

Réguler ou pas, l'éternel dilemme de la bourse

Par Pierre-Cyrille Hautcoeur

En 1893, le monopole des agents de change est vidé de sa substance par une loi qui autorise tout intermédiaire à payer l'impôt sur les transactions de bourse qu'elle crée. Cette réforme est présentée par ses partisans comme un nouveau triomphe de la liberté, complétant les libéralisations de la presse (1881), des associations (1884) ou des opérations à terme en bourse (1885), et achevant le programme anti-corporatiste de la Révolution. Pourtant, à peine cinq ans plus tard, le monopole du Parquet est réaffirmé. Est-ce la mort du marché financier ? Aucunement, car ce monopole n'est pas plus appliqué qu'il ne l'a jamais été. En revanche, cet épisode révèle l'opposition entre deux conceptions du marché financier, que masque la rhétorique du monopole et de la liberté, opposition qui est aujourd'hui de nouveau à l'œuvre dans la discussion sur l'organisation des marchés financiers européens et la révision de la directive européenne MIF de 2007.

Dans une première conception, qui tire ses origines tant de la vision catholique de l'indivisibilité de l'Eglise que de la tradition rousseauiste de l'intérêt général, l'Etat, responsable du bien public, assure l'existence d'un marché juste et équitable, à côté duquel les agents privés peuvent par ailleurs échanger librement tant qu'ils ne nuisent pas au bien public. A l'opposé, selon une tradition qui se revendique d'Adam Smith, de Darwin et de Hayek, l'ordre social émerge spontanément des interactions des agents privés, et l'Etat ne peut guère intervenir sans nuire.

Sans surprise, l'organisation de la Bourse de Paris s'inscrit dans la première tradition : le Parquet réunit les agents de change, intermédiaires de statut semi-public qui ont le monopole de l'intermédiation boursière. Ils doivent être de purs intermédiaires, et n'ont donc pas le droit d'acheter ou vendre eux-mêmes, ce qui assure la neutralité de l'intermédiation. Les prix sont négociés à haute voix et reportés par un journal officiel, ce qui assure la transparence. Les commissions sont plafonnées, ce qui réduit les rentes du monopole. Enfin, les clients sont protégés contre le défaut d'un agent de change par une solidarité établie au sein du Parquet, qui contrôle en retour ses membres pour éviter qu'ils prennent des risques dont ils ne porteraient pas seuls les conséquences. Ces différentes caractéristiques garantissent le fonctionnement du marché, considéré comme un bien public, ce dont témoigne le fait que le grand économiste libéral Walras s'inspire directement du Parquet lorsqu'il théorise la formation des prix d'équilibre sur un marché parfait.

Dès lors que l'existence d'un tel marché est assurée, son monopole effectif n'est pas nécessaire, et peut même s'avérer nuisible, car le caractère strict des règles du Parquet et ses commissions fixes y rendent la spéculation difficile, et donc le placement de nouvelles émissions. C'est ce qui explique que dès le début du 19^e siècle, de nombreux autres agents interviennent sur le marché des titres, et y réalisent une part substantielle des transactions. Ces « coulissiers » n'ont pas d'organisation formelle, et forment l'équivalent des marchés de gré à gré actuels (les OTC, pour *over the counter*) : ils se rencontrent quotidiennement pour conduire des échanges non de manière publique et centralisée, mais bilatéralement et en toute discrétion. Cette opacité permet aux opérateurs bien informés (sur les perspectives d'un titre particulier ou de la bourse en général) de tirer meilleur parti de leur information que sur le Parquet. Les coulissiers eux-mêmes et les banques exploitent par exemple leur connaissance des ordres de leurs clients.

Coexistent ainsi un marché transparent et sûr mais peu liquide, adapté aux petits investisseurs intervenant rarement, et un marché opaque et liquide qui convient aux gros opérateurs animant la spéculation. Complémentaires par leurs clientèles et leurs fonctions, ces deux

marchés permettent à la bourse de Paris de maintenir tout au long du siècle le deuxième rang mondial en termes de capitalisation boursière et un dynamisme dont témoigne son avance en matière de produits dérivés par rapport à ses concurrents londonien, berlinois ou new-yorkais. Coulistiers et agents de change – concurrents mais aussi partenaires quotidiens – cherchent à accroître leur part de marché, non seulement par un meilleur service ou la réduction des coûts, mais aussi par la pression sur les pouvoirs publics. En 1859, au terme d'une décennie d'expansion, le Parquet avait absorbé la Couliste en obtenant de la justice l'application stricte du monopole et en embauchant les coulistiers. L'échec de l'opération (la Couliste renaît vite car le Parquet n'assure pas les opérations spéculatives que le marché requiert) conduit à une stagnation du Parquet.

Quand en 1893, en plein scandale de Panama, la gauche obtient la création d'un impôt sur les opérations de bourse, la Couliste tient sa revanche : elle accepte que ses transactions (plus importantes que celles du Parquet) soient taxées, car ce faisant elle obtient leur régularisation, qui la met enfin sur un pied d'égalité avec le Parquet. Dès la loi passée, la Couliste accroît son activité, d'autres intermédiaires émergent (dont les grandes banques), et leurs bénéfices explosent dans une opacité accrue. Hélas, deux ans plus tard, une crise boursière révélatrice ravage la Couliste et épargne largement le Parquet. Ce krach affecte des titres de mines d'or sud-africaines qui ne satisfont pas aux règles de cotation au Parquet et que la Couliste a vendus massivement à de petits porteurs qui s'estiment dupés. Le Parquet ne manque pas de souligner le « cosmopolitisme » des coulistiers, allant jusqu'à dénombrer les Allemands et les juifs (souvent les mêmes) parmi eux, ce qui dans une ambiance de renaissance nationaliste (l'affaire Dreyfus, un gouvernement Méline protectionniste et un groupe antisémite en création à la Chambre) aide au rétablissement de son monopole.

Ce retour en arrière apparent recrée pourtant des conditions favorables au dynamisme du marché: les coûts de transaction, qui s'étaient accrues après « l'établissement de la concurrence » en 1893 (contrairement aux promesses des coulistiers), baissent en 1898 ; transactions et cotations augmentent rapidement. La complémentarité entre un marché régulé garantissant un service public et un marché libre accueillant la spéculation créatrice sort renforcée auprès des entreprises comme des épargnants, et rend politiquement viable comme économiquement efficace le marché financier. Ce qui ne va pas toujours de soi.

Chronologie

1859 tentative d'absorption de la couliste par le parquet

1882 krach de l'Union générale

1885 légalisation des opérations à terme

1893 suppression du monopole des agents de change par le biais d'une loi fiscale

1895 krach des mines d'or

1898 restauration du monopole