Comment émerge un indice boursier ? Histoire du BEL 20

How does a stock market index emerge? History of the BEL 20

Tom DUTERME. Aspirant FNRS (UCLouvain, CriDIS & LFIN)

Adresse professionnelle : Place des Doyens 1, 1348 Louvain-la-Neuve

Adresse e-mail : tom.duterme@uclouvain.com

Résumé :

Cet article retrace l'émergence du principal indice boursier belge (BEL 20), à travers une revue des autres indices qui ont, tout au long du XXe siècle, fait autorité à la Bourse de Bruxelles. L'étude des méthodologies mobilisées et des publics représentés met au jour la variété des significations – autant cognitives que politiques – que peut cristalliser un indice boursier, mais aussi les raisons du succès du BEL 20 dans cette lutte entre « conventions financières ».

This article traces the emergence of the main Belgian stock market index (BEL 20), through a review of the other indices that have been the authority on the Brussels Stock Exchange throughout the 20th century. The study of the methodologies used, and the audiences represented reveals the variety of meanings - both cognitive and political - that a stock market index can crystallize, but also the reasons for the success of the BEL 20 in this struggle between "financial conventions".

Mots-clés :

Quantification, Indicateur économique, Finance, Convention, Histoire

Quantification, Economic Indicator, Finance, Convention, History

1. Introduction

Lorsqu'une enquête historique porte sur un objet cognitif (théorie, discipline, concept…), elle a tendance à choisir un camp : soit, elle retrace les innovations intellectuelles qui ont mené à la technique actuelle ; soit, elle dévoile les forces extra-scientifiques qui, *en fait*, ont guidé l'évolution de l'objet étudié. La première apparaitra évolutionniste et trop peu réflexive aux yeux de la deuxième qui, elle, sera jugée réductionniste, voire conspirationniste. C'est ce clivage entre histoire interne et histoire externe – « cette distinction stérilisante » [Desrosières, 2010, p. 439] – que la sociologie de la quantification invite à dépasser, en considérant à la fois les influences externes (religieuses, politiques, économiques…) *et* les singularités techniques des objets cognitifs qui opposent toujours une résistance en *traduisant* ces influences (plutôt qu'en les *reflétant* [Latour, 2005]). À partir de cette troisième approche, les enjeux politiques *et* cognitifs de la constitution d'indicateurs économiques, comme l'indice des prix à la consommation [Jany-Catrice, 2019] et les indicateurs de richesse [Thiry, 2012 ; Gadrey et Jany-Catrice, 2012], ont pu être mis au jour. Cet article propose d'adopter une démarche analogue pour étudier les indices boursiers. Plusieurs histoires du *Dow Jones* ont déjà été publiées : celle de Stillman [1986] adopte un point de vue internaliste, tandis que celle de Goede [2005] se focalise sur les luttes politiques et effets de légitimation de l'indice aux dépens des techniques méthodologiques à peine mentionnées. Plus proche de la perspective initiée par Desrosières, Hautcœur [2006] a exposé certaines raisons du faible intérêt pour les indices boursiers dans la France de la première moitié du XXe siècle.

Nous nous concentrerons sur les indices de la Bourse de Bruxelles, qui n'ont jusqu'ici fait l'objet d'aucune étude historique – ni interne ni externe. Sur le plan méthodologique, cet article se fonde donc principalement sur une analyse d'archives[1], ainsi que – pour la période plus récente – sur douze entretiens avec les employés d'Euronext Bruxelles. Afin de saisir la pluralité des enjeux de leur évolution, nous examinerons ces objets statistiques comme des « investissements de forme » [Thévenot, 1986] : la mise en forme indicielle doit remplir certaines conditions (économiques, mais aussi cognitives et politiques) pour que « tienne » la réalité qu'elle entend *représenter*[2]. Ni arbitraire ni dictée par le bon sens, la forme des sept indices belges présentés apparaitra donc comme le fruit d'un précaire compromis entre différents coûts et rendements, irréductible à un état de choses externe (« les intérêts des agents de change », « le capitalisme financiarisé »…) ou à la logique des choses. Cette histoire se divise en trois périodes : de 1919 à la Seconde Guerre mondiale, un seul indice – celui du *Monimat*, puis de la Banque nationale – règne sur l'étroite communauté boursière ; lors des Trente Glorieuses, les indices de l'Institut national de statistique, de la Kredietbank, de l'*Agefi* et de la Commission de la Bourse se spécialisent, chacun tâchant de séduire un public particulier ; au début des années 1990, enfin, l'indice BEL 20 devient un outil commercial au service des nouveaux acteurs financiers.

[1] La plupart des archives a été consultée à l'Université catholique de Louvain, à la Bibliothèque royale de Belgique et au StudieCentrum voor Onderneming en Beurs de l'Université d'Anvers.

[2] Au triple sens politique, statistique et cognitif identifié par Desrosières et Thévenot [1988] lorsqu'ils mettent respectivement en évidence « le travail social et politique de construction d'une identité collective, la mise en équivalence qu'établit la nomenclature, et les images mentales de cette catégorie » [*Ibid*, p. 32].

2. Les sept indices de la Bourse de Bruxelles

2.1. Contexte de naissance

Le développement des indices boursiers est subordonné à celui des places financières et de la statistique économique. D'un côté, il fallut attendre les trente dernières années du XIXe siècle pour que la Bourse de Bruxelles, fondée en 1801 par Napoléon, profite de l'essor industriel et élargisse sa cotation[3]. De l'autre, seuls le tournant probabiliste de la physique (via Maxwell, puis Heisenberg) et la dilution de l'inclination démographique de la statistique ont permis, à la fin du XIXe siècle, la rencontre entre économistes et statisticiens, les premiers refusant jusque-là d'altérer l'éclat de la théorie avec l'incertitude de la statistique [Desrosières, 2010]. À partir de ce couplage, différents intellectuels – souvent mandatés par une autorité préoccupée par l'inflation ou, ce qui était considéré comme équivalent, la perte de valeur de l'or [Kendall, 1969] – défricheront les problématiques théoriques entourant les indicateurs économiques : représentativité du panier, standardisation temporelle, critères de pondération, etc. Joseph Lowe établit une première systématisation qui fera date, sous la forme d'un tableau dont l'auteur avait saisi l'enjeu conventionnel : « What, it may be asked, would be the consequence of our possessing a table such as we have supposed? The ascertaining on grounds that would admit no doubt or dispute » [Lowe, 1822, p. 278]. Bien qu'aucune innovation ne soit ensuite venue bouleverser la théorie des indices, l'implication de revues au large public (en particulier *The Economist*) et d'intellectuels établis (Edgeworth, Marshall, Bowley…) permit de propager cet objet nouveau et – plus important encore – de l'insérer dans un réseau conceptuel lui assurant consistance théorique et légitimité politique[4].

Ce climat favorisa une multitude d'initiatives, souvent privées, qui soumirent leur production à l'*épreuve du public* : mon indice séduira-t-il suffisamment le public visé pour qu'il s'y réfère ? Logiquement, ne nous sont parvenus que les cas victorieux, mais il est peu risqué d'avancer que de nombreuses statistiques n'ont pas résisté à l'épreuve du public, demeurant dans l'invisibilité du stade préconventionnel. Parmi les premiers sacres figure l'*index number* de *The Economist* : cet indice reprenant les prix de 22 (puis 44) marchandises fut considéré par le Congrès américain comme « the best-known time series and calculations of prices relatives » [U.S. Congress. Senate. Committee on Finance, 1893] et constitua la source d'inspiration explicite du premier indice de la Bourse de Bruxelles (d'ailleurs intitulé *index*), celui du *Moniteur des Intérêts Matériels* (*Monimat*).

2.2. Un indice pour un lectorat : la boussole du capitaliste

Paru de 1851 jusqu'au début des années 1960, le *Monimat* traite, selon son sous-titre, de « tout ce qui a rapport au bien-être général, hormis la politique ». Il constitue l'un des rares titres à avoir su, par la renommée et dans la durée, se distinguer du « maquis de feuilles

[3] Le nombre de valeurs cotées s'amplifia surtout au tournant du siècle, passant de 400 en 1875 à 2200 en 1913 [Dumoulin, 1992].

[4] La dénomination que la postérité accorda aux deux formes indicielles principales (indices de Laspeyres et Paasche) peut être lue comme un signal chronologique de stabilisation ; ces deux indices de prix sont des cas particuliers de l'indice de Lowe (1822), publiés par Laspeyres et Paasche en 1871. Le premier pondère le rapport des prix par des poids fixes, le second par des poids correspondant à l'année courante.

boursières » qui inonda la place bruxelloise entre 1863 et 1914[5]. Le *Monimat* est adressé à l'élite financière francophone : en une dizaine de pages, ce public trouvera de quoi appuyer ses placements (cours belges et étrangers) et conforter ses sentiments (opinion économiquement libérale, culturellement conservatrice). L'indice voit le jour en une de l'édition du 1e juin 1919 ; la Bourse de Bruxelles est alors à son apogée, dopée par l'intégration de nombreuses entreprises coloniales que Léopold II céda à l'État belge [Annaert et Buelens, 2011]. Moyenne non pondérée d'un « lot de valeurs [qui ne seront pas nommées], les plus vivantes, celles qui reflètent la physionomie du groupe dont elles sont extraites » [01/06/1919], il peut paraitre fruste. C'est en tous cas l'avis de l'universitaire Ben-Serge Chlepner qui estime que ces indices « présentent plusieurs défauts dont le principal est d'être basé sur la simple comparaison des cours de certains titres à un moment donné aux cours du 31 décembre 1913 » [Chlepner, 1930, p. 126]. Doit-on dès lors préférer, comme l'y invite Chlepner, un indice alternatif « établi sur une base plus rigoureuse et par une méthode scientifique » [*Ibid*, p. 127] ? Et conclure que ce premier indice fut une tentative ratée ? Le cas échéant, nous serions bien en peine de comprendre l'influence qu'a exercée l'indice du *Monimat* sur le milieu boursier, sauf à se dérober en regrettant une irrationalité. S'il fut si consistant de 1919 à 1928, c'est parce que cet indice correspondait à une logique d'action qui n'est pas à trouver dans le degré de sophistication technique de la statistique. Preuve en est qu'au terme des trois paragraphes méthodologiques que Chlepner aurait jugé superficiels et expéditifs, l'article du *Monimat* poursuit : « Ces explications – un peu longues, mais nécessaires – données, … »

La logique d'action que cristallise l'indice du *Monimat* est plutôt celle d'une « rationalisation encastrée ». Ce premier indice *représente* un objet statistique suffisamment raffiné pour satisfaire la prétention d'objectivité qu'il revêt et que recherche une partie du monde boursier, et suffisamment grossier pour être accessible à (et accepté par) ce même public (dont les rédacteurs du *Monimat* sont très proches, socialement et physiquement, lorsqu'ils n'en sont pas membres). Saisi comme « investissement de forme » [Thévenot, 1986], l'indice boursier est coûteux : économiquement (droits d'utilisation des données, temps de travail…), cognitivement (dans toute statistique, « quelque chose est sacrifié (la contingence, la multiplicité des cas singuliers) » [Desrosières, 2010, p. 139]), mais aussi politiquement (nécessité, pour devenir conventionnel, d'écarter les moyens de coordination alternatifs). En l'occurrence, ce dernier coût impliqua le déclassement du mode d'évaluation des cours alors dominant : le flair professionnel. Dans le régime corporatiste des agents de change, l'apprenti – au cours d'un stage de six ans – héritait d'un « sens du marché » : « Par commune initiation, il faut entendre non seulement une commune connaissance des règles de fonctionnement des jeux boursiers, mais aussi une formation commune de l'intuition du cours à venir » [Godechot, 2001, p. 39].

L'ouverture du « marché de l'information » – dont les titres de presse furent les protagonistes – déstabilisa cette infrastructure cognitive, en mettant à disposition de l'agent de change (mais pas uniquement !) un instrument d'évaluation alternatif à l'instinct hérité : la

[5] La réforme libérale de 1867 affaiblissant le monopole des agents de change, ainsi que le développement des moyens de communication (télégraphe et téléphone) permirent une première publicisation de la Bourse. Le « marché informationnel » en résultant sera corrompu (placement d'annonces acheté par actions) et très compétitif : entre 1863 et 1914, 350 titres furent créés [Dumoulin, 1992].

statistique boursière. Une confrontation analogue apparut à peu près au même moment et dans les mêmes circonstances sur le marché de l'information médicale : la clinique naissante, fondée sur la codification de traitements testés statistiquement, rencontra la résistance d'un savoir intuitif, nourri par la tradition et l'expérimentation locale. Ces médecins traditionnels refusaient la désingularisation d'un art qu'ils jugeaient propre au colloque privé avec un patient particulier [Desrosières, 2010]. Pour éviter un rejet similaire, le *Monimat*, probablement sans le percevoir comme une contrainte, dut singulariser son indice. Il ne pouvait s'agir d'une machine fournissant l'allocation optimale de l'épargne « clef en main » ; l'indice devait permettre l'interprétation. L'indice du *Monimat* sera donc rigoureux sans être exact et général sans être universel. Il se mariera sans heurts avec le flair professionnel : son flou méthodologique imposera la prise de distance nécessaire à l'interprétation.

À ces trois coûts – économiques, cognitifs, politiques – répondront autant de rendements de même nature. Économiques : le succès commercial du journal, ainsi que le recyclage d'un investissement statistique précédent. Cognitifs : faire oublier – soit en les neutralisant techniquement, soit en les taisant – les évolutions qui tendent à rendre incommensurables différentes périodes boursières (faillite, augmentation de capital, inflation, guerres…), afin de donner du sens à une lecture intertemporelle. Le succès de ce lissage se mesure à la spontanéité de son usage ; tant que sont entendues certaines critiques visibilisant le processus de production de la statistique (comme celles de Chlepner), l'objet n'est pas durci. Politiques : être adopté comme convention, c'est-à-dire permettre la coordination des acteurs de la Bourse. Pour jouir de ce dernier rendement, nous l'avons vu, les rédacteurs du *Monimat* devront reconnaître les limites de l'indice – constitutives du compromis fondateur : « Le marché est demeuré solide, plus solide que ne permettrait de le croire un coup d'œil distrait jeté sur une statistique dont la vocation n'est pas d'enregistrer les événements au jour le jour, mais de marquer les grandes marées boursières » [07/11/1920]. L'interprétation, relevant du « flair professionnel », demeure permise et nécessaire.

La crise de 1921 marquera sa stabilisation cognitive, le krach de 1929 son pouvoir politique. La chute du début des années 1920 entérina en effet l'indice dont on commentait la dramatique apparence, plutôt que la mécanique interne : « Veut-on se rendre compte de la perte subie par le capitaliste ? En voici le relevé » [05/06/1921]. La reprise des années 1920 fixa l'indice : sa composition n'est plus justifiée et son cours de base plus mentionné. Au seuil de la crise de 1929, il fut publié le 8 juin 1928, avant de s'interrompre trois mois plus tard. L'explication de ce premier écart à la logique trimestrielle parvint aux lecteurs en fin d'année : « Nous avons donc sauté un trimestre, et l'avons fait délibérément en présence des résultats que nous ont donnés nos calculs du 1^{e} août. Tels étaient les effets de la brutale offensive de baisse qui avait déferlé sur la Bourse, que nous avons redouté, en en publiant les chiffres, d'accroitre encore la démoralisation » [08/12/1928]. Voilà une preuve – la première – de la performativité de l'indice. Son rendement politique est attesté. Après cette annonce, l'indice du *Monimat* ne paraitra plus. Pourquoi l'indice capable, par sa seule publication, de démoraliser la Bourse de Bruxelles en 1928 s'éteint-il si soudainement (et sans explication des rédacteurs) moins d'un an plus tard ? C'est l'indice de la Banque nationale de Belgique (BNB) que relayera par la suite le *Monimat* ; aucune explication univoque ne se dégage, mais il est probable que le *Monimat*

ait dû, à l'heure de la reprise en main par les pouvoirs publics d'une économie en ruine, s'incliner devant ce qu'il n'était pas : une institution officielle.

2.3. Un indice scientifique et officiel s'impose : la Grande Ourse

La BNB n'est ni une institution publique ni une université. Cela étant, elle est suffisamment proche des pouvoirs publics (ses statuts prévoient un niveau d'intervention qui variera : nomination du Gouverneur par le Roi, participation aux bénéfices…) et de centres de recherche en économie (en particulier de l'Institut des sciences économiques (ISE) de Louvain) pour garantir à son indice la « forme d'État » [Thévenot, 1986, p. 19], c'est-à-dire une stabilité (insertion dans un réseau d'objets éprouvés) et une validité (capacité à se « désingulariser », à s'exporter en dehors de son contexte de naissance) quasiment maximales. Si le *Bulletin de l'ISE* adopta donc naturellement l'indice de la BNB, il n'en va toutefois pas de même du milieu boursier. L'indice de la Bourse de Bruxelles qui naquit le 23 juin 1928 avait tout pour lui déplaire : produit par une instance déconnectée (relativement au *Monimat*), il devait paraitre excessivement sophistiqué, voire inintelligible.

L'indice de la BNB se décompose en deux indices mensuels (relatifs au mois précédent ou au 1e janvier 1928) et un indice annuel qui, basé sur l'ensemble des valeurs plutôt que sur un échantillon, corrigera rétroactivement les indices mensuels : « Cette rectification s'opère en répartissant par moyenne géométrique sur chaque indice mensuel de l'année, l'écart constaté au 1e janvier de l'année suivante entre l'indice définitif et celui obtenu par échantillonnage » [numéro spécial 1929-1940]. De plus, il n'est plus une moyenne des cours, mais des capitalisations boursières, c'est-à-dire une moyenne des cours pondérée par le nombre d'actions cotées de chaque valeur (à l'exception des titres rayés ou introduits entre-temps et ceux ayant augmenté leur capital durant l'année écoulée). On comprend sans peine que l'indice de la BNB n'est pas conçu pour devenir la référence au Palais de la Bourse. Outre sa technicité et son aridité (aucun graphe), sa duplicité complique sa mobilisation : les opérateurs doivent-ils se coordonner à partir de l'indice provisoire relatif au mois précédent, le provisoire relatif à l'année de base ou le définitif rétroactif ? Ce dernier semble exclu, tant on imagine difficilement les agents de change suspendre leurs engagements jusqu'à la correction du 1e janvier. Pourtant, en dépit de ce design hostile, l'indice de la BNB sera la convention boursière jusqu'à la Seconde Guerre mondiale. Il sera utilisé sans être compris[6]. L'indice boursier est plus raffiné, moins démocratique. Dans les années 1920, s'instaure donc cette répartition des tâches entre praticiens mobilisant quotidiennement les indices économiques, et intellectuels en maîtrisant les rouages internes. Mais à quoi se rattachent les premiers lorsqu'ils se réfèrent à l'indice de la BNB ? Quel est le fondement de leur confiance en cet obscur objet ?

L'indice de la BNB peut se targuer d'une rassurante *généralité*. Lors de sa première parution, il est introduit ainsi : « À côté de l'indice trimestriel du Moniteur des Intérêts Matériels, un indice mensuel, confectionné à des intervalles semblables à ceux de tous les autres indices, s'impose par conséquent » [*BID*, 23/05/1928]. Sans défier frontalement l'indice du

[6] Ou plutôt sans être compris comme ses concepteurs le comprirent. S'ils n'adoptent pas (toujours) le sens que les techniciens ont conféré à l'indice, les opérateurs financiers ne se privent pas de l'interpréter, c'est-à-dire de lui donner un sens nouveau permettant – à l'occasion – des prises de distance réflexives. C'est le cas lors de doutes collectifs sur la représentativité d'une convention qui peut alors devenir contre-performative [MacKenzie, 2004].

Monimat (« À côté »), les rédacteurs soulignent la supériorité de leur produit : dès sa naissance, l'indice de la BNB est plus stable (inséré dans le réseau de « tous les autres indices ») et extensif (sa conformation aux intervalles conventionnels le rendant exportable) ; il « s'impose par conséquent ». Si les rendements cognitif (sophistication statistique) et économique (le tirage du *Bulletin* passera de 100 exemplaires en 1926 à plus de 3000 en 1937) qui en ont découlé furent importants, c'est son rendement politique qui, rétrospectivement, impressionne le plus : à l'instar de la Grande Ourse qui se retrouve à la fois dans les manuels d'astronomie, dans les récits astrologiques et dans les carnets de route d'aventuriers, l'indice de la BNB fut suffisamment élaboré pour constituer la référence des scientifiques (économistes de l'ISE), suffisamment officiel pour servir de standards aux administrations (Commission bancaire, Institut international du commerce…) et suffisamment relayé pour être la convention à la Bourse (repris par le *Monimat* et *L'Écho de la Bourse*). Après la guerre, ces trois publics se muniront de leur propre indice.

Le règne de l'indice de la BNB est coincé entre deux crises. Le krach de 1929 stabilisa la convention : ses utilisateurs – le *Monimat* et l'ISE en particulier – cessèrent de mentionner la source sous le tableau des indices, aspirant à montrer la profondeur de la crise financière, plutôt que l'évolution d'une statistique. Le drame du référent éclipsa les hésitations du signifié. La Seconde Guerre mondiale fut à l'inverse fatale à l'indice de la BNB qui fut cédé, à partir de la réouverture de la Bourse de Bruxelles (3 juin 1945), à l'Office central de statistique (OCS). Nous pouvons dégager quatre explications de cette extinction, sans doute complémentaires. Premièrement, dès mars 1937, Paul van Zeeland, alors Premier ministre, fut impliqué dans une affaire de crédits frauduleux, que les rexistes, Léon Degrelle au premier plan, amplifièrent et qui débouchera sur la chute du Gouverneur Franck, ainsi que du gouvernement van Zeeland ; « l'affaire avait à ce point déchaîné la presse que la réputation de la Banque nationale était réellement en cause » [van Meerten, 1992, p. 283]. Ensuite, en novembre 1944, Franz De Voghel prit la tête de la BNB et réforma la politique éditoriale du Service d'études économiques (SEE) [Maes, 2010, p. 95] : le *Bulletin* accueillera plus de contributions d'économistes étrangers, axées sur les enjeux monétaires (l'instabilité du franc belge était au centre des préoccupations).

S'il n'est pas improbable que les stigmates symboliques de « l'affaire van Zeeland » affaiblirent le pouvoir de négociation de la BNB dans la répartition des compétences avec l'OCS (hypothèse 1), ni que la réorientation internationaliste et monétariste du SEE éloigna la BNB des enjeux statistiques nationaux et financiers (hypothèse 2), il est plus certain que la naissance de la comptabilité nationale – appelée par les partisans de l'Europe (homogénéisation des standards), les responsables du Plan Marshall (commensurabilité des besoins[7]), les économistes keynésiens (leviers macroéconomiques) et les politiques planificatrices d'après-guerre (mesure de l'équilibre budget/dépenses) – érigea l'OCS comme instance centrale, « le seul chargé de l'élaboration de toutes les statistiques de l'État et de la publication de ces statistiques » [arrêté royal repris dans le *Bulletin de l'OCS* de janvier 1943]. L'OCS se montrera

[7] « La tâche principale de l'OECE [Organisation européenne de coopération économique] était la distribution et la gestion des fonds du Plan Marshall. Il a été décidé d'allouer ces fonds en fonction des besoins et ces besoins seraient mesurés sur la base des données des comptes nationaux, d'où la nécessité immédiate d'un système de comptabilité nationale comparable au plan international » [traduction de Van der Wee et Dancet, 1986, p.149].

plus volontariste et enthousiaste que la BNB dans sa collaboration avec les institutions internationales, insérant ses productions statistiques dans un réseau mondial. Cette troisième explication est autant politique que cognitive : le keynésianisme, entendu ici comme technique de gestion des agrégats macroéconomiques destinée à soutenir la croissance, s'imposait sur l'analyse cyclique de la conjoncture que mobilisaient l'ISE et la BNB. L'OCS gagnait en reconnaissance épistémique ce que concédait la BNB.

Enfin, les élans de nationalisation des années 1940 menaçaient les acteurs économiques *privés* ; le programme du Parti socialiste prévoyait par exemple « la socialisation de plusieurs industries et des secteurs de l'assurance et du crédit » [Brion et Moreau, 2005, p. 37]. Si les conservateurs furent rassurés lorsque le ministre des Finances empêcha la nationalisation de la BNB, cette dernière – en demeurant une société anonyme – sacrifia une part de sa centralité : le réseau international en construction requérait des représentants publics, tout comme l'électorat exigeait une conduite publique de l'activité économique. Aussi peut-on comprendre comme une disqualification de la BNB, la justification de la reprise par l'OCS de l'indice boursier : « Jusqu'à ce moment, il n'existait pas en Belgique d'indice établi par les services officiels. Ces calculs comblent donc une réelle lacune » [*Bulletin de Statistique de l'OCS*, 08/1945]. Dans un climat keynésien, une société anonyme n'est pas un service officiel. Au lendemain de la guerre s'ouvre la deuxième période identifiée en introduction : quatre indices se partageront le marché des conventions boursières, jusque-là monopolistique. L'OCS, rapidement devenu l'Institut national de statistique (INS), fournira la référence des administrations et des macroéconomistes. La Kredietbank et l'*Agence économique et financière* se disputeront l'opinion de l'épargnant. La Commission de la Bourse maîtrisera la convention des intermédiaires professionnels, ancêtre directe du BEL 20.

2.4. Un indice sectoriel : le macroscope national

Héritier d'une laborieuse centralisation de la production statistique, l'INS fonde les agrégats macroéconomiques de la Belgique. Ces chiffres doivent *refléter* la réalité économique ; le rendement de cette opération, toute positiviste, est qu'elle confère un sens et une consistance à « l'économie nationale ». Son coût est le sacrifice de toute interprétation des rédacteurs du *Bulletin de l'INS* : la constitution d'un fait brut ne tolère aucune interférence subjective. L'indice boursier de l'INS, formellement semblable à celui de la BNB[8], s'insère dans ce projet : stable dans sa construction (deux changements d'année de base en 52 ans) et dans sa présentation (tableaux et graphiques quasi inchangés), il est l'expression officielle de la Bourse belge. En contrepartie, sa publication est aride. Sous le graphique rassemblant les indices belge, américain, anglais et français, les rédacteurs du *Bulletin* s'effacent : « Les décrire nous conduirait trop loin » [*Bulletin de l'OCS*, 04/1946]. Avant de poursuivre : « Le tableau aussi bien que le graphique constituent cependant, croyons-nous, une intéressante source de documentation statistique qui pourra utilement être employée pour la comparaison des situations économiques internationales » [*Ibid*]. On comprend que le dessein de l'INS passe par

[8] Empruntant la méthode de l'indice annuel de la BNB (toutes les valeurs pondérées par le nombre d'actions cotées), l'indice de l'INS sera donc unique, mais aussi bimensuel (calculé les 10 et 25 du mois).

l'insertion de « l'économie belge » dans un réseau international : de fait, l'État stabilise sa constitution lorsque ses caractéristiques deviennent comparables à celles de ses voisins.

L'INS collabora donc activement avec les départements statistiques des institutions supranationales. Il intégra par exemple à sa publication, en 1958, un indice des valeurs industrielles, calculé jusque-là par l'ONU qui n'avait désormais plus qu'à collecter un indice conforme aux standards internationaux. Trois ans auparavant, l'indice de l'INS avait adopté l'année de base de l'indice de l'ONU. Là réside son principal rendement. Outre le ministère des Affaires économiques et la BNB, c'est surtout l'ONU et le FMI qui relayeront l'indice boursier de l'INS, lui conférant un domaine de validité mondial. Ni les investisseurs ni les intermédiaires ne se réfèreront à cette statistique qui paraitra apathique et hors-sol par rapport à ses rivales. Partiels, les rendements de l'indice décrurent en octobre 1970 lorsque l'ISE cessa de publier son *Supplément statistique* ; ils finirent par chuter en 1992, lorsque les *Bulletins* de l'ONU (renseignés par les *International Financial Statistics* du FMI) et de la BNB cessèrent de lui faire écho. Les premiers publieront les indices des cours des actions en se basant sur les données du BEL 20[9]. Les seconds se réfèreront à l'indice général du marché au comptant bruxellois, aujourd'hui intitulé « *BEL All-Share* ».

Cet abandon est dramatique. Privé de ses deux caisses de résonance, l'indice de l'INS devenait local. La BNB justifia sa défection par deux motifs : « En premier lieu, les indices de l'INS consistaient en une moyenne des indices au 10 et au 25 de chaque mois, c'est-à-dire que chaque donnée n'était calculée qu'au départ de deux observations, contrairement aux indices (…) calculés à partir des observations quotidiennes ; en second lieu, ces derniers indices, étant publiés chaque jour dans la presse, sont ceux qui servent d'indices de référence chez la plupart des analystes » [*BID*, 04/1992]. La première raison n'est pas neuve, mais n'était pas suffisante quarante ans plus tôt, lorsque la BNB relayait l'indice de l'INS, en dépit « des indices moins élaborés mais publiés très rapidement et établis (…) par certains journaux financiers » [numéro spécial 1941-1950 de la BNB]. Entre-temps, le rendement de l'instantanéité déborda celui de l'élaboration. Quant au second motif, il est inédit : la BNB souhaite publier la statistique qui fait autorité chez les analystes, c'est-à-dire la convention boursière. Ce sont pour ces deux mêmes raisons – réduction de l'espérance de vie d'un chiffre et faible impact sur les acteurs boursiers – que l'*Annuaire* de l'INS s'éteindra trois ans plus tard, emportant l'indice dans sa tombe. L'État belge n'interviendra plus dans cet espace de régulation financière, l'abandonnant à quelques entreprises que nous allons découvrir.

2.5. Deux indices pour un épargnant : l'innovation bancaire face à la tradition

La Bourse de Bruxelles fut le siège d'une lutte entre deux courtisans de l'épargne : l'agent de change et le banquier. Le second aspira – et parvint à plusieurs reprises – à court-circuiter le monopole légal dont jouit le premier depuis 1801, tantôt par un canal de financement alternatif (le crédit), tantôt par un pouvoir de marché (réunion de dépôts). La rivalité entre l'indice de la Kredietbank (KB) et celui de l'*Agence économique et financière* (*Agefi*) prolonge cette lutte dans le champ des conventions boursières. La période des Trente Glorieuses est

[9] « Beginning in January 1992, data refer to the BEL 20 Index, base January 1,1991 » [*IFS World and Country Notes*, 2019, p. 34].

favorable à la banque en général, et à la KB en particulier : cette « économie d'endettement » sacre le crédit bancaire – principalement accordé à l'État[10] – et permet à la KB, née de la fusion de l'Algemene Bank Vereeniging et de la Volksbank van Leuven[11], de multiplier par sept ses dépôts entre 1937 et 1950 [Aglan et al., 2017]. À l'inverse, les valeurs cotées flétrissent, tant quantitativement (de 710 actions en 1943 à 253 en 1977) que qualitativement (industries traditionnelles sans croissance), et les agents de change sentent qu'ils ne jouissent plus de l'oreille attentive du régulateur [De Clercq et Van Hulle, 1992]. Il peut donc paraitre étonnant que la KB, boostée par les dettes publiques et insérée dans le tissu industriel flamand, se préoccupe de la Bourse et en calcule un indice.

Cette inclination boursière peut s'expliquer par le profil de sa clientèle. Célébrée pour son rôle historique dans l'émancipation économique (et symbolique) de la Flandre [Van der Wee et Verbreyt, 1985], la KB stimula un entrepreneuriat familial qui vint contester la domination séculaire de l'élite francophone, et dont les acteurs étaient susceptibles de placer en Bourse. Mais cette attitude de la KB peut également se comprendre par la progressive libéralisation de l'intermédiation : la Bourse est de moins en moins la chasse gardée de l'agent de change. La pression du banquier, appuyée par la démocratisation du placement (cf. *infra*) et la concurrence des Bourses étrangères, aboutira à la chute du régime corporatiste. À partir de 1995, les banques, généralement mieux adaptées à l'informatisation, domineront les places financières. Présageant cette tendance, la KB proposa, dès le début des années 1950, ses conseils de placement. C'est dans ce dessein que germa l'indice de la KB : « La sélection des meilleures valeurs demeure l'élément principal d'une politique appelée au succès en matière de placement (…). Comme pour tous les phénomènes complexes, les indices ont toujours paru très utiles pour suivre l'évolution de la bourse » [*Bulletin hebdomadaire*, 23/03/1968].

Statistiquement peu innovant (moyenne de tous les cours, puis – à partir de 1961 – des capitalisations boursières de 69, puis 75 valeurs), l'indice de la KB se distingue en joignant à trois indicateurs classiques (général, international et de tendance[12]) trois statistiques qui introduiront en Belgique l'analyse financière : le rapport cours/bénéfices, le rendement du dividende et le rendement total. Le premier, désormais appelé *price-earning ratio*, divise la capitalisation boursière par les résultats financiers ; il indique le montant que les investisseurs sont prêts à dépenser pour un titre par rapport au bénéfice que l'entreprise sous-jacente dégage. Dans une conception fondamentaliste des cours, il « indique la cherté d'une valeur » [*Bulletin hebdomadaire*, 29/10/1976]. Le rendement du dividende s'obtient, quant à lui, en divisant le dernier dividende par le cours boursier ; s'il est élevé (et toujours selon la conception fondamentaliste), la valeur est sous-cotée et il est intéressant de la placer dans son portefeuille. Enfin, le rendement total implique que les gains obtenus au fil du temps (sous forme de

[10] Si la part des crédits accordés au secteur public représentait 20.2 % en 1935 (sur 15,954 milliards de francs), elle représente 48.5% en 1950 (sur 71,923 milliards) [Cassiers, 1997].

[11] Ces deux établissements associés au Boerenbond (importante association catholique d'agriculteurs flamands) furent regroupés lors de la restructuration des années 1930 qui fonda le régime de la *banque de dépôt* (séparant les fonctions de crédit et de placement financier).

[12] L'indice de tendance (ou *breath index*), obtenu en divisant le nombre de hausses diminué du nombre de baisses par le nombre de stagnations, est certes plus novateur, mais ne sera pas autant relayé que les indices de rendement.

dividendes principalement) sont réinvestis dans le titre concerné, et intègre la plus-value potentielle résultant d'une augmentation des cours.

Le *benchmarking* pouvait naître. Les conseillers et gérants de fortunes seront mis en concurrence, évalués à l'aune du rendement-type annoncé par l'indice de la KB hier, par le BEL 20 aujourd'hui. La stratégie financière de « gestion passive » pouvait aussi voir le jour ; elle nécessite en effet autant un support statistique incarnant le « rendement moyen » que l'assise théorique que fourniront les « Prix Nobel » de la finance au début des années 1970. L'essentiel du rendement des indices de la KB en découle : publiés d'abord mensuellement, sans sanction d'État ni ancrage international, ils seront moins actuels, moins officiels et moins universels que l'indice de l'INS. Mais l'indice de rendement de la KB sera proche de l'épargnant, véritable outil de rentabilisation que ne représentera jamais l'agrégat macroéconomique de l'INS. Et c'est à ce titre que ses artisans peuvent conclure que « ces indices répondaient manifestement à une nécessité ; c'est ainsi que plusieurs journaux et périodiques belges et étrangers les mentionnaient » [*Bulletin hebdomadaire*, 23/03/1968]. Même la BNB relayera le taux de rendement de la KB, ce qui impliquera de conjuguer des nomenclatures hétérogènes : « Les sociétés industrielles comprennent, dans le cas des indices du cours des actions établis par l'INS, et ne comprennent pas, dans le cas des taux de rendement des actions, les sociétés de la branche énergie » [numéro spécial 1980-1990, p. 218].

Cela étant, rares seront ces institutions se risquant à présenter les deux indices, tant seront éloignés les publics visés (administration et macroéconomistes *vs* analystes et investisseurs) et, en fin de compte, les réalités représentées (santé de la nation *vs* rentabilité d'un portefeuille). Partant, ne coïncideront pas non plus les rendements de ces deux indices : l'indice de l'INS afficha des rendements partiels et décroissants, ceux de la KB ont crû à mesure que gonflait la classe des citoyens-investisseurs appâtés par les incitants fiscaux[13], mais aussi que s'institua la gestion passive à travers la propagation des organismes de placement collectif, en particulier des fonds indiciels. Sans doute pour goûter à cette performance, l'indice de la KB est réformé en 1985, optant « sciemment pour des modifications ou des adaptations répondant aux désirs et aux besoins des principaux utilisateurs de ces indices boursiers » [*Bulletin hebdomadaire*, 23/08/1985]. Il adopte une forme le rapprochant du BEL 20 contemporain (formule de Paasche et sélection de valeurs résistant à des exigences de capitalisation, de liquidité et de vitalité). Là n'est pas un hasard. Nous verrons que le BEL 20 naîtra avec le nouveau marché de futures et options de Bruxelles (Belfox) qui scella l'entrée du banquier au Palais de la Bourse, et dont le premier président fut Remi Vermeiren… alors dirigeant de la KB. À partir de 1992, les *Bulletins* de la KB relayeront le BEL 20, sans avoir perdu la bataille[14].

[13] En particulier, le plan Cooreman-De Clercq de 1982 (inspiré de la loi Monory en France) et la promotion du « troisième pilier » de la pension dopèrent les rendements boursiers – qui ont atteint un pic historique de 14,95 % (en termes réels) pour la période 1981-1990 [Annaert et Buelens, 2011] – et attirèrent l'épargne du grand public. Cette émergence du « citoyen-investisseur » ne tient pas qu'aux incitants économiques, mais aussi aux campagnes de promotion de l'investissement – notamment celles du Comité National pour le Développement de l'Épargne Mobilière qui se donnait pour objectif de « *recréer des conditions psychologiques favorables à l'épargne* » [cité *in Annales de la Bourse de Bruxelles de 1954*].

[14] D'autant plus que Belfox succéda à un autre marché de futures bruxellois, lancé en 1988 par la KB qui profitait alors du « marché des Bourses » émergeant ; il fallut donc convaincre les cadres de la banque flamande de transférer les positions existant sur leur marché vers Belfox… ce qui ne se fit sans doute pas sans concessions.

L'indice de la KB devait disparaitre simultanément, sous la pression d'uniformisation (lorsque tous les indices durent devenir publics, il ne put en rester qu'un) et d'instantanéité (lorsqu'Internet naquit, le papier périt) charriée par l'informatisation de la Bourse.

À la même époque, l'*Agefi* avait été absorbée par *L'Écho de la Bourse* et son indice enterré. Ce journal, dérivé de l'*Agefi* française fondée en 1901, a laissé peu de traces. Sa réputation, en phase avec les mœurs de la presse financière de l'entre-deux-guerres [Jeanneney, 1975], n'encouragea sans doute pas ses héritiers à entretenir sa mémoire[15]. Quant à son indice, sa méthodologie a sans doute rebuté les institutions officielles (BNB et INS) et les historiens. L'évolution « à reculons » de son année de base (9/05/1940, puis « fin 1938 »), sa dispersion (indices du marché à terme, de la qualité de vie, des prix de gros, etc.), ainsi que ses mises en forme évasives (sept lignes de chiffres précédées de : « Voici nos indices quotidiens », sans rappel de la base) le rendent en effet inutile aux études quantitatives en quête de continuité.

Dans les années 1950, et depuis la crise de la presse financière des années 1930, la dépendance de ces journaux vis-à-vis des annonces de sociétés était telle que « les positions de la presse financière ne se distinguent que par de subtiles nuances ; elles sont généralement de défense : contre des exigences syndicales, des projets de réglementation nouveaux, les tendances libérales au Congo, etc… » [CRISP, 1959, p. 5]. L'*Agefi*, sans faire exception sur la ligne éditoriale, « occupe une position particulière sur le marché qui lui permet d'appliquer de hauts tarifs et d'exercer une influence financière et boursière notable » [*Ibid*, p. 7]. Comme son homologue française[16], elle est diffusée dans le Palais de la Bourse suffisamment tard pour publier les cours de *Wall Street* ; par contagion, ses commentaires et son indice quotidien prennent de la valeur et impactent, cette fois par mimétisme [Orléan, 1986], les décisions des agents de change (chacun anticipant ce qu'anticipera *le* marché). Cette propriété au fondement du pouvoir de l'indice de l'*Agefi* fut menacée pendant la guerre[17], puis balayée par le développement des techniques de communication. À partir de l'édition du 17 août 1973, l'*Agefi* abandonna la lutte conventionnelle et se contenta de relayer les indices rivaux : ceux de la KB et de la Commission de la Bourse.

2.6. Un indice corporatiste : l'outil de l'agent de change

Les 15 membres de la Commission de la Bourse de Bruxelles (CBB), fondée comme instance de régulation lors de la libéralisation de 1867, se chargent de faire valoir les intérêts de la corporation des agents de change. La CBB a toujours effectué un travail de lobbying auprès des pouvoirs publics (afin d'élargir son pouvoir sur les activités boursières) qui, en retour, tâchaient (épisodiquement) de la maintenir sous contrôle. Mais elle a également endossé une fonction *médiatique* : depuis sa naissance, elle publia les cours officiels. Garantir la

[15] Plusieurs membres de la famille Bollack – longtemps à la tête de l'*Agefi* – furent poursuivis pour délit d'initié (ou équivalent). Les archives de l'*Agefi*, reprises par *L'Écho*, ne sont pas consultables.

[16] « L'intérêt de l'Agefi est d'être (…) le quotidien français qui offre le plus grand nombre d'informations financières en provenance de 1'étranger. (…) L'Agefi est le type même du journal financier qui entretient une certaine confusion entre la publicité financière et la partie rédactionnelle » [Depallens et Lions, 1980, p. 20].

[17] L'édition du 4 janvier 1943 débute sur ces mots : « Les mesures prises par voie d'autorité nous obligent d'avancer quelque peu l'heure du tirage de notre feuille (…). Nous nous en excusons bien vivement auprès de nos lecteurs et leur rappelons que nous sommes à leur disposition pour leur fournir téléphoniquement, le matin à partir de 9 heures, les renseignements que nous n'aurions pas été à même de publier ».

consistance de cette fameuse cote était vital pour la Commission ; une décrédibilisation de sa validité[18] entamerait le crédit de la communauté – autant au sens figuré (diminution de la confiance dans le jugement des agents de change) que propre (une cote peu représentative signale et incite des transactions désintermédiées). En juin 1943, elle décida en outre de produire ses propres statistiques.

« Monsieur et Cher Confrère, La Commission de la Bourse publiera un bulletin mensuel de statistiques. » Aux premières lignes de cette annonce, on devine que l'indice de la CBB est destiné à la communauté. À n'en pas douter, il présente des dispositions à la généralité : suffisamment proche de l'administration publique pour être *fiable*, suffisamment complice du microcosme boursier pour être *compris* (c'est-à-dire intelligible et intégré dans le monde des professionnels). Mais, dans un premier temps, ces propriétés demeureront inexploitées et l'indice de la CBB, patrimoine cognitif de la corporation, intime et familial. Les rédacteurs du *Bulletin* de la CBB s'abstiennent de commentaires autant que les fonctionnaires de l'INS, mais pour des motifs différents : savoir-faire trop profond pour être explicité, l'interprétation de l'indice ne pouvait souffrir l'investissement de forme requis par le passage à l'écrit. « Il ne vous expliquait jamais rien. Il ne connaissait pas d'autre méthode pour vous apprendre le métier que de vous montrer comment il s'y prenait lui-même », écrivait Adélaïde Blasquez à propos d'un serrurier poitevin des années 1920 [cité *in* Pellegrin, 1993]. Sans doute en était-il de même de l'agent de change inculquant son usage de l'indice à son fils (parfois spirituel, souvent charnel). Il était inutile (car les lecteurs partageaient ce savoir-faire) et impossible (car ce savoir-faire était informel) de rédiger un commentaire des évolutions de l'indice de la CBB.

Calqué sur les besoins des boursiers, cet indice quotidien évolua avec les pratiques financières : d'abord moyenne non pondérée de tous les cours, ensuite – lorsque les valeurs négociées se concentrèrent – moyenne des capitalisations boursières de « quelque 150 valeurs belges choisies et dont la capitalisation représentait plus ou moins 86 % de la capitalisation boursière totale des valeurs belges à Bruxelles » [*Indices & Statistiques*, 09/1974]. Le critère de la capitalisation *relative* n'est pas révolutionnaire dans son intention. Mais, dans ses effets, il met à disposition un indice de la représentativité de l'indice. Sorte de « taux de rendement cognitif », il permet à l'indice de faire valoir son étendue. Encore aujourd'hui, Vincent Van Dessel, CEO d'Euronext Bruxelles, vante le BEL 20 en rappelant qu'il couvre plus de 80 % de la capitalisation totale [par exemple : Lambrecht, 2011]. C'était déjà sur ce méta-indice que s'appuyaient, en septembre 1974, les agents de change de la CBB pour justifier la réduction des valeurs reprises : « L'indice du marché au comptant (…) ne compte plus que 69 valeurs, représentant 85 % de la capitalisation totale ».

Cet outil pratique voit, au cours des années 1980, s'élargir la communauté à laquelle il s'adresse : les banques, épargnants et organismes de placement collectif s'ajoutent aux agents de change ; sa méthodologie en prend acte en janvier 1985 : un « indice-*return* » est calculé et, pour offrir un reflet *du* marché, l'indice général réintègre toutes les valeurs cotées, pondérées

[18] À l'image de celle de la fin des années 1920 : 85 % des transactions étaient gérées par quelques banques qui court-circuitaient la Bourse par des « compensations hors bourse », à tel point que le pouvoir de représentation de la cote fut menacé : « La généralisation de la pratique de la compensation hors bourse provoque l'anémie du marché financier, raréfie arbitrairement les opérations, fausse les cours et, partant, la cote officielle » estimait un législateur [cité *in* Vanthemsche, 1992, p. 302].

selon la formule de Paasche (i.e. selon le nombre d'actions de l'année *courante*). La CBB opta donc pour des poids variables, en adéquation avec son ambition d'informer quotidiennement les acteurs de la Bourse – plutôt que d'offrir un panorama de long terme à l'historien. Plus encore, l'année de base sera « ajustée lors de toute opération affectant le capital d'une des sociétés prises en considération pour son calcul ». À l'écoute des perturbations journalières, l'indice de la CBB tourne le dos au passé. Réactif, mais amnésique. Dans ce contexte, et malgré ses avantages comparatifs déjà soulevés (validité, stabilité, immédiateté…), il est peu étonnant que les statisticiens de la BNB aient, jusqu'à 1992, rechigné à adopter l'indice de la CBB. Ces hommes d'institution, bâtisseurs de continuités, n'étaient pas le public cible de cette statistique volatile, implicite et « prêt-à-*trader* ».

2.7. Le BEL 20, enfant de la publicité

Justifiée par la concurrence étrangère qu'amplifia le marché unique européen [Maystadt, 1991], une vague de réformes bouscula la Bourse de Bruxelles au début des années 1990. La corporation des agents de change céda la place aux sociétés de Bourse et de nouveaux produits et marchés furent instaurés pour donner *confiance* aux investisseurs [Le Brun, 1997]. En particulier, un nouveau marché de futures et options (Belfox) eut pour mission d'attirer (et retenir) les acteurs à la Bourse de Bruxelles[19]. Dans ce contexte, son indice, le BEL 20, assurera deux fonctions de publicité inédites. D'une part, il doit faire voir Belfox, en tant que produit commercial, sur le nouveau « marché des marchés » : le BEL 20 est « un indice cours qui se base sur un panier de 20 valeurs vedettes belges » [*Indices & Statistiques*, 01/1996]. D'autre part, il doit satisfaire les besoins du public de la Bourse, devenu européen, voire mondial : « the main purpose of this index is to (…) serve as an underlying product for options and futures contracts forseen by Belfox » [brochure *The Indices of the Brussels Stock Exchange*, 10/1995, p. 37]. Il est donc à la fois une technique commerciale pour attirer les clients sur le nouveau marché belge (*advertising*) *et* une réponse à la publicisation de la Bourse qui requiert un arrimage afin que tout acteur (souvent une banque) puisse créer son produit financier (*publicity*). Cette dernière propriété impacta sa mise en forme : en tant que produit financier, le BEL 20 ne peut plus subir de ruptures de valorisation semblables à celles endurées par ses ancêtres lors de leurs changements de base (du jour au lendemain, l'indice retombait à 100). Lorsqu'une société en remplace une autre dans l'indice, plutôt qu'un retour à 100, le dénominateur est ajusté afin que la valeur du BEL 20 soit inchangée. Si, par exemple, au moment de la révision, la valeur A sort de l'indice, tandis que la B y rentre, de telle sorte que BEL 20^{old} = 765, A = 50, B = 350 et les 19 autres valeurs sont toutes égales à 400, le diviseur (qui valait donc 10) deviendra égal à 10,39 afin que BEL 20^{new} = BEL 20^{old} = 765.

$$\frac{19 * 400 + 50}{10} = \frac{19 * 400 + 350}{x}$$
$$765 = \frac{7950}{x}$$
$$x \approx 10,39$$

[19] « Il est clair que si nous ne lançons pas Belfox, les futures sur obligations belges seront traitées à Londres ou à Paris », assurait Remi Vermeiren, président de Belfox et dirigeant de la KB, au journal *Le Soir* [Lanckmans, 1990].

Le dénominateur est la variable d'ajustement garante d'une parfaite continuité numérique. Cette logique, toujours d'actualité, est fort différente de celle de tous les indices précédents. Le dénominateur était alors intouchable, car garant de la cohérence historique : si deux indices étaient comparables, c'est précisément parce qu'ils se rapportaient à la même année de base et au même échantillon. Mais le public a évolué et « the financial community attaches a lot of importance of this stability which increases the credibility of the index » [*Ibid*, p. 42]. À l'heure actuelle, et selon le même esprit, les critères de sélection sont plus souples pour les valeurs déjà comprises dans l'indice, et la capitalisation flottante requise est indexée au BEL 20 lui-même : elle doit être supérieure à 300000 fois l'indice (ce qui permet de ne pas exclure de sociétés lors d'un krach). Cela étant, il convient de ne pas exagérer la rupture : les critères de sélection demeurent ceux de la KB (capitalisation flottante et vélocité) et l'essence de l'indice de la CBB est conservée : un outil pratique servant le public de la Bourse. Ce public a simplement évolué… et ses exigences avec lui.

3. Conclusion – L'indice boursier et son public

Au terme de ce parcours, il apparait que les facteurs rythmant l'histoire des indices boursiers sont pluriels : économiques et politiques, nationaux et globaux, internes et externes au champ statistique. Nous sommes toutefois désormais en mesure d'affiner ce constat posé en introduction : ces facteurs sont certes pluriels, mais aussi *variables*. En d'autres termes, tous les indices rencontrés n'étaient pas également dépendants vis-à-vis du public auquel ils s'adressaient, et ces publics ont eux-mêmes changé au fil du temps. En fonction des dispositifs institutionnels de la création statistique, la méthodologie de l'indice fut plus ou moins influencée par les préoccupations de certains acteurs. Ainsi, les rédacteurs du *Monimat* étaient à la merci d'une élite financière francophone qui pouvait mettre en concurrence les centaines de journaux boursiers publiés au début du XXe siècle ; il en résulte un indice peu raffiné et aisément appropriable par le lecteur. Les statisticiens de la BNB et de l'INS bénéficiaient, au contraire, d'une distance suffisante avec le monde boursier pour peu se soucier de ses exigences ; leurs indices seront, avant tout, des outils macroéconomiques. Les indices de la KB et de l'*Agefi* ne viseront plus à repérer des cycles, mais des gisements de plus-values. Pour cause, la KB et l'*Agefi* s'adressent à une clientèle d'épargnants en position de force sur les marchés bancaire et journalistique. Quant à la CBB, elle ne vise pas tant à séduire son public (la communauté des agents de change) qu'à se conformer à ses besoins, les producteurs de l'indice étant eux-mêmes membres du public visé.

Enfin, la société propriétaire du BEL 20 se révéla plus dépendante que jamais vis-à-vis d'un public élargi à l'échelle planétaire : les exigences formelles de la « mise en marché » de l'indice lui-même (stabilité, liquidité…) éclipsèrent les critères de validité précédemment admis (échantillon unique, cohérence historique…). Les acteurs donnant forme à l'indice boursier ne sont donc pas immuables : les capitalistes francophones ont dominé jusque 1929, les macroéconomistes jusqu'à la Seconde Guerre, les épargnants durant les Trente Glorieuses, les financiers depuis 1992[20]. Remarquons, pour conclure, que si le public influence l'indice lors de

[20] Cette évolution justifie l'inconstante attention que nous avons accordée à ces différents acteurs : par exemple, il n'est pas nécessaire de s'attarder sur l'origine des investissements boursiers pour comprendre l'indice de la BNB.

sa constitution en marquant de son empreinte sa méthodologie et lors de sa destitution en lui retirant sa confiance, l'indice impacte – en retour – la mise en forme du public, en amenant ce dernier à se reconnaître dans son usage de l'indice[21]. Ainsi en était-il de l'élite francophone se référant collectivement à l'indice du *Monimat*, des universitaires belges mobilisant celui de la BNB, mais aussi des investisseurs contemporains identifiant l'action de leurs pairs dans l'évolution du BEL 20.

[21] Nous remercions un des rapporteurs anonymes pour cette judicieuse ouverture. Ce pouvoir fédérateur de l'indice fut parfois consciemment invoqué par ses producteurs ; c'est le cas de l'indice de la BNB réclamé par l'universitaire Dupriez pour développer la macroéconomie belge, et sans doute aussi du BEL 20 instauré pour attirer (et donc réunir) les investisseurs.

Bibliographie

AGLAN A., MARGAIRAZ M., VERHEYDE P. (2017), *La Caisse des dépôts et consignations*, Albin Michel, Paris.

ANNAERT J., BUELENS F. (2011), « Het Belgische beurswezen 1935-2010 ». *Bank- en Financiewezen*, n° 7, 420-430.

BRION R., MOREAU J.-L. (2005), *La politique monétaire belge dans une Europe en reconstruction*, BNB, Bruxelles.

CASSIERS I. (1997), « La Générale de Banque de 1935 à nos jours », in VAN DER WEE H. (Ed.), *La Générale de Banque, 1822-1997*, Éditions Racines, Bruxelles, pp. 601–670.

CHLEPNER B.-S. (1930), *Le marché financier belge depuis cent ans*, Falk fils, Bruxelles.

CRISP (1959), « La presse financière en Belgique », *Courrier hebdomadaire du CRISP*, n° 35, 1–11.

DE CLERCQ G., VAN HULLE C. (1992), « Le combat avec le ver de l'argent », in DE CLERCQ G. (Ed.), *À La Bourse : histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990*, Duculot, Louvain-la-Neuve, pp. 335–368.

DEPALLENS J., LIONS J.-L. (1980), *La presse économique et financière en France*, Note de synthèse, École nationale supérieure des bibliothécaires, Paris.

DESROSIÈRES A. (2010), *La politique des grands nombres*, La Découverte, Paris.

DESROSIÈRES A., THÉVENOT L. (1988), *Les catégories socioprofessionnelles*, La Découverte, Paris.

DUMOULIN M. (1992), « La Belle Époque », in DE CLERCQ G. (Ed.), *À La Bourse*, Duculot, Louvain-la-Neuve, pp. 193–204.

GADREY J., JANY-CATRICE F. (2005), *Les nouveaux indicateurs de richesse*, La Découverte, Paris.

GODECHOT O. (2001), *Les traders*, La Découverte, Paris.

GOEDE M. (2005), *Virtue, Fortune and Faith: A Genealogy of Finance*, University of Minnesota Press, Minneapolis.

HAUTCOEUR P.-C. (2006), « Why and How to Measure Stock Market Fluctuations? The Early History of Stock Market Indices », *Working Paper n° 2006 - 10 PJSE*.

JANY-CATRICE F. (2019), *L'indice des prix à la consommation*, La Découverte, Paris.

JEANNENEY J.-N. (1975), « Sur la vénalité du journalisme financier entre les deux guerres », *Revue française de science politique*, n° 25, 717–739.

KENDALL M.G. (1969), « The Early History of Index Numbers », *Review of the International Statistical Institute*, n° 37, 1-12.

LAMBRECHT L. (2011, mars 15), « Vingt ans et toutes ses dents », *La Libre*.

LANCKMANS J.-F. (1990, février 21), « Belfox », *Le Soir*.

LATOUR B. (2005), *Reassembling the social*, Oxford university press, Oxford.

LE BRUN J. (1997), « L'historique et les axes de la réforme des marchés financiers », in TOSSENS, J.F. (Ed.), *La réforme des marchés et des intermédiaires financiers*, Bruylant, Bruxelles, pp. 21-38.

LOWE J. (1822), *The Present state of England in regard to agriculture, trade and finance*, Longman, Londres.

MACKENZIE D. (2004), « The big, bad wolf and the rational market », *Economy and Society*, 33, 303–334.

MAES I. (2010), *A century of macroeconomic and monetary thought at the National Bank of Belgium*, BNB, Bruxelles.

MAYSTADT P. (1991), « Introduction », in *La loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers*, Service d'études et de documentation du SPF, Bruxelles, pp. 1-16.

ORLÉAN A. (1986), « Mimétisme et anticipations rationnelles », *Recherches Économiques de Louvain*, n° 52, 45–66.

PELLEGRIN N. (1993), « Apprendre le métier », *Revue d'Histoire Moderne & Contemporaine*, n° 40, 353–355.

STILLMAN R. J. (1986), *Dow Jones industrial average: history and role in an investment strategy*, Dow Jones-Irwin, Homewood.

THÉVENOT L. (1986), « Les investissements de forme », in THÉVENOT L. (Ed.), *Conventions Économiques*, PUF, Paris, pp. 21-71.

THIRY G. (2012), *Au-delà du PIB : un tournant historique*, Thèse de doctorat, Université catholique de Louvain.

U. S. Congress. Senate. Committee on Finance. (1893), *Wholesale Prices, Wages, and Transportation*, U.S. Government Printing Office, Washington.

VAN DER WEE H., DANCET G. (1986), « Belgische nationale boekhouding, 1920-1985 », in EYSEKENS G., BAECK L., VAN ROMPUY V. (Eds.), *Actuele Economische Problemen*. Universitaire pers Leuven, Leuven, pp. 145–168.

VAN DER WEE H., VERBREYT M. (1985), *Mensen maken geschiedenis: de Kredietbank en de economische opgang van Vlaanderen*, Lannoo, Tielt.

VAN MEERTEN M. (1992), « Les profondeurs de la crise », in DE CLERCQ G. (Ed.), *À La Bourse*, Duculot, Louvain-la-Neuve, pp. 257–292.

VANTHEMSCHE G. (1992), « Vers une protection de l'épargne. L'évolution de la réglementation boursière pendant l'entre-deux-guerres », in DE CLERCQ G. (Ed.), *À La Bourse*, Duculot, Louvain-la-Neuve, pp. 293–308.