

Marché et liquidité Le cas du marché financier

Pierre-Cyrille Hautcoeur (EHESS-PSE)

Cet article a été présenté au Congrès de l'Association française d'histoire économique de Lyon le 21 octobre 2010 et sera publié dans ses actes.

Le marché est un concept central de la théorie économique¹. Les marchés sont des constructions historiques, dont les dimensions sociales et politiques sont souvent invoquées pour justifier les contrôles exercés par des autorités soucieuses que de fortes variations de l'approvisionnement ou des prix n'affectent l'ordre public². Une manière habituelle de limiter ces variations était de centraliser (tant que faire se pouvait) les échanges sur des marchés ayant un statut officiel, à des échelles variables (marchés locaux, foires régionales ou internationales). Si les prix n'y étaient pas toujours contrôlés, ils l'étaient souvent, l'accès était contrôlé et parfois taxé, comme les transactions et les produits. Aujourd'hui, la plupart des marchés de biens ne sont plus centralisés, et contrôler leur organisation ne semble plus une condition de leur efficacité ou de leur stabilité. En revanche, les débats sur l'organisation centralisée des marchés financiers demeurent vivaces. De fait, la centralisation des activités reste, sur ces marchés, dotée de vertus spécifiques, y compris du point de vue de la majeure partie des économistes³. Cette raison n'est pas sans rapport avec une autre caractéristique particulière des marchés financiers: alors même que ceux-ci semblent présenter le modèle du marché parfait (très faibles coûts de transaction, standardisation exceptionnelle des produits, excellente information), ils connaissent des problèmes de fonctionnement qu'on ne rencontre au même degré sur aucun autre, en premier lieu des crises aiguës caractérisées par des variations brutales des prix et de la liquidité. Ce bref article part du modèle théorique walrasien du marché et tente de montrer comment les marchés financiers réels s'organisent pour tenter de satisfaire les besoins de liquidité tout en réduisant les risques de crises. Ce faisant il met en évidence les ambiguïtés de la liquidité.

¹ Les arguments classiques sont résumés élégamment par Edmund S. PHELPS dans son *Economie politique* (Fayard, 1990, original anglais 1985), pp. 190-201.

² Par exemple Nicolas BOURGUINAT, *Les grains du désordre, l'Etat face aux violences frumentaires dans la première moitié du XIX^e siècle*, éd. de l'EHESS, 2002.

³ Pour une présentation synthétique : Bruno BIAIS, Larry GLOSTEN & Chester SPATT, « Market microstructure : a survey of microfoundations, empirical results and policy implication », *Journal of financial markets*, vol. VIII, n°2, mai 2005, pp. 217-264.

I. Marché et centralisation

1. Utilité de la centralisation

Le marché walrasien est une construction théorique, mais s'inspire d'une réalité que Léon Walras a observé de près: le marché officiel – ou Parquet – de la Bourse de Paris⁴. Il s'agit d'un marché centralisé (les agents de change ont le monopole de l'intermédiation sur les valeurs mobilières), ce qui selon Walras doit assurer la sincérité des prix, du fait qu'ils résultent de l'ensemble des offres et demandes du moment. Le marché est organisé par un commissaire priseur (les agents de change), qui veille à ce qu'aucun échange n'ait lieu avant la fixation du prix d'équilibre auquel sont réalisées le plus possible d'offres et de demandes. Neutre, le commissaire priseur évite – à la différence d'un intermédiaire qui achèterait pour son propre compte – que des opérations soient effectuées à un prix défavorable à l'un ou l'autre des intervenants. Enfin, la fixation du prix est publique, et le prix est immédiatement proclamé et publié (dans la cote officielle), de sorte que chacun puisse protester s'il s'estime lésé. Sincérité, neutralité, transparence: trois concepts qui manifestent les fonctions politiques d'un bon marché. De fait, le souci du socialiste Walras est de montrer que le marché n'est pas qu'un mécanisme économique mais a des vertus politiques éminentes. Le marché concurrentiel qu'il théorise conduit en effet à l'efficacité (la production maximale possible), à l'équité (les prix rémunèrent les facteurs en fonction de leur productivité) et à la stabilité (un écart par rapport à l'équilibre déclenche automatiquement des forces qui y ramènent).

Même si cela n'a pas toujours été le cas, la plupart des marchés de produits se distinguent fortement aujourd'hui du marché walrasien: ils sont décentralisés, organisés principalement par des intermédiaires marchands qui sont parties prenantes, achetant puis revendant, principalement dans un sens descendant (du producteur au consommateur). Malgré une concurrence souvent forte, ces marchés conduisent à des transactions effectuées à des prix assez variés – pour le même produit – selon les participants, les temps et les lieux, en particulier du fait de coûts de transactions (information, distribution) substantiels. Néanmoins, ces prix varient en général peu dans le temps. L'analyse de ces marchés conduit souvent à leur accorder un satisfecit, même si l'abus de position dominante y reste fréquent⁵.

2. Marché primaire et marché secondaire

Le marché financier a ceci de spécifique qu'il comporte deux segments conceptuellement distincts: le marché primaire, sur lequel les prêteurs et les emprunteurs se rencontrent pour initier de nouveaux crédits; le marché secondaire

4 LÉON WALRAS, *Eléments d'économie politique pure ou théorie de la richesse sociale*, Lausanne, F. Rouge, 1889; *idem*: chapitre « Bourse » in *Eléments d'économie politique appliquée*, Lausanne, F. Rouge, 1898, pp. 401-45.

5 Les biens d'investissement se distinguent un peu de ce modèle du fait de leur spécificité, qui fait souvent de la relation entre producteur et acheteur un monopole bilatéral. Les matières premières, en revanche, peuvent davantage être rapprochées du cas des actifs financiers pour lesquels des marchés secondaires jouent un rôle important, ce qui les différencie fortement des autres marchés.

sur lequel des titres représentatifs de crédits existants sont échangés⁶. Une large proportion des crédits accordés sur le marché primaire, en particulier lorsque leur montant est modeste, leur terme court ou parce que des obstacles juridiques ou sociaux s'opposent à leur négociabilité, ne sont jamais échangés sur le marché secondaire, même aujourd'hui. Pour autant, l'existence d'un marché secondaire affecte de manière cruciale l'ensemble du marché financier, particulièrement aujourd'hui. Comme on le verra ci-dessous, la situation était différente au XIX^e siècle, pourtant également une époque de grande liberté d'échanges et de développement financier.

Par définition, le marché secondaire permet aux détenteurs d'actifs financiers (des créanciers) de s'en défaire s'ils le souhaitent, que ce soit par besoin de liquidités ou par crainte que ces actifs perdent leur valeur. Fournir une telle liquidité est donc sa principale fonction. Selon toute apparence, cette liquidité ne peut être substantielle que si le nombre de détenteurs de titres est élevé, de sorte que l'offre et la demande soient quotidiennement suffisantes. Ceci détermine les particularités des actifs échangés sur les marchés boursiers, actifs qui doivent être de valeur élevée, durables, homogènes, divisibles et négociables sans formalités. En effet, seul un actif de grande valeur peut être divisé en un grand nombre de titres négociables identiques, seul un actif durable justifie un tel traitement, seul un actif devenu homogène peut donner lieu à la transformation en titres identiques échangeables (une action ou une dette portent sur l'ensemble de l'actif d'une société, non sur un actif physique spécifique, sauf éventuellement un actif immobilier important), enfin la négociabilité doit être aisée, éviter notaires ou risques élevés de recours juridiques.

3. Une centralisation historiquement tardive

Historiquement, ces caractéristiques n'apparurent que lentement. Sous l'Ancien régime, même les crédits privés à long terme de montants élevés restaient en général illiquides car les nobles fortunés ou les riches bourgeois empruntant à large échelle n'émettaient pas des titres négociables, en partie pour des raisons juridiques (l'interdiction de l'usure avait conduit au développement préférentiel des rentes, spécialement viagères), en partie à cause du coût très élevé de l'information sur la qualité du débiteur ou sur la valeur des garanties qu'il fournissait, enfin du fait des restrictions à l'accès à une bourse réglementée. Si les efforts des notaires pour créer un marché primaire de ces créances en général créées devant et grâce à eux furent fructueux, ils ne créèrent pas un véritable marché secondaire⁷. Si agents de change et bourse existaient avant la Révolution, ils échangeaient surtout des effets de commerce et quelques dettes publiques.

L'instrument classique du développement d'un marché secondaire qu'est la dette publique restait très peu présent dans la France moderne après la tentative ambitieuse mais avortée de Law. Non faute de dette, mais parce que la liquidité en était freinée par le pouvoir pour des raisons politiques. L'émission de dettes publiques variées et « personnalisées » ne visait alors pas tant à s'adapter aux besoins des prêteurs qu'à empêcher le développement d'un marché secondaire

6 Des marchés secondaires (de l'occasion) existent pour d'autres biens. Ils sont marginaux sauf dans le cas de l'immobilier, qui a d'ailleurs tendance récemment à se rapprocher des marchés de titres.

7 Philip HOFFMAN, Gilles POSTEL-VINAY & Jean-Laurent ROSENTHAL, *Des marchés sans prix. Une économie politique du crédit à Paris (1660-1870)*, Paris, Editions de l'Ehess, 2001

sur lequel auraient été manifestées les baisses de crédibilité du gouvernement, ce qui aurait exercé une contrainte sur le pouvoir. Le libéralisme économique demandant la libéralisation des marchés était alors bien le frère du libéralisme politique qui exigeait le contrôle de l'exécutif. Les détenteurs de la dette publique étaient d'ailleurs, en Angleterre, très souvent les membres du parti libéral du Parlement qui associaient ainsi convictions et intérêt⁸.

La France suivit le modèle anglais en unifiant la dette publique lors de la banqueroute des deux tiers de 1797. La dette perpétuelle consolidée devint l'objet d'un marché intense, qui fournit la liquidité requise par ses détenteurs encore méfiants, comme en témoignèrent les violentes fluctuations que son cours subit, surtout lors des soubresauts politiques qui marquèrent le XIX^e siècle. C'est bien la liquidité qui était recherchée par les libéraux à travers la mise en place d'une dette de long terme, homogène, divisée en nombreux titres librement négociables et désormais en centre de l'activité d'une Bourse rénovée. Mais les épargnants découvrirent aussi que Bourse rime (mal) avec crise, ou au moins avec les violentes fluctuations que subirent durablement les cours d'un actif dont le nom – la rente – suggère plutôt la tranquillité.

II. Liquidité

1. Indispensable

La théorie classique explique les fluctuations des cours – la volatilité – par les caractéristiques des titres et de l'environnement économique. Les actifs financiers sont des promesses de paiements futurs, ce qui crée deux sources de risque et de volatilité des prix: tout d'abord, la valeur de ces promesses est soumise à un risque de défaut (ou, dans le cas des actions, à une forte incertitude sur les profits); ensuite la valeur présente de ces paiements futurs est fortement affectée (et d'autant plus que l'échéance des prêts est lointaine) par les variations potentielles du taux d'actualisation (l'actualisation d'un revenu perpétuel de 4 par an vaut 100 si le taux d'actualisation est de 4%, mais 400 s'il est de 1%), qui lui-même est affecté par l'environnement économique, social et politique. Face à l'incertitude sur les variations possibles de la valeur de leurs créances, certains n'acceptent de prêter que s'ils peuvent les revendre en cas de besoin ou d'inquiétude. Ceci suppose un marché secondaire liquide qui, pour les actifs financiers de long terme, devient la condition même de tout crédit⁹. Le marché du crédit, celui du prêt ou de l'émission de titres, le marché « primaire », est conditionné par l'existence d'un marché secondaire assurant la liquidité des titres existants. Dans la théorie moderne du portefeuille, développée depuis Harry Markowitz et à l'origine de toute la finance de marché contemporaine, le marché secondaire doit permettre la réallocation constante de l'ensemble des portefeuilles de manière à minimiser leur risque global¹⁰; sa liquidité élevée sur l'ensemble des titres en cours en est la condition. Le marché primaire en dépend, mais son

8 Bruce CARRUTHERS, *City of Capital. Politics and Markets in the English Financial Revolution*, Princeton U.P., 1996 ; David STASAVAGE, *Public debt and the birth of the democratic state : France and Great Britain, 1688-1789*, Cambridge U.P., 2003.

9 Jonathan B. BASKIN, « The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information », *Business History Review*, Vol. 62, n°2, été 1988, pp. 199-237

10 Harry MARKOWITZ « Portfolio selection », *Journal of finance*, vol. VII n°1, mars 1952, pp. 77-91.

développement n'est désormais plus un objectif, seulement la conséquence d'un marché secondaire efficient.

2. Utile

Pourtant, la nécessité de la liquidité peut être discutée. On l'a vu, nombre de crédits sont accordés – y compris à long terme et tant par des banques que par des particuliers – sans que le prêteur puisse par la suite les liquider, et ce tant aujourd'hui qu'hier. Nombre de gens épargnent à long terme, pour leur retraite en particulier, et même si un accident est toujours possible, leur portefeuille de titres ne requiert pas beaucoup plus de liquidité que leur actif immobilier. Il semble que la plupart des bourgeois du XIXe siècle, au moins s'ils suivaient les conseils prodigués par les experts du placement de l'époque, ne modifiaient guère leurs portefeuilles sauf pour y ajouter chaque année quelques titres nouveaux¹¹. Les banques comme les agents de change considéraient d'ailleurs que, sauf pour les très grandes émissions (emprunts d'états ou chemins de fer), un titre devenait peu liquide une fois classé, c'est-à-dire une fois l'émission passée des mains des banques organisatrices de l'émission et de celles des spéculations à celles des épargnants permanents. Mais ils n'y voyaient pas beaucoup d'inconvénients: dès lors que l'objectif était d'en toucher les coupons sans toucher au capital (l'idéal du rentier), la liquidité était peu nécessaire; les fluctuations de cours elles-mêmes importaient peu. Walras lui-même considérait que les titres classés, comme les autres biens achetés par les particuliers, n'étaient pas destinés à être revendus. Autant lors du classement initial, il y a un grand gain social à voir les titres passer, grâce à la spéculation, des mains des entrepreneurs à ceux des investisseurs, autant les redistributions entre investisseurs ne représentent que des gains d'allocation très marginaux, voire nuls.

3. Coûteuse

La liquidité est donc peut-être moins indispensable que ce qu'affirment les théoriciens des marchés. Surtout, elle n'est pas sans coûts. En effet, l'organisation boursière qui permet de maximiser la liquidité est susceptible d'affecter la volatilité et la sécurité des transactions. Ce n'est pas le cas dans la lecture classique, selon laquelle la volatilité des actifs financiers résulte, on l'a vu, des caractéristiques des actifs et d'aléas indépendants de la volonté des prêteurs comme de l'organisation concrète des marchés. Le marché (abstrait) permet alors de réduire le risque en diversifiant ses placements. Plus la liquidité est élevée, plus le marché protège efficacement les prêteurs, plus le risque est aisé à diversifier au mieux à chaque instant, et plus les taux d'emprunt seront bas. Ainsi, plus les marchés secondaires sont liquides, mieux est assuré le développement du crédit.

Une lecture moins orthodoxe permet cependant d'envisager d'autres causalités. Si la liquidité des marchés dépend de la spéculation, et que celle-ci affecte la volatilité et le risque, la protection par la liquidité n'est plus toujours assurée. Or les marchés secondaires voient depuis qu'on les observe se développer des pratiques spéculatives qui ne peuvent se réduire au fonctionnement normal du marché. Les spéculateurs professionnels, particulièrement au fait de l'état du

11 Paul LEROY-BEAULIEU, *L'art de placer et gérer sa fortune*, Paris, Delagrave, 1905 et plusieurs rééditions.

marché, cherchent certes d'abord à profiter rapidement de leur information sur les événements susceptibles d'affecter le cours d'une valeur, ce qui est en théorie le processus même par lequel ils stabilisent les cours autour de la meilleure approximation de la valeur réelle des actifs (comme le dit la théorie classique). Ils ont pourtant aussi un comportement mimétique susceptible de déstabiliser le marché: comme gagner de l'argent à court terme ne dépend pas nécessairement de la réalisation d'une meilleure prédiction de la valeur réelle d'un actif, mais seulement de son cours qui résulte des prévisions de la moyenne du marché, il est rationnel de chercher à prévoir cette prévision, selon une logique de « concours de beauté » déjà critiquée par John Maynard Keynes et soulignée par nombre de théoriciens contemporains cherchant à expliquer le niveau élevé de la volatilité comme les crises (qui résultent selon eux de bulles mimétiques affectant un grand nombre de valeurs à la fois)¹². De fait, une vaste littérature empirique montre que les fluctuations des marchés sont beaucoup plus fortes que ce que justifient tant les informations sur les valeurs particulières que celles sur l'environnement (les « fondamentaux »)¹³. Dans ce cas, la spéculation et la liquidité qui l'accompagnent accroissent la volatilité et le risque. Enfin les spéculateurs peuvent aussi provoquer des mouvements de cours dont ils sont susceptibles de tirer meilleur parti que les autres investisseurs, en particulier s'ils sont mieux informés ou plus proches du marché (et donc susceptibles d'agir plus vite). Dans les deux cas, l'organisation du marché pourrait être importante: en favorisant la liquidité, elle permet aux épargnants de modifier rapidement leur portefeuille mais elle est aussi éventuellement créatrice de risque. En restreignant la spéculation ou en améliorant la transparence de l'information et l'égalité d'accès entre investisseurs, elle peut réduire ce risque. On pourrait alors chercher un niveau optimal de liquidité, suffisant pour permettre aux investisseurs de revendre leurs positions, assez limité pour éviter une spéculation déstabilisatrice ou prédatrice.

III. Organiser le marché

1. Londres versus Paris

De fait, l'étude historique de l'organisation des marchés boursiers – ce que les spécialistes appellent leurs microstructures – montre que le souci d'un arbitrage entre liquidité d'un côté, stabilité et sécurité des transactions de l'autre est bien présent dans tous les esprits. Comparer les deux plus grandes places financières internationales du XIX^e siècle, Londres et Paris, permet de mieux comprendre quelles solutions sont alors mises en place¹⁴. A Londres, le marché boursier (le Stock Exchange) est une association d'intermédiaires de deux types : intermédiaires purs similaires aux agents de change français (*brokers*) et « faiseurs de marché » achetant et vendant en permanence aux personnes intéressées et donc se rémunérant sur les différences (*jobbers*). Ces derniers peuvent être

12 John Maynard KEYNES, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot, 1990 (original anglais de 1936), chapitre 12 ; André ORLEAN, *Le pouvoir de la finance*, Paris, O. Jacob, 1999 ; Costa AZARIADIS & Roger GUESNERIE, « Prophéties créatrices et persistance des théories », *Revue économique*, 33, 5, 1982, pp. 787-806.

13 Robert SHILLER, *Exubérance irrationnelle*, Paris, Valor éd., 2000 (original américain de 1990).

14 Les autres marchés sont moins bien connus. Néanmoins, New-York se rapproche du cas parisien et en Italie du Nord, les bourses de Gênes et Milan s'articulent comme les deux marchés parisiens.

analysés comme des spéculateurs professionnels, qui ont donc une place au cœur du marché au nom de leur contribution à sa liquidité. L'absence de restriction à l'entrée – toujours empêchée par les propriétaires du bâtiment – rend en outre l'intermédiation très concurrentielle ¹⁵.

A Paris, le marché boursier est officiellement organisé depuis 1800 par la Compagnie des agents de change, qui se voit confier le monopole de l'intermédiation en matière de valeurs mobilières. Comme vu ci-dessus, les agents de change sont de purs intermédiaires ayant en outre une charge publique (ce qui assure la sécurité juridique de leurs opérations) ; les opérations sont réalisées par eux publiquement, après concentration des ordres, centralisés chaque matin de manière à fixer et proclamer publiquement les cours (selon la tradition d'Ancien régime du « cri »). Le souci de sécurité des opérations se traduit par plusieurs traits d'organisation qui apparaissent progressivement au cours du siècle : la sélection à l'entrée des candidats puis le contrôle des opérations des agents en place permet de réduire les risques ; le *numerus clausus* très réduit (60 agents de change jusqu'à 1898) crée un sentiment de corps et un contrôle social qui rend possible la mise en place d'une solidarité de plus en plus poussée : celle-ci se traduit par la mise en place d'une réserve commune dès 1818, dont l'usage initialement restreint s'étend à la plupart des cas de défauts de paiement d'agents de change. Cette caisse réduit le risque de contrepartie pour les agents de change et leurs clients, ce qui permet d'attirer une clientèle peu familiarisée avec la Bourse. En outre, l'étroitesse du groupe des agents de change permet de mettre en place des procédures sophistiquées de compensation des paiements comme des livraisons de titres, qui accélèrent et simplifient fortement ces opérations par rapport à d'autres marchés. Dans ces diverses décisions, le Parquet parisien accorde une forte préférence à la sécurité et à l'efficacité opérationnelle (qui réduit les coûts de transaction) par rapport à la liquidité. Celle-ci est réduite par le fait que les spéculateurs professionnels doivent passer par les agents de change, ce qui réduit leur capacité à réaliser des opérations très rapides et peu coûteuses.

Néanmoins, ces spéculateurs existent à Paris comme à Londres. Ils se regroupent pour échanger sur un marché officieux mais important : la *Coulisse*. Quoique sans existence légale, ce marché fonctionne durant la plus grande partie du siècle, et réalise une partie importante des transactions (environ les deux tiers, tel que mesuré par l'impôt sur les opérations de bourse mis en place en 1893), avec la complicité des gouvernements qui en ont besoin pour placer la dette publique comme du Parquet qui collabore le plus souvent avec lui. A l'opposé du Parquet, ce marché est tenu entièrement par des *faiseurs de marché* (qui ainsi ne violent pas au sens strict le monopole de l'intermédiation boursière du Parquet) ; l'information sur les transactions effectuées et sur les prix est médiocre, car les opérations se font sur une base décentralisée et bilatérale, de sorte que même les cours collectés par les journaux n'ont pas le même caractère que ceux du Parquet. Les opérations ne bénéficient d'aucune garantie autre que le recours éventuel à la justice commerciale. Enfin, la *Coulisse* est peu efficace en termes de règlement et de transactions car les compensations autres que bilatérales sont difficiles sur un marché décentralisé. Toutes ces raisons expliquent que les participants soient peu

15 Ranauld MICHIE, *The London and New York Stock Exchanges, 1859-1914*, Londres, Allen & Unwin, 1987 ; Larry NEAL & Lance DAVIS, « The evolution of rules and regulations of the first emerging markets : the London, New-York and Paris Exchanges, 1792-1914 », *Quarterly review of economics and finance*, 45, 2005, pp. 296-311

nombreux et avertis, et qu'ils se concentrent sur les opérations à terme et optionnelles, ainsi que sur les introductions de nouvelles valeurs, toutes activités fortement spéculatives, risquées et potentiellement très profitables. Une fois introduits avec, fréquemment, la participation de la Coullisse, les titres importants s'établissent au Parquet où ils font l'objet de transactions moins importantes et de fluctuations de cours plus faibles qu'en Coullisse¹⁶.

2. Un test économétrique

Ainsi, Paris sépare fortement un marché de spéculation et un marché de transactions prudentes, un marché de produits dérivés et un marché au comptant, un marché de titres « exotiques » et un marché de titres établis, un marché de spéculateurs et un marché de rentiers. A l'inverse Londres réunit l'ensemble des acteurs et des titres sous le même toit. La littérature théorique sur les marchés boursiers ne permet pas de trancher en faveur d'une des solutions. C'est donc empiriquement que l'on peut tenter d'évaluer les coûts et avantages de chaque mode d'organisation. Une analyse détaillée de deux changements dans la réglementation parisienne permet une première évaluation¹⁷ : en 1893, la création d'un impôt sur les transactions de bourse conduit à la légalisation de la Coullisse, réduisant les risques qu'il y avait à y opérer ; contrairement à ce qu'annonçaient les coullissiers, la liquidité totale ne s'accrut guère à la suite de ce changement, tandis que les coûts de transaction pour les investisseurs augmentaient, sans doute du fait de la capacité accrue des coullissiers de tirer profit de l'opacité du marché. En 1898, le rétablissement et le renforcement du monopole du Parquet conduisirent à une forte augmentation de sa part dans les transactions (d'un tiers à deux tiers environ), mais sans que le montant total des transactions se réduise ni que leur coût s'accroisse, au contraire. Cet épisode suggère ainsi que ni la séparation des deux marchés parisiens ni le caractère monopolistique du Parquet n'avaient de coûts substantiels, et que le monopole – d'ailleurs sans cesse contesté par la Coullisse sur le terrain – représentait plus la compensation aux coûts supplémentaires subis par le Parquet qu'un coût social substantiel. Ainsi, sans faire du caractère bipolaire du marché parisien la panacée, il semble clair que la sécurité, la transparence et l'efficacité opérationnelle que le Parquet apporte étaient effectivement demandés, en particulier par les petits rentiers mal informés, ce qui compensait la réduction de la liquidité à laquelle elles donnaient lieu. En période de crise, la séparation entre les deux marchés était sans doute aussi un avantage : ainsi la crise dite « des mines d'or » de 1895 affecta fortement la Coullisse mais ne s'étendit pas au Parquet, qui interdit aux agents de change d'opérer sur les titres de mines d'or (qui ne respectaient pas ses contraintes réglementaires).

16 Pierre-Cyrille HAUTCOEUR & Angelo RIVA « The Paris financial market in the XIXth century. Complementarities and competition in microstructure », *Economic History Review*, à paraître; Eugene WHITE « The Paris Bourse, 1724-1814: experiments in micro-structure » in Stanley L. ENGERMAN (Ed.), *Finance, intermediaries, and economic development*. Cambridge, New York: Cambridge University Press, 2003.

17 Pierre-Cyrille HAUTCOEUR, Amir REZAEI & Angelo RIVA, « How to regulate a financial market ? The impact of the 1893-1898 regulatory reforms on the Paris Bourse », document de travail, Ecole d'économie de Paris, 2010.

Conclusion

La particularité des marchés financiers tient à ce rapport potentiellement dangereux entre marché primaire et marchés secondaire. On peut les comprendre sur le modèle des marchés de biens, sur lesquels des intermédiaires (des marchands) tentent de vendre à des épargnants (les consommateurs) des titres que ceux-ci ensuite consomment (en en touchant les revenus dans le cas des épargnants). C'est ainsi que les entendait Walras. La spéculation n'est alors qu'un processus passager nécessaire au classement des titres, comparable à la phase initiale du cycle du produit durant laquelle la forte incertitude sur l'avenir réserve les nouveaux produits aux « mordus de technologie », jeunes, très informés ou inconscients. Dans la réalité, et davantage aujourd'hui qu'à l'époque de Walras, cela ne se passe pas ainsi. Quand, animé par des spéculateurs qui sont en mesure d'accroître la volatilité des cours, d'augmenter ainsi les risques perçus et de rendre apparemment nécessaire une réallocation permanente de tous les portefeuilles, le monde de la finance fait de la liquidité son Graal, il risque fort de faire porter des coûts élevés aux épargnants comme aux entreprises, et de n'être plus perçu que comme visant l'enrichissement d'une minorité d'experts sur leur dos et comme créant une instabilité financière redoutable. Redonner, selon le programme walrasien originel, une place aussi importante à la sécurité des épargnants, c'est-à-dire à la sincérité et à la transparence des transactions comme à la neutralité des intermédiaires, qu'à la liquidité; remettre le marché secondaire au service du marché primaire; le marché financier au service de l'économie, c'est sans doute la seule manière de sauver politiquement le marché aujourd'hui.

Pierre-Cyrille Hautcoeur, Directeur d'études à l'Ecole des hautes études en sciences sociales, PSE-Ecole d'économie de Paris, hautcoeur@pse.ens.fr