

Les défis de la valorisation dans un environnement changeant

CHRISTIAN NOYER

Gouverneur

Banque de France

A bien des égards, la crise actuelle est une crise de valorisation. Certes, les facteurs qui la sous-tendent et qui permettent d'en rendre compte sont multiples. Toutefois, un trait particulièrement frappant de cette crise est que l'incertitude relative à la « véritable » valeur d'instruments financiers complexes (produits structurés) a ébranlé la confiance des marchés mondiaux, accru l'incertitude quant au risque de contreparties et entraîné une contagion entre classes d'actifs, marchés et zones économiques.

Il est peu surprenant que la crise ait ravivé un débat complexe sur l'application des normes comptables aux instruments financiers. Pour autant, la valorisation n'est pas seulement une question comptable, comme la crise l'a démontré de façon spectaculaire. Une valorisation « correcte » est essentielle pour la mesure et la gestion du risque dans les institutions financières, les exigences en fonds propres, l'analyse de la solvabilité et, plus largement, la stabilité financière. Elle est essentielle autant comme élément nécessaire au bon fonctionnement des marchés de capitaux et des institutions financières que comme apport des systèmes financiers dans leur rôle d'allocation efficiente des capitaux au sein de l'économie. En d'autres termes, les questions de valorisation sont au cœur des systèmes financiers modernes, marchés et sensibles au risque.

En guise de présentation de cette nouvelle livraison de la *Revue de la stabilité financière* de la Banque de France, cette vue d'ensemble aborde trois points. Elle décrit tout d'abord, de façon générale, dans quelle mesure les dispositifs de valorisation ont été mis à l'épreuve par la récente crise. Elle souligne ensuite que les performances des régimes de valorisation sont liées à celles des marchés. Enfin, elle identifie trois questions essentielles qui requièrent un

examen particulier : la cohérence des dispositifs de valorisation, les incitations qu'ils créent et leur procyclicité.

1 | LES DISPOSITIFS DE VALORISATION MIS À L'ÉPREUVE

1|1 Avant la crise

Les dispositifs de valorisation en place au début de la crise étaient l'héritage d'efforts considérables réalisés au cours de la dernière dizaine ou quinzaine d'années écoulées pour améliorer la mesure du risque et l'information financière des institutions financières, ainsi que la réglementation sur la solvabilité. Ces efforts ont été, à de nombreux égards, abondamment alimentés, sinon entraînés, par l'expérience tirée de crises précédentes, débutant notamment avec la crise obligataire du début des années quatre-vingt-dix et incluant des épisodes aussi décisifs que la crise immobilière et bancaire japonaise ou l'effondrement du fonds spéculatif *Long-Term Capital Management* (LTCM).

Les améliorations en matière de gestion du risque, d'information financière et de réglementations sur la solvabilité ont été largement concomitantes et se sont renforcées mutuellement. Il est permis de penser que, sans ces progrès, les perturbations qui se sont produites l'année dernière auraient très probablement entraîné des conséquences encore plus importantes.

En effet, l'utilisation largement répandue de méthodes sophistiquées de mesure et de gestion du risque au sein de l'industrie financière a accru

la sensibilité au risque et favorisé la diffusion d'une culture du risque en son sein. Depuis la généralisation, au milieu des années quatre-vingt-dix, de systèmes de mesure des risques fondés sur les méthodologies de *value-at-risk* – VaR (risque potentiel de perte maximale), les institutions financières ont considérablement amélioré leur capacité à identifier, valoriser et gérer les différents risques inscrits à leurs bilans. Au fil du temps, la gamme des techniques de mesure disponibles s'est élargie, les exercices de simulation de crise (*stress testing*) se sont généralisés, des processus intégrés de gestion ont été mis en place parallèlement à des structures de gouvernance dédiées. Ce n'est, de fait, certainement pas un hasard si les entreprises qui utilisaient un éventail plus large de mesures du risque et avaient mis en place des processus de gestion du risque et de gouvernance rigoureux sont également celles qui ont évité d'importantes pertes inattendues lors des turbulences actuelles¹.

Parallèlement, l'évolution vers la comptabilisation au prix du marché en matière d'information financière a favorisé la transparence et une reconnaissance plus rapide des expositions au risque, tout en contribuant à renforcer la discipline de marché. La logique qui sous-tend cette évolution tient à ce que des états financiers exacts et significatifs doivent refléter la valeur à laquelle les éléments du bilan peuvent s'acheter ou se vendre lors de transactions intervenant à l'instant présent entre parties consentantes. Cela permet ainsi aux intervenants de marché, aux investisseurs et aux superviseurs de mieux connaître les véritables profils de risque des institutions financières.

Des réglementations sur la solvabilité plus sensibles au risque ont également favorisé l'amélioration de la discipline de marché et promu de saines pratiques de gestion du risque. Une première étape décisive a été franchie lorsque la sensibilité au risque a été introduite dans les réglementations prudentielles en 1996. Le nouveau dispositif Bâle II approfondira encore cette approche en garantissant que les exigences de fonds propres minimums rendent mieux compte de l'évolution des risques auxquels font face les banques, en améliorant la supervision des pratiques effectives et en contribuant à une meilleure diffusion des informations au marché.

1|2 Un test

La crise représente un test important pour tous les dispositifs de valorisation. Elle trouve son origine dans l'incertitude liée à la valorisation des produits de crédit structurés complexes, ainsi que dans les préoccupations relatives à la fiabilité des notations, à l'opacité des expositions effectives au risque et à la robustesse de l'évaluation du risque de contrepartie. Sur la base de l'expérience acquise jusqu'à présent, ce test suggère quatre leçons.

En premier lieu, au niveau des institutions financières, la crise a révélé des difficultés importantes dans les pratiques de valorisation de certaines d'entre elles. Les événements ont confirmé que, face à des situations extrêmes (c'est-à-dire des chocs qui dépassent les normes récentes ou historiques), la plupart des modèles de valorisation du risque de crédit et du risque de marché ne produisent pas des estimations en phase avec la réalité du marché. Ces lacunes ont parfois été aggravées par des processus de valorisation du risque insuffisamment robustes, exhaustifs et rigoureux. À cet égard, la dépendance excessive vis-à-vis des notations pour les produits structurés, l'évaluation trop optimiste du risque de liquidité, la dépendance vis-à-vis d'une source unique de quotation ou de la valorisation du marché primaire pour guider la comptabilisation à la juste valeur, une gamme insuffisante d'instruments de valorisation, l'utilisation de données de marché et d'estimations de la volatilité obsolètes constituent certains des problèmes les plus importants révélés par les turbulences récentes.

Deuxièmement, la crise a également montré que la publication d'informations peu claires, hétérogènes ou insuffisantes concernant les expositions au risque a aggravé l'incertitude, alimenté l'illiquidité du marché et contribué à faire baisser la valeur des actifs. Cela a été particulièrement évident dans le cas des véhicules de hors-bilan, qui étaient utilisés par les entités réglementées pour transférer les risques, créant ainsi un sentiment injustifié de réduction de ces derniers. Les problèmes liés à l'insuffisance de la publication d'informations ont également été manifestes s'agissant des pratiques de valorisation elles-mêmes. Les informations financières non

1 Cf. Senior Supervisors Group (2008)

uniformes et peu comparables fournies par les sociétés financières sur la manière dont elles évaluaient les produits complexes et les marges d'erreur entourant ces estimations, notamment lorsque les marchés sont devenus illiquides, ont accru l'incertitude relative à la localisation des risques dans le système et contribué à l'interruption de certains marchés et à la propagation de l'aversion au risque à d'autres marchés de financement qui, sans cela, fonctionnaient bien.

Troisièmement, la crise a également mis en évidence la nécessité de clarifier certaines notions comptables essentielles pour valoriser des actifs complexes au prix de marché. L'expérience a montré que les établissements financiers pouvaient, par exemple, avoir des interprétations sensiblement différentes de ce que recouvraient les notions de « marché actif » et de « vente en catastrophe » figurant dans les normes comptables. Lorsque le fonctionnement du marché est compromis, les intervenants de marché doivent porter des jugements subjectifs. Ceci peut aboutir à une large dispersion des valeurs estimées pour des instruments relativement similaires² et, partant, accentuer encore l'incertitude.

Quatrièmement, la crise fait également apparaître les implications, à l'échelle du système, de l'interaction entre les pratiques de valorisation, les normes en matière d'information financière et les réglementations sur la solvabilité. Les fortes baisses des prix des actifs, notamment des produits structurés et titrisés, conjuguées aux réglementations sur la solvabilité et à la gestion du risque par les établissements financiers réglementés ont généré une dynamique endogène des prix de marché, qui a soutenu ou amplifié les chocs initiaux. De fait, compte tenu des normes comptables, en raison de la progression de la titrisation et de l'augmentation du volume des instruments valorisés au prix du marché, le recul des valeurs de marché est ressorti plus directement et de façon plus marquée dans les bilans, exerçant des pressions sur les comptes de résultat et/ou sur les fonds propres. Ces dynamiques, associées à une croissance involontaire des bilans (avec, par exemple, la mise en œuvre de lignes de crédit destinées aux SIV (*structured investment vehicles*) ou aux conduits et le maintien au bilan d'expositions dont la cession était envisagée

au départ) ont conduit les institutions financières réglementées à renforcer leurs fonds propres et/ou vendre des actifs, faisant chuter encore davantage la valeur de marché. Il est clair que, suite aux excès observés sur les marchés de capitaux avant la crise, nombre de dynamiques à l'œuvre depuis plusieurs mois font partie du processus naturel, et souhaitable, de rééquilibrage. Cependant, dans une perspective macrofinancière, la question peut être posée de savoir si les cadres de valorisation ou les interactions qui s'exercent entre eux ne contribuent pas à rendre ce processus excessivement désordonné et coûteux pour l'économie.

2| VALORISATION ET PERFORMANCE DE MARCHÉ

2|1 La performance des cadres de valorisation fondés sur le marché dépend de celle des marchés

Les cadres de valorisation, lorsqu'ils sont fondés sur les prix de marché, sont subordonnés à l'existence de valeurs de marché pour les instruments financiers. Par exemple, les techniques de valeur en risque (*value-at-risk*) dépendent largement de l'existence de données de marché historiques fiables et pertinentes pour estimer la perte potentielle avec un niveau de confiance donné. C'est également le cas des exigences en fonds propres, dans la mesure où elles s'appuient elles aussi sur les mesures de la valeur en risque. Et, bien évidemment, cela concerne aussi la comptabilisation en juste valeur. Au-delà de leurs différences, les normes comptables internationales (IFRS – *International Financial Reporting Standards*) et les principes comptables généralement reconnus aux États-Unis (GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*) imposent que les instruments qui ne sont pas détenus jusqu'à l'échéance soient déclarés en juste valeur. Ces deux approches préconisent d'estimer cette juste valeur en fonction de la situation sur le marché et dépendent des données de marché prises en compte.

² Dans ce numéro, Clerc (2008) présente un graphique très parlant qui retrace les variations de la dispersion des valeurs de marché pour une sélection d'ABS américains.

Cependant, les conditions préalables à l'existence de marchés qui reflètent les fondamentaux sous-jacents peuvent ne pas à être remplies à tout moment et dans toutes les circonstances. Dans la mesure où ils souffrent de frictions dues, notamment, à des informations asymétriques ou non vérifiables, les marchés de capitaux sont loin d'être parfaits et complets.

Premièrement, comme le démontre le cas des produits structurés complexes, des prix de marché peuvent ne pas exister pour chaque actif et à tout moment. Lorsque les actifs sont conçus spécifiquement pour les besoins d'un investisseur, comme cela a été le cas pour toute une gamme d'ABS (*asset-backed securities*) de CDO (*collateralised debt obligations*), ils sont difficiles à négocier. Les prix obtenus à partir de transactions ponctuelles ou sporadiques sur des marchés peu profonds ne reflètent pas nécessairement les « justes » valeurs de marché.

Deuxièmement, lorsque les actifs sont négociés sur des marchés actifs, leurs prix intègrent les imperfections du marché sur lequel ces transactions sont effectuées. Les fortes hausses de valeur de marché, notamment pour les actifs négociés de gré à gré, peuvent être liées à des chocs de liquidité plutôt qu'à des évolutions fondamentales. En d'autres termes, les prix peuvent ne pas refléter les rendements à venir mais plutôt la liquidité dont disposent les acheteurs sur le marché³. Ce phénomène est caractéristique des périodes où les marchés subissent des tensions. Dans de telles périodes, l'incertitude affectant les prix a également tendance à devenir endogène. Sur des marchés illiquides, valoriser les actifs au prix du marché signifie que « la valeur de mes actifs dépend du prix auquel les autres intervenants sont parvenus à céder les leurs »⁴. En conséquence, les changements d'opinion des intervenants de marché, s'agissant notamment de l'exposition au risque des autres, les poussent à agir dans un sens susceptible d'accélérer la dynamique des prix. Dans un cas extrême, cela signifie que le processus de découverte du prix de

marché est perturbé, les intervenants de marché étant victimes du syndrome « d'oscillation du Pont du Millénaire »⁵, c'est-à-dire qu'ils réagissent tous de la même façon et que les marchés deviennent alors à sens unique.

Troisièmement, les imperfections de marché ne sont pas neutres s'agissant des performances des modèles de risque. De fait, la plupart des modèles supposent que les intervenants de marché soient suffisamment atomisés et aient des préférences en matière de risque suffisamment différentes pour que, au niveau agrégé, leurs actions soient principalement aléatoires et pour qu'aucune d'entre elles ne puisse avoir une incidence significative sur les prix de marché. En d'autres termes, les modèles de risque ne parviennent pas à prendre en compte le fait que les actions fondées sur les mesures de risque influencent ces dernières. Énoncé en termes plus généraux, « un modèle d'estimation du risque s'effondre lorsqu'il est utilisé à des fins réglementaires »⁶. Ce défaut des modèles devient particulièrement évident lors des périodes de crise, lorsque les intervenants de marché sont enclins à suivre des stratégies de négociation similaires⁷, amenant ainsi les matrices de corrélation des défauts sur lesquels ils reposent à s'écarter de la réalité du marché.

2|2 Imperfections du marché, cadres de valorisation et solutions de second rang

Il est vraisemblable que les défaillances du marché qui contribuent aux problèmes de valorisation pourraient être corrigées par le biais de politiques publiques ciblées et, en effet, certaines politiques visent à corriger ces imperfections. Par exemple, les normes comptables sont déterminantes pour fournir les informations sur la situation financière et l'exposition aux risques. Grâce aux normes comptables, des états financiers bien définis et comparables permettent aux utilisateurs de mieux évaluer le profil de risque des institutions

3 Cf. Allen et Carletti (2006)

4 Cf. Plantin, Sapra et Shin (2008) dans le présent numéro

5 Cf. Danielsson et Shin (2002)

6 Danielsson (2002) réaffirme la loi de Goodhart (1975) de la façon suivante : « Toute régularité statistique observée aura tendance à s'effondrer si elle est soumise à des pressions à des fins de contrôle ».

7 Cf. Danielsson (2008) à propos des limites des modèles de risque en situation de crise

financières. De plus, avec la valorisation en juste valeur, les états financiers sont sensibles aux signaux donnés par les prix, ce qui remédie aux inefficiences associées à la comptabilisation en valeur historique des instruments financiers. En fournissant ces informations aux investisseurs, la comptabilisation en juste valeur contribue à la confiance du marché, tout en laissant le soin aux investisseurs de déterminer la prime de risque appropriée.

Cependant, pour concevoir des mesures destinées à remédier aux imperfections des marchés, il est important de garder en mémoire certains enseignements tirés de la théorie du choix social. Premièrement, le fait qu'il y ait défaillance du marché ne signifie pas nécessairement qu'elle résulte d'une imperfection de ce marché. Elle peut également découler de politiques publiques inappropriées et incohérentes. Deuxièmement, avant de remédier à une défaillance du marché par une intervention publique, les autorités doivent être raisonnablement convaincues que cette intervention est préférable aux autres options, c'est-à-dire qu'elle a un effet bénéfique sur le « bien-être » des agents. Troisièmement, en présence de plus d'une imperfection, ne remédier qu'à une seule d'entre elles n'entraîne pas nécessairement une amélioration de la situation. Au contraire, il se pourrait même qu'elle renforce les coûts associés à d'autres imperfections et qu'au total elle soit préjudiciable au bien-être.

Concrètement et compte tenu de l'expérience acquise jusqu'ici, il est très probable qu'un jeu de mesures réduit ne suffira pas à résoudre les problèmes de valorisation. Tout au contraire, la solution s'articulera sur une approche exhaustive reposant sur des réponses correctrices cohérentes les unes avec les autres et qui se renforcent mutuellement. Il est par conséquent très encourageant que chaque organe de décision engagé dans la résolution de la crise soit prêt à envisager les externalités et les conséquences non souhaitées résultant des mesures relevant de son domaine de compétences. À de nombreux égards, c'est l'objectif des travaux du FSF (Forum de stabilité financière).

3| PROBLÉMATIQUES CLÉS POUR L'AVENIR

Si l'on examine la nature et la composition des mesures nécessaires à la résolution des problèmes de valorisation mis en évidence par la crise, deux questions principales se posent : les dispositifs de valorisation existants sont-ils cohérents ? Quelles incitations créent-ils pour les institutions financières et sont-ils procycliques ?

3|1 Cohérence

Les dispositifs de valorisation existants répondant chacun à des objectifs différents, il n'est pas étonnant qu'ils présentent des différences quant à la manière dont ils évaluent les instruments financiers. Or, ces différences accroissent la complexité de la surveillance du risque et de la surveillance prudentielle. Elles rendent aussi plus délicate la compréhension des états financiers. Elles soulèvent des problèmes de cohérence, tant entre dispositifs de valorisation que dans leur mise en œuvre sur la durée.

L'absence d'acceptation partagée de plusieurs notions comptables essentielles utilisées pour la valorisation des actifs aux prix du marché accroît le risque d'incohérence de l'information financière entre les entreprises et dans le temps. Lors de cette crise, en l'absence de définitions bien établies permettant de déterminer quand les marchés cessent de pouvoir être qualifiés de « marchés actifs », ou ce que sont « un prix de marché observable » ou « un prix de vente en catastrophe » (*distress sale price*)⁸, les institutions financières ont dû se fier à leur propre jugement pour décider s'il convenait de changer de méthode de valorisation au prix du marché, ainsi que du moment pour le faire. La valorisation en valeur de modèle aurait été retenue par certaines institutions à un stade précoce de la crise afin d'éviter les fortes dépréciations observées alors sur les marchés. Une conséquence directe de l'hétérogénéité des

8 Cf. Matherat (2008) dans cette publication

méthodes de valorisation fut que les investisseurs, les contreparties et les régulateurs ne pouvaient pas disposer d'une vision fiable des profils de risque des différentes institutions financières.

De plus, les exigences comptables ne sont pas nécessairement adaptées à des pratiques efficaces de gestion du risque au niveau de l'entreprise ou aux cadres prudentiels. En effet, certaines pratiques visant à ajuster les estimations en juste valeur pour tenir compte de l'incertitude sur le modèle, les facteurs, les données ou les paramètres peuvent ne pas être autorisées par les normes comptables. Cet écart entre les évaluations interne et prudentielle du risque d'une part, et les chiffres publiés d'autre part, augmente l'asymétrie de l'information et l'incertitude en période de crise.

Des améliorations sont en cours pour réduire les différences et les incompatibilités. Le traitement des véhicules hors bilan est une question importante. L'usage répandu de ces structures, motivé dans une large mesure par la très faible exigence en fonds propres qui leur était associée dans le cadre du dispositif de Bâle I, s'est accompagné de la croyance injustifiée selon laquelle les risques associés avaient été éliminés. Or, les différences entre les périmètres de risques *de jure* et *de facto* ont été un facteur important de la détérioration du marché du crédit. Les différences relatives aux règles de consolidation et de communication applicables aux véhicules hors bilan ont considérablement obscurci les risques qu'ils représentaient pour les institutions financières au cours de la période de turbulences. La mise en œuvre de Bâle II devrait réduire les opportunités d'arbitrage réglementaires. De plus, les questions de consolidation et de décomptabilisation figurent désormais dans le programme des instances normatives compétentes pour favoriser la convergence entre les principes comptables généralement reconnus aux États-Unis (GAAP) et les normes comptables internationales (IFRS)⁹.

3|2 Incitations et procyclicité

La dynamique actuelle des marchés est portée par les interactions entre la baisse des prix des actifs, la comptabilisation en valeur de marché, l'effet de levier (non souhaité), et la nécessité de lever des capitaux ou de vendre des actifs pour respecter les exigences de solvabilité.

Il est bien connu que les systèmes financiers passent par des cycles d'essor et de contraction des prix des actifs¹⁰. En pratique, on peut même voir dans ce phénomène une caractéristique importante des systèmes financiers¹¹. En d'autres termes, la cyclicité des systèmes financiers n'est pas un problème en soi, tant qu'elle reflète les changements des fondamentaux. Ceci suggère que toutes les bulles de prix d'actifs n'appellent pas nécessairement de mesures correctrices¹². De même, le fait que les dispositifs de valorisation perçoivent rapidement ces changements de fondamentaux est positif dans la mesure où cela favorise le rééquilibrage de la prise de risque, ainsi que l'augmentation des fonds propres lorsque c'est nécessaire. Ceci suppose que les variations des prix de marché soient déterminées par les fondamentaux et ne soient pas la conséquence des estimations ou des incitations issues des dispositifs de valorisation.

La question de savoir si les dispositifs de valorisation ajoutent un « excès » de volatilité aux états financiers et, indirectement au travers des actions qu'ils favorisent, aux prix de marché est depuis de nombreuses années un sujet de discussion et d'étude important, et non consensuel, pour les autorités. L'état de la question pourrait être résumé comme suit. La juste valeur et des règles de solvabilité sensibles au risque sont considérées comme la bonne approche lorsque des prix de marché pour les instruments financiers sont aisément disponibles. Par ailleurs, la comptabilité en juste valeur introduit une discipline *ex ante* dans la gestion des risques et des fonds propres par les institutions financières. Cependant,

9 Cf. Tweedie (2008) dans cette publication pour plus de détails

10 Cf. Kindelberger (2000)

11 Cf. Borio (2008)

12 Mishkin (2008), dans cette édition, offre une perspective sur la question.

lorsque les conditions de marché sont dégradées, l'évaluation en valeur de marché, conjuguée aux règles de solvabilité, peut générer une boucle de rétroaction par laquelle les anticipations de variation des prix de marché entraînent des ajustements de portefeuille et de bilan. Cela peut renforcer la volatilité des prix et exacerber les difficultés financières. En revanche, les autres approches comptables, dont celles reposant sur les coûts historiques amortis, n'apparaissent pas meilleures, ne serait-ce que parce qu'elles ont tendance à retarder la comptabilisation des actifs compromis.

Le fait que les règles de valorisation ne sont pas nécessairement optimales pour tous les instruments dans toutes les situations de marché ne signifie pas qu'il faille les modifier au plus fort de la crise. En effet, cela reviendrait à pratiquer une tolérance en matière de valorisation, précisément au moment où intervient un processus de repli des valeurs de marché. Cela susciterait certains problèmes d'aléa moral (privatisation des gains en phase d'expansion, socialisation des pertes en phase de ralentissement)¹³. La solution consiste plutôt à élaborer des politiques de valorisation susceptibles de créer les bonnes incitations tout au long du cycle économique. « Les germes du problème ont été semés pendant la période d'expansion. C'est pendant cette période qu'un risque et un effet de levier excessifs ont été accumulés, et il convient donc de revoir les spécificités de la comptabilité à la juste valeur et de sa mise en œuvre, susceptibles d'influer sur les décisions des acteurs en période faste »¹⁴. En particulier, les règles comptables et prudentielles doivent être conçues de manière à promouvoir une gestion des risques et des pratiques

d'information financière optimales, en période tant d'expansion que de ralentissement.

S'agissant de la gestion des risques, la crise a également apporté un éclairage sur le débat, moins visible, relatif à l'incidence des techniques de type VaR sur les dynamiques de marché. De telles techniques étant utilisées non seulement pour la mesure des risques mais également pour les décisions de contrôle interne des risques (limites de position, activation des clauses contingentes, appels de marge), certains observateurs ont considéré que ces techniques pouvaient avoir des conséquences procycliques non souhaitées¹⁵. Les analyses fondées sur des simulations suggèrent que plus la gamme des techniques VaR utilisées pour les décisions de gestion des risques par l'industrie est étroite, plus il est probable que les décisions d'investissement qui en résultent seront similaires et, en conséquence, que les mouvements de marché s'autoalimenteront. En d'autres termes, la standardisation de la gestion des risques dans un contexte de valorisation aux prix du marché pourrait être de nature à réduire la diversité des stratégies d'investissement chez les intervenants de marché, situation sous-optimale du point de vue de la stabilité financière¹⁶.

Dans ce contexte, une piste intéressante à explorer dans le domaine des ajustements aux dispositifs de valorisation consiste à évaluer s'ils favorisent ou non la diversité en matière de comportement de prise de risque dans différentes situations de marché. En pratique, la stabilité financière peut bénéficier de l'existence de règles de valorisation et de règles comptables qui sont plus sensibles aux différences d'horizons d'investissement.

13 Dans le présent numéro, Rochet (2008) fait valoir plus généralement le fait que rendre les exigences en fonds propres contracycliques afin de compenser l'incidence procyclique des réglementations en matière de comptabilité et de solvabilité serait dommageable pour les motivations des banques.

14 Cf. Caruana et Pazarbasioglu (2008) dans le présent numéro.

15 Cf. FMI (2007)

16 Cf. Persaud (2008) dans le présent numéro. Il est par ailleurs intéressant de noter que ce problème est également évoqué par les représentants du secteur financier. Le Counterparty Risk Management Policy Group, qui réunit des représentants du secteur financier, souligne que « les grands intermédiaires financiers intégrés cherchent généralement à optimiser les performances en ce qui concerne la liquidité, les agences de notation, les fonds propres réglementaires, la comptabilité, et d'autres paramètres. Cela peut encourager un comportement qui, considéré sur l'ensemble d'un secteur, peut s'avérer extrêmement procyclique. C'est notamment le cas compte tenu de la tendance des participants à s'imiter mutuellement dans leurs stratégies opérationnelles et de la nécessité de dénouer leurs positions simultanément en période de crise sur les marchés » (CRMPG III).

BIBLIOGRAPHIE

Allen (F.) et Carletti (E.) (2006)

“Mark-to-market accounting et liquidity pricing”

Allen (F.) et Carletti (E.) (2008a)

“Financial system: shock absorber or amplifier?”, BRI Working Papers, n° 257

Allen (F.) et Carletti (E.) (2008b)

« La valorisation aux prix de marché convient-elle aux institutions financières ? », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

Banziger (H.) (2008)

« Définir un cadre adapté au fonctionnement de marchés de capitaux modernes – Les leçons de la crise récente », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

Borio (C.) (2008)

“The financial turmoil of 2007: a preliminary assessment et some policy considerations”, BRI Working Papers, n° 251

Buiter (W. H.) (2007)

“The central bank as market maker of last resort”, disponible sur www.maverecon.blogpost.com

Caruana (J.) et Pazarbasioglu (C.) (2008)

« Révision des pratiques de valorisation sur l'ensemble du cycle économique : davantage de symétrie est nécessaire », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

Clerc (L.) (2008)

« Valorisation et fondamentaux », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

Counterparty Risk Management Policy Group (2008)

“Containing systemic risk: the road to reform”, juillet

Danielsson (J.) (2002)

“The Emperor has no clothes: limits to risk modelling”, *Journal of Banking and Finance*

Danielsson (J.) (2008)

“Blame the models”, à venir, disponible sur www.riskresearch.org

Danielsson (J.) et Shin (H. S.) (2002)

“Endogenous risk”, disponible sur www.riskresearch.org

Finkelstein (B.) (2006)

“The politics of public fund investing: how to modify Wall Street to fit Main Street”, Touchstone Publisher

Fonds monétaire international (2007)

Global Financial Stability Report, décembre

Forum de stabilité financière (2008)

“Enhancing market et institutional resilience”, avril

Goodhart (C. A. E.) (1975)

“Monetary relationships: a view from Threadneedle Street”, *Papers in Monetary Economics I*, Reserve Bank of Australia

Idier et alii (2008)

« La prise en compte des événements extrêmes pour la valorisation d'options européennes », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

Kindelberger (C.) (2000)

“Manias, panics, et crashes”

Matherat (S.) (2008)

Juste valeur et stabilité financière : enjeux de marché et dynamiques stratégiques », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

Mishkin (F. S.) (2008)

« Comment réagir face aux bulles des prix d'actifs ? », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

Persaud (A.) (2008)

« Réglementation, valorisation et liquidité systémique », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

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

« Comptabilisation en juste valeur et stabilité financière », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

Rochet (J.-C.) (2008)

« La procyclicité des systèmes financiers : faut-il modifier les règles comptables actuelles ? », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

Senior Supervisors Group (2008)

“Observations on risk management practices during the recent market turbulence”

Tweedie (D.) (2008)

« Instiller de la transparence dans l'information financière : vers l'amélioration du cadre comptable après la crise du crédit », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre

Viñals (J.) (2008)

« Améliorer la comptabilisation en juste valeur », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 12, octobre