

## **Colloque de l'association de comptabilité nationale 2-4 juin 2010 - Paris**

### **Quelle valorisation des actifs dans les comptes nationaux ?<sup>1</sup>**

Dominique Durant<sup>2</sup>

Banque de France<sup>3</sup>

Comme le Système des comptes nationaux (SCN) 1993, le SCN 2008 préconise de valoriser les actifs et passifs au prix de transaction. Lorsque les actifs sont négociables, cela correspond au prix du marché à la date de l'évaluation.

Cette règle n'a pas été remise en cause par la révision du SCN, mais des questions ardues portant sur sa mise en œuvre ont été discutées. Le cas des actifs peu négociés, comme par exemple les actions non cotées, a été précisé. En général, ils doivent être valorisés de préférence sur la base du prix d'actifs comparables mais d'autres méthodes sont également proposées, l'actualisation des flux de revenu futurs venant en dernier, parce qu'elle ne peut se passer d'hypothèses fortes concernant le choix du taux d'actualisation et l'estimation des revenus futurs. Les instruments non négociables, tels que les dépôts et crédits, restent enregistrés en valeur nominale, mais une information complémentaire est demandée sur les déclassements et pertes probables.

Sur ces différents points, la comptabilité nationale ne peut éluder le débat avec la comptabilité privée dont elle tire le plus souvent son information. Elle doit également pouvoir justifier que son interprétation de la situation économique et financière puisse s'écarter de celle des comptes publiés par les entreprises. A cet égard, la comptabilité nationale ne peut que bénéficier de la convergence des positions.

Une différence de taille entre les deux cadres d'analyse concerne la prise en compte des pertes et gains de détention : ils figurent dans les comptes de résultat de la comptabilité privée, alors qu'en comptabilité nationale ils ne contribuent pas au revenu des agents<sup>4</sup>. S'inspirant de la théorie de la finance, la comptabilité privée internationale a renoncé dans de nombreux cas à distinguer les revenus provenant de la rémunération périodique d'un actif de ceux liés à des pertes et gains en capital. La comptabilité nationale tente de maintenir cette distinction. Elle est conduite de ce fait à adopter certaines conventions fortes, comme le traitement de l'ensemble des flux sur les contrats d'échange de taux en comptes financiers. Elle n'exclut pas cependant de retraiter certains changements de valeur dans les comptes courant, que ce soit en production pour les marges de négociation acquises par les

---

<sup>1</sup> Grâce aux discussions qui ont eu lieu lors de la présentation au colloque de l'ACN d'une première version, ce papier a été profondément remanié en vue de sa publication. Je remercie en particulier Jacques MAGNIEZ et André VANOLI pour leurs remarques stimulantes, qui m'ont incité à pousser plus loin ma réflexion.

<sup>2</sup> Au moment du Colloque, Chef du service des analyses et statistiques sur les investisseurs institutionnels – Direction générale des statistiques

<sup>3</sup> Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles de la Banque de France

<sup>4</sup> Ils sont repris au sein des comptes d'accumulation assurant l'articulation entre compte courant et bilan.

institutions financières hors assurances dans le cadre de leur activité de teneur de marchés ou en revenus de la propriété pour les bénéfices réinvestis au sein des groupes transfrontaliers.

Il peut y avoir un intérêt cependant à aller plus loin et à intégrer plus largement les plus et moins values dans une définition alternative du revenu. Par exemple, on peut s'interroger sur sa définition actuelle alors que les plus values réalisées par les ménages sont utilisées pour la consommation. De la même manière, si la rentabilité des entreprises est calculée hors plus values latente, elle baisse lorsque le patrimoine des entreprises se valorise, ce qui peut paraître paradoxal. Les comptes d'accumulation mettent à disposition des séries de plus et moins values latentes et réalisées sur la période, que l'analyste peut employer pour élaborer une définition alternative du revenu. En revanche, il n'existe aucun décompte isolé des plus et moins values réalisées par les agents économique, alors même que cette grandeur permet seule de calculer une rentabilité globale (y compris plus et moins values réalisées) *a posteriori* des actifs.

Ce papier indique qu'on peut parfaitement retraiter en compte courant des plus et moins values tout en conservant la cohérence des comptes, en suivant la méthode actuellement utilisée pour les bénéfices réinvestis. Cela implique d'identifier la part des gains de détention correspondant effectivement à une production ou à une revenu de la propriété, et donc à une transaction. Les bénéfices mis en réserve par les entreprises au profit des détenteurs d'actions autres que les groupes étrangers sont un bon candidat. En revanche, le retraitement des seules plus values réalisées n'est pas cohérent dans le temps avec des bilans réévalués à chaque période en valeur de marché.

Les chiffres entre parenthèses se réfèrent aux articles du SCN 2008.

# 1. Valorisation des actifs selon le SCN 2008: les principes du SCN 1993 ont été précisés

Comme le SCN 1993, le SCN 2008 préconise de valoriser les transactions au prix auquel elles ont été exécutées, c'est-à-dire le plus souvent au prix du marché (3.121)<sup>5</sup> à la date de leur réalisation. Les actifs entrent dans les comptes à ce prix, et sont réévalués à chaque arrêté comme s'ils avaient été acquis à cette dernière date (3.155).

## 1.1. Le mode de valorisation des actifs inscrits au bilan dépend de leur négociabilité

Par exception, les actifs financiers qui ne sont pas négociables sur des marchés organisés sont enregistrés en valeur nominale, c'est-à-dire la valeur qui doit être remboursée par le débiteur à son créancier (13.16).

Ainsi, la valeur d'un dépôt ou d'un crédit varie dans le temps en fonction des remboursements effectués et des intérêts courus accumulés mais elle n'est pas actualisée (3.157b). Elle ne peut donc varier avec les taux d'intérêt de marché.

Cette distinction pragmatique entre actifs non négociables à valeur fixe et actifs négociables réévalués paraît tout à fait pertinente. En effet, il semble logique de suivre le prix de marché d'un actif qui peut être cédé à tout moment, alors qu'il ne paraît pas justifié de le faire pour un actif détenu jusqu'à son remboursement. Sa mise en œuvre est toutefois problématique.

D'une part des actifs à l'origine non négociables peuvent être cédés avant leur échéance, par exemple dans le cadre d'opérations de titrisation « true sale ». Pour un établissement de crédit une telle opération consiste à céder ses crédits à une entité qui les finance jusqu'à extinction en émettant des titres. Cette cession ponctuelle ne les rend pas négociables pour autant (13.64)<sup>6</sup>. De la même manière, les bénéfices et les risques des provisions techniques d'assurance peuvent être cédés à des investisseurs non assureurs. Le montant des opérations reste cependant beaucoup plus limité que pour les crédits (moins de 1% des opérations mondiales de titrisation).

D'autre part, les crédits peuvent subir des pertes de valeur lorsque la probabilité de leur remboursement tombe en-dessous de un. C'est notamment le cas lorsque le débiteur en difficulté interrompt ses remboursements, peut-être de manière temporaire, et sans être encore en faillite. Le créancier doit alors réduire la valeur de la créance dans ses comptes et constituer une provision sans pour autant accorder de remise de dette au débiteur. L'asymétrie entre la valeur de la dette au passif du débiteur (non modifiée) et celle qui apparaît à l'actif du créancier (réduite) n'est pas compatible avec le principe de la comptabilité en partie quadruple des comptes nationaux et l'adoption du point de vue du débiteur. Selon ce point de vue, c'est bien la valeur nominale du crédit qui reste inscrite dans les comptes. Le SCN 2008 a proposé en outre de rapporter sous forme de données complémentaires la valeur décotée des crédits douteux (13.67).

Inversement, certains investisseurs acquièrent des titres négociables avec l'intention de les conserver jusqu'à échéance. C'est le cas notamment des organismes d'assurance et des fonds de pension. Si les titres détenus à l'actif sont réévalués en fonction de l'évolution des taux d'intérêt alors que les engagements ne le sont pas, les bilans font apparaître des fluctuations de valeur nette artificielles [Trainar, 2008].

---

<sup>5</sup> Le prix de transaction des biens et services inclut les taxes et subventions (3.121), tandis que celui des actifs financiers exclut les taxes et commissions (3.122). En effet, l'actif financier étant enregistré en même temps à l'actif d'un agent et au passif d'un autre doit l'être pour la même valeur. Cette contrainte n'existe pas pour les biens ou les actifs non financiers.

<sup>6</sup> La titrisation concerne 60% des crédits aux ménages américains mais moins de 5% des crédits aux ménages français.

Les provisions techniques d'assurance qui ne sont pas définies en unités de compte et les engagements des fonds de pension à prestations définies sont évalués à la valeur actualisée des engagements futurs (13.76 à 13.78). S'ils ne sont pas destinés à être cédés, ils ne devraient pas être réactualisés lorsque le taux de marché change. En fait, le SCN ne précise pas s'il faut réviser ou non le taux d'actualisation au cours du temps et donc modifier ou non la valeur des provisions techniques d'assurance et des engagements des fonds de pension.

## **1.2. Le SCN 2008 précise les méthodes à employer quand la valeur de marché n'est pas disponible**

Lorsque le prix de marché d'un actif négociable n'est pas observable, d'autres méthodes d'évaluation des transactions sont proposées, selon un ordre de priorité. En premier lieu, il convient de se référer au prix de biens similaires, éventuellement corrigé pour tenir compte de différences en termes de qualité (3.123). A défaut de marché auquel il puisse être fait référence, les biens et services peuvent être évalués à partir des coûts nécessaires à leur production, augmentés de la rémunération du producteur (3.135). L'évaluation au coût est notamment utilisée pour estimer la valeur des biens et services produits par les administrations publiques, qui n'ont ni prix de marché ni souvent d'équivalents sur des marchés actifs. L'évaluation au prix d'acquisition ou au coût de production diminué des dépréciations liées notamment à l'obsolescence s'applique aussi bien aux valeurs réelles qu'aux valeurs monétaires (3.136). Enfin, si aucune autre information n'est disponible, les actifs sont évalués à partir de la somme actualisée des flux de revenu futurs (3.137).

L'actualisation des flux de revenu futurs est également présentée par le SCN 2008 comme un moyen de vérifier les résultats des méthodes les plus couramment employées pour l'évaluation des actifs non financiers. Le chapitre 20 expose ainsi le modèle des services du capital, et invite à comparer ses résultats avec ceux de la méthode dite de l'inventaire permanent (20.69-20.71), laquelle est quasi universellement utilisée par les comptables nationaux et se réfère au prix d'acquisition, corrigé des transactions, de l'amortissement et d'un indice de prix. On peut exposer cette comparaison de manière schématique :

Soit  $F$  = services du capital  
 $r_{t,i}$  = taux actuariel à la date d'évaluation  $t$  pour l'échéance  $i$   
 $V$  = valeur du capital  
 $p_t$  = indice de prix des biens en capital  
 $d$  = taux de dépréciation du capital par obsolescence  
 $I$  = investissement  
 $T$  = échéance de l'investissement

Le modèle des services du capital suppose (1) :

$$V_t = \sum_{i=t+1}^T \frac{F_i}{(1+r_{t,i})^{i-t}}$$

La méthode de l'inventaire permanent peut s'écrire (2) :

$$V_t = V_{t-1}(1+p_t-d) + I_t$$

Les deux sont liés par la formule du coût d'usage du capital (3), laquelle suppose que le capital doit produire un revenu qui couvre sa dépréciation par obsolescence, les variations de son prix de marché et rapporte un profit « normal ». Dans la logique du modèle, ce profit « normal » est aussi le taux d'actualisation :

$$F_t = (r_{t,T} - p_t + d)V_{t-1}$$

Si on assimile les services du capital  $F$  au revenu disponible brut et la dépréciation  $dV_{t-1}$  du capital à la consommation de capital fixe, qu'en outre on ignore les variations de prix du capital dans une perspective de conservations jusqu'à la destruction, alors les revenus du capital sont le revenu disponible net et le taux d'actualisation est un taux de rendement interne. Mais on peut aussi fixer le taux d'actualisation à partir du rendement de placements alternatifs et déterminer par ce biais de manière normative le revenu que devrait produire le capital considéré.

Dans la méthode du revenu permanent comme dans celle des services du capital, il est difficile d'estimer le taux de déclassement et l'indice des prix du capital existant. Le taux de déclassement peut se référer aux normes fiscales appliquées par les entreprises mais ignore dans ce cas la prime à la casse obtenues en revendant des biens d'investissements fiscalement amortis mais encore utilisables. Le prix des équipements neufs, lorsqu'ils sont plus performants que les équipements existants du fait du progrès technique, incluent en fait une augmentation de la quantité de services fournis. C'est ainsi que les prix des équipements informatiques ont baissé au cours de la période récente.

La méthode des services du capital nécessite en outre deux hypothèses supplémentaires, qui supposent toutes deux une large marge d'appréciation. Le taux d'actualisation tout d'abord. Le taux d'actualisation reflète la valeur temps de la monnaie. Il dépend de ce fait de l'échéance du flux à actualiser et de la monnaie considérée. Le meilleur moyen d'éliminer dans l'actualisation les éléments qui ne tiennent pas à l'échéance et à la monnaie, et notamment le risque, est d'utiliser au dénominateur le même taux de rendement qu'au numérateur. Ainsi, on réévaluera les OAT grâce au taux de marché des OAT, on calculera la valeur actuelle d'un investissement grâce au taux de rendement interne de l'entreprise, on actualisera la dette globale d'un pays grâce au taux de croissance anticipé de son PIB. Autrement dit, le taux d'actualisation inclut la même rémunération du risque que le revenu à actualiser. La mise en œuvre de cette technique rencontre toutefois des limites dans la disponibilité d'une courbe de taux sur toutes les échéances. Peu nombreux en effet sont les actifs qui s'échangent à toutes les échéances, même les plus longues sur des marchés suffisamment liquides. On retient donc le plus souvent soit la courbe des taux des titres d'Etat<sup>7</sup>, soit la courbe des taux des swaps<sup>8</sup>, soit le taux des obligations « corporate » de bonne qualité<sup>9</sup>. On corrige ces taux de référence d'une prime de risque appropriée<sup>10</sup>. Cette correction comporte une dose de convention. Or l'impact de faibles variations du taux d'actualisation sur le montant des actifs est souvent considérable.

Mais la principale marge d'appréciation dans l'application de la méthode des services du capital reste l'estimation des flux futurs, radicalement incertains. Il est proposé d'estimer ces revenus à partir de la différence entre la valeur d'acquisition du capital et sa valeur en fin de vie, en utilisant des taux d'actualisation, de déclassement et de dépréciation appropriés. Si la rigueur arithmétique de la méthode est certaine, sa faiblesse consiste de nouveau à se fonder sur un taux d'actualisation normatif.

Le plus souvent les flux futurs sont estimés à partir des flux passés. Dans ce cas, cela revient à ignorer les possibles ruptures dans « l'état du monde » : innovations, crises économiques exceptionnelles, modification des comportements [Orléan, 2010]. La crise récente donne un bon exemple de révision des anticipations qui étaient les plus plausibles avant son déclenchement. Les agents économiques qui détenaient des titres cotés sur des débiteurs de qualité incontestables, ont vu le prix de ces actifs chuter parce qu'ils ont été vendus massivement par des investisseurs en quête de liquidité et alors même que la capacité de remboursement des débiteurs n'était pas altérée [Orléan, 2009]. Ces constats ne conduisent pas à remettre en cause l'enregistrement en valeur de marché, mais seulement à prendre conscience qu'elle peut être révisée à tout moment et à se demander jusqu'où on peut aller dans l'utilisation des anticipations pour élaborer une situation comptable qui est sensée refléter le présent. Que les acteurs du marchés élaborent des anticipations pour s'accorder sur un prix d'achat ou de vente

---

<sup>7</sup> Task Force CMFB on the statistical measurement of the assets and liabilities of pension schemes in general government 2006-2008, IPSAS, évaluation des actifs des assurances en normes comptables françaises et selon Solvency I.

<sup>8</sup> Evaluation des actifs et passifs des assurances dans le cadre de Solvency II.

<sup>9</sup> IAS 19 sur les passifs sociaux des entreprises.

<sup>10</sup> Egalement Solvency II.

est une chose. Que les comptables et les statisticiens s'inspirent des plus simples de ces modèles pour effectuer leurs propres anticipations en est une autre. Dans le 1<sup>er</sup> cas, les calculs sont validés par au moins deux contreparties sensées avoir des intérêts contradictoire dans le cadre d'une transaction et ils sont sanctionnés par une contrainte budgétaire. Dans le 2<sup>nd</sup> cas, en dépit du sérieux qui est apporté à l'estimation, la sanction est moins immédiate.

On rencontre ces difficultés dans l'évaluation des actions non cotées pour lesquelles aucune valeur de marché n'est disponible et pour lesquels les flux de revenu futurs sont particulièrement incertains. La référence à des transactions sur des biens comparables est préconisée dans le SCN 2008 (13.22 et 13.71d) et encouragée dans le cadre européen. Est ainsi utilisé le rapport entre la valeur des actions cotées et les fonds propres des entreprises de la même branche d'activité. Une décote est prévue pour tenir compte de la plus forte liquidité des actions cotées [Nivat, Topiol, 2010]. Elle est cependant difficile à observer, et son estimation comporte en conséquence une part de convention. Ainsi, les utilisateurs s'interrogent souvent sur la valorisation des actions non cotées dans les comptes financiers français, sans toujours remarquer toutefois que la richesse nette des entreprises est toujours positive et qu'il existe donc une marge pour augmenter encore le montant des actions, à moins de considérer que ce sont les actifs non financiers qui sont surestimés. Cependant, les terrains et bâtiments qui en représentent plus des trois quart sont valorisés selon une méthode préconisée par le SNA et grâce à des indices accessibles au public.

On peut également actualiser des bénéfices anticipés (13.71c). A l'impossibilité d'observer le taux d'actualisation et les flux futurs, qui conduisent à les fixer de manière pour partie conventionnelle, s'ajoute l'imperfection du modèle, largement dépassé par les progrès de la finance de marché [Challe, 2008]. Pour tenir compte de l'incertitude sur les flux futurs et de la négociabilité de l'action, la formule (1) doit être modifiée de la manière suivante (4) [This Saint Jean, 2008]:

$$S_t = \sum_{i=t+1}^{n-1} \frac{E_t(D_i)}{(1+r_{t,i})^{i-t}} + \frac{E_t(S_n)}{(1+r_{t,n})^n}$$

ou  $E_t(D_i)$  est l'espérance de dividendes futurs et  $E_t(S_n)$  l'espérance du cours de l'action en  $n$ . Cette équation pouvant être résolue de manière récursive vers le futur,  $S_n$  devrait être égal à la valeur fondamentale  $P_n$  (5) :

$$P_n = \sum_{i=n+1}^{\infty} \frac{E_n(D_i)}{(1+r_{n,i})^{i-n}}$$

Or, il semble que cela ne soit pas vérifié en permanence. Les opérateurs de marché qui ont d'autres conceptions du prix de l'action [Tadjeddine, 2008], que celles-ci soient conventionnelles (issue par exemple de l'analyse chartiste) ou qu'elles consistent à deviner le comportement des autres joueurs, influent sur les prix de cession anticipés (second membre de l'équation (4)), lui faisant perdre tout lien avec la valeur fondamentale. Il peut se produire alors un phénomène de bulle rationnelle. L'évaluation que le comptable privé ou l'analyste financier peut faire de la valeur nette de la société n'assure pas toujours la force de rappel nécessaire.

Cependant, le choix de la valeur de marché comme référence pour les actifs négociables reste le plus solide pour le comptable national et les difficultés les plus ardues surviennent lorsque cette valeur de marché n'est pas disponible et qu'il faut l'estimer par des modèles. Les modèles simples utilisés dans le cadre des comptes nationaux, comportent des paramètres non observables, dont l'estimation n'échappe pas toujours à une détermination normative, pourtant à proscrire. Que le SCN, prudent, propose plusieurs modèles concurrents ne résout que partiellement la difficulté.

En matière de valorisation des actifs, les standards internationaux de la comptabilité privée ne sont jamais totalement similaires aux principes de valorisation des actifs retenus en comptabilité nationale. Le projet d'IFRS9<sup>11</sup>, destiné à remplacer la norme IAS39 sur la valorisation des actifs et passifs financiers prévoit en principe une valorisation au prix du marché, sauf pour les dépôts, les prêts et les titres de créances donnant lieu seulement au versement du principal et des intérêts et détenus afin de percevoir des revenus. Ceux-ci sont comptabilisés au coût amorti, c'est-à-dire à leur valeur initiale corrigée des remboursements, de l'écart entre valeur initiale et valeur de remboursement, amorti sur la durée résiduelle de l'instrument, et enfin des changements dans les perspectives de remboursement. S'agissant des titres de créance non destinés à la réalisation de plus values, on s'éloigne de la comptabilité nationale après s'en être rapproché. Les nouvelles normes prudentielles applicables aux assurances, prévoient pour leur part une réévaluation parallèle des actifs et des passifs. Or, comme indiqué précédemment, les dispositions du SCN semblent pouvoir être adaptées en ce sens. Enfin, la réévaluation des actifs en « fair value » doit s'appuyer sur la valeur de marché des actifs (« mark to market »), sinon sur la valeur d'actifs comparables, ou bien encore sur une valeur estimée par des modèles (« mark to model »).

Le SNA 2008 reconnaît cependant que la comptabilité nationale doit être à l'écoute des évolutions de la comptabilité d'entreprise. Celle-ci fournit l'information de base nécessaire aux statisticiens et son évolution reflète la modification des besoins descriptifs en matière d'activité économique, et notamment les innovations de produit (A4.9). On voit cependant au fil des évolutions constatées de la réglementation comptable, que les besoins de la comptabilité d'entreprise diffèrent parfois de celle des comptes nationaux. En out état de cause, il reste une divergence de taille entre la comptabilité nationale et la comptabilité privée, qui porte sur le traitement des réévaluations d'actifs.

## 2. Traitement des plus ou moins-values : une question en suspens

La comptabilité nationale exclut l'enregistrement dans les comptes de revenus des plus ou moins-values, qu'elles soient latentes ou réalisées. Si, par assimilation avec la comptabilité privée, on définit les fonds propres de la comptabilité nationale comme la somme algébrique de la richesse nette et des actions émises (13.88), on peut considérer que la comptabilité nationale impute les plus et moins-values latentes et réalisées directement en fonds propres, sans passer par le compte de résultat.

### 2.1. Une divergence maintenue avec la comptabilité privée

Les plus et moins values enregistrées au compte de réévaluation correspondent à l'accroissement ou à la diminution du prix des actifs depuis le dernier arrêté comptable, les actifs étant enregistrés en valeur d'acquisition puis réévalués à chaque arrêté en valeur de marché.

Les plus ou moins-values réalisées apparaissent sur les actifs cédés au cours de la période comptable. Lors de la cession, elles entrent avec un signe inversé dans le montant des transactions nettes.

Les plus et moins-values latentes affectent les actifs encore inscrits au bilan à la date d'arrêté. En pratique, leur répercussion sur les fonds propres est diversifiée :

- Si l'actif appartient à une entreprise cotée, il se peut, si le marché est bien informé, que sa revalorisation s'accompagne de celle des actions émises par l'entreprise. Il en ira de même

---

<sup>11</sup> Exposure draft ED/2009/7 Financial instruments : classification and measurement July 2009

pour une entreprise non cotée dont les actions émises seront valorisées par les statisticiens sur la base de la valeur nette.

- Si l'actif appartient à une entreprise non cotée dont la valeur des actions est établie à partir des fonds propres comptables, aux ménages ou aux administrations publiques, la revalorisation des actifs sera imputée mécaniquement sur la richesse nette qui équilibre l'actif et le passif.

Il est impossible de distinguer au compte de réévaluation annuel les plus et moins values latentes des plus values réalisées. Il est impossible d'isoler dans les transactions nettes la partie qui correspond à la réalisation de plus values puisque c'est le montant total de l'actif cédé qui entre dans ces transactions.

Pour chaque actif, la cohérence des comptes est obtenue de la manière suivante :

$$E_t = E_{t-1} + F^+ - F^- + V$$

Avec  $E_t$  et  $E_{t+1}$  = encours en fin et en début de période

$F^+$  et  $F^-$  = acquisition et cession d'actifs au cours de la période.  $F^-$  inclut des plus values réalisées.

$V$  = réévaluation nette au cours de la période.  $V$  inclut des plus et moins values, latentes et réalisées au cours de la période.

Selon les normes comptables françaises applicables aux entreprises non financières, les plus et moins-values réalisées sont enregistrées au compte de résultat, de même que les moins-values latentes, qui donnent lieu à constitution de provisions selon le principe de prudence par réduction concomitante de la valeur des actifs au bilan. Les plus values latentes ne sont pas enregistrées dans les comptes. Elles le sont cependant pour les banques lorsqu'elles concernent les actifs financiers destinés à être cédés rapidement. Ces plus-values réalisées (et latentes pour les banques) peuvent donner lieu à l'attribution de bonus aux salariés, entrent dans le calcul de l'impôt, comme dans celui du bénéfice net qui peut être distribué aux actionnaires ou mis en réserves.

Le projet d'IFRS 9 prévoit l'enregistrement au compte de résultat des plus et moins values latentes sur les actifs comptabilisés en valeur de marché, à l'exclusion des actions détenues pour lesquelles l'entité a choisi d'enregistrer ces écarts latents en fonds propres. Ce choix n'est possible que pour les actions détenues à des fins autres que de transactions et il est irrévocable. Il implique l'enregistrement en fonds propres non seulement des plus et moins-values latentes mais aussi des dividendes reçus. Les plus et moins-values latentes sur les prêts et emprunts enregistrés au coût amorti sont passés en résultat lorsque l'instrument sort des comptes, à travers le processus d'amortissement ou lorsque la solvabilité du débiteur est mise en cause.

Les analyses qu'on pouvait faire du résultat des entreprises non financières divergeaient déjà du fait des plus et moins-values réalisées et des dotations aux provisions, selon qu'on se référait à la comptabilité nationale ou aux normes françaises de comptabilité privée [Bataille, Durant, 2005]. L'écart est encore plus criant pour les banques qui comptabilisent en résultat les plus et moins-values latentes. Les nouvelles normes comptables internationales applicables dans l'Union européenne accroissent encore le champ des divergences en introduisant les plus et moins-values latentes pour tous les groupes cotés, y compris non bancaires.

## **2.1. L'équivalence entre les revenus de la propriété et les gains ou perte de détention**

Selon le SCN 2008 (3.5) un actif est une réserve de valeur qui représente pour son détenteur une source de flux de revenu futurs. C'est un moyen de reporter de la valeur dans le temps. Le débiteur est celui qui doit verser les revenus futurs.

La relation entre valeurs futures et valeur présente repose sur l'actualisation (6) :



$$V_t = \sum_{i=t+1}^T \frac{F_i}{(1 + r_{t,i})^{i-t}}$$

ou  $V_t$  est la valeur de l'actif à  $t$ ,  $F_i$  les flux de revenus à percevoir aux différentes dates futures  $i$ ,  $r_{t,i}$  le taux d'actualisation à la date d'évaluation  $t$  d'échéance  $i$ ,  $T$  la date du dernier paiement.

On constate que la valeur d'un actif dépend indistinctement des flux de revenus futurs correspondant d'une part au remboursement du capital, que ce soit à l'échéance ou par cessions sur un marché secondaire, avec ou sans changement de valeur, et d'autre part aux flux correspondant à la perception de revenus périodiques certains (intérêts fixes) ou incertains (dividendes). Autrement dit, la valeur d'un actif financier varie indistinctement avec les revenus périodiques futurs (révisions d'anticipations relatives aux dividendes futurs) et les plus et moins-values anticipées (évolution du prix de cession anticipé lié à la variation du taux de marché par rapport au coupon versé, pertes consécutives à la dégradation des capacités de remboursement du débiteur). La pratique des marchés et des investisseurs est fondée sur cette homogénéité.

Un vendeur d'obligation sur le marché secondaire, qui du fait de la baisse des taux d'intérêt depuis son acquisition réalise une plus value, ne fait qu'acquérir aujourd'hui la partie des intérêts à laquelle il a droit jusqu'à l'échéance du titre et qui dépasse le taux du jour. Il bénéficie d'un « frontloading » des intérêts. De son côté, l'acquéreur qui achète cette obligation plus cher que celles qui sont émises aujourd'hui, acquiert le droit de recevoir dans le futur des intérêts plus élevés que ceux auxquels il pourrait prétendre s'il achetait un titre émis aujourd'hui. Si cet acquéreur garde le titre jusqu'à échéance, sa rentabilité sera celle du marché au jour de l'achat et les intérêts plus élevés seront compensés par un remboursement en capital inférieur au prix d'acquisition.

Un raisonnement est plus complexe pour les actions. Les changements de valeur des actions incluent au moins trois composantes difficiles à dissocier : les revenus qui seront distribués dans le futur, mais aussi les revenus qui sont mis en réserve et une composante liée à la forte volatilité des marchés actions. Ces deux dernières composantes sont spécifiques aux actions. Les revenus mis en réserve peuvent être analysés comme une variation de « quantité » de droits de propriétés détenus et non comme une simple variation de prix. En effet, l'actif net de la société s'accroît bel et bien, l'action représente donc un droit de propriété plus important. On pourrait donc traiter cette composante comme une transaction. C'est d'ailleurs ce qui se passe pour les bénéfices réinvestis des filiales étrangères (voir infra). La volatilité du marché des actions tient au fait que la valeur de ces titres peut diverger durablement de la somme actualisée des revenus futurs anticipés. Dans ce cas, une partie de la plus value réalisée résulte des stratégies des agents sur le marché (voir supra). Elle n'en est pas moins la validation par une transaction à un moment donné d'anticipations de versements futurs accrues, que ce soit sous forme de dividendes ou de plus-values en cas de revente sur le marché secondaire.

Pas plus que la théorie financière, la comptabilité privée internationale n'opère de distinction entre les revenus périodiques et les pertes ou gains en capital. Par exemple, le projet d'IFRS portant sur les instruments enregistrés au coût amorti prévoit une entrée dans les comptes au prix d'acquisition<sup>12</sup>. La somme des versements futurs sous forme d'intérêt et de capital est calculée parallèlement. L'écart avec la valeur d'acquisition, étalé sur la durée de vie résiduelle de l'instrument, permet de calculer le taux d'actualisation effectif. Dans ce calcul, il n'est fait aucune distinction entre pertes et gains en capital d'une part, revenus d'intérêt d'autre part.

Là où financiers et comptables renoncent à distinguer les plus et moins values des revenus de la propriété, la comptabilité nationale fait un effort particulier pour établir cette distinction. Elle justifie cet effort par son attachement à l'approche « débiteur » plutôt qu'à l'approche « crédeur ». La première fonde le calcul des intérêts sur le taux prévalant à l'émission du titre, la seconde sur le taux du marché (17.261). Dans la première, les intérêts planifiés à l'émission continuent d'être versés au

<sup>12</sup> IASB "Financial instruments : amortised costs and impairment" Exposure draft ED/2009/12 November 2009

cours de la vie du titre. Toute modification du taux de marché a pour conséquence un changement de valeur du titre, qui s'annule sur sa durée de vie s'il s'agit d'un titre de créance à taux fixe. Dans la seconde, la modification du taux de marché modifie les intérêts qui seront reçus par le créancier, et se traduit par une plus ou moins value immédiate qui compense exactement cette modification (17.262 et 17.263). La dénomination des approches « débiteur » et « créancier » est ainsi fondée sur le postulat que le débiteur ne renégocie pas sa dette avant l'échéance du contrat, tandis que le créancier peut arbitrer à tout moment aux nouvelles conditions de marché. Surtout, l'approche « débiteur » distingue les intérêts payés des plus ou moins values – qu'elle élimine – alors que l'approche « créancier » les confond dans une même notion de rentabilité.

L'effort de la comptabilité nationale pour maintenir cette distinction impose d'établir des conventions. On citera le cas des obligations dont le nominal est indexé, pour lesquelles l'intérêt est égal au taux initial appliqué au nominal réévalué pendant que la réévaluation du nominal est comptée en plus values (17.274-17.281). Lorsque seul l'intérêt est indexé, la variation de taux se traduit seulement par une variation des intérêts versés, comme dans le cas d'un taux variable.

La convention est particulièrement forte s'agissant des contrats d'échange de taux (swaps), puisque ces derniers ne sont réputés verser aucun revenu de la propriété (17.293), alors même que leur utilisation illustre de manière très claire l'équivalence entre le versement périodique d'un différentiel d'intérêt jusqu'à une date future et la somme actualisée de ces versements rapportée à aujourd'hui (voir infra).

## **2.2. Le confinement des plus et moins-values dans le compte de réévaluation présente plusieurs exceptions**

Ces exceptions sont subies, acceptées ou voulues. Elles sont subies et restent purement de l'ordre de la mise en œuvre lorsque la comptabilité privée ne fournit pas d'information assez détaillée pour isoler les plus et moins-values des revenus de la propriété.

On trouve un exemple d'insuffisance de l'information disponible dans le traitement des revenus de la propriété distribués aux assurés, tant dans le cadre des contrats dits « en euro » que dans celui des contrats en unités de compte. Dans le premier cas, la prestation est définie sous forme d'un montant minimum garanti par le contrat d'origine, éventuellement augmenté d'un supplément à la discrétion de l'assureur. En France, ces revenus distribués aux assurés comportent à la fois des intérêts, loyers et dividendes et des plus-values réalisées, parce qu'en comptabilité des assurances, la dotation aux provisions pour participation aux bénéfices qui les alimente ne distingue pas revenus de la propriété et gains de détention réalisés. Dans le cas des contrats d'assurance vie en unités de compte, les prestations sont assises sur un nombre d'actifs déterminés, quelle qu'en soit la valeur au moment du versement. Les prestations versées contiennent donc les plus ou moins-values accumulées sur la durée du placement et réalisées à l'échéance du contrat. Cet exemple est localisé, mais il témoigne du peu de cas que la comptabilité privée fait de la différence entre revenus de la propriété et gains ou pertes de détention et partant, de l'impossibilité pour le statisticien de disposer de données distinctes.

Ces exceptions sont aussi délibérément acceptées dans différents cas : lorsque des salaires versés par les banques comportent des bonus attribués aux opérateurs de marché, lorsque des prestations versées par les fonds de pension s'alimentent de plus-values à long terme, quand l'assiette des impôts comporte des plus-values, quand les dividendes distribuent des bénéfices qui incluent eux mêmes des plus values. Ces plus-values peuvent être, selon le cas, latentes ou réalisées. Le cas des impôts assis sur les plus-values est prévu par le SCN 2008 (8.61c). Les discussions qui ont précédé sa rédaction ont explicitement exposé et accepté le paradoxe. En revanche, Eurostat demande que les dividendes versés par les Banques centrales à l'Etat soient expurgés des plus-values de change et sur or.

En théorie, la cohérence des comptes n'est pas en cause : les dépenses précitées, qui ne sont financées ni par la production ni par la redistribution, génèrent un besoin de financement couvert par les cessions d'actifs réévalués quand il s'agit des plus values réalisées et par des délais de paiement quand il s'agit

de plus values latentes. Cependant, la description de la réalité économique proposée par la comptabilité nationale peut présenter des lacunes : il est difficile par exemple d'imaginer que les institutions financières qui vivent des plus values réalisées sur les marchés financiers ne doivent pas au moins partiellement ces plus values à un service qu'elles rendent à leur clientèle.

Sur la base de ce constat, le SCN 93 avait introduit les marges de négociation sur opérations de change dans la production des institutions financières [Wright, 2000]. Le SCN 2008 étend ce retraitement, en incluant dans la production des institutions financières hors assurances et fonds de pension l'activité consistant à se porter contrepartie aux demandes de la clientèle sur n'importe quel marché d'instruments financiers (6.170-6.174). Dans les deux cas, il est considéré que les institutions financières produisent un service de liquidité, demandé et payé par les agents non financiers. Un teneur de marché propose à chaque instant pour un produit financier donné un prix à l'achat et un prix à la vente, le second étant supérieur au premier. Lorsqu'il achète, la comptabilité nationale suppose désormais qu'il facture à son client un service dont la valeur est égale à la moyenne du prix d'achat et de vente diminué du prix d'achat. Lorsqu'il vend, le service est égal au prix de vente diminué de ce prix moyen. Les changements de valeurs ainsi retraités sont par construction toujours positifs, ce qui est impératif s'agissant de la production. Comme les services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM), qui portent sur l'activité d'intermédiation traditionnelle, ce service de liquidité sera acheté par la clientèle qui effectue des opérations de marché, soit à titre de consommation intermédiaire, soit à titre de consommation finale.

Le traitement des bénéfices réinvestis dans les filiales étrangères (7.136 – 7.138) retrace les variations de valeur liées à la mise en réserve des bénéfices (ou à la réduction de ces réserves) comme une variation de la « quantité » d'actions détenues et comme un revenu de la propriété. De la sorte, la rentabilité des investissements directs transfrontières, ne diffère pas en fonction de la politique de distribution des filiales.

Ce traitement est né en balance des paiements et a été importé dans les comptes nationaux pour harmoniser le compte du reste du monde avec la balance des paiements. Il prévoit l'imputation des bénéfices non distribués des filiales étrangères sous forme de revenus de la propriété, la maison-mère réinvestissant immédiatement ce flux fictif en souscrivant des actions de sa filiale. Lorsque filiale et maison-mère résident dans le même pays, la mise en réserve des bénéfices accroît, en fonction de la méthodologie utilisée la valeur nette de la filiale ou la valeur de ses actions, via le compte de réévaluation. Au total, le montant des actions figurant au passif de la filiale s'est accru, soit par des transactions, soit par une réévaluation. Les deux mécanismes peuvent coexister lorsqu'une filiale est détenue à la fois par un investisseur direct étranger et un investisseur résident. Les bénéfices sont alors répartis au pro rata de la détention du capital de la filiale par les différents investisseurs. La cohérence entre balance des paiements et compte du reste du monde est ainsi obtenue au détriment de l'harmonisation entre secteurs résidents et non résidents des comptes nationaux. Il serait intéressant d'examiner la possibilité d'une harmonisation et l'extension du retraitement des bénéfices réinvestis à toutes les actions, quel qu'en soit le détenteur.

Le traitement des bénéfices réinvestis montre qu'il est toujours possible d'extraire du compte de réévaluation, un flux qui sera retraité en revenus de la propriété. Si ce flux est réinvesti sous l'instrument, la cohérence entre compte courant, comptes d'accumulation et bilans est préservée. En outre, les bénéfices réinvestis peuvent correspondre à un gain ou à une perte. Ils peuvent donc être positifs ou négatifs. C'est aussi une manière « d'extraire » de la valorisation une composante identifiée de transaction.

\*

Confrontée à une approche radicalement différente de la comptabilité d'entreprise et de la finance, la comptabilité nationale ne maintient pas l'exclusion des plus et moins values latente des comptes

courants sans difficulté ou sans prévoir des exceptions. Ainsi, plusieurs mécanismes introduisent déjà dans le compte de revenu des plus-values latentes, par principe confinées dans le compte de réévaluation. Celles qui correspondent aux marges de négociation des institutions financières hors assurances et fonds de pension sont retraitées en production ; celles qui correspondent aux résultats non distribués des filiales étrangères le sont en revenus de la propriété ; elles peuvent enfin dans leur ensemble donner lieu au calcul d'impôts, de bonus, de prestations sociales qui sont pleinement reconnus comme des éléments du revenu.

Sauf dans le cas des bénéficiaires réinvestis, aucune moins-value latente ne figure dans ces retraitements, conçus pour ne jamais donner lieu à des entrées négatives. Les marges de négociation qui entrent dans la production des institutions financières hors assurances et fonds de pension sont par construction positives. De fait, il est difficile de concevoir une production négative. De la même manière, les impôts, bonus, prestations sociales et dividendes ne peuvent être négatifs. Les pertes de détention susciteraient la mise en œuvre de mécanismes distincts, comme par exemple l'augmentation des cotisations sociales consécutives à des pertes de détention des fonds de pension. Les revenus de la propriété ne supportent pas cette contrainte puisqu'ils peuvent être reçus ou versés. Les bénéficiaires réinvestis peuvent donc être négatifs (26.64).

### 3. De l'intérêt d'enregistrer les plus et moins values en revenus de la propriété et de la faisabilité de ce retraitement

Le sujet de l'intégration dans le revenu des plus et moins values est soulevé régulièrement par les utilisateurs. Le SNA 2008 a renoncé à examiner ce sujet aux multiples implications pour le système mais l'a inscrit au programme de recherche (A4.23).

#### 3.1. De l'intérêt de conceptions alternatives du revenu

##### 3.1.1. S'agissant des revenus des institutions financières hors assurances et fonds de pension

Les plus et moins-values tiennent une place d'autant plus importante dans le résultat publié des banques que leurs interventions sur les marchés des capitaux n'ont cessé de se développer, que ces opérations soient effectuées en vue de maximiser la rentabilité de leur portefeuille propre, ou à titre de « teneur de marché », se portant contrepartie aux demandes de la clientèle et assurant de la sorte la liquidité des transactions. Les plus et moins-values, latentes ou réalisées, résultant de ces activités n'étant retracées dans aucun des postes de revenu de la comptabilité nationale, il en résulte une divergence croissante entre la vision qu'elle apporte et celle qui ressort de la comptabilité privée [Fournier, Marionnet, 2009].

Ces divergences peuvent aller jusqu'au paradoxe : telle entreprise financière qui a subi des pertes de détention importantes sur ses activités de marché, peut voir sa capacité de financement accrue parce que ces pertes n'entrent à aucun moment dans ses dépenses, alors que la diminution des impôts sur les bénéfices et des bonus versés aux traders les réduit fortement.

Les intérêts sont versés pour rémunérer des financements, c'est-à-dire la fourniture aujourd'hui d'un pouvoir d'achat qui ne serait, sans financement, disponible qu'à une période future. Le SCN 2008, comme le SCN 1993, reconnaît que les intérêts reçus ou versés par les institutions financières payent en partie un service. Les gains de détention sont des profits qui s'obtiennent grâce à des transactions inter-temporelles. Rémunèrent-ils pour autant un service lorsqu'ils sont réalisés par les institutions financières?

Le SCN 1993 et le SCN 2008 avaient fait droit pour partie à ces interrogations en introduisant les marges de négociation sur opérations de marché dans la production des institutions financières hors assurances et fonds de pension, ces marges étant par définition réalisées et positives. Faut-il aller plus loin et entendre le retraitement à toutes les plus et moins values réalisées et latentes des institutions financières ? On peut certes admettre qu'en opérant pour leur propre compte autant que lorsqu'elles s'adressent à leur clientèle, les institutions financières assurent la liquidité des marchés et font disparaître les possibilités d'arbitrage. Toutefois il est difficile de définir la valeur constamment positive de ce service au-delà des marges de négociation déjà admises en production. En revanche, ces gains et pertes de détentions acquis par les institutions financières comme par les autres agents au titre de la rentabilité de leurs placements pourraient intégralement être enregistrés en revenus de la propriété (voir infra).

### 3.1.2. S'agissant du coût de la dette et de la rentabilité des placements

Tels qu'ils sont enregistrés actuellement, hors intérêts sur contrats d'échanges de taux (swaps), les intérêts ne sont pas à même de rendre compte du levier que procurent ces instruments, lesquels influencent pourtant le rendement global des actifs ou le coût global de la dette.

Les swaps de taux consistent à échanger la rémunération (par exemple un taux fixe contre un taux variable) d'un capital dit montant notionnel pendant une période donnée. Les swaps sont utilisés pour couvrir un portefeuille de crédit ou de titres de créance contre les variations des taux, ou encore dans le cadre de la gestion globale de taux pour couvrir le « mismatch » entre l'actif et le passif. Ils sont également utilisés dans le cadre de stratégies spéculatives. Dans tous les cas, les revenus et les pertes qu'ils procurent entrent dans le compte de résultat par deux voies. Les intérêts nets versés ou reçus sur les swaps peuvent être utilisés pour corriger les intérêts reçus ou versés sur les crédits et les emprunts et ainsi le rendement des actifs ou le coût des dettes. La variation de valeur des swaps, qui n'est autre que la révision de la valeur actualisée de l'écart de taux anticipé lorsque les taux variables changent, peut compenser les plus ou moins values enregistrées sur les titres de créance couverts. Ces variations sont enregistrées en comptabilité au même moment sur le swap et sur le titre couvert, *via* des comptes d'attente le cas échéant.

Entre ces deux utilisations des swaps, la comptabilité nationale a d'abord opté pour l'enregistrement des flux d'intérêt dans les revenus de la propriété, puis s'est ralliée à l'enregistrement des changements de valeurs et des transactions consécutives dans le compte financier. Plus aucun flux n'apparaît dans les revenus de la propriété et les intérêts versés (reçus) sont analysés dans les comptes financiers comme une revalorisation (dévalorisation) du swap et une cession (acquisition) concomitante. Sur la durée de vie du swap dont les valeurs à la création et à l'échéance sont nulles, la somme des transactions est alors l'opposé des changements de valeur. Cette dernière solution a prévalu pour des raisons pratiques, liées à l'accroissement hors de proportion des intérêts reçus et versés sur swaps. En effet, les swaps ne se revendent pas quand leur couverture a cessé d'être pertinente, ils sont compensés sur le marché par des swaps de sens inverse. Les intérêts reçus d'une part, versés d'autre part s'empilent, sans lien avec le montant notionnel couvert. En enregistrant des intérêts nets ou les pertes et gains nets on ramènerait les flux relatifs aux swaps à de plus justes proportions. Les intérêts versés et reçus sur des swaps spéculatifs n'ont pour leur part, aucun lien avec un quelconque élément du bilan de l'entité. Leur existence peut déconnecter le rapport entre intérêts reçus et montant des créances ou entre intérêts versés et montant des dettes. Ils font toutefois partie de la rentabilité qu'obtient une entité qui a choisi d'user d'un tel levier.

Du fait de la convention adoptée, consistant à enregistrer dans le compte financier tous les flux échangés sur les swaps, il n'est plus possible de calculer à partir des revenus du capital ni le coût global de la dette, ni le rendement périodique des placements.

De surcroît, il n'est possible que de calculer un rendement périodique, et non une rentabilité<sup>13</sup> *a posteriori*, lequel inclurait à la fois les revenus périodiques et les plus et moins-values réalisées lors de la cession de l'actif.

### 3.1.3. S'agissant de la rentabilité du capital et des fonds propres

Les limitations dues à l'exclusion des plus et moins-values des comptes non financiers sont particulièrement nettes quand on calcule la rentabilité<sup>13</sup> des entreprises car toutes les composantes des comptes courants et des bilans sont mobilisées. Lorsque ce calcul est effectué à partir de la comptabilité nationale, il révèle pleinement le paradoxe d'une rentabilité définie en macroéconomie comme le rapport d'un revenu expurgé de tout élément de valorisation à des fonds propres pleinement valorisés. Ainsi, cette rentabilité baisse-t-elle lorsque les entreprises s'enrichissent du fait de la valorisation de leurs investissements passés, cette « manne » n'étant pas prise en compte dans leur capacité à tirer profit de leurs investissements. Autrement dit les entreprises devaient rapporter leur profits à un capital dont la valeur est aujourd'hui plus élevée que les coûts qu'elles ont engagé. La rentabilité calculée est celle des nouveaux entrants dans l'activité.

Il peut donc être intéressant d'adopter une autre définition de la rentabilité, qui tiendrait compte au numérateur, non seulement de l'excédent net d'exploitation (pour la rentabilité économique) diminué des intérêts et des impôts (pour la rentabilité financière), mais encore des plus values latentes et réalisées sur le patrimoine [Cette, Durant, Villetelle, 2011]. Ce sont bien les plus values latentes et réalisées au cours de la période qui doivent être prises en compte en regard du stock de capital en fin de période (plus values latentes) et de sa variation depuis le début de la période (plus values réalisées). Les comptes d'accumulation mettent à disposition ces éléments<sup>14</sup>. La rentabilité ajustée des éléments de valorisation est, conformément aux attentes, plus variable que la rentabilité classique. Elle ne fait pas apparaître de baisse tendancielle à long terme observée habituellement, en particulier pour la France. Cette observation tendrait à indiquer que l'augmentation du prix des biens en capital, en particulier les biens immobiliers, a pesé tendanciellement sur la rentabilité des entreprises.

### 3.1.4. S'agissant de l'épargne des ménages

La mise en évidence de l'impact des plus ou moins values est importante pour comprendre les comportements de consommation des ménages [Durant, Frey, 2010]. Aux États-Unis, les ménages pourraient adapter leur consommation à l'existence de plus et moins values. L'accumulation de plus-values sur les actifs immobiliers et financiers sur la période 1975-2000 s'accompagne en effet d'une baisse assez régulière du taux d'épargne. À l'inverse, l'apparition de moins-values au début et à la fin des années 2000 correspond à des phases de remontée du taux d'épargne. En France, on constate une hausse du taux d'épargne des ménages dans les phases de forte réduction des plus values immobilières sans pouvoir identifier de relation à plus long terme. Les plus et moins values latentes et réalisées sur la période, disponibles dans les comptes d'accumulation, permettent cette analyse des effets de richesse, que l'impact de la revalorisation du patrimoine sur la consommation soit positif, comme aux États Unis, ou impossible à mettre en évidence, comme ne France.

Au-delà de cette relation économique, il peut cependant être intéressant de faire ressortir des relations « budgétaires ». Dans la mesure où les ménages se constituent des revenus réguliers grâce à la vente de leur patrimoine revalorisé, on peut tout simplement se demander si le concept d'épargne tel qu'il est aujourd'hui défini reste pertinent. En effet, le financement de la consommation par ce moyen, même s'il est comptablement équivalent dans les comptes nationaux au financement par l'emprunt, ne l'est pas « budgétairement ». Dans le second cas, les sommes utilisées devront être remboursées dans le

---

<sup>13</sup> En finance, le rendement est défini comme le rapport des revenus périodiques (intérêts, dividendes, loyers) au montant du placement. La rentabilité ajoute les plus et moins values latentes aux revenus périodiques. La macroéconomie, fondée en grande partie sur la comptabilité nationale, n'inclut pas en général les plus et moins values latentes dans le calcul de la rentabilité.

<sup>14</sup> Il peut être intéressant de recalculer le capital non financier et sa valorisation avec des taux de dépréciation et des indices de valorisation comparables entre pays.

futur, pas dans le premier. Si on adopte ce point de vue, ce sont les plus values réalisées qu'il conviendrait d'ajouter au revenu. Or les comptes nationaux ne permettent pas ce retraitement.

### 3.2. L'intérêt plus spécifique des plus et moins values réalisées

Les plus et moins values réalisées intéressent particulièrement parce qu'à la différence des plus et moins values latentes, elles consistent en la validation par un acheteur solvable d'un changement dans le prix d'un actif. Les transactions qui les valident cristallisent dès aujourd'hui les modifications intervenues dans les perspectives de revenus futurs (« frontloading »). Comme telles, elles sont financées par des revenus issus de la production ou de l'emprunt. Elles intéressent parce qu'elles permettent d'établir *a posteriori* la rentabilité finale des investissements des agents économique.

C'est toutefois une notion faussement simple qu'il convient de définir plus précisément. Incontestablement, elle implique la variation du prix d'un actif entre deux points du temps.

Si on cherche à identifier quel impact les plus ou moins values réalisées ont sur la rentabilité des placements des agents économiques, ces deux points du temps sont l'acquisition et la cession des actifs. Or cette conception est incompatible avec celle de la comptabilité nationale, qui réévaluant ses bilan en valeur de marché à chaque exercice, retracent les plus et moins values accumulés entre d'une part l'acquisition ou le début de la période comptable en sélectionnant la plus tardive, et d'autre part la cession ou la fin de la période comptable en sélectionnant la plus précoce (3.183). Reconstituer la plus ou moins values réalisée par un agent sur un actif donné consisterait à sommer les plus values latentes accumulées sur chaque période comptable depuis son acquisition et la plus value réalisée sur la dernière période. C'est absolument impossible sur les données agrégées qu'utilise le plus souvent la comptabilité nationale.

Par ailleurs, on imagine que les gagnants sont ceux qui achètent et vendent un titre en période de hausse et les perdants ceux qui l'achètent et le vendent en période de baisse. C'est parce qu'il trouve un acquéreur à un prix supérieur au prix d'achat que le vendeur peut réaliser une plus values. Pour réaliser un gain ou une perte, il faut ainsi effectuer successivement un achat et une vente qui ne le sont que rarement avec la même contrepartie, sauf pour les produits dérivés<sup>15</sup>. Dans ces conditions, à quel secteur contrepartie affecter les plus ou moins values d'un secteur donné? Par ailleurs, si on ne tient compte que des investisseurs, les plus et moins values ne constituent pas un jeu à somme nulle. Il est de longues périodes où tous les investisseurs gagnent. La vraie contrepartie est en fait le débiteur. Le SCN 2008 note d'ailleurs que les gains de détention enregistrés par le détenteur d'un actif financier ont pour contrepartie des pertes équivalentes chez celui qui en est redevable (3.154). Cependant, si le débiteur peut éventuellement s'intéresser à l'évolution du prix de ses engagements sur les marchés - alors même que cette évolution ne modifie en rien les engagements qu'il a envers ses créanciers- il n'est aucunement concerné par les gains et pertes de détention réalisés depuis leur achat initial par les intervenants sur le marché secondaire de ses titres. Enregistrer des plus et moins-values consécutives à la variation de valeur des engagements dans le compte du débiteur reviendrait à introduire une fiction : dès qu'une transaction sur le marché secondaire de ses titres aurait lieu, elle serait retracée sous la forme d'un remboursement intégral de son engagement par le débiteur à l'investisseur (remboursement de dette, rachat d'actions propres), de l'émission subséquente d'un engagement effectué aux mêmes conditions, hormis le prix, de l'enregistrement d'une plus ou moins values et d'un alignement des intérêts qui seront désormais versés sur le prix du marché. Ce serait adopter pour tous le point de vue du créancier.

---

<sup>15</sup> Le cas des produits dérivés est intéressant : dans une opération à terme, A s'engage à vendre et B à acheter un titre X au prix de 100 dans 3 mois. Si dans 3 mois, le titre x vaut 120 A aura « perdu » et B aura « gagné ». Dans un univers incertain, la perte est cependant toute relative si la motivation de A était de se couvrir à tout prix contre l'éventualité que le prix de X baisse. Même dans ce cas, le prix de transaction est défini entre deux contreparties volontaires et indépendantes, sur la base de considérations commerciales seulement, dites « at arm's length » (3.119).

Enfin, si l'information sur les plus et moins values réalisées est disponible dans les comptabilités en coût d'acquisition des entreprises et contribue donc à leur bénéfice, elle n'est plus identifiée dans les comptabilités en valeur de marché, ou elle ne se distingue pas des plus values latentes. Les ménages quand à eux n'en ont peut être pas tous une conscience précise. Cela conduit à relativiser l'impact de ces plus et moins values réalisées sur le comportement des agents économiques. En effet, la monnaie libérée par la cession d'un actif comportant une plus ou moins value réalisée ne distingue aucunement celle-ci.

### **3.3. Peut-on enregistrer les pertes et gains de détention avec les revenus de la propriété ?**

Les plus et moins values entrent dans l'écart entre la valeur des actifs en début et en fin de période. Elles se traduisent donc par un flux du compte d'accumulation. Dans le traitement actuel, il s'agit d'un flux de valorisation (annexe, tableau 2). Pour que l'égalité entre solde du compte de secteur et du compte financier soit respectée, enregistrer des plus ou moins values en revenus de la propriété ou en production pour les institutions financières implique d'enregistrer le même montant dans les transactions du compte financier et de l'exclure corrélativement des flux de valorisation. Autrement dit, la valorisation devenue revenu est réinvestie sous l'instrument valorisé. Ce mécanisme est déjà utilisé dans le cadre des bénéfices réinvestis. L'enregistrement des plus ou moins values totales (latentes et réalisées) en compte non financier est de la sorte cohérent avec des bilans réévalués en valeur de marché à chaque période comptable (annexe, tableau 3). S'il concerne l'ensemble des plus values déjà comptabilisées dans le compte de réévaluation, il est cependant inutile. En revanche, il est toujours possible d'identifier une catégorie particulière de plus et moins values latentes et réalisées, et de les retraiter en production ou en transaction.

Il en va autrement d'imputer en revenus de la propriété d'une période comptable donnée des plus values réalisées, calculées sur toute la durée de détention. On introduit alors une incohérence temporelle, puisque la valeur de l'actif au bilan ne varie que de la valorisation acquise sur ladite période comptable (annexe, tableau 4). Ces plus et moins values réalisées viennent donc s'imputer sur les plus et moins values latentes. N'imputer que la part acquise sur la période comptable des plus et moins values réalisées reviendrait à calculer arbitrairement cette plus ou moins value. Imputer sur les périodes passées au cours desquelles elles ont été acquises les plus et moins values réalisées aujourd'hui n'a pas plus de sens car les plus values réalisées aujourd'hui n'ont pu influencer la consommation passée.

L'enregistrement d'une production des institutions financières sous forme d'écart de cours, validée par le SCN 2008, concerne bien une partie des plus values réalisées. Ces plus values, exclues du compte de valorisation, doivent être enregistrées parallèlement en compte de production et comme une transaction sur l'actif qui les a générés. Selon le raisonnement précédent, la répartition entre plus values latentes et plus values réalisées serait faussée, si ces opérations de maintien de marché n'était le plus souvent des achats-ventes réalisés au sein d'une même période comptable. En outre, les plus values réalisées sur les opérations de maintien de marché admises en production ne sont qu'une part limitée des plus values réalisées par les institutions financières qui gèrent en même temps leur portefeuille pour compte propre.

\*

Au total, au contraire des normes comptables internationales applicables aux entreprises qui les passent en résultat, la comptabilité nationale retrace de manière appropriée les plus et moins values latentes et réalisées sur la période, dans les comptes d'accumulation. Il est toujours possible, à des fins d'analyse, de tester les implications d'une conception alternative du revenu qui inclurait ces plus et moins values. Cela peut apporter un éclairage intéressant sur l'activité des banques, la rentabilité des entreprises ou l'évolution du taux d'épargne des ménages.



Il serait également possible, dans le cadre du programme de recherche du futur SNA d'identifier des phénomènes de valorisation qui représente en fait des transactions et de les traiter sur le modèle des bénéfices réinvestis des filiales étrangères. Un premier candidat à cet examen serait les bénéfices mis en réserve de l'ensemble des sociétés par actions, qu'elles appartiennent ou non à un groupe étranger.

En revanche, même s'il y a un intérêt incontestable à identifier les plus et moins values réalisées en vue de mesurer la rentabilité globale des placements des agents économiques, on ne peut se tourner vers la comptabilité nationale pour l'obtenir. La nécessité de revaloriser à chaque échéance l'ensemble du bilan en valeur de marché est totalement incompatible avec l'enregistrement de plus ou moins value constituées entre l'acquisition et la cession d'un actif, donc le plus souvent sur plusieurs périodes comptables. L'adoption de plus en plus large de la comptabilité internationale d'entreprise, laquelle est également fondée sur une revalorisation des bilans en valeur de marché à chaque échéance, tendra en outre à faire disparaître l'information sur les plus et moins values réalisées des comptes mêmes des entreprises.

## Références

BATAILLE Eric, DURANT Dominique « Mesures de la rentabilité des entreprises », Bulletin de la Banque de France n°134 – Février 2005

CETTE Gilbert, DURANT Dominique, VILLETTELLE Jean-Pierre, « Asset price changes and the macroeconomic measurement of profitability », Review on Income and Wealth, à paraître 2011

CHALLE Edouard « Valeur fondamentale et efficacité informationnelle » in Critique de la valeur fondamentale, dirigé par Christian Walter et Eric Brian, Springer, 2008

DURANT Dominique, FREY Laure, « Une première comparaison des droits à pension des ménages français et américains », Banque de France, Document de travail n°280, Avril 2010

FOURNIER Jean-Marie, MARIONNET Denis « La mesure de l'activité des banques en France », Bulletin de la Banque de France n°178 – 4<sup>ème</sup> trimestre 2009

NIVAT Dominique, TOPIOL Agnès « Évaluation des stocks d'investissement direct dans les sociétés en valeur de marché : méthodes et résultats pour la France », Bulletin de la Banque de France, n°179, 1<sup>er</sup> trimestre 2010

ORLEAN André, « De l'euphorie à la panique : penser la crise financière », Éditions rue d'Ulm, collection du CEPREMAP, 2009

ORLEAN André, « L'impossible évaluation du risque », Prisme n°18, Centre Cournot pour la recherche en économie, Avril 2010

TADJEDDINE Yamina « Spéculation boursière et représentations mentales » in Critique de la valeur fondamentale, dirigé par Christian Walter et Eric Brian, Springer, 2008

THIS SAINT JEAN Isabelle « Valeur fondamentale et bulles rationnelles » in Critique de la valeur fondamentale, dirigé par Christian Walter et Éric Brian, Springer, 2008

TRAINAR Philippe, « Valorisation dans l'assurance et crise financière », Banque de France – Revue de stabilité financière n°12, Octobre 2008

VANOLI André, Une histoire de la comptabilité nationale, La découverte, Manuels Repères, 2002

WRIGHT Christopher, "Recording the earning from FX and security dealing in the balance of payment and the national accounts", Bank of England, 2000

## Annexe : schéma de retraitement visant à l'enregistrement dans les revenus de la propriété des plus et moins values réalisées

### Tableau 1 : opérations sur actions

Huit actions sont acquises en T1 au prix de 90, deux actions en T2 au prix de 94. En T3, une action est vendue au prix de 135, rachetée à 130 et revendue à 125. Ces opérations sont conduites par IF.

La contrepartie ANF n'est pas représentée ici, mais il subit des transactions et des réévaluations symétriques. Il est l'émetteur. Il est aussi la contrepartie aux achats ventes de la période T3.

Les réévaluations sont calculées selon la méthode « first in first out ». La méthode « last in first out » modifierait la répartition entre les plus values latentes et les plus values réalisées.

Détail des opérations d'acquisition et de cession d'actions			T0	T1	T2	T3
<b>transaction</b>	<b>n*v</b>			<b>720</b>	<b>188</b>	<b>-130</b>
	nombre	n1		8	2	-1
	valeur unitaire	v1		90	94	135
		n2				1
		v2				130
		n3				-1
		v3				125
<b>réévaluation FIFO</b>				<b>16</b>	<b>76</b>	<b>255</b>
	réalisée dans la période					60
	latente			16	76	195
<b>bilan cloture</b>	<b>N*v</b>		<b>0</b>	<b>736</b>	<b>1000</b>	<b>1125</b>
	nombre	N	0	8	10	9
	valeur unitaire	V	90	92	100	125

#### En période T3, la plus-value réalisée concerne les titres cédés.

La plus value effectivement réalisée par IF sur ses achats d'actions est  $1*(V1-VT2) + 1*(V3-VT2) = 35+25 = 60$

La moins value effectivement réalisée par ANF sur ces achats d'actions est  $1*(V2-V1) = -5$

#### En période T3, la plus value latente concerne les titres en portefeuille en fin de période.

La plus value latente de IF à l'actif est égale à  $N1*(V1-V0) = 8*25 = 195$

La plus value latente de ANF au passif est égale à  $10*(VT3-VT2)=10*25=250$

## Tableau 2 : séquence des comptes selon la méthodologie actuelle

On représente une économie à deux secteurs, un secteur financier (IF) et un secteur non financier (ANF), correspondant aux fonctions des ménages et des sociétés non financières. Chaque secteur produit, IF verse des salaires que reçoit ANF. Pour produire, ANF se verse également des salaires à lui-même qui sont omis par mesure de simplification. IF reçoit des dépôts, ANF se finance par actions. Le patrimoine initial est constitué d'un dépôt d'ANF de 1000 chez IF.

Dans ce compte non financier schématique, les ressources sont signées (+) et les emplois (-).

	T0		T1		T2		T3	
	IF	ANF	IF	ANF	IF	ANF	IF	ANF
<b>COMPTE COURANT</b>								
Production			20	100	20	100	20	100
Salaires			-25	25	-25	25	-25	25
+/- values								
Consommation			-10	-110	-10	-110	-10	-110
<b>Capacité/besoin de finact</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b>								
<b>Actif</b>				735		203		-115
Dépôts								
Actions			720		188		-130	130
<b>Passif</b>			735		203			-115
Dépôts								
Actions			720		188			
<b>Capacité/besoin de finact</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>
<b>COMPTE DE REEVALUATION</b>								
<b>Actif</b>							255	-5
Dépôts								
Actions			16		76			
<b>Passif</b>								
Dépôts								
Actions				16	76		0	250
<b>solde du compte de réeval.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>16</b>	<b>-16</b>	<b>76</b>	<b>-76</b>	<b>255</b>	<b>-255</b>
<b>BILAN DE CLOTURE</b>								
<b>Actif</b>								
Dépôts		1000	0	1735	0	1938	0	1823
Actions			736	0	1000	0	1125	125
<b>Passif</b>								
Dépôts	1000		1735	0	1938	0	1823	0
Actions			0	736	0	1000	0	1250
<b>Richesse nette</b>	<b>-1000</b>	<b>1000</b>	<b>-999</b>	<b>999</b>	<b>-938</b>	<b>938</b>	<b>-698</b>	<b>698</b>

### Tableau 3 : séquence des comptes avec retraitement des plus values latentes dans les revenus de la propriété

La cohérence des comptes est préservée grâce à un retraitement comparable à celui des bénéfices réinvestis. Les plus et moins values latente sont « extraites » du compte de réévaluation, introduites dans les revenus de la propriété, réinvesties sous l'instrument.

La contrepartie des plus et moins values sur un actif détenu est l'émetteur.

Le patrimoine sous forme d'action à chaque fin de période est égal à celui du scenario sans retraitement car le total des transactions et des valorisations est inchangé. De la même manière, les flux de dépôts ne sont pas modifiés car les paiements ne sont pas modifiés.

Toutes les plus et moins values passent en revenus de la propriété. Plus aucune n'est enregistrée en compte de réévaluation. La cohérence des comptes n'est pas perturbée. Ce retraitement est parfaitement compatible avec des bilans réévalués à chaque fin de période en valeur de marché.

	T0		T1		T2		T3	
	IF	ANF	IF	ANF	IF	ANF	IF	ANF
<b>COMPTE COURANT</b>								
Production			20	100	20	100	20	100
Salaires			-25	25	-25	25	-25	25
+/- values			16	-16	76	-76	255	-255
Consommation			-10	-110	-10	-110	-10	-110
<b>Capacité/besoin de financt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>61</b>	<b>-61</b>	<b>240</b>	<b>-240</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b>								
<b>Actif</b>								
Dépôts				735		203		-115
Actions			736		264		125	125
<b>Passif</b>								
Dépôts			735		203		-115	
Actions				736		264		250
<b>Capacité/besoin de financt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>61</b>	<b>-61</b>	<b>240</b>	<b>-240</b>
<b>COMPTE DE REEVALUATION</b>								
<b>Actif</b>								
Dépôts								
Actions								
<b>Passif</b>								
Dépôts								
Actions								
<b>solde du compte de réeval.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>BILAN DE CLOTURE</b>								
<b>Actif</b>								
Dépôts		1000	0	1735	0	1938	0	1823
Actions			736	0	1000	0	1125	125
<b>Passif</b>								
Dépôts	1000		1735	0	1938	0	1823	0
Actions			0	736	0	1000	0	1250
<b>Richesse nette</b>	<b>-1000</b>	<b>1000</b>	<b>-999</b>	<b>999</b>	<b>-938</b>	<b>938</b>	<b>-698</b>	<b>698</b>

#### Tableau 4 : séquence des comptes avec retraitement des plus et moins values réalisées dans les revenus de la propriété

La plus value réalisée en T3 a été accumulée en T1, T2 et T3. Son montant total, imputé en revenus de la propriété au cours de la seule période T3, et déduit corrélativement du compte de réévaluation dépasse le montant qui s'est effectivement accumulé en T3. Réaffecter les plus values réalisées sur les périodes au cours desquelles elles ont été effectivement accumulées permettrait de retrouver la cohérence entre plus values réalisées et bilan réévalués annuellement. Cependant cela n'a pas de sens économique : il est impossible en période T1 de consommer les plus values qui seront réalisées en T3. En T1, la plus-value est latente.

Par ailleurs, pour assurer la cohérence entre compte financier et compte non financier, il est nécessaire de réinvestir la plus value sous l'instrument. S'agissant de titres qui sont justement sortis du portefeuille, la notion de « réinvestissement sous l'instrument » change de sens : elles se réfère au passé.

Au total, enregistrer les plus et moins values réaliser dans les comptes non financiers apparaît techniquement impossible au vu des tentatives effectuées ici.

	T0		T1		T2		T3	
	IF	ANF	IF	ANF	IF	ANF	IF	ANF
<b>COMPTE COURANT</b>								
Production			20	100	20	100	20	100
Salaires			-25	25	-25	25	-25	25
+/- values							60	-60
Consommation			-10	-110	-10	-110	-10	-110
<b>Capacité/besoin de finant.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>	<b>45</b>	<b>-45</b>
<b>COMPTE FINANCIER</b>								
<b>Actif</b>				735		203		-115
Dépôts								
Actions			720		188		-70	125
<b>Passif</b>			735		203		-115	
Dépôts				720		188		55
Actions								
<b>Capacité/besoin de finant.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>	<b>45</b>	<b>-45</b>
<b>COMPTE DE REEVALUATION</b>								
<b>Actif</b>				6		76		195
Dépôts								
Actions								
<b>Passif</b>								
Dépôts				16		76		195
Actions								
<b>solde du compte de rééval.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>-16</b>	<b>76</b>	<b>-76</b>	<b>195</b>	<b>-195</b>
<b>BILAN DE CLOTURE</b>								
<b>Actif</b>		1000	0	1735	0	1938	0	1823
Dépôts			736	0	1000	0	1125	125
Actions			1735	0	1938	0	1823	0
<b>Passif</b>	1000							
Dépôts			0	736	0	1000	0	1250
Actions								
<b>Richesse nette</b>	<b>-1000</b>	<b>1000</b>	<b>-999</b>	<b>999</b>	<b>-938</b>	<b>938</b>	<b>-698</b>	<b>698</b>