

Valeur de marché, liquidité et juste valeur.

L'évaluation à la valeur de marché (« *mark to market* ») des actifs des sociétés cotées est aujourd'hui largement décriée. Concernant son application au portefeuille de *trading* des banques, elle est même frontalement accusée d'avoir amplifié les effets de la crise et d'avoir exacerbé une défiance qui, aujourd'hui généralisée, paralyse l'ensemble de la planète finance.

L'un des arguments principaux invoqués est le suivant : lorsque les compartiments du marché sur lesquels ces actifs sont cotés voient leur niveau de liquidité (momentanément) s'assécher, entraînant ainsi des discontinuités de cotation voire l'absence totale de prix de référence, les agents « fondamentalistes » dont la vertu essentielle serait de faire disparaître l'écart entre valeur de marché et valeur fondamentale (vraie valeur), sont dans l'impossibilité d'assumer ce rôle ô combien assainissant d'arbitrage. Dans ces circonstances particulières de tarissement de la liquidité boursière, les prix de marché échouent alors à révéler la valeur intrinsèque future des actifs telle qu'elle est, en principe, rationnellement anticipée par la communauté financière.

Cette analyse perspicace repose cependant sur une hypothèse essentielle. Elle signifierait qu'à contrario, lorsque les conditions de liquidité sont satisfaisantes, les marchés financiers produisent un prix qui constitue une estimation pertinente de la valeur intrinsèque des actifs cotés (une juste valeur). Ils diffuseraient alors des signaux fiables assurant une allocation optimale des ressources financières vers les usages les plus productifs.

Or, deux arguments peuvent être mobilisés en vue de discuter la véracité de cette hypothèse.

D'abord, les marchés financiers vivent dans un monde radicalement incertain et non stationnaire. Dans ce contexte, les anticipations produites par les opérateurs se réduisent au statut d'opinions irréductiblement subjectives. Les prix cotés ne constituent alors que des promesses de revenus futurs, d'ailleurs souvent bien difficiles à tenir, et ne font que traduire une vision moyenne de l'avenir qui domine à un moment donné sur le marché. Certes, le scénario de référence ainsi produit, parce qu'il repose sur un prix de marché élevé au rang de seule évaluation légitime, acquiert, pour un temps au moins, le statut de convention d'évaluation dominante ; il contribue en ce sens à stabiliser provisoirement les anticipations. Pourtant, la synthèse collective d'opinions sur laquelle il repose souffre d'une fragilité intrinsèque : la base conventionnelle d'évaluation qui le sous-tend est susceptible de s'affaiblir à tout moment. Ainsi, lorsque la vision du futur portée par les prix de marché se révèle par trop excessive au regard de la trajectoire effective de l'économie, l'opinion majoritaire finit par basculer et l'identification d'un nouveau point d'équilibre peut alors s'avérer durablement hors de portée.

Ensuite, une liquidité de marché abondante, se traduisant notamment par une négociabilité instantanée des actifs dans des volumes d'échanges significatifs, loin de favoriser l'identité entre valeur de marché et valeur fondamentale, risque même de mettre cet objectif hors d'atteinte des opérateurs. En effet, l'incertitude radicale plonge les acteurs de la finance dans une situation de détresse cognitive à laquelle ils ne peuvent faire face qu'en adhérant collectivement à la seule valeur qui soit observable : l'évaluation publique de marché, diffusée en continu et à laquelle les échanges s'opèrent effectivement. La dynamique instantanée du cours boursier concentre alors inévitablement, et presque exclusivement, toute l'attention des investisseurs. Elle devient à la fois l'objet et le résultat des anticipations qu'ils formulent. Ce jeu autoréférentiel donne naissance à des polarisations mimétiques soudaines

dont l'objectif est davantage d'anticiper l'évolution du cours de bourse, aussi exubérante puisse-t-elle être, que de contribuer à la formation d'un scénario viable du futur économique.

Dans cette perspective théorique que l'on pourrait qualifier de keynésienne, la cotation de marché, qui rappelons le, sert de référence à l'enregistrement comptable en *mark to market*, loin de représenter une estimation non biaisée d'une réalité économique préexistante à l'échange, ne fait qu'exprimer une opinion sur l'avenir parmi d'autres, par nature instable et à même d'être démentie par les faits.

La valeur de marché, parée des attraits de la juste valeur, s'invite aujourd'hui directement dans les bilans comptables. Ceux-ci en perdent non seulement leur caractère d'extériorité par rapport aux valeurs boursières mais risquent en plus d'être contaminés par le processus d'évaluation financière intrinsèquement instable auquel les marchés tentent de se livrer. Dans ces conditions, le débat relatif à la juste valeur, exacerbé par la crise financière, ne peut se résumer à des considérations purement techniques quant à la nécessité ou pas de lisser les mouvements de prix ou quant au caractère opportun ou pas d'avoir recours à l'enregistrement en *mark to model* lorsque la liquidité du marché est jugée insuffisante. Ce n'est pas uniquement dans ce dernier cas que la valeur de marché ne correspond pas à la juste valeur, la difficulté structurelle des marchés financiers à fournir à l'économie une quelconque juste valeur résulte de la nature même de leur fonctionnement cognitif.

David Bourghelle est enseignant chercheur en finance à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de l'université de Lille 1.