

L'antisémitisme et la réforme de la Bourse de Paris (1893-1898)

Pierre-Cyrille Hautcœur

Les recherches de Francesca Trivellato travaillent la grande et classique question de l'émergence du marché à l'époque moderne, d'un monde de contrats entre acteurs économiques égaux et anonymes dans une société où les personnes sont encore caractérisées avant tout par leurs statuts. Elle mobilise à cet effet, avec hardiesse et bonheur, des historiographies souvent étanches les unes aux autres, *microstoria* et histoire globale, histoire culturelle et histoire économique, histoire du droit et histoire du judaïsme. Pour l'historien économiste contemporain trop enclin à parler de modernité, la lecture est salutaire et stimulante. On sait certes que, dans l'Europe moderne, le développement des échanges et du crédit n'a pas lieu que dans les interstices d'une société qui lui est apparemment hostile, tant pour des raisons religieuses que de hiérarchie sociale. Des solutions sont inventées pour concilier ces différents pans, en particulier la séparation entre le monde ordinaire et celui des marchands. On réserve à ces derniers la faculté d'utiliser des contrats spéciaux et d'être, pour leurs actes commerciaux, jugés par des tribunaux distincts selon un droit spécifique qui considère tous les contractants sur un pied d'égalité. Cette pratique

* À propos de Francesca TRIVELLATO, *Juifs et capitalisme. Aux origines d'une légende*, trad. par J. Delarun, Paris, Éd. du Seuil, [2019] 2023. Je remercie les participants à la table ronde, Paul Lagneau-Ymonet, Éric Monnet, Arnaud Orain, Angelo Riva et Orla Smyth ainsi que Guillaume Calafat et la rédaction des *Annales* pour leurs remarques très utiles.

s'établit au XVI^e siècle (et reste en vigueur jusqu'à aujourd'hui en France) et contribue à pacifier les tensions produites par exemple par le crédit en distinguant entre ses différentes formes, mais reste constamment contestée¹.

L'étendue de la liberté contractuelle laissée au monde marchand est l'objet de compromis qui varient dans le temps. Au sein même de ce monde, et entre pairs, les conditions de l'échange peuvent aussi être violées : la détention d'informations privilégiées ou l'accaparement de ressources, qui nuisent à l'égalité dans l'échange, sont prohibés, mais leur identification est difficile, donnant lieu à de multiples aménagements, ce jusqu'à aujourd'hui. Plus largement, écrit F. Trivellato, « même ceux qui croient aux effets bénéfiques de l'essor du crédit privé et public, de nos jours comme par le passé, ne s'entendent pas sur les limites de cette expansion et sur le type de surveillance qui pourrait le mieux prévenir la fraude et l'émergence d'oligopoles² ». Ces contrats sont attaqués comme perturbateurs de la société quand leurs parties prenantes, et plus encore leurs concepteurs, se voient reprocher de remettre en cause l'ordre établi. Mais dès lors que les actes de commerce sont légaux, il faut, pour les contester, prouver la violation des règles du commerce, ou qu'on y a embarqué de force des non-commerçants. Au-delà de comportements particuliers, la tentation est grande d'écarter des concurrents ou de freiner l'expansion du commerce en considérant des catégories d'acteurs comme violant systématiquement ses règles. L'utilisation des Juifs comme boucs émissaires dans ces contextes est une constante de l'histoire européenne depuis au moins le XIII^e siècle. Ainsi, « [l]a pérennité de ce type [l'usurier retors] est un indice de l'attractivité – mais aussi de la fragilité – du fantasme selon lequel la sphère du marché, avant de prendre et après avoir pris le nom de 'capitalisme concurrentiel', serait une zone neutre, non perturbée par les influences extérieures, dans laquelle ne se rencontrent et ne s'affrontent que les forces générées par les échanges commerciaux³ ».

Dans *Juifs et capitalisme*, F. Trivellato suit un fil aussi long que ténu : les reprises de la légende de l'invention juive de la lettre de change dans une série d'œuvres juridiques, philosophiques et historiques allant jusqu'à Max Weber en passant par Montesquieu. Elle montre comment le vieil antijudaïsme médiéval est reconfiguré pour s'adapter au monde des réseaux européens de marchands-banquiers échangeant à large rayon des lettres de change et pratiquant l'assurance maritime. En revanche, si l'on comprend que l'antijudaïsme était exploité pour jeter le doute sur des concurrents ou plus largement remettre en cause l'accès des Juifs à certaines fonctions au nom de pratiques financières opaques ou douteuses, les réformes souhaitables et les organisations nécessaires pour éviter ou sanctionner ces pratiques – elles-mêmes peu spécifiées – ne sont pas vraiment discutées. Or si, comme l'affirme F. Trivellato, « [l]'anonymat du marché est une idée récente [et] reste une réalité insaisissable⁴ »,

1. Voir en particulier Simona CERUTTI, *Justice sommaire. Pratiques et idéaux de justice dans une société d'Ancien Régime*, Turin, XVIII^e siècle, trad. par G. Calafat, Paris, Éd. de l'EHESS, 2021.

2. Francesca TRIVELLATO, *Juifs et capitalisme. Aux origines d'une légende*, trad. par J. Delarun, Paris, Éd. du Seuil, [2019] 2023, p. 16.

3. *Ibid.*, p. 284.

4. *Ibid.*, p. 19.

c'est une idée qui a bénéficié d'un renfort conceptuel important avec l'émergence de l'économie politique et avec le développement des marchés boursiers, devenus sans doute, depuis le milieu du XIX^e siècle, le symbole le plus fort de l'économie capitaliste. Je me propose d'étudier un épisode plus tardif que la période de prédilection de F. Trivellato, durant lequel ce qui est alors devenu l'antisémitisme moderne alimente un débat sur l'organisation des marchés boursiers. Comme au XVII^e siècle, les « Juifs », spéculateurs louches, sont opposés aux intermédiaires officiels, qui ne sont plus présentés comme pieux ou vertueux, mais plutôt (est-ce bien différent ?) comme fiables et solides. Cet épisode permet de spécifier beaucoup plus précisément les caractéristiques du bon et du mauvais marché (celui, naturellement, auquel sont assignés les « Juifs ») que ne peut le faire le cas de la lettre change. Il est aussi l'occasion de voir émerger, dans le débat proprement politique qui a lieu à ce moment-là, une forme de tripartition qui casse la congruence des oppositions entre pro- et anti-marché d'une part, et entre antisémites et le reste de la société d'autre part.

Mondialisation financière et recrudescence de l'antisémitisme

Mon analyse prend pour point d'entrée le moment où, dans les années 1890 en France, la réglementation de la Bourse a été modifiée à deux reprises – seul épisode où j'ai, au cours de mes recherches, eu l'occasion d'observer l'antisémitisme en acte au sein du monde financier. Cet épisode éclaire l'existence de conceptions concurrentes du bon fonctionnement du marché financier, et les raisons pour lesquelles certaines ont pu être attribuées ou assignées aux « Juifs ».

Le contexte, évidemment, n'y est pas étranger. La fin du XIX^e siècle connaît une mondialisation économique et financière sans précédent. La baisse des prix qui en résulte provoque une dépression agricole motivant le retour au protectionnisme (loi Méline, 11 janvier 1892). En matière financière, la France exporte des capitaux en très grande quantité grâce à l'efficace organisation des grandes banques qui placent dans le portefeuille de leur clientèle des titres d'États, d'institutions financières ou de chemins de fer étrangers. Ces titres étrangers représentent alors sans doute environ la moitié de la fortune mobilière des Français, et ils sont activement échangés en Bourse. Les engouements financiers, aux causes variées, sont nombreux, les déconvenues aussi. Dans les années 1880 et 1890, les krachs et scandales se multiplient : le krach de 1882 reste sans doute la plus grave crise boursière française à ce jour. Dû aux déboires à l'étranger de l'Union générale (grande banque créée en 1879), il débouche sur la faillite de la Compagnie des agents de change de Lyon et sur le sauvetage de celle de Paris par la Banque de France. L'économie ne s'en remet pas avant près d'une décennie. Les faillites du Comptoir d'escompte de Paris (1889) et de la Société de dépôts et de comptes courants (1891) comme de la banque Barings à Londres (1890) révèlent les risques immodérés (et parfois illégaux) que prennent les banquiers avec l'argent de leurs déposants, notamment à l'international.

Projet gigantesque, le canal de Panama en difficulté n'obtient le droit d'émettre de vastes emprunts que par la corruption de nombreux hommes politiques, corruption à l'origine d'un vaste scandale en 1892. Sa faillite est une catastrophe pour de très nombreux épargnants. La presse s'affirme d'ailleurs en nouveau pouvoir, faisant de la dénonciation des scandales son arme préférée. L'antisémitisme y est lourdement présent, notamment dans *La Libre Parole* d'Édouard Drumont, qui révèle le scandale de Panama (6 septembre 1892), soulignant le rôle de Cornelius Herz et de Jacques de Reinach plus que de ceux auxquels il n'assigne pas d'identité juive. Drumont a d'ailleurs, dans *La France juive*⁵, inventé la conspiration supposément montée par la banque Rothschild qui serait à l'origine de la chute de l'Union générale⁶ (banque aux proximités catholiques revendiquées). Émile Zola, dont *L'Argent* (1891)⁷ s'inspire précisément de cet épisode, reprend les tropes antisémites lorsqu'il fait parler ses personnages, au risque d'en être contaminé ponctuellement – il clarifie sa position dans son article du *Figaro* « Pour les juifs » paru en 1896⁸. Autre mouvement protestataire, le boulangisme, qui n'a sans doute évité la dérive antisémite que grâce au rôle d'Alfred Naquet en son sein, disparaît à peine (en 1891) quand notre épisode commence. L'affaire Dreyfus éclate en son milieu⁹.

Coïncident donc, sur un fond de mondialisation douloureuse et parfois chaotique, d'une part un moment exceptionnel en termes de scandales financiers dans lesquels nationalisme et antilibéralisme s'additionnent, et d'autre part une vague violente d'antisémitisme s'en prenant systématiquement à la finance « cosmopolite ». On comprend dès lors mieux combien la xénophobie, le nationalisme et l'antisémitisme ont pu être des ressources efficaces pour les luttes de pouvoir au sein du monde boursier. Mais il nous faut d'abord saisir l'organisation complexe du marché boursier parisien.

L'organisation boursière

Un débat aigu émerge, à partir de 1893, à propos de l'organisation de la place boursière de Paris, qui se caractérise de longue date par une bipolarité marquée¹⁰. Légalement, l'intermédiation boursière est assurée par les agents de change, officiers ministériels organisés en une Compagnie officielle. Ceux-ci détiennent le monopole des transactions sur les titres « susceptibles d'être cotés » (en pratique,

5. Édouard DRUMONT, *La France juive. Essai d'histoire contemporaine. Édition populaire illustrée*, Paris, Jules Chéret, [1886] 1892.

6. Jean BOUVIER, *Le krach de l'Union générale, 1878-1885*, Paris, PUF, 1960.

7. Émile ZOLA, *Les Rougon-Macquart*, vol. 18, *L'Argent*, Paris, Charpentier, 1891.

8. *Id.*, « Pour les juifs », *Le Figaro*, 16 mai 1896.

9. Alfred Dreyfus est condamné fin 1894, sans trop de remous. Bernard Lazare publie en 1896 *Une erreur judiciaire. La vérité sur l'affaire Dreyfus* (Paris, P. V. Stock), le « J'accuse... ! Lettre au président de la République » de Zola est lui publié dans *L'Aurore* du 13 janvier 1898.

10. Sur cette organisation et son évolution, voir Paul LAGNEAU-YMONET et Angelo RIVA, *Histoire de la Bourse*, Paris, La Découverte, 2012.

selon une jurisprudence établie depuis 1885 seulement, ceux qu'ils inscrivent à leur cote). À côté de cette institution, les « banquiers en valeurs » ou « coulissiers », dont la plupart ont formé depuis la loi de 1884 un syndicat, réalisent quant à eux des opérations sur les titres non cotés ainsi que des opérations à terme ou à prime (optionnelles) sur les titres cotés. Le marché organisé par la Compagnie des agents de change (CAC) est surnommé le Parquet quand l'autre s'intitule « marché libre » ou « marché en banque », mais est plus familièrement appelé la Coulisse. Ces mots sont eux-mêmes significatifs puisque le « parquet » fait référence à une estrade qui rend visible l'action des agents de change, tandis que l'on soupçonne les coulissiers ou « banquiers en valeurs » d'agir « en coulisse », soit derrière la scène, comme l'iconographie de l'époque en témoigne. On retrouve ainsi le thème de l'opacité des pratiques douteuses que F. Trivellato commente dans son ouvrage.

La Compagnie des agents de change est l'héritière directe de celle qui fut créée en 1724. Elle en garde des habitudes quasi corporatives – même si la religion catholique n'est plus ni une condition d'admission ni une pratique collective du groupe –, chose d'autant plus aisée que ses membres sont peu nombreux (60 pendant presque tout le XIX^e siècle, puis 70 à partir de 1898) et se côtoient quotidiennement. La Compagnie se réunit régulièrement, se dote d'un syndic et d'adjoints, et joue un rôle important dans la vie quotidienne des charges. Celles-ci sont, comme pour les notaires, vénales et transmissibles, leurs prix atteignant dans la seconde moitié du XIX^e siècle des montants élevés (de l'ordre de 2 millions de francs), ce qui impose aux agents de change de se constituer le plus souvent en sociétés. Le « monde » social des agents de change est donc proche de la grande bourgeoisie d'affaires et de la haute administration. Il se distingue de celui des coulissiers dont la surface sociale et financière est moindre (en moyenne)¹¹. On l'a vu, le monopole des agents de change est incomplet, et parfois contourné, et la CAC ne conteste pas aux coulissiers le droit d'échanger des titres non admis à la cote officielle, même si elle n'hésite pas à les leur soustraire en les y cotant dès que les transactions deviennent substantielles. Les opérations des coulissiers sur la dette publique française (la rente) sont également tolérées – dès lors que leur spéculation est plus à la hausse qu'à la baisse –, car l'État les juge indispensables à la liquidité du marché, et donc au placement de ses nouvelles émissions¹². Concernant les autres titres de la cote officielle, les coulissiers

11. Patrick VERLEY, « Les opérateurs du marché financier », in G. GALLAIS-HAMONNO (dir.), *Le marché financier français au XIX^e siècle*, vol. 2, *Aspects quantitatifs des acteurs et des instruments à la Bourse de Paris*, Paris, Publications de la Sorbonne, 2007, p. 22-86.

12. Le terme de spéculation n'est alors pas péjoratif (voir, par exemple, la définition du Littré) et désigne simplement le fait d'acheter uniquement pour revendre avec profit dans un délai court, par opposition au placement fait pour en tirer un revenu futur. En Bourse, les opérations de spéculation s'appuient notamment sur les contrats dits à terme ou à prime (des contrats passés aujourd'hui pour un achat ferme ou optionnel à une date postérieure à un prix déjà fixé), qui se règlent dans la plupart des cas par l'encaissement ou le versement de la différence entre le prix en question et celui du marché au comptant à la date d'échéance du contrat, et non par la livraison effective de titres. Ces contrats sont largement pratiqués depuis longtemps mais viennent alors seulement d'être formellement légalisés par la loi de 1885.

opèrent plus ou moins selon les moments. La CAC peut aller jusqu'à tenter des procès aux plus entreprenants d'entre eux – notamment en 1859 où une condamnation collective affecte significativement le fonctionnement du marché –, mais la mise en œuvre *effective* de leur monopole est rendue compliquée par le mode opératoire de la Coullisse, où les opérations sont décentralisées et où beaucoup sont à terme ou optionnelles et ne débouchent pas sur le transfert réel de titres¹³.

Les microstructures des marchés et l'égalité dans l'échange

Pourtant, comme il est bien connu des professionnels au XIX^e siècle et comme le théorise de manière détaillée depuis trente ans un domaine de la théorie financière nommé « microstructures des marchés financiers », il y a bien plus qu'un monopole et sa contestation marginale dans la coexistence durable de ces deux marchés¹⁴. Un certain nombre de caractéristiques sont cruciales pour comprendre le fonctionnement du Parquet. Interdépendantes, elles forment un système, comme celles de la Coullisse. On peut ainsi non seulement montrer que ces deux marchés sont en fait complémentaires tant par les opérations que par les publics (côté épargnants comme côté émetteurs), mais aussi qu'ils fonctionnent selon des philosophies très différentes, voire opposées¹⁵.

La norme du fonctionnement du Parquet, établie dans les textes légaux et internes qui le régissent et par la jurisprudence, a pour clef l'interdiction (répétée depuis 1724, moment de consolidation conservatrice après les désastres de la rue Quincampoix consécutifs à la banqueroute de Law) pour les membres de celui-ci d'opérer pour leur propre compte : les agents de change sont de purs intermédiaires, qui reçoivent ordres de vente et d'achat et recherchent le prix qui permet de réaliser le plus d'ordres. Ce prix est le résultat de la parfaite concurrence des ordres, au sens où tous *concourent* (comme des droites en un point) à la détermination d'un seul prix, qui est ainsi le même pour tous les clients, tant vendeurs qu'acheteurs. Souvent présentée comme une question morale (« on ne peut pas être juge et partie »), la neutralité de l'intermédiaire est en fait, en langage économique moderne, la solution organisationnelle d'un problème informationnel : puisqu'il est en mesure mieux que quiconque d'observer les ordres qui convergent vers le marché, l'agent de change risque d'être en mesure d'opérer à gain certain, de jouer à coup sûr, anticipant ce qui va se passer peu après sur le marché d'un titre.

13. Par « décentralisé » on entend que les opérations sont réalisées par paires d'échangeurs et non en les réunissant tous ; néanmoins, pour des raisons d'efficacité en l'absence de communications à distance assez performantes, les coullissiers se réunissent quotidiennement en un même lieu.

14. Pour une présentation du domaine, voir Frank DE JONG et Barbara RINDI, *The Microstructure of Financial Markets*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009.

15. Je m'appuie ici principalement sur mon article écrit avec Angelo Riva : Pierre-Cyrille HAUTCŒUR et Angelo RIVA, « The Paris Financial Market in the Nineteenth Century: Complementarities and Competition in Microstructures », *Economic History Review*, 65-4, 2012, p. 1326-1353.

Pour assurer la sincérité du cours qu'il établit, il doit réunir tous les ordres en un même lieu et à un même instant. Pareillement, il n'a pas le droit de pratiquer « l'application », soit appliquer un ordre de vente à un ordre d'achat au sein de sa clientèle sans les apporter avant sur le marché, car cette soustraction menacerait la transparence du marché en masquant l'importance effective des transactions, ce dont, de nouveau, il pourrait tirer profit. Par hypothèse et selon cette conception du marché, les ordres préexistent au marché et y sont réalisés.

La transparence passe aussi par le « cri » des cours, c'est-à-dire par leur proclamation publique immédiate après la confrontation orale des ordres¹⁶. Les clients des agents de change peuvent ainsi aisément vérifier que le cours officiel leur a bien été appliqué. Dans ce cadre, la neutralité des agents de change garantit la neutralité du marché envers tous les participants. Leur rémunération est assurée par un courtage sur les transactions réalisées, dont le maximum est fixé par le ministère des Finances. Pour parachever la sécurité de leur clientèle, les agents de change garantissent enfin par leur patrimoine individuel et par une caisse commune la bonne fin des opérations qui leur sont confiées, c'est-à-dire la livraison de titres à l'authenticité vérifiée ou le paiement effectif des transactions. Ce marché, sécurisé et transparent, vise précisément à rassurer les « petits capitalistes » qui gèrent directement leur portefeuille avec un agent de change, sans toutefois avoir la capacité de venir eux-mêmes en bourse. Il correspond aussi exactement à la norme théorique établie par Léon Walras pour le marché de concurrence parfaite, avec un accès garanti à tous et où aucun intervenant ne bénéficie d'avantage ou de privilège, d'où résulte un prix à la fois juste et exact, ce que les économistes aujourd'hui considèrent comme le marché par excellence¹⁷.

Si le fonctionnement réel du Parquet ne correspond pas parfaitement à cette norme, il ne s'en éloigne toutefois que peu¹⁸. La Coullisse, en revanche, ne prétend

16. La proclamation orale des prix est complétée par la publication rapide de la cote officielle, qui est imprimée dans le sous-sol de la Bourse et diffusée immédiatement après la fin de la séance. Les pratiques sont connues très précisément par une longue série de manuels : ceux destinés à la formation des agents de change et de leurs commis, mais aussi ceux destinés au « spéculateur à la Bourse ».

17. Léon WALRAS, *Éléments d'économie politique pure ou Théorie de la richesse sociale*, Paris, Guillaumin et Cie, 1874-1877. Walras écrit : « Les marchés les mieux organisés sous le rapport de la concurrence sont ceux où les ventes et achats se font à la criée, par l'intermédiaire d'agents tels qu'agents de change, courtiers de commerce, crieurs, qui les centralisent, de telle sorte qu'aucun échange n'ait lieu sans que les conditions en soient annoncées et connues et sans que les vendeurs puissent aller au rabais et les acheteurs à l'enchère. Ainsi fonctionnent les Bourses de fonds publics, les Bourses de commerce, les marchés aux grains, au poisson, etc. » (*ibid.*, p. 44). Dans les *Études d'économie politique appliquée (théorie de la production de la richesse sociale)* (Lausanne, F. Rouge, 1898), Walras confirme à propos des opérations de bourse : « Le marché sur lequel elles s'effectuent est le marché type, en ce sens que c'est un marché rigoureusement organisé sous le rapport de la concurrence » (*ibid.*, p. 408).

18. En pratique, ainsi, les titres les plus activement échangés peuvent donner lieu à plusieurs prix dans la journée après le « fixing » initial (dont la procédure correspond à ce qui a été décrit plus haut) ; tous ces prix sont néanmoins criés et publiés, et les ordres qui sont à leur origine sont aussi proclamés publiquement, comme dans des enchères. Des applications peuvent aussi avoir lieu au *fixing* dans des conditions contrôlées.

pas fonctionner ainsi, mais selon une logique qui n'est pas clairement théorisée ou revendiquée à l'époque, du fait de la force normative du Parquet. Cette logique peut néanmoins être reconstituée à la lumière de la théorie économique actuelle et de ce que l'on connaît par les contemporains (bien que cela passe souvent par les archives, en partie biaisées, de la CAC). Le terme même de Coulisserie est déjà trompeur dans la mesure où il suggère une organisation homogène, alors que si la plupart des usages sont communs à tous ses participants, elle reste longtemps sans véritable organisation. À l'époque qui nous intéresse, le Syndicat des banquiers en valeurs près la Bourse de Paris y pourvoit, mais l'admission y est aisée et les contraintes légères (en témoigne le peu d'archives restantes).

La caractéristique spécifique première des coulissiers consiste dans leur « double capacité » : ils peuvent aussi bien agir en intermédiaires prenant commission (comme les agents de change) qu'acheter ou vendre pour leur propre compte, c'est-à-dire comme des spéculateurs parmi d'autres, ce parce que leurs opérations ne sont pas aussi centralisées que celles du Parquet car se déroulant « au fil de l'eau ». De ce fait, les coulissiers apportent une immédiateté supérieure à celle des agents de change : leurs clients peuvent faire affaire dès lors qu'ils trouvent un coulissier intéressé. Toutefois, cet avantage pour le client en termes de liquidité ne va pas sans risque. En effet, comme le prix est construit bilatéralement, il peut varier d'une transaction à l'autre, d'un client à l'autre, d'un coulissier à l'autre. Si la concurrence entre les coulissiers assure sans doute que les écarts restent généralement faibles, un client pressé ou mal informé peut le payer cher. À la différence du Parquet, la Coulisserie n'est en effet pas soucieuse de l'égalité entre ses clients : les plus importants peuvent négocier les courtages, être servis en premier, obtenir de meilleurs prix. Elle différencie ses tarifs et ses marges en fonction des risques : ainsi le *spread* (l'écart entre ses prix d'achat et de vente pour un même titre au même moment) est-il élevé pour les titres nouveaux, en cours de placement, mais faible pour la dette publique ou autres titres bien établis. Les coulissiers peuvent aussi exploiter en continu l'information sur les ordres qu'ils reçoivent. La transparence n'existe pas : les opérations ont lieu de manière décentralisée, leurs prix ne sont connus que des parties à la transaction¹⁹. Les cours publiés par les journaux pour les valeurs de la Coulisserie sont collectés par certains coulissiers ou par les journaux eux-mêmes, et leur véracité n'est pas garantie, ce qui peut s'avérer un problème

19. Cela se rapproche de la forme théorisée alors par l'économiste britannique Francis Ysidro Edgeworth ; voir notamment sa recension des *Éléments d'économie politique pure* de Walras : Francis Ysidro EDGEWORTH, « The Mathematical Theory of Political Economy: Review of Léon Walras, *Éléments d'économie politique pure* », *Nature*, 40-1036, 1889, p. 434-436, repris dans *id.*, *F.Y. Edgeworth: Mathematical Psychics and Further Paper on Political Economy*, éd. par P. Newman, Oxford, Oxford University Press, 2003, p. 554-557. Les premiers travaux d'Edgeworth sur l'équilibre de marché avec échanges décentralisés datent de 1889. La question de savoir si les prix d'échanges décentralisés convergent vers ceux du marché centralisé donne lieu par la suite à une importante littérature économique : voir Andrés ALVAREZ, « Price-Takers vs. Great Numbers: A Critique of the Edgeworth - Walras Convergence à la Debreu - Scarf », *Cahiers d'économie politique*, 63-2, 2012, p. 77-107.

sérieux à une époque connue pour la corruption de la presse financière²⁰. Enfin, les opérations effectuées avec un coulissier ne sont garanties que par ses propres capitaux, aucune solidarité n'existant avec ses pairs. C'est donc d'abord, là aussi, leur réputation au sein de réseaux professionnels qui assure leur existence, ce qui est cohérent avec le principe d'une activité moins tournée vers les particuliers que vers les financiers. Sans surprise, tandis que les clients des agents de change sont principalement nationaux, les coulissiers assurent les connexions internationales et les arbitrages qu'elles permettent entre différentes places financières, à une époque où nombre d'emprunteurs internationaux émettent simultanément sur plusieurs de ces places. On ne s'étonnera pas que la logique de la Coullisse ne soit pas de constituer une plateforme d'intermédiation au service du marché mais de *faire* le marché, une logique d'efficacité plus que de justice formelle : la liquidité qui y règne assure aux clients la réalisation rapide et satisfaisante de leurs opérations. Les plus actifs, les plus entreprenants, les mieux informés, parfois aussi les plus puissants ou les plus aventureux, réalisent un gain plus élevé à l'échange, qu'ils soient clients ou intermédiaires.

Les deux marchés fonctionnent ainsi de manières structurellement différentes. Ils sont à la fois concurrents (à la marge) et complémentaires (en termes de clientèles, de tailles d'opérations, de types de titres), les caractéristiques techniques de chacun formant un ensemble cohérent. La clientèle du Parquet comprend de nombreux particuliers, peu informés et prudents, qui opèrent surtout au comptant et demandent beaucoup de garanties²¹. Cette dispersion implique des capacités techniques importantes de compensation (entre les titres et les paiements des différents intermédiaires) et de livraison. Or, une compensation multilatérale demande une organisation très structurée. Elle suppose aussi une confiance entre les participants, puisque des créances sur l'un peuvent être remplacées par des créances sur d'autres. L'existence d'une organisation stricte capable de surveiller et de sanctionner ses membres en est la condition. Le bon fonctionnement du Parquet requiert ainsi un nombre limité d'agents de change, qui acceptent une solidarité financière forte et donc exigent des garanties élevées comme un contrôle sur les admissions au sein de leur « corporation », et ce davantage encore pour la garantie collective

20. Vincent BIGNON et Marc FLANDREAU, « The Economics of Badmouthing: Libel Law and the Underworld of the Financial Press in France before World War I », *The Journal of Economic History*, 71-3, 2011, p. 616-653. Un journal est cependant publié depuis les années 1870 par l'une des maisons de Coullisse les plus connues et acquiert peu à peu une réputation de fiabilité.

21. Les économistes libéraux de l'époque insistent régulièrement, pour des raisons politiques, sur le nombre élevé des « petits porteurs », mais la détention de titres, en particulier d'actions, reste très concentrée. Voir Thomas PIKETTY, Gilles POSTEL-VINAY et Jean-Laurent ROSENTHAL, « Wealth Concentration in a Developing Economy: Paris and France, 1807-1994 », *American Economic Review*, 96-1, 2006, p. 236-256, en réponse implicite aux « chemineaux de l'épargne » d'Alfred Neymarck (*Les chemineaux de l'épargne, communication faite à la Société statistique de Paris (séance du 5 mars 1911)*, Paris, F. Alcan, 1911). Reste que les transactions sont intenses sur des titres comme la rente sur l'État et les obligations des grandes compagnies de chemins de fer ou du Crédit foncier (d'ailleurs garanties par l'État), qui totalisent certainement plus d'un million de porteurs.

donnée à la bonne fin des opérations, élément essentiel de l'attractivité du Parquet auprès des particuliers²². Inversement, les professionnels et investisseurs informés se savent responsables des risques qu'ils prennent dans une Coullisse où ni solidarité collective ni compensation centralisée n'existent²³. En outre, la Coullisse n'a pas besoin d'une organisation intégrée parce qu'elle se concentre sur de grosses opérations à terme et à prime pour lesquelles la liquidation est plus simple²⁴.

Si Parquet comme Coullisse peuvent ainsi être vus chacun comme cohérent, voire comme constituant conjointement un système, il n'en reste pas moins qu'ils sont d'abord perçus comme opposés par des commentateurs qui distinguent les opérations réalisées en toute sécurité et au vu de tous et celles qui se déroulent dans l'ombre et à risque ; d'un côté les respectables officiers ministériels, de l'autre de douteux intermédiaires, parfois étrangers et souvent tenus pour juifs.

Les réformes et le dévoilement des positions

Deux réformes du fonctionnement du marché boursier ont lieu en 1893 et 1898 en sens opposés, et permettent de comprendre les attitudes des différentes forces politiques sur ce sujet, et plus largement leur philosophie politique du marché. Si chacune des deux réformes a son origine propre, le débat est unique et nous le traitons en un seul bloc pour éviter redites et confusions. Dans les deux cas, le contexte donne l'occasion à quelques députés de pousser une réforme, mais le résultat reste longtemps incertain et le débat public y joue un rôle important. Ainsi, la première réforme est lancée par Antoine Jourde, l'un des premiers députés socialistes récemment élus à la Chambre²⁵. Pour répondre aux scandales financiers, il propose une taxation des opérations de bourse. Alors que le gouvernement est d'abord réticent, Jourde obtient

22. Le fait que le Parquet soit conçu pour les particuliers, y compris relativement « petits », ne veut pas dire que les professionnels n'y opèrent pas. Leurs opérations, en particulier à terme, représentent même l'essentiel du volume total, et la sécurité a aussi une valeur à leurs yeux.

23. On notera d'ailleurs que la Bourse de Londres – où les intermédiaires ont le plus souvent la double capacité – a vu bien plus tôt qu'à Paris les particuliers cesser d'effectuer leurs placements directement et recourir à des fonds d'investissement, qui sont déjà assez développés à l'époque qui nous intéresse. Voir David CHAMBERS et Rui ESTEVES, « The First Global Emerging Markets Investor: Foreign and Colonial Investment Trust, 1880-1913 », *Explorations in Economic History*, 52, 2014, p. 1-21 ; Janette RUTTERFORD, « Learning from One Another's Mistakes: Investment Trusts in the UK and the US, 1868-1940 », *Financial History Review*, 16-2, 2009, p. 157-181.

24. Même si ce n'est pas son point le plus fort relativement, les opérations à terme sont également très importantes au Parquet, dont les garanties de sécurité de la bonne fin des transactions ont d'ailleurs fini par convaincre politiciens et juges de la nécessité de légaliser ces opérations en 1885. Voir Paul LAGNEAU-YMONET et Angelo RIVA, « Trading Forward: The Paris Bourse in the Nineteenth Century », *Business History*, 60-2, 2018, p. 257-280.

25. Sur le contexte politique de la réforme, voir Elsa MASSOC, « Taxing Stock Transfers in the First Golden Age of Financial Capitalism: Political Salience and the Limits on the Power of Finance », *Socio-Economic Review*, 17-3, 2019, p. 503-522.

l'adoption de l'impôt le 12 décembre 1892 grâce au ralliement des conservateurs de tradition catholique hostiles à la finance et au soutien de l'opinion publique. C'est alors seulement que notre débat spécifique commence. Sitôt l'impôt adopté à leur grand dam, coulissiers et agents de change rivalisent pour le payer. Le paradoxe n'est qu'apparent, car de fait, la question technique du versement de l'impôt remet en cause le *modus vivendi* existant entre eux. Si seuls les agents de change pouvaient payer l'impôt, les coulissiers seraient forcés de passer par eux sauf à se mettre en situation de fraude fiscale. Inversement, faire payer l'impôt aux coulissiers conduirait à légaliser leur activité et à supprimer le privilège des agents de change.

Le débat parmi les experts est vif. Il porte en premier lieu sur la question du monopole des agents de change, les coulissiers devenant les hérauts de la concurrence. Les banques, qui font en cachette des applications entre les ordres de leur clientèle et utilisent la Coulisse pour placer les titres qu'elles émettent, défendent la légalisation de la Coulisse au nom de la lutte contre les monopoles²⁶. Les économistes libéraux attaquent le monopole des agents de change et contestent l'affirmation selon laquelle ceux-ci auraient commis moins d'entorses à la moralité que les coulissiers²⁷. C'est de fait un terrain d'affrontement politique possible. La France des années 1890 n'a pas de lois contre les monopoles mais contre l'accaparement, qui se concentre plutôt sur les répercussions sur les prix que sur l'organisation supposée monopoliste. Une partie des conservateurs sont acquis à l'idée qu'il faut laisser émerger de grandes entreprises pour stabiliser les marchés et se protéger contre les géants étrangers, tandis que les « républicains » sont d'ordinaire libéraux et pro-concurrence²⁸. Dans le cas de la Bourse, discuter du monopole des agents de change tend néanmoins à masquer le problème le plus important : les risques d'abus d'information ou de position dominante non pas des intermédiaires mais des parties prenantes des échanges. Comme le fait remarquer la CAC, l'organisation centralisée (et donc par principe monopolistique) qu'elle met en œuvre assure la concurrence sur ce marché bien plus important que le marché du service d'intermédiation. L'ouverture de ce dernier pourrait laisser le champ libre à l'exercice de pouvoir de monopole sur le marché des produits financiers eux-mêmes. Or, s'il est possible de contrôler les profits des agents de change, il apparaît plus compliqué de

26. Il n'est pas jusqu'aux notaires qui ne pratiquent occasionnellement des applications, comme il est déjà mentionné dans l'ouvrage de François-Étienne MOLLOT, *Bourses de commerce, agents de change et courtiers* (Paris, Cotillon, [1831] 1853). Dès les années 1870, un *Journal des valeurs non cotées*, propriété de la Caisse des intérêts financiers et industriels, publie un certain nombre des prix qu'ils établissent, ce qui témoigne de leur désir de prendre leur place sur le marché. À partir de 1896, à la suite de l'ouverture du marché boursier, ce journal est d'ailleurs renommé *Cote authentique des valeurs de banque et de Bourse vendues devant notaires* et survit même à la restauration du monopole.

27. Alphonse COURTOIS, « La Bourse de Paris, agents de change et coulissiers, la spéculation, étrangers et juifs », *Journal des économistes*, 52-13, 1893, p. 329-337.

28. Alessandro STANZIANI, « Marchés à terme, accaparement et monopoles en France, fin XVIII^e-1914 », in N. LEVRATTO et A. STANZIANI (dir.), *Le capitalisme au futur antérieur. Crédit et spéculation en France, fin XVIII^e-début XX^e siècles*, Bruxelles, Bruylant, 2011, p. 69-105 ; et Riccardo ROSOLINO, *Coutervailing Powers: The Political Economy of Market, before and after Adam Smith*, Cham, Palgrave Macmillan, 2020.

ne serait-ce qu'observer ceux des parties prenantes du marché financier en général. Dans les débats des économistes de l'époque, l'un des points d'achoppement est que des échanges décentralisés pourraient aboutir à ce que les échangistes les plus puissants obtiennent un partage plus favorable du gain conjoint à l'échange²⁹. Il n'est donc pas surprenant que, dans le débat entre Coullisse et Parquet, les grandes banques, seules à pouvoir peser sur le marché si son organisation leur laisse les mains libres, prennent le parti de la première. En réponse, elles remettent en question l'argument de la sécurité supérieure du Parquet en rappelant que le dernier syndic de la Compagnie a refusé de payer les dettes de deux agents qui ont fait faillite pour des opérations irrégulières en 1886 et 1888.

Dans ce débat technique complexe, l'opinion pèse fortement. Les archives de la CAC montrent que celle-ci n'hésite pas à distribuer de larges subsides à la presse pour soutenir ses positions, y compris par des arguments nationalistes et anti-sémites (alors même que plusieurs agents de change sont juifs, le plus récent étant nommé en 1893). En particulier, elle fournit des listes de coulissiers mentionnant ceux qui sont considérés comme juifs ou allemands³⁰. Un regard rapide sur la presse de l'époque permet de dresser un constat sans équivoque. Ainsi, *L'Intransigeant* du 25 février 1893 rend compte du débat parlementaire, reprend les chiffres de la CAC sur les coulissiers étrangers et conclut : « Les deux tiers des coulissiers sont des étrangers qui spéculent à leur gré avec l'or des naïfs sur le marché français », suggérant « qu'on expulse purement et simplement tous les juifs allemands ou italiens qui viennent voler en France l'argent de nos nationaux »³¹. Ailleurs : « Il est incontestable que les agents de change, qui sont Français, tandis que la Coullisse est composée en grande partie de Juifs allemands, présentent plus de garanties que les coulissiers qui, pour toucher un courtage quelconque, inondent le marché de papiers absolument fantastiques³². » Sans évaluer la récurrence de tels propos, il ne fait aucun doute qu'ils sont tenus sans restriction, et que si le nationalisme est systématique, l'antisémitisme est au moins fréquent. Les coulissiers répondent d'ailleurs en moquant cet antisémitisme d'un autre temps, mais non sans mobiliser eux-mêmes la presse³³. Il semble donc bien que l'antisémitisme ait servi concrètement d'instrument de mobilisation de l'opinion en faveur du Parquet, malgré la technicité de la question.

29. Rodolphe DOS SANTOS FERREIRA, « Guerre et paix. Variations sur la notion de concurrence au siècle de Cournot », *Revue économique*, 55-3, 2004, p. 543-556.

30. Pierre-Cyrille HAUTCŒUR, Amir REZAEI et Angelo RIVA, « Competition between Securities Markets: Stock Exchange Industry Regulation in the Paris Financial Center at the Turn of the Twentieth Century », *Cliometrica*, 17, 2023, p. 261-299.

31. « Agents de change. – Coulissiers », *L'Intransigeant*, 4609, 25 févr. 1893, p. 1-2, ici p. 2.

32. *L'or et l'argent*, 9, 16 oct. 1895, p. 1.

33. Ainsi, une feuille de chou domiciliée square de la Bourse, face au Crédit lyonnais, lieu habituel de réunion de la Coullisse, ironise dans un éditorial du 27 février 1898 (en plein débat parlementaire) sur l'antisémitisme des agents de change et sur l'abandon de leurs traditions catholiques (*Le Knouteur*, 2, 27 févr. 1898, p. 1). Plusieurs journaux reprennent une information de *L'Intransigeant* annonçant la création d'un journal par un groupe de coulissiers « juifs, syriens, levantins et surtout allemands, furieux de voir leurs intérêts menacés, battus en brèche au profit des maisons de Bourse françaises » (*Le courrier de Tarn-et-Garonne*, 18 mars 1898, p. 1), et soupçonnent ce journal d'être aussi dreyfusard.

En 1893, ce débat trouve sa résolution dans le sens libéral du gouvernement : la Coulisse obtient le droit de payer l'impôt, ce qui de fait légitime ses opérations sur tous les titres et supprime le monopole des agents de change. Dans les années qui suivent, les deux marchés continuent à fonctionner parallèlement. La Coulisse réalise les deux tiers des recettes de l'impôt, bien que les opérations à terme et optionnelles, sa spécialité, soient moins taxées que les opérations au comptant. Mais en novembre 1895, un krach affecte les titres de mines d'or sud-africaines, massivement introduits par la Coulisse dans les années précédentes. Le Parquet en profite pour reprendre l'initiative et obtient du gouvernement conservateur de Jules Méline le retour au monopole, qui s'accompagne d'une institutionnalisation de la solidarité au sein du Parquet, mais débouche sur le report à Bruxelles d'une partie des opérations de la Coulisse et sur une relative stagnation des opérations pendant les deux décennies suivantes³⁴.

La durée du débat a conduit à une meilleure compréhension de ses enjeux chez les hommes politiques et à la construction non pas seulement de deux, mais bien de trois positions distinctes. Le 8 mars 1898, René Viviani fait un discours fleuve à la Chambre contre l'amendement Fleury-Ravarin qui rétablit le monopole. Il démontre une compréhension profonde des protections qu'offrent les obligations légales du Parquet et milite pour leur généralisation. Il estime possible d'ouvrir le Parquet à tous les intermédiaires, sous réserve d'un examen de compétence et de critères formels d'honnêteté³⁵. Il ne croit pas que l'entre-soi des agents de change soit une nécessité, mais pas non plus que la généralisation de la double capacité (sur le modèle londonien) assurerait une concurrence suffisante pour remplacer la neutralité des intermédiaires : les deux groupes sont renvoyés dos à dos. Il rappelle d'ailleurs leur coopération quotidienne et leur complicité dans nombre d'affaires douteuses. Il souligne le peu de cas qu'ils y ont alors fait de l'intérêt national (et ce, quelle que fût leur nationalité). Il plaide finalement, d'une certaine manière comme Walras, pour une Bourse « service public » ou infrastructure chargée de l'établissement neutre et presque mécanique des prix justes, pour une Bourse garante d'une concurrence non biaisée entre tous les acheteurs et vendeurs de titres plutôt que visant à maximiser la liquidité³⁶. Pour que cette Bourse ne dévie

34. Voir l'intervention de M. Tricard, vice-président de la Chambre syndicale des coulissiers devant la commission du budget le 23 janvier 1893, où il donne l'exemple d'un titre passé lors du *modus vivendi* de 1892 de la Coulisse au Parquet et affirme que la négociation de grosses opérations est devenue plus lente et difficile, de sorte que les transactions ont fortement diminué (*Paris-Capital*, 4, 25 janv. 1893, p. 1). Il prétend aussi que les prix obtenus sont moins volatils, ce que notre recherche empirique récente contredit, démontrant ainsi les profits qu'en tirent les coulissiers ou autres arbitragistes (P.-C. HAUTCŒUR, A. REZAEI et A. RIVA, « Competition between Securities Markets », art. cit.).

35. *Journal officiel*, séance du 8 mars 1898, p. 1061-1069.

36. On rappelle l'image usuelle sur le rôle des intermédiaires pour Walras : les « commissaires-priseurs ». Sur cette position de Walras, voir Pierre DOCKÈS et Jean-Pierre POTIER, « Léon Walras et le statut de la concurrence : une étude à partir des *Éléments d'économie politique pure* », in G. BENSIMON (dir.), *Histoire des représentations du marché*, Paris, Michel Houdiard, 2005, p. 336-391, et Jean-Pierre POTIER, « Léon Walras, un économiste socialiste libéral », in J.-L. FOURNEL, J. GUILHAUMOU et J.-P. POTIER (dir.), *Libertés et libéralisme. Formation et*

pas de sa neutralité et ne perde jamais de vue l'intérêt public, il demande même son contrôle par la Cour des comptes. Il clarifie ainsi une nouvelle et troisième position par rapport à la position « corporatiste » des conservateurs défenseurs des agents de change et à celle, libérale, tendant à fusionner marché de l'intermédiation et marché des titres³⁷. Cette troisième voie, on le devine, est aussi hostile à l'antisémitisme qu'au marché dérégulé³⁸. Se fait donc jour un raisonnement qui disjoint antisémitisme et demande de régulation financière, alors que ces deux éléments avaient jusque-là été réunis par une large fraction de la droite conservatrice. Cette troisième voie, bien sûr, ne saurait alors devenir majoritaire, et c'est finalement la tentation du conservatisme qui l'emporte. Le gouvernement Méline appuie l'amendement Fleury-Ravarin qui rétablit *de facto, via* le bordereau nécessaire au paiement de l'impôt, le monopole des agents de change.

Dans les années 1890, un débat public et parlementaire autour de l'organisation du marché boursier et de la mise en place d'un impôt marginal révèle ainsi des divergences profondes. D'un côté, les « républicains » font confiance à l'ordre spontané de la finance peu régulée. De l'autre, les conservateurs invoquent un souci d'ordre moral et une inquiétude nationaliste pour requérir une réglementation de tradition corporatiste. Les premiers sont partisans de la Coullisse, marché libre où la spéculation permet de créer une forte liquidité. Les seconds privilégient la sécurité des « petits porteurs », rentiers faisant peu de transactions et se méfiant des intermédiaires, spécialement s'ils sont étrangers ou juifs. L'assimilation des coulissiers aux étrangers et aux Juifs, alors conjointement accusés d'avoir détourné l'épargne française vers des aventures étrangères inconsidérées – si ce n'est d'avoir travaillé au profit d'intérêts étrangers –, permet aux agents de change de tirer parti de l'antisémitisme ambiant pour finalement maintenir et même renforcer leur monopole. Face à ce ballet opposant libéraux et conservateurs catholiques depuis des siècles – une histoire que l'étude récente de F. Trivellato vient éclairer d'un jour nouveau –, de nouveaux acteurs apparaissent en cette fin de siècle : les socialistes. Ceux-ci mettent en avant une exigence de justice politique et économique pour

circulation des concepts, Lyon, ENS éditions, 2012, p. 259-282. On notera qu'à l'époque, Walras, socialiste, est très mal reçu par les économistes français dominés par un libéralisme souvent doctrinaire.

37. Sur la tripartition politique de la Belle Époque, voir Julia CAGÉ et Thomas PIKETTY, *Une histoire du conflit politique. Élections et inégalités sociales en France, 1789-2022*, Paris, Éd. du Seuil, 2023.

38. Viviani dit clairement qu'il est méfiant envers des financiers souvent prompts à aller contre l'intérêt national, et ce « qu'ils soient Français depuis trois siècles ou depuis trois jours » (*Journal officiel*, séance du 8 mars 1898, p. 1061-1069, ici p. 1064). *L'Humanité nouvelle* sera encore plus claire : « Il y a des banquiers juifs, c'est vrai ; mais est ce que ces banquiers pratiquent l'usure et la faillite fructueuse autrement que les banquiers non juifs ? [...] Nous sommes les adversaires des juifs bourgeois et capitalistes, parce qu'ils sont bourgeois et capitalistes, et non parce qu'ils sont juifs » (*L'Humanité nouvelle*, 1^{er} janv. 1900, p. 1).

proposer une réglementation qui revendique aussi l'efficacité au nom de l'autorité de la science. Ils privilégient les prix justes sur la liquidité, l'épargne durable sur la spéculation, rejettent tant les privilèges des agents de change que les délits d'initiés des coulissiers au profit d'une Bourse neutre, service public des prix. Comme les libéraux, ils condamnent tout antisémitisme. Comme les conservateurs, ils soulignent les risques du capitalisme libéral. S'ils ne gagnent pas, ils contribuent néanmoins au développement de l'idée que des institutions de marché neutres et efficaces peuvent être instaurées par l'État, une idée qui les précède mais fleurit en partie grâce à eux au ^{xx}e siècle. Plus d'un siècle plus tard, le monopole rétabli en 1898 a été emporté, mais la garantie de l'égalité dans l'échange reste un enjeu pour nos sociétés, si bien que les positions que nous venons de discuter ne sont guère différentes de celles dont nous débattons aujourd'hui.

Pierre-Cyrille Hautcoeur
EHESS – Paris School of Economics
pierre-cyrille.hautcoeur@ehess.fr

