes des opposants à l'utilisation plus répandue de la juste valeur, les organismes de normalisation ne connaissent pas de solution de rechange plausible ».

Ainsi les propos de Barth concernant la mesure du résultat final sont d'une importance significative. Le résultat permet aux utilisateurs des états financiers et aux autres parties prenantes d'adapter, de modifier ou de « mettre à l'essai » les données de sortie ; c'est-à-dire qu'il aide à la prise de décision.

Toutefois, derrière le débat, il ne faut pas perdre de vue le fait que divers intérêts financiers et économiques entrent en jeu : pouvoirs accrus pour les organismes de normalisation, plus forte demande pour les services de comptabilité, incertitude accrue au sujet de la bonification pour les gestionnaires et les dirigeants etc. Les points de vue et les arguments des parties intéressées doivent donc être reformulés en conséquence.

Des lors, la polémique qui s'est développée autour de la juste valeur et son impact sur la crise financière suscite de nouvelles réflexions sur les objectifs des états financiers et sur l'utilité de l'information comptable.

ANNEXES

Annexe 1 :

Encadré I : Un bref historique de l'harmonisation des normes comptables

Le processus d'harmonisation comptable en Europe s'est concrétisé dans la seconde moitié des années 1970, au cours de laquelle deux directives consacrées spécifiquement aux questions de comptabilité ont été élaborées. La IV^e directive, ratifiée en août 1978, traite des objectifs, de la présentation et du contenu des comptes annuels des sociétés de capitaux. La VII^e directive de juillet 1983 est consacrée aux comptes Consolidés. En dépit de ce processus, la Commission décide de proposer, à la fin de l'année 2000, l'adoption des normes comptables élaborées par une société de droit privé, l'O.I.N.C. (I.A.S.B., en langue anglaise). Le 12 mars 2002, un règlement est alors soumis au Parlement, prévoyant l'adoption des normes comptables IFRS, Produites par l'O.I.N.C., par l'ensemble des sociétés européennes cotées (y compris banques et assurances), pour leurs comptes consolidés, d'ici 2005. Un État-membre peut choisir d'étendre cette obligation aux comptes annuels et même aux sociétés non cotées. Le règlement 1606/2002/CE est adopté à la quasi-unanimité (492 voix sur 526).

Il concerne 39 normes sur 41. Le fait que deux normes n'aient pas été soumises au vote, les normes 32 et 39, s'explique par le refus des secteurs de la banque et de l'assurance d'appliquer la juste valeur à la comptabilité de leur activité d'intermédiation.

Encadré I bis : L'Organisme International des Normes Comptables (I.A.S.B.)

L'O.I.N.C. est un conseil créé en 2001, suite au remaniement institutionnel du Comité International des Normes Comptables (International Accounting Standard Committee), société de droit privé regroupant les associations professionnelles de la comptabilité des principaux pays développés. L'O.I.N.C. est composée de quatorze membres dont douze à temps plein. Ce conseil siège à Londres et les normes qu'il produit s'appellent maintenant les Normes Internationales de *Reporting* Financier (International Financial Reporting Standards) (IFRS). Les membres du conseil de toute nationalité sont nommés par la fondation I.A.S.C en fonction de leur qualification. Cette fondation, qui assure également le financement de l'O.I.N.C., est une fondation privée, Immatriculée dans le Delaware. Elle est contrôlée par un comité de dix-neuf administrateurs dont le président a dirigé la banque centrale des États-Unis de 1979 à 1987.

Annexe 2 :

Encadré I : Les principes et les règles en matière de mesure des actifs (à propos des I.A.S. 16 et 38)

Dans la théorie comptable, deux approches majeures se distinguent en matière de mesure des actifs :

- une évaluation marchande (statique), de nature individualiste, liée à la valeur instantanée de l'actif isolé, soit au prix courant de l'actif sur un marché de référence, soit par l'actualisation de ses flux futurs de trésorerie;
- une évaluation productive des actifs en situation (dynamique), de nature agrégée, liée à la combinaison de l'actif en question avec les autres ressources dans la coordination économique durable, finalisée et située dans « l'entité-entreprise ».

La juste valeur relance l'approche statique et peut être considérée comme une synthèse des critiques adressées à l'approche dynamique du coût historique amorti. En matière de mesure des actifs :

- A. le référentiel devrait devenir la valeur instantanée de l'actif ;
- B. le résultat de l'entreprise, comme les amortissements, devrait intégrer les profits et les pertes non réalisés.

De prime abord, l'O.I.N.C. accepte ces deux approches, statique et dynamique. Les règles qu'il édicte admettent en effet soit la première méthode, considérée comme secondaire, soit la méthode prioritaire des Coûts amortis, bien que corrigés par les pertes pour dépréciation (I.A.S. 36), que nous étudions plus en détail par la suite. Ce double critère est souvent présenté comme un degré de liberté laissé aux entreprises, permettant de mieux établir les comptes. Toutefois, l'option qui concerne cet aspect fondamental mine la cohérence et la fiabilité du dispositif, notamment en matière d'agrégation et de comparaison inter-entreprise et inter temporelle.

D'un point de vue théorique, les méthodes de l'O.I.N.C. ne respectent pas les deux points-clefs que nous venons d'évoquer comme conséquences de la juste valeur. En premier lieu, l'enregistrement initial de

Cela n'implique pourtant qu'en partie l'acceptation du principe du coût historique amorti. Dans ses conclusions générales à propos de la norme

I.A.S. 36 (§B28), l'O.I.N.C. semble admettre que la signification de l'actif se fait toujours au coût effectif, lequel coïncide seulement par hasard avec la juste valeur au moment de l'échange (contrairement à ce qu'implique le point A). En deuxième lieu, elle s'appuie plutôt sur l'estimation d'experts agréés que sur le prix courant de marché lorsque la première méthode est suivie (contrairement à ce que suppose le point A). En outre, la perte éventuelle sur la grandeur déjà enregistrée passe directement au résultat de l'exercice, tandis que le profit non réalisé est enregistré dans une réserve et non dans le résultat (contrairement à ce qu'implique le point B). Enfin, les I.A.S. n'incluent pas ce profit dans le résultat même lors de son enregistrement effectif (contrairement à ce que suppose le point B).

La perte pour dépréciation demeure limitée au cas dans lequel l'entreprise souhaite détenir les actifs en question plutôt que dans celui où elle cherche à les céder. Cette cession seulement pourrait justifier le choix de la valeur instantanée comme étalon de la dépréciation.

Annexe 3 :

Encadre I: Glossaire

Banque d'investissement :

La banque d'investissement, contrairement aux banques de détail qui recueillent les dépôts des particuliers, vit en percevant des commissions pour les conseils qu'elle donne en cas de fusions et d'acquisitions d'entreprises, d'opérations de courtage, des introductions en Bourse, des augmentations de capital, de création et de placement de titres... Certaines banques d'investissement ont joué un rôle de fonds spéculatif, en jouant leurs capitaux sur les marchés et en prenant des engagements nettement disproportionnés par rapport à leurs fonds propres.

Capital-investissement :

Activité financière consistant pour un investisseur à entrer au capital de sociétés qui ont besoin de capitaux propres. Le terme de capital-investissement concerne généralement l'investissement dans des sociétés non cotées en bourse (d'où son nom de « *private equity* » en anglais en opposition au terme *public*).

« Collateralised debt obligation » (CDO) – obligation adossée à des actifs :

Structure de titrisation d'actifs financiers de nature diverse.

Les CDO sont une catégorie des produits dérivés (un type de dérivés de crédits). Un CDO regroupe en général des titres issus de plusieurs dizaines d'actifs différents.

Compensation :

Extinction de deux dettes réciproques certaines, liquides et exigibles, à concurrence de la plus faible.

« Credit default swap » (CDS) :

D'usage développé à partir de 2000, cet instrument permet d'acheter une garantie contre le défaut de paiement d'un emprunteur.

Dérivés (produits dérivés) :

Outils financiers complexes qui jouent sur la hausse ou la baisse future de différents « sous-jacents » (actions, indices, devises, matières premières, taux d'intérêt...).

Effet de levier (« leverage ») :

Mécanisme qui permet à un opérateur de dégager des rentabilités élevées à partir d'un capital de départ limité, en mobilisant non seulement son propre argent mais aussi des sommes empruntées. Pour une banque, c'est le rapport entre le montant des crédits que la banque accorde et ses fonds propres (c'est-à-dire l'argent que lui ont confié ses actionnaires). En principe, la capacité d'une banque à multiplier les prêts à partir de fonds propres donnés est limitée par la législation (ratio de solvabilité imposé par les accords « Bâle II »).

G 4, G 7, G 8 et G 20 (composition) :

- Le « G 7 » réunit les sept Etats suivants : Etats-Unis, Canada, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni et Italie.

- Le « G 4 » qui s'est réuni à Paris le 4 octobre 2008 à l'invitation du Président de la République française se composait des quatre Etats européens du G 7 : France, Allemagne, Royaume-Uni et Italie.

- Le « G 8 » est la réunion des pays du « G 7 » et de la Russie.

- Enfin, le « G 20 » comprend les Etats du « G 8 », l'Australie, l'Afrique du Sud, l'Arabie Saoudite, l'Argentine, le Brésil, la Chine, la Corée du Sud, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, la Turquie, et comme vingtième membre l'Union européenne (représentée par l'Etat qui exerce la présidence semestrielle du Conseil).

« Leverage buy-out » (LBO) – rachat à effet de levier :

Rachat d'une société en s'appuyant sur un effet de levier financier, c'est-à-dire en faisant appel à des organismes de financement spécialisés qui financent cette reprise par de l'endettement. Ce type d'opération permet à un groupe d'acteurs de racheter une entreprise avec une mise de fonds qui ne représente qu'une fraction de la valeur de la cible. Le solde est financé par de la dette bancaire, dont les acheteurs espèrent qu'elle pourra être remboursée par la remontée des dividendes de la société rachetée.

Liquidités :

Ensemble des moyens de paiement permettant de faire face immédiatement à des engagements financiers.

Rehausseurs de crédit (« monoline ») :

Inventés aux Etats-Unis, ces organismes assuraient au départ les crédits accordés aux collectivités locales par d'autres banques. Leur intervention visait à attribuer à ces crédits la meilleure note (triple A), ce qui permettait aux collectivités

d'obtenir les taux d'intérêt les moins élevés. Par la suite, ces établissements se sont lancés dans le crédit à la consommation et dans l'immobilier.

« Subprime » :

Aux Etats-Unis, on qualifie de « *prime* » un prêt immobilier présentant toutes les garanties d'être remboursé. Un « *subprime* » est donc un prêt immobilier de qualité inférieure, qui comporte un risque de défaut de paiement, que la banque accepte en prenant un taux d'intérêt plus élevé.

Supervision bancaire :

Contrôle qu'exercent les autorités compétentes (en France, la Commission bancaire) sur les établissements de crédit pour vérifier le respect de leurs obligations prudentielles.

« Swap » :

Un accord « *swap* » permet aux banques centrales de se prêter réciproquement des liquidités à court terme, lorsque l'une ou l'autre en a besoin pour stabiliser le système financier de son pays.

Titrisation :

Technique financière consistant à transformer des créances (crédits immobiliers, à la consommation, aux entreprises...) en titres. Ainsi, au lieu de conserver les crédits dans la durée, les banques les cèdent à d'autres opérateurs, qui peuvent à leur tour les céder. Les crédits deviennent liquides.

La titrisation s'opère en regroupant un lot de créances de nature similaire que l'on cède à une structure *ad hoc* (société, fonds ou *trust*) qui en finance le prix d'achat en plaçant des titres auprès d'investisseurs. Les titres représentent chacun une fraction du portefeuille de créances titrisées et donnent le droit aux investisseurs de recevoir les paiements des créances (par exemple quand les factures sont payées, ou quand les souscripteurs de prêts immobiliers versent des mensualités) sous forme d'intérêts et de remboursement de principal. La titrisation peut également viser à ne transférer aux investisseurs que le risque financier lié aux actifs concernés.

Tous les types de crédits peuvent être titrisés. Ces titres forment l'ensemble des « *asset-backed securities* » (valeurs mobilières adossées à des actifs), au sein desquels on peut citer par exemple la catégorie des « *mortgage-backed securities* » (valeurs mobilières adossées à des prêts hypothécaires).

Vente à découvert :

Cas où un spéculateur qui joue à la baisse une action la vend, sans la posséder, à un instant t en promettant de la livrer à un instant $t+1$; il la rachète alors juste avant l'échéance $t+1$, et perçoit un gain, à condition que le cours de l'action ait effectivement baissé entre-temps.

BIBLIOGRAPHIE:

OUVRAGES :

- **COLASSE.B** (2000) éd. Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit, Economica, Paris.
- **BARKER R.G.** (2002) L'évaluation des entreprises : modèles et mesures de la valeur, Les Echos éditions.
- **CASTA J-F et B.COLASSE**, éd., Juste valeur : enjeux techniques et politiques, Economica, Paris 2001.
- **OBERT R (2005)**, Pratiques des normes IAS/IFRS, 2ème édition, Dunod, Paris.
- **CHRISTIAN STOFFAES** éd. Crise financière : causes, effets et réformes nécessaires. (cahiers du cercle des économistes, avril 2008).

DOCUMENTS ET REVUES :

- SIC- le magazine de l'ordre des experts comptables n° 269 - déc.2008.
- Débats économiques – Banque de France, février 2008
- Journal les Echos, 30 janvier 2008 – 20 mars 2008
- Journal Investir, 9 février 2008
- Alternatives économiques, n°272 (septembre 2008)
- Revue de la stabilité financière n°12 Banque de France – « valorisation et stabilité financière », octobre 2008.

SITES INTERNET :

- www.iasb.org
- [http : // www.fsforum.org/pulications](http://www.fsforum.org/pulications)
- <http://www.wikipedia.org/wiki/juste> valeur
- <http://www.entreprise> evaluation.com