

**Faculté des sciences économiques,
sociales, politiques et de communication
École des sciences politiques et sociales (PSAD)**

Sociologie du BEL 20

**Genèse, mise en forme et mobilisation de l'indice
de la Bourse de Bruxelles**

Auteur : Tom Duterme
Promoteur : Jean De Munck
Lectrice : Isabelle Ferreras
Année académique 2019-2020
Master en sociologie, finalité approfondie

Je déclare sur l'honneur que ce mémoire a été écrit de ma plume, sans avoir sollicité d'aide extérieure illicite, qu'il n'est pas la reprise d'un travail présenté dans une autre institution pour évaluation, et qu'il n'a jamais été publié, en tout ou en partie. Toutes les informations (idées, phrases, graphes, cartes, tableaux, ...) empruntées ou faisant référence à des sources primaires ou secondaires sont référencées adéquatement selon la méthode universitaire en vigueur. Je déclare avoir pris connaissance et adhérer au Code de déontologie pour les étudiants en matière d'emprunts, de citations et d'exploitation de sources diverses et savoir que le plagiat constitue une faute grave.

Avant-propos

L'objet de ce mémoire – un indice boursier – ne fait pas partie des thématiques classiques de la sociologie. Je pense que l'intérêt principal de ce travail réside dans cette originalité. Cette originalité procède d'un effort, très progressif et non linéaire, de balisage, dans lequel plusieurs personnes sont intervenues décisivement ; j'aimerais ici les en remercier. Tous les acteurs interviewés ont bien sûr influé sur la trajectoire de ce travail. C'est particulièrement le cas du CEO de la Bourse de Bruxelles, Vincent Van Dessel, mais aussi de Pascal Brabant (responsable communication à Euronext) et de Marc Collet (journaliste à *L'Écho*). La participation des traders bruxellois qui ont pris la peine, en ces temps de tumultes boursiers, de répondre à mon questionnaire fut également indispensable. Plus en amont, les doctorants et doctorantes¹ du centre de recherche où j'ai réalisé mon stage (Centre d'économie de l'Université Paris Nord) m'ont fait découvrir, au cours de nos discussions aux pauses-café, certains auteurs qui ont ensuite été largement mobilisés, comme Fabian Muniesa.

L'encadrement compréhensif de mon maître de stage, Philippe Batifoulier, ainsi que le témoignage pédagogique de plusieurs artisans de « l'économie des conventions » – Olivier Favereau, Franck Bessis, Christian Bessy et Guillemette de Larquier – m'ont permis de m'approprier ce courant de recherche. Je dois à Ève Chiapello, ma tutrice lors de mon Erasmus à l'École des hautes études en sciences sociales, le projet d'enquêter sur un type de convention : l'indice boursier (« *je ne sais pas si vous en avez un en Belgique, mais ça peut être intéressant* »). C'est le documentaire *Du Fer à la Finance, l'Empire Wendel*, diffusé par Jean-Christophe Defraigne en marge de son cours, qui m'a donné l'envie – d'abord plus politique que cognitive – d'étudier le sous-système financier. Enfin, l'influence la plus importante sur ce balisage fut celle de mon promoteur Jean De Munck ; il sut m'orienter vers une thématique à la croisée de mes deux cursus (sociologie et économie), replacer dans un cadre conceptuel cohérent certaines intuitions confuses et, surtout, se montrer intéressé et enthousiaste au fur et à mesure de l'avancement de ma démarche.

¹ Malgré l'importance de ce combat, je n'ai pas adopté – par manque de temps et inhabitude – l'écriture inclusive dans ce mémoire. Je m'en excuse auprès des invisibilisées de la grammaire.

J'aimerais, pour terminer, remercier certaines personnes dont l'intervention dans ce parcours fut plus souterraine (mes amis et camarades d'auditoire) ou plus fondamentale (mes parents, frère et sœur). Les conseils de tous ces intervenants imprègnent ce mémoire, mais – bien entendu – ces derniers ne peuvent être tenus responsables des éventuelles erreurs et maladresses de ce travail.

Table des matières

Introduction générale	7
<i>Quelle convention ?</i>	8
<i>L'indice, convention boursière</i>	12
<i>Remarques méthodologiques</i>	16
PARTIE I : Retracer la constitution d'une convention –	
Histoire du BEL 20	18
Introduction	20
Chapitre 1 : naissance du premier indice de la Bourse de Bruxelles	20
<i>Un indice pour un lectorat : la boussole du capitaliste</i>	22
Chapitre 2 : un indice scientifique et officiel s'impose à la Bourse.....	27
<i>Un règne entre deux crises</i>	31
Chapitre 3 : l'État, l'épargnant et l'agent de change	33
<i>L'indice de l'INS : l'activité boursière comme agrégat national</i>	33
<i>Les indices de la Kredietbank et de l'Agefi : l'activité boursière comme clientèle</i>	36
<i>L'indice de la Commission de la Bourse : l'activité boursière comme savoir-</i> <i>faire</i>	42
<i>L'élargissement de la communauté, l'épreuve de la publicité</i>	44
Conclusion : épreuves et discontinuités	49
PARTIE II : Ouvrir la « boîte noire » – Actualisation du	
BEL 20	51
Introduction	53
Chapitre 1 : la forme du BEL 20 en détail.....	54
<i>Quatre étapes formatrices</i>	56

Chapitre 2 : la construction du BEL 20.....	62
<i>L'effort d'objectivation chez Euronext</i>	63
<i>L'effort de popularisation des journalistes financiers</i>	68
Chapitre 3 : les tensions du BEL 20.....	73
<i>Transparence – Propriété privée</i>	74
<i>Objectivité – Paternité</i>	75
<i>National – Global</i>	77
<i>Entreprises – Traders</i>	79
<i>Régulation – Marketing</i>	82
<i>Propositions critiques</i>	85
Conclusion : un dépassement démocratique ?.....	88

PARTIE III : Enquêter sur les usages d'une convention – Performance du BEL 20	91
Introduction	93
Chapitre 1 : l'indice boursier vu par la théorie financière.....	95
<i>Un puissant silence</i>	97
Chapitre 2 : l'indice boursier vu par les <i>Social Studies of Finance</i>	98
<i>Un pionnier hérétique</i>	98
<i>La création contestée des index funds et produits dérivés</i>	100
<i>Échantillon ethnographique</i>	105
<i>La productivité cognitive des indices</i>	106
<i>Fragments prometteurs ?</i>	109
Chapitre 3 : l'usage du BEL 20 en salle de marché	113
<i>Quatre questions aux traders bruxellois</i>	115
<i>Les lieux du BEL 20 – Jalons pour un approfondissement empirique</i>	120

Conclusion : l'indice comme dispositif d'évacuation des enjeux éthiques.....	121
Conclusion générale.....	125
Bibliographie.....	132
Sources primaires.....	132
Ouvrages et articles	133

Introduction générale

Comment les acteurs économiques parviennent-ils à conclure un accord ? Cette question fondamentale – qui est celle de la formation des prix – est traditionnellement réglée par la modélisation microéconomique : le problème de coordination y prend la forme d'un système d'équations représentant les logiciels de maximisation des agents, et sa résolution délivre le prix que le vendeur sera prêt à proposer (en fonction de la structure du marché et de ses coûts) et l'acheteur prêt à accepter (en fonction de ses désirs et de son budget). Un courant à la croisée de la sociologie et de l'économie, intitulé « économie des conventions », s'est proposé d'enrichir cette solution traditionnelle ; cette dernière peut en effet apparaître insatisfaisante par les questions qu'elle laisse sans réponses : comment les acheteurs forment-ils leurs préférences ? Comment prennent-ils conscience de l'existence des biens marchands ? Comment des objets deviennent-ils des biens marchands ? Comment les vendeurs démontrent-ils la qualité de leur produit ? Comment acheteurs et vendeurs se rencontrent-ils effectivement, c'est-à-dire comment les courbes d'offre et de demande se croisent-elles ? Et, finalement, comment s'accordent-ils sur un prix unique ?

L'économie des conventions n'invalide pas, *a priori*, la solution traditionnelle. Elle entend plutôt mettre au jour les dispositifs sociotechniques que cette solution implique implicitement. Pour que l'univers marchand corresponde à la modélisation microéconomique, il faut *a minima* qu'un système de transmission d'informations permette au client de répertorier l'ensemble des biens marchands, qu'un logiciel de calcul l'épaulé dans l'arbitrage entre ces offres selon leur prix, que certains signaux jouissant de sa confiance le rassurent sur la qualité du bien et que la configuration de son environnement assure la disponibilité quasi immédiate du bien ; un tel cadrage peut évoquer un programme informatique assez sophistiqué d'achats en ligne (Orléan, 2005). Ces conditions ne sont donc pas particulièrement irréalistes², mais reposent sur un agencement social et spatial *conventionnel* – et il serait opportun de le faire apparaître dans les hypothèses microéconomiques. Ce sont ces conditions à l'échange marchand qui constituent l'objet de recherche de l'économie des conventions (EC).

² Comme nous pourrons le constater au fil de ce mémoire, ce rapprochement entre certains dispositifs marchands et les hypothèses microéconomiques n'est pas exclusivement dû au hasard ou au potentiel de « découverte » de la théorie. Il résulte également de l'effet de la théorie sur la réalité économique.

Quelle convention ?

Comment définir la convention suffisamment largement pour qu'elle puisse inclure des signaux de confiance, des agencements spatiaux et des logiciels de calcul, et suffisamment étroitement pour qu'elle soit sensée et opérationnelle ? La réponse qu'ont livrée les auteurs de l'EC depuis la fondation du courant (fin des années 1980) n'est ni unique ni univoque. Elle a par exemple été fort influencée par la réception de l'ouvrage *De la justification* de Boltanski & Thévenot (1991), à tel point que les six Cités sont devenues le cadrage dominant des applications empiriques de l'EC : tout dispositif permettant la réalisation d'une transaction devenait guidé par un « principe supérieur commun ». Si tout échange marchand implique effectivement un *accord* qui peut être relié à une définition du bien (inspirée, domestique, civique, etc.), la récurrence de ce cadre d'analyse et de sa terminologie plus discursive (désaccord, justification, démocratie...) qu'antagoniste (intérêt, rapport de force, lutte...) prêta le flanc à la critique d'une « dérive moraliste » oublieuse de la conflictualité des rapports sociaux. Si peu fondée qu'elle soit, cette critique – tantôt respectueuse (Boyer, 2006), tantôt moqueuse (Amable & Palombarini, 2005) – a contribué à cliver l'hétérodoxie économique française, c'est-à-dire à éloigner la « théorie de la régulation » de l'EC. Pour éviter cet écueil, peut-on formuler une conception de la convention qui ne se réduit pas à la *Cité* ?

Nous partirons d'un travail d'Olivier Favereau précédant le numéro de 1989 de la *Revue économique* consacré à l'EC qui marque la naissance officielle du courant. Dans un chapitre intitulé « La formalisation du rôle des conventions dans l'allocation des ressources » (Favereau, 1986), deux aspects de la convention sont distingués à partir des œuvres du logicien David Lewis et de l'économiste John Maynard Keynes. Le premier définit la convention comme une règle de comportement formulée implicitement, sans sanction juridique et à l'origine intraçable ; les rameurs de Hume en constituent une illustration classique : face à un problème de coordination, ils s'accordent, par intérêt bien compris, sans avoir besoin de concevoir un plan d'action. Le second inclut une dimension normative dans sa définition : plus qu'une règle de comportement, la convention désigne un modèle d'évaluation d'un état de choses, une procédure d'interprétation ; l'exemple fameux de Keynes – que prolongera Orléan (1999) – est l'appréciation des cours boursiers : « *nous sommes tous convenus, en règle générale, d'avoir recours à une méthode qui repose à vrai dire sur une véritable*

convention. Cette convention consiste essentiellement dans l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment » (Keynes, 1936, p. 136). L'EC optera pour le camp de Keynes. S'agit-il d'une option théorique ou épistémologique ?

En d'autres termes, l'opposition entre Lewis et Keynes repose-t-elle sur une différence entre le type de convention étudié ou l'angle choisi pour étudier une convention ? La réponse est à chercher dans l'ouvrage collectif *Théorie des conventions* (Batifoulier, 2001) qui se structure autour de la distinction de Favereau ; la définition de Lewis est cette fois associée à la théorie des jeux (approche stratégique) et celle de Keynes à l'EC (approche interprétative). Dans un tableau de synthèse (cf. figure 1 ci-dessous), la première approche est dite « syntaxique » (formalisation d'un accord fonctionnel), tandis que la seconde serait « sémantique » (procédure normative d'interprétation). La différence tiendrait donc au regard porté sur les conventions. Quelques pages plus loin, toutefois, l'autre option est avancée : « *on ne recrute pas un candidat comme on se positionne sur le bon côté de la route. Dans le premier cas, le choix peut impliquer un jugement de valeur qui définit ce qu'est un 'bon' candidat. Il engage donc un élément normatif. Dans le second cas, l'élément normatif semble inexistant et la convention paraît suivie par unique intérêt* » (Batifoulier & de Larquier, 2001, p. 19). Cette ambiguïté a probablement contribué au succès du modèle des *Cités* : celles-ci recoupent en effet la double exigence théorique et épistémologique que l'on peut dégager de l'ouvrage³.

Mais cette ambiguïté a également contribué à la désaffiliation de certains auteurs que l'on pourrait légitimement associer à l'EC. Alain Desrosières en est un bel exemple : historiquement proche des fondateurs de l'EC, il est désormais associé à la sociologie de la quantification et n'est plus cité comme auteur conventionnaliste. Son objet de prédilection, en apparence étranger aux *Cités*, en est sans doute la cause : les conventions statistiques (moyenne, corrélation, régression linéaire...). Dans l'ouvrage de synthèse de son travail sur lequel s'est fondée la première partie de ce mémoire (Desrosières, 1993), l'histoire, autant cognitive que politique, de ces objets statistiques est finement retracée afin de mettre au jour la précarité de la constitution d'une réalité... conventionnelle. Afin de réintégrer la sociologie de la quantification à l'EC,

³ Certaines discussions avec des doctorants du Centre d'économie de l'Université Paris Nord (CEPN) confirment ce diagnostic : pour se positionner dans le champ de l'EC avec certitude, il est plus prudent de se référer aux *Cités*... par convention.

nous reprendrons donc dans ce mémoire la distinction de Favereau dans son acception épistémologique uniquement ; *toute* réalité conventionnelle peut alors être saisie syntaxiquement ou sémantiquement. Revenons aux rameurs de Hume pour s'en convaincre : l'institution implicite d'une règle de comportement garante de l'harmonie des mouvements peut également être comprise comme l'institution d'une procédure normative, partageant le normal/respectable/courtois de l'anormal/vulgaire/sauvage. Il suffit de violer la règle (i.e. ramer dans le sens contraire) pour apercevoir, via la sanction sociale subie, sa dimension normative. Même les arrangements les plus banals secrètent une normativité qui ressurgit au premier écart ; la microsociologie goffmanienne nous a suffisamment mis en garde sur cette menace permanente.

Dès lors, toute convention est objet légitime d'investigation à condition de ne pas la réduire à une réponse fonctionnelle, normativement vide. Plus encore, pour faire justice à l'œuvre de Desrosières, le périmètre conventionnel doit être élargi : tout comme les règles de comportement et les modèles d'évaluation, les définitions des objets sont en effet implicites, relativement arbitraires, dénuées de sanction légale (si on refuse d'appeler un ordinateur « un ordinateur », on ne risque aucune poursuite) et à l'origine difficilement traçable. Par ailleurs, comme en témoigne la situation du marché parfait décrite en introduction, les objets sont souvent indispensables à la coordination d'acteurs *économiques*. Nous pouvons donc ajouter certains éléments dédiés aux objets à la deuxième colonne du tableau de Batifoulier et de Larquier (cf. figure 1 ci-dessous). Michel Callon en sera l'auteur de référence : il proposa d'intégrer les objets dans la sociologie économique. Ses travaux insistent également sur le processus de constitution – souvent contesté, toujours incertain – des objets économiques ; nous ajoutons donc une dimension pragmatique à la sémantique, afin d'étudier, outre le contenu normatif d'une convention, son rapport à l'action (le rôle de ses fondateurs, son effet sur la réalité, etc.). Notons que cette implication des objets, en tant que supports environnementaux guidant les acteurs vers un registre de justification plutôt qu'un autre, est déjà présente chez Boltanski et Thévenot, lorsque ces derniers désirent « *montrer la façon dont les personnes font face à l'incertitude en s'appuyant sur des objets pour confectionner des ordres et, inversement, consolident les objets en les attachant aux ordres construits* » (Boltanski & Thévenot, 1991, p. 31).

Approches	Stratégique	Interprétative
<i>Définition générique de la convention</i>	Règle	Règle et modèle d'évaluation + <i>Objet</i>
<i>Niveau de la coordination</i>	Comportements	Comportements et représentations
<i>Critère de rationalité</i>	Substantielle ou, éventuellement, limitée	Procédurale
<i>Auteur de référence</i>	Lewis	Keynes + <i>Callon</i>
<i>Branche de la linguistique mobilisée</i>	Syntaxe	Sémantique + <i>Pragmatique</i>

Figure 1 – Approches des conventions (à partir de Batifoulier & de Larquier, 2001, p. 24)

Afin d'éclaircir la mobilisation de l'EC dans ce mémoire, revenons une dernière fois aux rameurs de Hume en nous focalisant sur les objets. D'un point de vue syntaxique, les rames constituent une réponse fonctionnelle au problème de locomotion sur l'eau (ce point de vue est hors du périmètre de l'EC). D'un point de vue sémantique, elles induisent un comportement normal/respectable (si on tente de manger la rame, on sera diagnostiqué fou), voire un rapport sociétal à la mobilité (différent de celui du moteur par exemple). D'un point de vue pragmatique, enfin, elles sont héritières d'un travail à la fois technique (ni trop lourde ni légère, etc.) et social (convaincre de la nécessité d'un tel objet dont on a pu se passer si longtemps) de ses concepteurs et partisans – abstraction faite du travail linguistique nécessaire pour imposer le mot « rame » ; parallèlement, elle suggère un certain comportement (ramer) et impacte donc la réalité de nos deux rameurs. *In fine*, nous adoptons donc la définition sémantique de la convention, à laquelle nous ajoutons une dimension pragmatique, et que nous appliquerons aux règles, modèles d'évaluation et objets.

Dans le tableau ci-dessous que nous reprendrons en fin de travail, nous présentons une dernière typologie des conventions intégrant la distinction proposée par Eymard-Duvernay et al. (2006) entre la convention dont la prétention à la validité est générale (par exemple, la Cité) et celle justifiée par un arrangement local, empreinte de singularités contextuelles (par exemple, une règle interne à *une* organisation : « le dernier parti allume l'alarme de l'entrepôt »). Bien entendu, la réalité conventionnelle est toujours intermédiaire entre ces deux pôles et l'intérêt d'un tel découpage est d'apercevoir « *le va-et-vient qu'il autorise avec des coordinations plus formalisées* » (*Ibid*, p. 41). Notons donc que trois types de conventions – souvent entremêlées au

sein d'une situation – se dégagent sur le plan horizontal : la convention de qualification (instituant un objet permettant la coordination, comme une montre), la convention de prescription (instituant une règle, comme la ponctualité) et la convention d'évaluation (instituant un modèle d'évaluation, comme l'association entre un retard et l'irrespect).

	Objet	Règle	Modèle d'évaluation
Locale	Convention de qualification locale	Convention de prescription locale	Convention d'évaluation locale
Générale	Convention de qualification générale	Convention de prescription générale	Convention d'évaluation générale

Figure 2 – Typologie des conventions (à partie d'Eymard-Duvernay et al., 2006)

L'indice, convention boursière

Nous avons vu qu'une des premières apparitions de l'EC (avant la lettre) fut introduite par Keynes dans la *Théorie Générale* à propos du fonctionnement boursier. Là n'est pas un hasard. S'il y a un domaine de l'activité économique où la coordination des acteurs paraît précaire tant l'enjeu de l'accord semble abstrait, voire irréel, c'est la finance. Comment les opérateurs financiers s'accordent-ils sur le prix d'un titre, cet objet impalpable et souvent opaque ? Pourquoi la crise de 2008 n'est-elle pas le sort permanent des marchés financiers ? Nous savons désormais que la réponse de l'EC invoque un référent extérieur (la convention) et réconcilie ainsi les enjeux de la coordination, de la rationalité et des valeurs : face à une situation d'incertitude, les acteurs économiques – parce qu'ils sont conscients de leur rationalité limitée (mais donc réflexive) – vont se préoccuper activement des façons de se coordonner et invoquer des objets, règles ou modèles d'évaluation qui mettront d'accord les parties prenantes. Ces objets, règles ou modèles d'évaluation pourront être critiqués par d'autres acteurs, sommant leurs fondateurs et partisans de les justifier ou de les amender. Quelles sont les conventions permettant la stabilisation des cours boursiers ?

À la suite de Keynes, André Orléan (1999) identifia deux modèles d'évaluation des cours permettant de mettre d'accord les opérateurs. Le premier est celui que l'on retrouve dans les manuels de finance : le prix d'un titre reflète la *valeur actualisée des profits anticipés* des entreprises sous-jacentes. Le second est autoréférentiel : le prix

d'un titre reflète l'*opinion du marché à un moment donné*. On comprend aisément que ces deux conventions suggèrent deux modes d'action différents : la première invite à scruter les performances des entreprises cotées afin de déceler, avant les autres, l'apparition d'un gisement de profit futur, tandis que la seconde incite à déduire des prix passés et présents un état psychologique annonçant les prix futurs. Aujourd'hui, ces deux conventions persistent, portant respectivement le nom d'analyse fondamentale et d'analyse technique. Orléan propose à leur égard une analogie avec le paradigme de Kuhn. Tant que tout le monde croit dans une même convention et la mobilise, celle-ci est opérante : elle permet la coordination, étant donné que chacun perçoit le même signal de l'évolution des prix. Lorsqu'une crise de confiance apparaît (« vague de panique », crainte d'une « bulle », etc.), plus aucun référentiel ne supporte l'accord et tout peut arriver. Un nouveau référentiel naît alors sur les ruines de l'ancien. Orléan note, à la suite de Keynes, que la seconde convention (autoréférentialité des prix) est plus volatile que la première : enclenchant une dynamique mimétique (Orléan, 1986), elle conduit chacun à anticiper ce que l'autre va acheter et vendre, et même ce que l'autre va anticiper de nos achats et ventes, voire ce que l'autre va anticiper de nos anticipations, etc. *In fine*, chacun aspire à saisir ce qu'anticipe le marché, et ce modèle d'évaluation est moins stabilisateur que la convention se référant aux résultats des entreprises.

Les réflexions d'Orléan, pour fécondes qu'elles soient, demeurent éloignées des salles de marché. Elles ne permettent pas de comprendre comment les opérateurs apprennent les résultats des entreprises ou l'opinion du marché. Le courant des *Social Studies of Finance* s'est proposé de combler cette lacune en allant voir le fonctionnement effectif des Bourses. Une des critiques d'Orléan qui ressortent de cette plongée ethnographique est son évacuation du rôle des objets dans la coordination des courtiers : « *les théories sur l'alignement mimétique dans les marchés financiers, qui insistent sur les effets de miroir dans cette confluence des regards, font souvent l'impasse sur la dimension 'interobjective' (et pas purement 'intersubjective') de la situation, comme si elles oublieraient de prendre en compte la présence même du 'miroir' dans toute sa matérialité* » (Muniesa, 2011, p. 189). L'ambition de ce mémoire est d'explorer un de ces objets présents sur la scène boursière et mobilisables par les opérateurs financiers pour s'*entendre* sur un prix : l'indice boursier. Cet indicateur statistique est central sur les marchés financiers, mais également en-dehors :

ses représentants majeurs (*Dow Jones*, S&P 500...) saturent l'espace médiatique et impactent quotidiennement l'allocation de montants supérieurs au produit intérieur brut (PIB) de la Belgique. Dans ce mémoire, nous étudierons plus particulièrement l'indice des actions de la Bourse de Bruxelles, sous trois angles qui forment trois parties.

La première partie 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. À partir d'une étude d'archives, nous avons identifié six indices boursiers, provenant tantôt d'initiatives privées (journaux financiers comme le *Moniteur des Intérêts Matériels*), tantôt d'institutions (para-)publiques (notamment la Banque nationale de Belgique et l'Institut national de statistique). Au fil de cette histoire statistique, les relations entre les méthodologies mobilisées et les publics représentés par ces indices mettent 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 ». Cette première partie, inspirée par la sociologie de la quantification d'Alain Desrosières, a débouché sur la rédaction d'un article, intitulé « Comment émerge un indice boursier ? Genèse du BEL 20 », qui a été soumis à la *Revue française de Socio-Économie*.

La deuxième partie décrypte la mise en forme contemporaine du BEL 20. Nous y proposons de remonter la chaîne de production de cet indice (marque déposée de la société Euronext) lors de sa révision annuelle de mars 2020, afin de faire voir l'ensemble des rouages qui lui confèrent une part de sa signification : de l'ingénieur-mathématicien basé à Paris qui encode les données jusqu'au journaliste de *L'Écho* qui dévoile en exclusivité la nouvelle composition du BEL 20, en passant par le *Steering Committee* chargé d'officialiser la décision et le responsable communication d'Euronext qui tâche de contenir/attiser la pression médiatique. La conjonction du travail de cette diversité d'acteurs (dont les extrémités s'ignorent mutuellement) donne forme au BEL 20 actuel... et à ses tensions ! Nous dégagerons finalement cinq couples de prétentions contradictoires au cœur du BEL 20, ainsi que les conditions de leur éventuel dépassement. Cette deuxième partie adopta davantage le cadre d'analyse proposé par Muniesa (2003), permettant de saisir la constitution – « en train de se faire » – d'un dispositif sociotechnique, c'est-à-dire composé d'humains et de non-humains (algorithmes, écrans de salle de marché, etc.).

La troisième et dernière partie tente finalement de comprendre la performance du BEL 20. Non pas dans son sens habituel désignant le rendement d'un portefeuille, mais dans une acception pragmatiste : nous tâchons de saisir son pouvoir de structuration de la réalité. Dans un premier temps, nous relevons les enseignements relatifs aux indices boursiers que nous pouvons retirer de théorie financière et des *Social Studies of Finance*. Dans un second temps, nous restituons les résultats d'une brève enquête par questionnaires adressée aux opérateurs belges travaillant en salle de marché, afin de comprendre leurs usages du BEL 20 dans leurs décisions de placement. Il résulte de ces deux moments que le BEL 20 influence la réalité boursière *via* quatre canaux : en tant que sous-jacent de produits dérivés, de référence pour les fonds indiciels, de *benchmark* pour les gérants de fortunes et de signal pour les opérateurs. Cette dernière partie emprunte la méthodologie d'enquête des *Social Studies of Finance*, ainsi que – plus étroitement que les deux précédentes – le cadre de l'EC.

Pour guider la lecture de ce mémoire, il convient sans doute de relier brièvement ces trois parties à notre discussion de l'EC. La première partie (sociohistorique) du mémoire propose une lecture sémantique d'une convention de qualification : il s'agit de comprendre le *contenu* – notamment normatif – des indices boursiers successivement mobilisés par les acteurs de la Bourse de Bruxelles. Ces indices sont conventionnellement institués comme objet statistique signifiant (convention de *qualification*). Si nous nous penchons sur le travail de stabilisation de ces indicateurs par leurs fondateurs (1^e dimension pragmatique), nous ne nous risquons pas à déduire les usages qu'en ont faits les opérateurs de la Bourse (2^e dimension pragmatique). La deuxième partie, traitant du présent, se permet d'ajouter une couche pragmatique : outre le contenu de l'indice étudié à travers les cinq tensions du BEL 20, les différentes pratiques qui le sous-tendent sont plus finement retracées (travail de production, d'officialisation, de diffusion, etc.). Enfin, la dernière partie est pleinement pragmatique : l'impact des indices sur la réalité économique est étudié, à travers les différents statuts conventionnels que peut endosser un indice boursier (convention de qualification, de prescription et d'évaluation). Ces différents aspects seront repris dans un tableau synthétique (cf. figure 30).

Remarques méthodologiques

Les trois parties de ce mémoire mobilisent des ressources empiriques diverses dont il convient ici de discuter l'aspect méthodologique. Dans la première partie, nous convoquons des archives principalement consultées au « Bibliopôle » de la réserve patrimoniale de l'UCL, à la Bibliothèque royale de Belgique, ainsi qu'au centre de documentation du *StudieCentrum voor Onderneming en Beurs* de l'Université d'Anvers. Plusieurs ressources numériques disponibles sur le site de la Banque nationale de Belgique et du Fonds monétaire international ont également été exploitées. Nous nous sommes enfin appuyés sur les quelques ouvrages portant sur l'histoire de la Bourse de Bruxelles (dont le principal est la traduction du livre collectif édité par Geert De Clercq *À la bourse : Histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990*), ainsi que sur les témoignages d'Ivo Maes et Erik Buyst, les deux historiens qui ont le plus écrit sur le Service d'études économiques de la Banque nationale, de Stefaan Jacobs, actuel Directeur communication du SPF Économie, d'Erik Vloeberghs, responsable des archives à *Statbel* (anciennement l'Institut national de statistique), d'Angelino Di Zinno de la Banque nationale, et de Gertie Lindemans, historienne archiviste à la KBC. Sans formation en histoire, nous avons tenté de tempérer les faux pas méthodologiques en adoptant une approche prudente et mesurée, aussi fidèle que possible aux principes conventionnalistes de Desrosières. Nous avons également pu profiter, dans cette partie comme dans les autres, des conseils méthodologiques de notre promoteur Jean De Munck.

La deuxième partie se fonde davantage sur des entretiens semi-directifs d'environ une heure avec le personnel d'Euronext Bruxelles : trois avec Vincent Van Dessel (ancien agent de change et CEO depuis 2009), deux avec Pascal Brabant (responsable de la communication) et un avec les cinq employés restants. Nous avons également pris contact avec Étienne Boushaki, responsable de l'*Index team* d'Euronext basé à Paris, ainsi qu'avec les sociétés qui sont rentrées et sorties du BEL 20 en mars dernier. Enfin, Marc Lambrechts, Philippe Galloy et Marc Collet, trois journalistes de *L'Écho*, nous ont offert leur témoignage sur leur usage de l'indice. Chaque échange fut enregistré et (au moins partiellement) retranscrit ; nos informateurs ont tous accepté de figurer en nom propre dans ce travail. Parallèlement, plusieurs documents de gestion de la société Euronext (règles de gouvernance des indices, composition du

comité de direction, etc.) ont été exploités, ainsi que certains textes juridiques (législation européenne sur les *benchmarks* financiers). Nous avons enfin mobilisé de nombreux articles parus dans *L'Écho*, accessibles en ligne sur le site du journal. Les ressources de cette deuxième partie correspondent davantage aux outils « classiques » de la sociologie ; nous avons donc pu faire appel aux acquis de nos cours méthodologiques – surtout qualitatifs – pour traiter ces matériaux (analyse d'entretiens semi-directifs, exploration de la littérature grise...).

Dans la troisième et dernière partie de ce mémoire, outre une revue de la littérature de la théorie financière et des *Social Studies of Finance*, nous exposons les résultats d'une enquête par questionnaires⁴. Réalisé à partir d'un *template* de Google pour des facilités de diffusion, ce questionnaire ne fut envoyé qu'aux employés de firmes de courtage actives sur le marché boursier belge. Quatorze traders⁵ (qui ont ici été anonymisés) ont répondu aux quatre questions à choix multiples, ce qui est bien sûr trop peu pour revendiquer une significativité statistique, mais sans doute suffisant pour dégager certains enseignements (en lien avec la littérature présentée dans les premiers chapitres). Toutefois, il serait opportun de tester nos résultats à partir de dispositifs de recherche plus ambitieux que nous esquissons en conclusion de cette partie (observations de rencontres entre des gérants de fortunes et leurs clients, entretiens avec des traders...). Nous apporterons davantage de précisions sur nos outils – et nos embûches – méthodologiques au fur et à mesure de ce travail.

⁴ Il était initialement prévu de joindre à ce questionnaire quelques entretiens semi-directifs. Les circonstances exceptionnelles (en particulier pour la Bourse) dues au Covid-19 nous ont contraint à revoir ce plan.

⁵ Dans ce mémoire, nous utiliserons le terme « trader » pour désigner tout opérateur financier travaillant en salle de marché, embrassant ainsi les *brokers* (purs intermédiaires plaçant l'épargne de leurs clients) et les *dealers* (plaçant également pour leur propre compte).

**PARTIE I : Retracer la constitution
d'une convention – Histoire du
BEL 20**

*“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, J. (1822) *The present state of England etc.*, p. 278

Introduction

Lorsque la socio-économie s'est penchée sur les indicateurs statistiques, elle a préféré enquêter sur l'indice des prix à la consommation (IPC) (Jany-Catrice, 2019) ou le produit intérieur brut (PIB) (Thiry, 2012) que sur les indices boursiers. Il ne s'agit pas ici de contester l'intérêt heuristique des études de l'IPC ou du PIB : la formation conflictuelle de ces deux indicateurs, leur influence sur l'économie contemporaine, mais aussi les critiques dont ils font aujourd'hui l'objet ou qui les mobilisent dans les débats justifient à elles seules l'importance d'une démarche retraçant les intérêts – politiques et cognitifs – présidant à leur stabilisation. Nous souhaitons plutôt avancer que ces trois propriétés (histoire contestée, performativité, outil critique) se retrouvent chez les indices boursiers qui méritent dès lors une investigation semblable. Ce premier chapitre se concentrera sur l'aspect historique des indices boursiers, en retraçant les indices qui ont, tout au long du XXe siècle, fait autorité à la Bourse de Bruxelles. 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.

Chapitre 1 : naissance du premier indice de la Bourse de Bruxelles

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 cotation⁶. De l'autre, seuls le tournant probabiliste de la physique (via Maxwell, puis Heisenberg⁷) et la dilution de

⁶ Le nombre de valeurs cotées s'amplifia surtout au tournant du siècle, passant de 400 en 1875 à 2200 en 1913 (Dumoulin, 1992).

⁷ Lorsque Maxwell introduisit en 1867 l'hypothèse du « chaos moléculaire » (invitant à modéliser des relations microscopiques comme des variables aléatoires) et plus encore lorsque Heisenberg radicalisa cette perspective par un probabilisme ontologique (principe d'indétermination au fondement de la physique quantique), penser l'incertitude ne fut plus perçu comme symptôme d'un manque de rigueur pour l'économie marginaliste.

l'inclination démographique de la statistique ont permis, à la fin du XIX^e 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, 1993). 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 (« *Tabular Standard* ») 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 écriront sur le sujet à partir de 1889) permit de propager cet objet nouveau et – plus important encore – de l'insérer dans un réseau conceptuel lui assurant consistance théorique et légitimité politique⁸.

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*).

⁸ 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.

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 boursières » qui inonda la place bruxelloise (et anversoise) entre 1863 et 1914⁹. Le *Monimat* est adressé aux acteurs de la Bourse (agents de change et épargnants) : en une dizaine de pages, ceux-ci trouveront de quoi appuyer leur placement (cours belges et étrangers) et conforter leur sentiment (opinion économiquement libérale, culturellement conservatrice¹⁰). Ses rédacteurs veillent donc à rassurer, tempérant les extravagants et réaffirmant, même au seuil de la guerre ou du krach, que l'ordre établi n'est pas fondamentalement menacé : « *de sages mesures conservatrices sont prises un peu partout et permettent d'attendre avec calme les événements* » (29/07/1914) ; « *Sans doute, il y a eu un malaise boursier qui, à un moment donné, a pris des allures inquiétantes. Mais rien n'indique jusqu'ici que ce mal ne puisse pas être très bien localisé et guéri en douceur* » (10/12/1929).

L'indice voit le jour en une de l'édition du 1^{er} juin 1919. 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 paraître vulgaire. 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 botter en touche en regrettant une irrationalité. S'il fut si consistant de 1919 à 1928, c'est parce que cet indice

⁹ La réforme libérale de 1867 condamnant le monopole des agents de change (Vanthemse, 1992a), 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 achetées par actions) et très compétitif : entre 1863 et 1914, 350 titres furent créés (Dumoulin, 1992).

¹⁰ Diffusée tantôt en conclusion d'articles : « *mais, vouloir empêcher la diffusion des capitaux disponibles entre les divers pays (...), c'est aller à un succès certain* » (01/01/1911), tantôt en titre principal : « *Contre la semaine de 40 heures* » (01/10/1932).

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 encadrée ». Ce premier indice *représente*¹¹ 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, 1993, 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 aussi du public !) un instrument d'évaluation alternatif à l'instinct hérité : la 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

¹¹ 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).

d'un art qu'il jugeait propre au colloque privé avec un patient particulier (Desrosières, 1993). 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'affinité rationaliste du lectorat que nous avons relevée était sans doute insuffisante, au lendemain de la Première Guerre mondiale, pour s'éprendre d'universalité. 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. Ce dernier est « la fortune mobilière belge » qui fut publiée de 1898 à 1924 par le *Monimat* ; elle dressait l'évolution des cours des titres belges cotés à Bruxelles et servit de base au calcul de l'indice (cf. figure 3 ci-dessous). 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 !

Economie financière

La fortune mobilière en Belgique.

(En milliers de francs.)

	Nombre de valeurs cotées			Valeur totale aux cours de			Introductions à la cote de			Radiations de la cote de			Augmentations de capital de		
	Janvier	Avril	Juillet	Janvier	Avril	Juillet	Janvier	Avril	Juillet	Octobre 1905 à Janvier 1907.	Janvier à avril 1907.	Avril à juillet 1907.	Janvier 1907.	Avril 1907.	Juillet 1907.
	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.	1907.
Fonds d'Etat, provinces et villes.	95	94	95	4,980,154	4,936,535	4,857,509	—	—	—	—	—	427	—	21,171	13,168
Obligations, actions privilégiées, actions à revenu fixe	262	279	230	1,404,058	1,409,701	1,399,133	—	17,643	7,903	4,394	9,256	15,167	21,809	4,979	4,473
Obligations à revenu variable.	11	11	10	33,912	31,734	25,640	478	—	—	—	—	5,774	—	—	—
Banques, assurances et entreprises immobilières	50	51	40	792,254	801,964	789,674	—	11,805	—	—	—	1,500	—	—	—
Chemins de fer et canaux	33	33	31	340,410	335,719	328,431	—	—	—	—	—	2,185	377	—	30
Tramways et chemins de fer économiq.	140	142	143	910,863	913,452	831,258	—	11,978	29,027	—	—	16,030	20	—	15,520
Acieries, ateliers de construction, fabriques de fer et hauts-fourneaux	115	120	119	611,714	593,933	571,001	1,409	20,068	2,600	—	—	79	—	—	1,805
Charbonnages.	110	112	112	974,484	941,364	918,507	4,236	4,327	—	—	—	—	—	—	2,036
Zinc, plomb et mines	23	23	23	327,872	322,601	301,619	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Glaceries	11	11	11	75,026	73,772	63,476	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Verrieres	11	11	11	20,061	17,178	15,943	—	—	—	1,362	—	—	2,520	—	—
Distributions d'eau	7	7	6	41,575	41,608	41,525	—	—	—	—	—	450	—	—	—
Entreprises de gaz et d'éclairage	38	39	38	139,652	142,366	137,298	2,300	1,200	10,650	—	—	540	2,970	—	—
Industries textiles	81	21	24	72,825	78,618	85,345	5,595	3,408	5,180	—	—	—	1,240	—	—
Industries de la construction.	35	35	29	60,055	57,935	54,638	—	—	2,583	—	—	4,331	—	—	4
Industries diverses	139	140	133	494,537	493,390	427,038	10,857	2,780	2,880	—	5,062	26,435	—	2,372	2,737
Actions étrangères	29	27	27	383,937	357,435	341,522	—	—	—	—	—	12,270	—	—	—
Totaux	1,127	1,159	1,156	11,657,474	11,549,055	11,324,616	24,876	76,214	60,833	5,726	26,588	73,163	28,033	23,522	39,473

NOTA. — Les chiffres des valeurs admises à la cote depuis le 1er avril 1901 sont compris dans le nombre (premières colonnes) des valeurs cotées au 1er juillet 1907, de même que leurs cotations. Les radiations sont inscrites pour mémoire.

Figure 3 – Tableau de la fortune mobilière belge, extrait de l'édition du 7 juillet 1907 (photo personnelle)

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 n'est 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^{er} 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'accroître 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 paraîtra 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* (cf. figure 4 ci-dessous) ; 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.

	Entrepr. immobil. et hypoth.	Tramw. ch. de f. et vicin.	Tramw. et Electr. (Trusts)	Gaz et Electric.	Métall.	Charb.	Zincs et plombs mines	Glacér. et verr.	Textiles et soieries	Colon.	Divers	Tous Titres à Revenu Variable
Indice par rapport au mois précédent												
1930 1 ^{er} octobre	98	105	101	101	99	94	105	105	105	95	93	97
3 novembre ...	87	87	87	85	90	87	92	93	90	87	76	92
Indice par rapport au 1 ^{er} janvier 1928 :												
1929 2 septembre ...	87	112	91	99	103	163	180	94	158	85	97	107
1 ^{er} octobre	76	99	83	86	93	141	177	85	135	76	79	97
4 novembre ...	73	94	77	83	89	128	157	79	132	74	77	92
2 décembre ...	67	90	70	72	82	111	142	70	127	68	62	81
1930 3 janvier	67	90	70	71	82	109	141	66	121	65	63	81
3 février	65	90	73	73	86	114	133	66	126	61	63	80
3 mars	60	78	67	62	77	99	116	58	114	53	51	75
1 ^{er} avril	64	82	73	69	86	105	109	61	111	54	65	77
1 ^{er} mai	64	84	76	70	88	104	116	64	109	57	69	79
2 juin	61	79	69	67	84	95	114	58	95	56	64	78
1 ^{er} juillet	56	74	68	61	81	88	113	48	92	54	58	75
1 ^{er} août	54	69	62	57	79	88	112	41	90	49	52	70
1 ^{er} septembre ..	56	56	60	57	78	87	111	38	87	46	51	66
1 ^{er} octobre	55	59	60	57	78	82	117	40	92	44	47	65
3 novembre ...	48	51	53	49	70	72	108	37	83	38	36	60

Figure 4 – Indice de la BNB publié dans le Monimat du 16/11/1930 (photo personnelle)

Le tableau ci-dessous reprendra, en fin de parcours, les principaux enseignements de cette histoire. Sa première ligne est donc dévolue à l'index du *Monimat*, renommé la « boussole du capitaliste » afin de rappeler 1) son incomplétude permettant un compromis avec le « flair professionnel » : la boussole ne livre pas une réponse, mais fournit un signal à *interpréter* ; 2) la trace du lectorat dans sa constitution : l'index se destine à un segment de la Bourse. Ce dernier, patriote rationnel, se retrouve donc dans la forme investie par le *Monimat* : la « rationalisation encadrée ». L'index fournit un instrument fondant une décision éclairée (s'écartant de la spéculation malsaine, le « jeu pur ») et assumant une dépendance géographique (rubriques bruxelloises) et sociale (nécessité du flair de l'investisseur). Les autres composantes de ce tableau reprennent les enseignements des pages précédentes et ne méritent pas de plus amples explications.

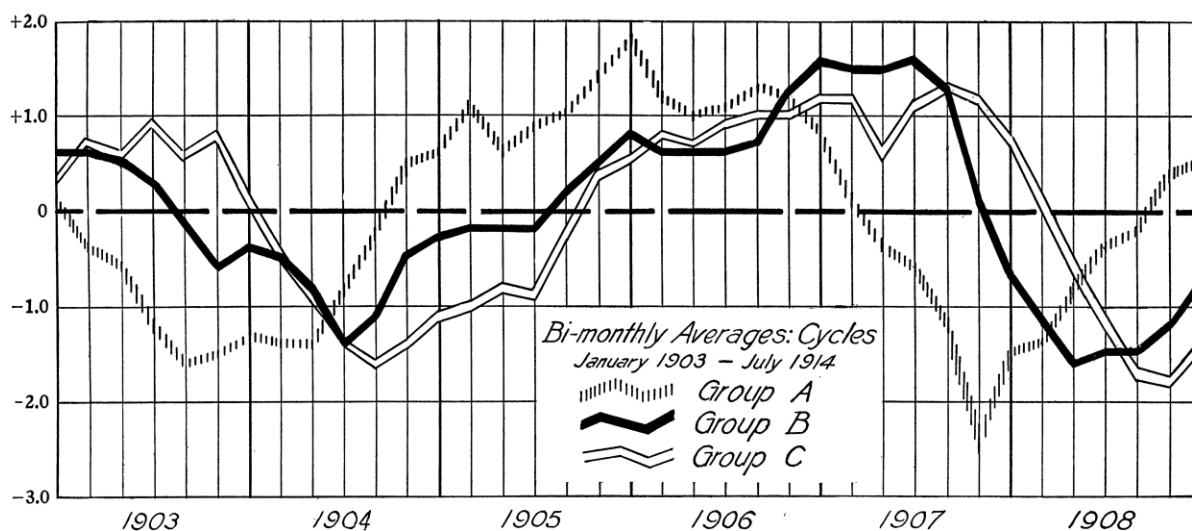
INDICES	ÉDITEUR	PÉRIODE	COÛT	RENDEMENT	TECHNIQUE
La boussole du capitaliste	<i>Moniteur des intérêts matériels</i>	1919-1928	Relativisation du flair professionnel Déni des particularités, flou méthodologique Exploitation statistique	Rationalisation encadrée Stabilité temporelle Récupération de la fortune mobilière, vente	Moyenne non pondérée du cours de valeurs vivantes (non définies) par rubriques

Figure 5 – Indices de la Bourse de Bruxelles au XXe siècle

Chapitre 2 : un indice scientifique et officiel s'impose à la Bourse

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 tout au long de son histoire : 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. Le Service d'études économiques (SEE) de la BNB, fondé en 1911 et responsable à partir de juin 1926 de la publication du *Bulletin d'information et de documentation (BID)* dans lequel paraîtra l'indice, est très proche de l'ISE¹² : le premier récoltera la documentation nécessaire aux analyses du second (van Zeeland, 1929). Ce principe de division du travail était inspiré du programme du *Harvard Committee for Economic Research* que Léon Dupriez, fondateur de l'ISE, désirait importer en appliquant son baromètre au cas belge. Le « *three-curve barometer* » d'Harvard avait reçu un écho mondial après avoir prévu la crise de 1921 (cf. figures 6 et 7 ci-dessous). Sa diffusion dans les entreprises et institutions publiques fut telle que plusieurs voix s'élevèrent contre son impact, jugé excessif, sur les événements économiques : par exemple, Corrado Gini regretta la performativité (i.e. le rendement politique) du baromètre : « *between business barometers and meteorological ones there lies an essential difference: the reports of meteorological barometers do not exert – of course – any influence on what will be the weather like, whereas the reports of business barometers can influence considerably business trends* » (cité in Favero, 2007, p. 10). Oskar Morgenstern alla jusqu'à faire valoir « *the need to separate the scientific research on business trends from the sale of a forecasting service to the public, but also from its use for monetary policy* » (cité in *Ibid*, p. 12).

¹² À tel point que les trois acteurs clés des deux institutions sont les mêmes : Léon Dupriez (fondateur de l'ISE et tête pensante du SEE), Albert-Édouard Janssen (président de l'ISE et fondateur du SEE, puis directeur de la BNB et plusieurs fois ministre des Finances) et Paul van Zeeland (directeur du SEE et de l'ISE, puis Premier ministre).



BIMONTHLY AVERAGES OF CYCLES OF GROUPS A, B, AND C

GROUP A. YIELD OF TEN RAILROAD BONDS;* PRICE OF INDUSTRIAL STOCKS; PRICE OF TWENTY RAILROAD STOCKS; NEW YORK CLEARINGS.
 GROUP B. PIG-IRON PRODUCTION; OUTSIDE CLEARINGS; BRADSTREET'S PRICES; BUREAU OF LABOR PRICES; RESERVES OF NEW YORK BANKS.*
 GROUP C. RATE ON FOUR-TO-SIX MONTHS PAPER; RATE ON SIXTY-TO-NINETY DAY PAPER; LOANS OF NEW YORK BANKS;* DEPOSITS OF NEW YORK BANKS.*

Figure 6 - Le baromètre de Harvard de Warren M. Persons (Persons, 1919, p. 112)

IX. — LE BAROMÈTRE DES TROIS MARCHÉS POUR LA BELGIQUE. — 1897-1913.

1. LE MARCHÉ DE LA SPÉCULATION : INDICE DE LA BOURSE.
 2. LE MARCHÉ DES AFFAIRES : INDICE DES PRIX SENSIBLES.
 3. LE MARCHÉ DE L'ARGENT : TAUX D'ESCOMPTE DU PAPIER COMMERCIAL « HORS BANQUE ».
- COURBES CYCLIQUES : ÉCARTS A LA NORMALE, EXPRIMÉS EN UNITÉS DE DÉVIATION QUADRATIQUE MOYENNE.

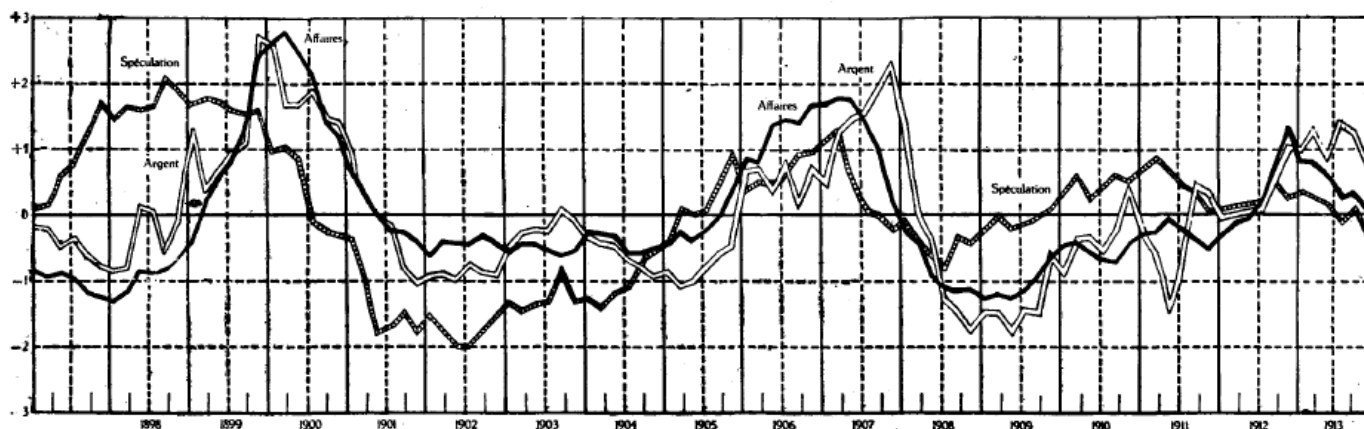


Figure 7 - Le baromètre de Léon H. Dupriez 1897-1913 (Dupriez, 1929, p. 30)

L'analyse de la conjoncture, c'est-à-dire l'étude des mouvements économiques à partir d'outils statistiques modernes, fut donc le versant théorique de la tâche statistique de la BNB. Si le *Bulletin de l'ISE*, qui « devint un organe incontournable du monde politico-économique belge » (Wilson, 2015, p. 53), adopte donc naturellement l'indice de la BNB, il n'en va pas de même du milieu boursier. L'indice

de la Bourse de Bruxelles qui naquit le 23 juin 1928 avait en effet tout pour lui déplaire : produit par une instance déconnectée (relativement au *Monimat*), il devait paraître excessivement sophistiqué, voire inintelligible. L'indice de la BNB se décompose en deux indices mensuels (relatifs au mois précédent ou au 1^e janvier 1928) et un indice annuel qui, basé sur l'ensemble des valeurs (tel que repris dans le relevé de la fortune mobilière) 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 1er janvier de l'année suivante entre l'indice définitif (fortune mobilière) 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 pondérée¹³ 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 (cf. figure 8 ci-dessous), qui porte l'empreinte de Dupriez, 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 définitifs jusqu'à la correction du 1^e 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 compris¹⁴. 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

¹³ Les poids correspondent à l'année courante (plutôt qu'à l'année de base), fidèlement à la formule de Paasche (qui n'est toutefois pas mentionnée). Les critères d'exclusion de valeurs (discontinuité de la cotation et variation de capital) rendent toutefois, *de facto*, les pondérations très stables, privilégiant la cohérence historique à la pertinence synchronique.

¹⁴ 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).

lorsqu'ils se réfèrent à l'indice de la BNB ? Quel est le fondement de leur confiance en cet obscur objet ?

INDICE MENSUEL DE LA BOURSE DE BRUXELLES.
(20 titres à revenu fixe, 110 titres à revenu variable). Base: 1^{er} janvier 1928 = 100.

	TITRES A REVENU FIXE					TITRES A REVENU VARIABLE														
	Dettes belge directe et indirecte	Emprunts provinces et communes	Obligations 4 % impôt 13,20 %	Obligations 6 % net d'impôt	TOUS TITRES A REVENU FIXE	Banques	Entreprises immobil. hypothécaires et hôtels	Tramways, chemins de fer économiques et vicinaux	Tramways et électricité (Trusts)	Chaz et électricité	Métallurgie	Charbonnages	Zinc, plombs, mines	Glaceries et verreries	Textiles et soieries	Colonies	Divers	TOUS TITRES A REVENU VARIABLE		
Indice par rapport au mois précédent.																				
1 ^{er} février	106,2	102,3	99,1	100,2	101,9	103,2	104,1	102,8	108,1	106	107,3	103,5	124,5	112,5	114,4	110	108	107,9		
1 ^{er} mars	103,5	100,9	101,3	105,6	103	98,4	103,9	106,7	101,6	102,3	114,4	107,4	97	91,2	103,6	92,7	99,1	99,8		
1 ^{er} avril	99,8	101,6	99,3	97,6	99,5	121,8	111,8	106,8	120,5	114,2	125,8	122,9	109,3	102,7	110,3	111,2	101,6	114,7		
1 ^{er} mai	99,5	101,2	100,5	98,2	99,6	108,7	95,4	112,3	97,1	96,1	104,2	93,6	94,6	104,9	95,4	108,8	113,5	104,2		
1 ^{er} juin	97,6	98,1	97,9	100,7	98,6	102,4	95,8	92,1	94,2	94	114	120,8	96,6	103,6	101,1	102,8	94	100,2		
Indice par rapport au 1 ^{er} janvier 1928.																				
1 ^{er} février	106,2	102,3	99,1	100,2	101,9	103,2	104,1	102,8	100	106	107,3	103,5	124,5	112,5	114,4	110	108	107,9		
1 ^{er} mars	110	103,2	100,3	105,8	105	101,5	108,2	109,7	108,1	108,4	122,8	111,2	120,8	102,6	118,5	102	107	107,7		
1 ^{er} avril	109,7	104,9	99,7	103,3	104,4	123,7	120,9	117,1	132,3	123,8	154,4	136,6	132	105,4	130,7	113,4	108,7	123,5		
1 ^{er} mai	109,1	106,1	100,2	101,4	104	134,4	115,4	131,6	128,5	119	160,9	127,9	134,9	110,5	124,7	123,4	123,4	128,7		
1 ^{er} juin	106,5	104,2	98,1	102,1	102,5	137,7	110,5	121,2	121,1	111,9	183,4	154,5	120,6	114,5	126,1	128,8	116	129		

Figure 8 – Première publication du double indice de la BNB (28/06/1928)

L'indice de la BNB peut se targuer, outre du sceau d'une institution reconnue par le milieu financier, 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 *Monimat* (« À côté »), les rédacteurs soulignent néanmoins 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 aisément 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 (Dupriez et autres économistes de l'ISE), suffisamment officiel pour servir de standards aux administrations (Commission bancaire, Institut international

du commerce¹⁵ ...) 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.

Un règne entre deux crises

Le règne de l'indice de la BNB est coïncé 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 explicitement cédé, probablement à partir de la réouverture de la Bourse de Bruxelles (3 juin 1945), à l'Office central de statistique (OCS)¹⁶. Nous pouvons dégager quatre explications de cette extinction, sûrement complémentaires. Premièrement, en novembre 1944, Franz De Voghel prit la tête de la BNB et réforma la politique éditoriale du SEE (Maes, 2010, p. 95) : le *Bulletin* accueillera plus de contributions d'économistes étrangers principalement axées sur les enjeux monétaires (l'instabilité du franc belge était au centre des préoccupations), sans doute aux dépens de thématiques boursières nationales. Ensuite, Paul van Zeeland, alors Premier ministre, fut impliqué à partir de mars 1937 dans une affaire de crédits frauduleux, que les rexistes, Léon Degrelle au premier plan, amplifièrent et qui débouchera – au terme de plusieurs rebondissements (rapports de commission, assemblée extraordinaire des actionnaires de la BNB, etc.) – 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).

S'il n'est pas improbable que la réorientation internationaliste et monétariste du SEE éloigne la BNB des enjeux statistiques nationaux et financiers (hypothèse 1), ni que les stigmates symboliques de « l'affaire van Zeeland » affaiblissent le pouvoir

¹⁵ Cet Institut, fondé à Bruxelles en 1921 et associé à la Société des Nations à partir de 1924, visait à rassembler des statistiques commerciales d'une vingtaine de pays fondateurs. Tout en assurant obtenir « tous ses renseignements de source officielle », il publie l'indice de la Bourse de la BNB.

¹⁶ L'OCS annonce dans son *Bulletin* de mars 1945 qu'il calcule les indices boursiers mensuels depuis le 1^{er} janvier 1943, « d'accord avec la Banque Nationale et s'inspirant de la méthode suivie par cette dernière pour l'établissement de son indice annuel ». Mais ce n'est qu'en février 1947 que la BNB informe ses lecteurs qu'elle lègue sa statistique à l'OCS, devenu Institut national de statistique (INS) cette année-là.

de négociation de la BNB dans la répartition des compétences avec l'ONS/INS (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 besoins¹⁷), 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 du 7 août 1939 repris dans le *Bulletin de l'OCS* de janvier 1943). L'OCS se montrera bien plus volontariste et enthousiaste que ne le fut 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 éviter les crises et soutenir la croissance, s'imposait sur l'analyse cyclique de la conjoncture. L'OCS gagnait en reconnaissance épistémique ce que concédait la BNB¹⁸.

Enfin, les élans de planification et de nationalisation des années 1940 menaçaient les acteurs économiques *privés* ; le nouveau programme du Parti socialiste, craignant de se faire déborder par les communistes, prévoyait par exemple « *la socialisation de plusieurs industries et des secteurs de l'assurance et du crédit* » (Brion and Moreau, 2005, p. 37). Si la nomination de De Voghel comme ministre des Finances rassura les conservateurs en empêchant 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 pleinement 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*

¹⁷ « *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 & Dancet, 1986, p. 149).

¹⁸ Dont le principal référent théorique, Léon Dupriez, reprochait à la macroéconomie keynésienne ses faibles microfondations et sa méthode d'équilibres partiels. Son influence théorique était par ailleurs telle que « *Dupriez's position significantly slowed down the penetration of Keynesian ideas in Belgium* » (Maes, 2010, p. 58).

lacune » (*Bulletin de Statistiques de l'OCS*, 08/1945). Dans un climat keynésien, une société anonyme n'est pas un service officiel.

NOTRE INDICE DES COURS DES VALEURS A REVENU VARIABLE

Le Service d'Etudes de la Banque Nationale de Belgique publiait, depuis le 1^{er} janvier 1928, un indice des titres à revenu variable cotés en Bourse.

L'Institut National de Statistique vient de reprendre ce travail suivant nos méthodes de calcul, dont le détail est exposé dans notre recueil intitulé *Statistiques économiques belges 1929-1940*.

La continuité de la statistique étant ainsi assurée, nous avons cessé, depuis le 1^{er} janvier 1947, de dresser nous-mêmes un indice de la Bourse.

Le lecteur trouvera régulièrement, dans la partie statistique du Bulletin, sous le n° 15, les indices qui seront dorénavant établis par les soins de l'Institut National de Statistique.

Figure 9 – Annonce de la fin de l'indice BNB (*BID*, 02/1947)

Chapitre 3 : l'État, l'épargnant et l'agent de change

Au lendemain de la guerre, 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 naissant. La Commission de la Bourse, enfin, maîtrisera la convention des intermédiaires professionnels, ancêtre directe du BEL 20.

L'indice de l'INS : l'activité boursière comme agrégat national

Héritier d'une laborieuse centralisation de la production statistique (débouchant sur son transfert vers le ministère des Affaires économiques en 1940), 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 BNB¹⁹, s'insère dans ce projet : stable sans 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

¹⁹ 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).

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 donc que le dessein de l'INS passe par l'insertion de « l'économie belge » dans un réseau international : de fait, l'État stabilise sa constitution lorsque ses caractéristiques économiques deviennent comparables à celles de ses voisins²⁰.

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 (cf. figure 10 ci-dessous). 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 référeront à cette statistique qui paraîtra apathique et hors-sol par rapport à ses rivales. Partiels, les rendements de l'indice décreurent 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 20²¹. Les seconds se référeront à l'indice général du marché au comptant bruxellois, aujourd'hui intitulé « *BEL All-Share* ».

²⁰ Ainsi s'explique l'agacement des organisations supranationales face à l'adoption imparfaite des conventions comptables internationales ; c'est tout le réseau que fragilise le mouton noir.

²¹ "Beginning in January 1992, data refer to the BEL 20 Index, base January 1, 1991" (*IFS World and Country Notes*, 2019, p. 34).

**Indices des actions cotées aux bourses de Bruxelles et d'Anvers.
Indexcijfers van de ter Beurzen van Brussel en Antwerpen genoteerde aandelen**

A. Marché au comptant - Valeurs belges (1953 = 100)

A. Kontantmarkt - Belgische waarden (1953 = 100)

DATES DATUMS	Valeurs industrielles — Industriële waarden																	
	Gaz - Electricité Gas - Electriciteit	Industrie des métaux ferreux Nijverheid der ferro metalen					Industrie des métaux non ferreux Non-ferro metalen nijverheid	Industrie chimique Scheikundige nijverheid	Charbonnages Steenkoolmijnen				Glaceries Spiegelglasnijverheid	Verreries Glasnijverheid	Industries de la construction Nijverheden van het bouwvak		Industrie textile Textielnijverheid	
		Sidérurgie IJzer- en staalnijverheid	Fabrics métalliques Metaalverwerken- de nijverheid	Fabrics métalliques Metaalverwerken- de nijverheid	Fabrics métalliques Metaalverwerken- de nijverheid	Fabrics métalliques Metaalverwerken- de nijverheid			Bassin de la Campine Kempense bekken	Bassin du Hainaut Henegouwse bekken	Bassins de Liège Linkse bekken	Charbonnages Steenkoolmijnen			Carrières, trav. de la pierre Gruwen, bewerk. van steen	Industrie du ciment Cementnijverheid	Industr. de la construction Nijv. van het bouwvak	Filatures Spinnerijen
1953 5-I	95	107	102	98	98	104	103	102	103	110	105	105	95	100	105	92	116	114
1954 4-I	90	97	105	95	95	102	103	93	95	104	95	101	109	102	111	108	99	99
1955 4-I	123	121	155	123	126	123	181	138	94	106	124	104	198	203	133	136	107	106
1956 3-I	136	147	162	115	121	137	222	136	124	120	135	127	300	212	198	167	173	92
1957 2-I	139	176	206	111	119	156	228	141	148	111	122	136	268	188	227	180	188	96
1958 3-I	119	141	178	96	104	128	149	120	138	108	123	129	201	151	178	135	145	98
27-I	122	143	173	98	106	130	151	122	130	106	124	124	200	148	181	134	144	99
25-II	120	143	162	95	102	129	147	121	116	93	112	110	189	142	178	130	141	95
25-III	123	143	168	97	104	129	159	126	120	94	113	114	204	142	184	139	147	94
25-IV	124	135	167	95	102	123	152	121	117	90	108	110	191	139	175	135	143	88
27-V	125	139	169	96	102	126	153	122	115	89	105	109	198	134	180	131	141	86
25-VI	132	152	182	99	106	136	170	129	120	91	108	112	224	149	199	138	150	89
25-VII	135	153	182	99	106	137	167	129	125	95	115	117	225	154	200	141	152	88
25-VIII	137	162	187	106	114	145	177	138	129	101	118	121	249	177	208	149	160	94
25-IX	139	154	185	110	117	140	171	134	116	90	109	110	244	179	207	144	155	92
27-X	142	150	185	114	121	139	185	137	117	90	109	110	246	185	210	144	157	91
25-XI	139	145	177	110	117	134	175	135	104	84	104	100	238	194	208	145	156	89
29-XII	142	151	173	115	122	140	185	141	110	88	106	106	244	204	220	148	160	87

DATES DATUMS	Valeurs industrielles Industriële waarden					Autres valeurs — Andere waarden										Indices récapitulatifs Samenvatt. index		Indices des valeurs belges Indexcijfers der Belgische waarden	
	Ind. de l'alimentation Voedingsnijverheid			Ind. diverses Diverse nijv.		Secteur financ. et immob. Financ. immob. Sector - Verzek.					Transports Vervoer			Commerce et services Handel en diensten		Soc. exploitant en Belgique Venn. met uitbating in Belg.			
	Ind. des denrées alim. Bereid. v. voedingsw.	Ind. des boissons Bereid. van dranken	Ind. de l'alimentat. Voedingsnijverheid	Ind. du papier Papierenijverheid	Industries diverses Diverse nijverheden	Banques Banken	Entr. hyp. et immob. Hyp. en im. ondn.	Sect. fin. et imm. Ass. Fin. et fin. sect. Verz.	Soc. à portefeuille (non spéc.) Portefeuille-m. (niet gespec.)	Holdings (Transp. et électr.) Holdings (vervoer en electr.)	Transp. par eau Vervoer te water	Tranways Tramwegen	Transports Vervoer	Grands magasins Grote magazijnen	Commerce et serv. Handel en diensten	Soc. exploitant en Belgique Venn. met uitbating in Belg.	Soc. exploitant à l'étranger Venn. met uitbating in het buitenland		
1953 5-I	96	96	96	107	88	100	90	94	91	98	91	98	96	97	96	95	100	96	98
1954 4-I	107	105	106	117	102	101	114	104	112	106	111	108	107	107	111	110	103	106	104
1955 4-I	159	134	147	166	132	128	130	123	132	154	148	132	121	125	143	140	126	158	133
1956 3-I	167	185	177	192	195	154	137	118	146	180	180	139	136	134	156	151	143	169	156
1957 2-I	140	198	164	193	191	159	135	116	139	180	169	174	134	151	213	200	152	155	161
1958 3-I	131	201	158	164	151	132	129	113	130	159	150	123	129	118	200	187	130	122	137
27-I	132	208	162	167	160	134	132	113	133	156	154	125	127	119	208	193	132	121	138
25-II	130	209	161	165	153	129	134	113	134	156	151	114	131	115	208	194	128	118	138
25-III	128	216	162	167	163	134	140	115	140	157	156	123	131	121	213	199	132	127	139
25-IV	125	218	161	157	162	131	139	111	138	152	157	125	131	122	210	197	128	124	136
27-V	122	216	159	159	157	130	143	113	143	157	163	121	126	119	211	197	130	122	138
25-VI	127	222	164	167	166	139	148	116	149	166	170	128	120	121	214	199	138	125	146
25-VII	123	215	159	168	163	140	151	115	153	169	173	134	119	122	215	201	139	123	147
25-VIII	124	216	160	176	168	146	159	125	161	176	176	147	123	131	225	210	146	130	153
25-IX	124	217	160	171	161	141	158	126	160	174	177	139	122	127	225	210	142	128	150
27-X	121	217	159	168	166	143	162	129	164	178	184	144	123	131	235	219	144	134	153
25-XI	119	217	157	166	159	138	161	127	164	172	181	135	122	125	231	215	140	131	149
29-XII	118	223	159	170	161	143	176	131	178	178	190	139	124	128	247	228	146	137	155

Figure 10 – Tableau de l'Annuaire de 1958, intégrant l'indice des valeurs industrielles (cf. encadré jaune)

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, p. 10). 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. Des difficultés internes ont par ailleurs empêché tout réinvestissement de forme, contraignant même l'INS à redéléguer le calcul de plusieurs comptes nationaux à la BNB qui, de son côté, était trop occupée par l'effort de standardisation des statistiques européennes pour reprendre à son compte un indice boursier. L'État belge n'interviendra plus dans cet espace de régulation financière, l'abandonnant à quelques entreprises que nous allons découvrir.

Les indices de la Kredietbank et de l'Agefi : l'activité boursière comme clientèle

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 favorable à la banque en général, et à la KB en particulier : cette « économie d'endettement » sacre le crédit

bancaire – principalement accordé à l'État²² – et permet à la KB, née de la fusion de l'*Algemene Bank Vereeniging* et de la *Volksbank van Leuven*²³, de multiplier par sept ses dépôts entre 1937 et 1950 (Aglan et al., 2017). À l'inverse, les valeurs cotées flétriennent, 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 & Van Hulle, 1992). Il peut donc paraître 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 & 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 placement²⁴ 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).

²² 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).

²³ 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).

²⁴ Cette évolution devra beaucoup au plan Cooreman-De Clercq de 1982 (inspiré de la loi Monory en France). Dans sa rétrospective, la *Belgian Asset Managers Association* estime que « *la croissance remarquable des organismes de placement belges dans les années '80 est largement imputable à ces mesures fiscales* » qui prenaient notamment la forme d'exonérations des droits de succession et de réductions du précompte mobilier.

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 tendance²⁵) trois statistiques qui introduiront en Belgique l'analyse financière : le rapport cours/bénéfices, le rendement du dividende et le rendement total (cf. figure 11 ci-dessous). Le premier, désormais appelé *price-earning ratio* (PER), 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 formes de dividendes principalement) sont réinvestis dans le titre concerné, et intègre la plus-value potentielle résultant d'une augmentation des cours.

TABLEAU IV
RENDEMENT ET RAPPORT COURS/BENEFICE

	Rendement				Rapport cours/bénéfice			
	28 décembre 1967		31 janvier 1968		25 décembre 1967		31 janvier 1968	
	Ancien	Nouveau	Nouveau	Nouveau	Ancien	Nouveau	Nouveau	Nouveau
Général	4,05	3,93	3,94	3,98	27,44	22,27	22,23	22,05
Valeurs internationales	—	3,97	3,96	4,—	—	20,84	20,88	20,77
Total Belgique	—	3,90	3,92	3,96	—	23,64	23,54	23,26
– Rubrique financière	3,60	3,43	3,40	3,49	20,35	18,76	18,91	18,46
– Entreprises d'utilité publique	5,18	4,95	4,92	4,95	17,33	16,54	16,65	16,56
– Entreprises industrielles	3,75	3,93	4,01	4,03	65,45	37,97	37,26	37,06
– Grands magasins	2,19	2,20	2,15	2,17	22,15	19,95	20,37	20,23

Figure 11 – Indices de rendement de la KB (lors du changement de base, *Bulletin hebdomadaire* 23/03/1968)

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

²⁵ 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.

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).

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, 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 bataille²⁶. L'indice de la KB devait disparaître simultanément, sous la pression

²⁶ 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 » émergent ; il fallut donc convaincre les cadres de la

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 déjà été absorbée par *L'Écho de la bourse* (devenu *L'Écho*) et son indice enterré. Ce journal, dérivé de l'*Agefi* française fondée en 1901, n'a laissé pratiquement aucune trace. Sa réputation sulfureuse, en phase avec les mœurs de la presse financière d'entre-deux-guerres (Jeanneney, 1975), n'encouragea sans doute pas ses héritiers à entretenir sa mémoire²⁷. Quant à son indice, son obscure 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* » jusque 1973), sa dispersion (indices du marché à terme, de la qualité de vie, des valeurs industrielles, 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, cf. figure 12 ci-dessous) le rendent en effet inutile à la socio-économie quantitative en quête de continuité. Mais pas à la socio-économie de la quantification.

lian Traction et en Canadian Pacific, qui se sont associées aux dispositions d'ensemble en séance sans qu'aucune des deux ne soit parvenue à effacer l'intégralité du déchet initial.

— Voici nos indices quotidiens :

	31/8/44	6/11	7/11	12/11	13/11
Ensemble ...	390,8	254,6	253,5	252,1	251
Port.-Trusts	502,9	217,2	214,5	212,6	213,9
Electriques	398,6	136,4	136,3	135,8	135,7
Charbonnag.	302,6	98,4	97,2	95,8	95,3
Métallurgiq.	275,4	270,6	269,6	267,8	266,9
Textiles	557,7	411,5	410,5	409,4	407,8
Coloniales ..	513,6	342	339,7	337,6	336,1

Figure 12 – Indices de l'*Agefi* (11/1947)

Dans son numéro thématique de 1959, le *Centre de recherche et d'information socio-politiques* (CRISP) notait que, depuis la crise de la presse financière des années 1930, la dépendance des 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 ;*

banque flamande de transférer les positions existant sur leur marché vers Belfox... ce qui ne se fit sans doute pas sans concessions.

²⁷ 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 accessibles au public. Plusieurs numéros ont toutefois pu être consultés au « Bibliopôle » de l'UCL.

elles sont généralement de défense : contre des exigences syndicales, des projets de réglementation nouveaux, les tendances libérales au Congo, etc... » (« La presse financière en Belgique, » 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, d'exercer une influence financière et boursière notable et de drainer vers elle une substantielle publicité financière et commerciale » (Ibid, p. 7). Tout comme son homologue française²⁸, 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 et des actionnaires (chacun anticipant ce qu'anticipera le marché). Cette propriété au fondement du pouvoir de l'indice de l'Agefi fut menacée pendant la guerre²⁹, 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. Elle tentera ensuite d'élargir son expertise pour survivre (nouveau sous-titre : « *Journal quotidien d'informations économiques, politiques et sociales* »), avant d'être intégrée à *L'Écho de la Bourse* (qui opérait une reconversion éditoriale similaire) le 1^e juillet 1980.

Durant ses trente années de règne, l'indice de l'Agefi (fondé sur un échantillon de cours probablement non pondérés) ne tira aucun pouvoir de séduction de sa généralité ou de sa technicité, misant exclusivement sur la complicité avec le public visé. Ignoré (voire méprisé) par les garants du sceau officiel, ignorant les outils statistiques modernes, il était proche de l'homme d'affaires. Tout comme le *Monimat* avant lui, il en adoptait – sans filtres aucuns – les conceptions idéologiques qu'il proclamait bruyamment ; à sa hauteur (c'est-à-dire au-dessus du peuple, et en dessous des institutions d'État), il lui inspirait confiance. L'homme d'affaires, lorsqu'il ne délégait pas au département financier de la KB la gestion de son épargne, se fiait à

²⁸ « L'intérêt de l'Agefi est d'être, grâce à son réseau de correspondants, le quotidien français qui offre le plus grand nombre d'informations financières en provenance de l'étranger. Ce journal ne publie aucun article de fond, les nouvelles sont présentées en vrac sous forme de dépêches. L'Agefi est le type même du journal financier qui entretient une certaine confusion entre la publicité financière et la partie rédactionnelle » (Depallens & Lions, 1980, p. 20).

²⁹ 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 ».

cet indice qui lui ressemblait d'autant plus que ses pères étaient également ses pairs. Toutefois, les rédacteurs de l'*Agefi* n'ont jamais autant mis en avant leur indice que ne l'avaient fait ceux du *Monimat* : quittant la une du journal au cours des années 1960, l'indice ne figurait plus qu'au milieu des cours des pages dédiées à la *Cote quotidienne de l'Agefi*. Il est donc probable qu'il disparut (17/08/1973) sans précipiter la chute du quotidien dont les commentaires furent encore considérés quelques années par le milieu boursier.

L'indice de la Commission de la Bourse : l'activité boursière comme savoir-faire

Les 15 membres de la Commission de la Bourse de Bruxelles (CBB), fondée comme instance de régulation lors de la libéralisation de 1867 (Vanthemsche, 1992a), se chargent de faire valoir les intérêts de la corporation des agents de change. La CBB a donc toujours effectué un travail de lobbying auprès des pouvoirs publics (afin d'élargir son propre pouvoir sur les activités boursières) qui, en retour, tâchaient (épisodiquement) de la maintenir sous contrôle, principalement via le Code de commerce (définissant les conditions d'admission à la Commission) et le règlement de la Bourse (encadrant le fonctionnement des marchés au comptant et à terme). Mais elle a également endossé une fonction *médiatique* : depuis sa naissance, elle publia les cours officiels. Garantir la consistance de cette fameuse cote était même vital pour la Commission ; une décrédibilisation de sa validité³⁰ 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 (cf. figures 13 et 14 ci-dessous).

³⁰ À l'image de celle de la fin des années 1920 : 85% des transactions étaient alors 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, 1992b, p. 302).

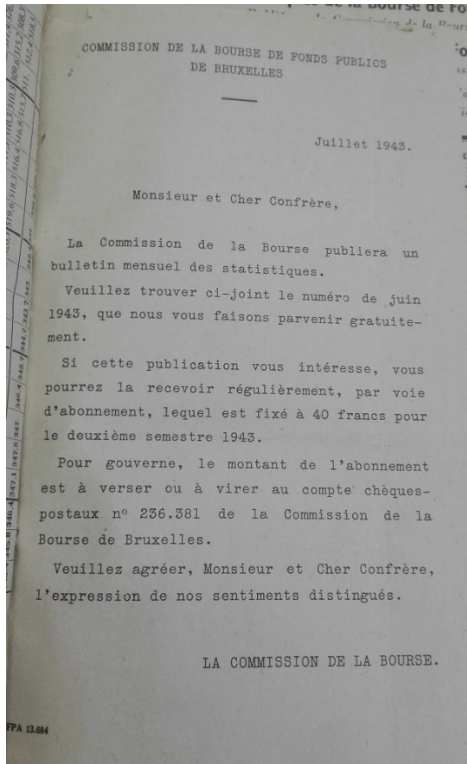


Figure 13 – Annonce de la publication des Bulletins de la CBB

Bulletin Mensuel des Statistiques de la Bourse de Fonds Publics de Bruxelles
 Publié par la Commission de la Bourse
 Maandelijcksch Statistiek-Bulletin van de Fondsenbeurs te Brussel
 Uitgegeven door de Beurscommissie

Jun 1943 Juni
 1^{re} Année -- N° 1 -- 1^{re} Jaargang
 TÉL. 12.51.10
 S'adresser : Bureau des Statistiques
 Zich wenden : Bureau der Statistiek

Volume des opérations en titres échangés et capitaux avec indices des cours.
 Omvang der verhandelingen in gewisselde effecten en kapitalen met koersindex.

Jun 1943 Date	RENTES ET OBLIGATIONS Rentes et Obligations RENTEN EN OBLIGATIEN Renten en Obligatiën		ACTIONS AANDELEN		TOTALS TOTALEN		Indice général (*) Algemeen koersindex (*)
	Titres échangés Gewisselde effecten	Capitaux Kapitalen	Titres échangés Gewisselde effecten	Capitaux Kapitalen	Titres échangés Gewisselde effecten	Capitaux Kapitalen	
1	5.920	6.694.680	15.998	23.444.081	21.915	30.138.761	345,4
2	5.447	6.574.017	17.259	23.324.370	22.632	29.898.367	345,6
4	5.590	8.444.943	18.129	24.471.297	22.719	32.962.229	346,4
TOTAUX	17.007	21.713.640	51.282	71.239.738	68.259	92.953.278	
7	6.676	9.257.662	25.791	32.252.600	32.427	41.510.262	347,1
8	5.625	7.056.978	23.003	29.462.643	28.628	36.519.621	347,5
9	5.762	8.609.714	18.244	29.710.970	24.009	34.320.734	347
10	4.581	7.444.048	16.294	29.032.725	21.072	30.476.903	346,4
11	3.381	4.750.293	13.090	19.679.547	16.471	24.429.840	345,7
TOTAUX	26.025	37.118.745	86.582	130.138.515	122.607	167.267.269	
15	5.307	9.575.249	13.841	21.716.366	19.148	31.291.615	344,7
16	5.129	8.045.709	14.584	21.183.620	19.713	29.231.229	343,7
17	5.255	5.202.974	13.293	21.008.471	19.308	30.211.645	343
18	4.091	7.737.397	15.921	24.721.766	20.012	32.459.163	342,4
TOTAUX	20.262	31.061.329	57.919	88.632.223	78.181	119.693.582	
21	7.464	10.917.085	16.411	23.816.335	23.875	34.733.420	341
22	5.775	5.609.605	17.128	23.136.822	22.904	30.746.427	339,8
23	6.571	8.659.413	19.273	27.801.312	23.844	36.460.715	338,1
24	4.003	6.868.510	22.178	51.964.013**	26.181	58.032.523**	337,1
25	4.625	5.634.613	12.034	19.053.302	16.699	24.687.917	337,4
TOTAUX	28.439	36.889.228	87.024	147.771.574	115.463	184.660.802	
28	6.616	9.405.815	14.507	24.573.955	21.123	33.979.770	336,9
29	4.607	8.833.062	13.702	21.573.747	19.604	28.964.331	336,4
30	4.910	6.785.052	14.694	22.179.299	19.604	28.964.331	336,4
TOTAUX	16.133	25.023.929	42.903	63.327.001	59.036	93.350.830	

Jeu 24 Jun -- Don 24 Jun
 Plus forte séance -- Hoogste zittingsdag : 26.181
 Titres échangés -- Gewisselde effecten : 58.032.523**
 Capitaux -- Kapitalen : 107.856
 Rentes et obligations : 151.806.871
 Vendredi 11 Jun -- Vrijdag 11 Jun
 Plus faible séance -- Laagste zittingsdag : 16.471
 Titres échangés -- Gewisselde effecten : 24.429.840
 Capitaux -- Kapitalen : 335.690
 Actions -- Aandelen : 506.109.051
 TOTAL GÉNÉRAL ALGEMEEN TOTAAL : 443.556 657.915.822

Moyenne par séance (20 séances) : 22.180
 Titres échangés -- Gewisselde effecten : 32.990.000
 Capitaux -- Kapitalen : 107.856
 Rentes et obligations : 151.806.871
 Index général moyen du mois (Algemeen gemiddelde van de maand) : 342,4.

R. B. - Tous les chiffres ci-dessus se rapportent aux nombres de titres ayant changé de main.
 Alle hantvoeringcijfers betreffen letterden het aantal gewisselde effecten.
 L'indice général des cours est calculé sur toutes les valeurs à revenu variable (cours 710 valeurs).
 De algemeene koersindex is berekend op al de veranderlijk renderende waarden (cours 710 waarden).

Figure 14 – Première publication de l'indice de la CBB

« 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, au moins dans un premier temps, ces propriétés demeureront inexploitées et l'indice de la CBB, patrimoine cognitif de la corporation, intime et familial. Le *Bulletin*, lui, est aride. Ses rédacteurs s'abstiennent de commentaires autant que les fonctionnaires de l'INS, mais pour des motifs différents : savoir-faire trop profond pour être explicite, 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

donc 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 donc conjointement aux pratiques financières : d'abord moyenne non pondérée de tous les cours (environ 710 en juin 1943), 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*³¹, 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 fréquemment 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 (qui sera repris par la KB) 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, toujours pondéré de même, ne compte plus que 69 valeurs, représentant 85% de la capitalisation totale* ».

L'élargissement de la communauté, l'épreuve de la publicité

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 désormais calculé et, pour offrir un reflet *du* marché, l'indice général réintègre toutes les valeurs cotées, pondérées 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* », c'est-à-dire dès que le facteur de pondération (nombre de titres) évoluera. À l'écoute des perturbations journalières, l'indice de la CBB tourne le dos au passé. Très réactif, mais amnésique. Dans ce

³¹ Le *Bulletin de la CBB* se renomma *Indices & Statistiques* en mars 1953.

contexte, et malgré tous 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 ».

Permise par l'informatisation et commandée par la pression internationale, la réforme du début des années 1990 étendit encore la communauté boursière, notamment par la création d'un nouveau marché de *futures* et options (Belfox) qui devait attirer (et retenir) les acteurs à la Bourse de Bruxelles³². Dans ce nouveau 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, désormais élargi : « *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 que nous développerons en détails dans la deuxième partie de ce mémoire. 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.

Le tableau ci-dessous reprend les sept indices de la Bourse de Bruxelles du 20^e siècle. L'indice de l'INS y est baptisé « *le macroscope national* », ce patronyme évoquant sa fonction productive (constituer une économie nationale par agrégation de secteurs) qui fut à la source de ses succès (stabilisation de la nation dans le tissu cousu par le FMI et l'ONU) et ses revers (trop aérien pour avoir prise sur les épargnants ou

³² « *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).

les boursiers). Une fois que l'indice de l'INS fut délaissé, le « moment macroéconomique » des indices boursiers – également identifié dans le cas français (Hautcoeur, 2006) – fut définitivement révolu ; désormais, l'indice ne sera plus un attaché à la conjoncture macroéconomique, mais au rendement d'un portefeuille. Plus, il deviendra lui-même un produit commercial. La statistique de la KB en sera la première incarnation : intitulée « l'étalon de l'épargnant », elle fut avant tout une technique novatrice d'analyse financière permettant au particulier d'arrimer son évaluation de la rentabilité (d'un titre ou d'un portefeuille conseillé par un analyste), c'est-à-dire un *benchmark* qui fera autorité dans le camp de l'offre (i.e. les épargnants) jusqu'au *Big Bang* de la Bourse. Son rival de l'*Agefi*, « l'avant-coureur du *businessman* », sacrifia généralité et technicité pour être proche de l'homme d'affaires et immédiat dans la publication des nouvelles de *Wall Street*. L'indice de la CBB, enfin, fut « l'outil des boursiers », c'est-à-dire une statistique *pratique* (sacrifiant la continuité historique, au profit d'une souplesse méthodologique) et destinée au *public* de la Bourse (à l'ère corporatiste : les agents de change capables de l'interpréter, depuis l'informatisation : les investisseurs, tant particuliers qu'institutionnels).

INDICES	ÉDITEUR	PÉRIODE	CÔÛT	RENDEMENT	TECHNIQUE
La boussole du capitaliste	<i>Moniteur des intérêts matériels</i>	1919-1928	Relativisation du flair professionnel Déni des particularités, flou méthodologique Exploitation statistique	Rationalisation encastree Stabilité temporelle Récupération de la fortune mobilière, vente du journal	Moyenne non pondérée des cours de valeurs vivantes (non définies) par rubriques, base fixe (31/12/1913)
La Grande Ourse	<i>Banque nationale de Belgique (Service d'Études Économiques)</i>	1928-1947	Validité différée Déni des particularités, technicité méthodologique Exploitation statistique lourde (relevé de la fortune mobilière)	Appui à l'autorité scientifique, administrative et « populaire » de la BNB Stabilité temporelle Diffusion du Bulletin	Moyenne pondérée de 12 moyennes pondérées reprenant 10 cours de valeurs par rubrique (importantes et fréquemment cotées), base stable (2)
Le macroscopie national	<i>Office central de Statistique (puis Institut national de Statistique)</i>	1943-1995	Effacement de l'interprétation Hétéronomie supranationale (alignement sur ONU et FMI) Désencastré, hors d'atteinte pour la Bourse Exploitation statistique lourde/ Faible réactivité Déni des particularités	Objectivité des faits Extension par insertion dans le réseau international Constitution de l'économie nationale (agrégat de secteurs) Appui à l'autorité administrative de l'INS/ Diffusion du Bulletin Stabilité temporelle	Moyenne non pondérée de toutes les valeurs boursières cotées au comptant, base stable (3)

Figure 15 – Indices de la Bourse de Bruxelles au XX^e siècle

L'étalon de l'épargnant	<i>Kredietbank</i>	1950-1992	Localisé (faible ancrage international) et particulier (aucun sceau officiel) Exploitation statistique lourde/ Faible réactivité Dénü des particularités Méthodologie hésitante (base instable, mais Laspeyres)	Référence de la gestion passive (<i>benchmarking</i>) / Outil pour la clientèle Appui à l'autorité commerciale de la KB / Diffusion du Bulletin Insertion dans réseau cognitif (mathématiques financières, autres indices : PER, dividende) Stabilité temporelle / Dynamisme	Moyenne non pondérée de tous les cours, puis de 69 valeurs boursières (importantes et fréquemment cotées), puis de 75 valeurs boursières « amendées » (pondération de Laspeyres selon actions <i>en circulation</i>), base instable (4)
L'avant-coureur du <i>businessman</i>	<i>L'Agence Économique et Financière</i>	1942-1973	Singularité (aucun sceau officiel) Opacité, aberration méthodologique Exploitation statistique récurrente Dénü des particularités	Proximité avec le public visé Appui à l'autorité des commentateurs, appuyé par l'exclusivité sur <i>Wall Street</i> Persistance commerciale du journal Publication immédiate	Moyenne (probablement non pondérée) de cours (probablement importants), base à reculs (9/05/1940, puis fin 1938), puis implicite
L'outil des boursiers	<i>Commission de la Bourse de Bruxelles</i> (puis <i>Société de la bourse de valeurs mobilières de Bruxelles</i> , puis <i>Brussels Exchange</i> , et enfin <i>Euronext Bruxelles</i>)	1943- Quotidien (publié chaque mois), puis quasi-instantané (chaque 15 secondes)	Effacement de l'interprétation (informelle et partagée) Instantanéisme méthodologique et imprécisions (base instable et Pasche) Très faible stabilité temporelle Diffusion des Bulletins limitée (avant l'informatique) Exploitation statistique (mais proximité des données) Dénü des particularités	Objectivité des faits Insertion dans un réseau institutionnel (instance reconnue par l'État), professionnel (corporation), cognitif (graphe, autres indices), puis juridique (contrats dérivés du BEL 20) Production immédiate / Constitution dynamique Couverture large du marché (objectivée par la capitalisation <i>relative</i>)	Moyenne non pondérée des cours de toutes les valeurs, puis de 150 valeurs boursières (capitalisation relative élevée), puis 69 valeurs boursières (pondération de Pasche), puis à nouveau de toutes les valeurs boursières (<i>BEL All-Shares</i>), et enfin de 20 valeurs boursières (<i>BEL 20</i>), base plurielle et instable (5)

Figure 15 – Indices de la Bourse de Bruxelles au XIXe siècle (suite)

Conclusion : épreuves et discontinuités

Au sein du principal ouvrage historique sur la Bourse de Bruxelles, figure le graphique suivant :

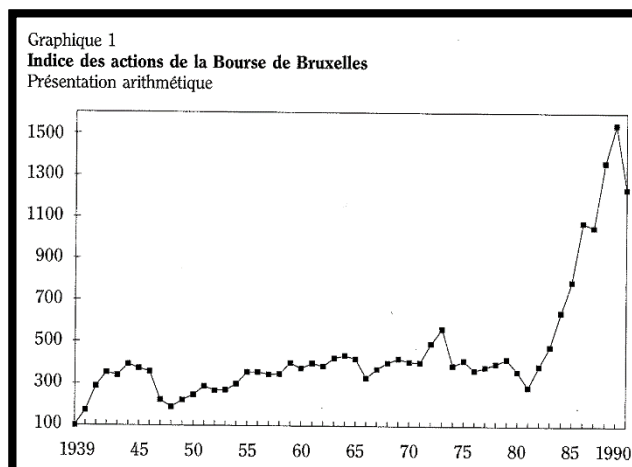


Figure 16 – Graphique d'indices de la Bourse (De Clercq, 1992, p. 319)

Il serait sans doute aisé de moquer, au terme de notre parcours, une telle mise en équivalence, au nom d'une incommensurabilité entre les indices mobilisés – voire, entre les périodes d'un même indice. L'ambition de cette conclusion est tout autre : le rôle de la socio-économie de la quantification n'est pas de disqualifier sa sœur quantitative, mais d'éclairer les conditions de possibilité d'une telle mise en forme. Outre les épineux facteurs techniques (évolution de la base, des pondérations, de l'échantillon, etc.), des significations hétérogènes opposent une résistance à la mise en équivalence : comment une unique courbe pourrait-elle rendre compte des intentions du *Monimat*, de la BNB et de la KB ? Elle en est incapable. Là est le coût de cet investissement de forme : l'invisibilisation des intentions présidant à la constitution de ces indices boursiers. Sous certaines conditions (notamment la vigilance aux évolutions méthodologiques), son rendement est toutefois conséquent : le retraçage de l'évolution des cours des actions à la Bourse de Bruxelles. Le problème n'est donc pas de sacrifier pour récolter, mais de passer sous silence les coûts endurés.

Pourquoi est-ce si problématique ? Heuristiquement, ce lissage trop peu réflexif donne l'illusion d'une parfaite continuité, l'impression d'une mise en forme commandée par le « bon sens », nourrissant l'adage : « les chiffres parlent d'eux-mêmes ». Or, nous avons vu que la méthodologie d'un indice n'était pas indépendante des motivations – certes cognitives, mais aussi politiques – de ses producteurs : ainsi en était-il du flou fonctionnel du *Monimat*, de la sophistication rétroactive de la BNB,

de l'adoption des normes internationales de l'INS, du *benchmarking* de la KB, du pragmatisme évasif de l'*Agefi* et de l'instantanéisme de la CBB. Mais nous avons également relevé plusieurs discontinuités, une grande crise constituant souvent une *épreuve* pour un indice boursier : il en ressort conforté s'il parvint à signifier l'ampleur du drame ou, au contraire, déstabilisé s'il échoue à refléter la situation, voire s'il est accusé d'accentuer la panique. Ainsi, la crise de 1921 stabilisa l'indice du *Monimat*, le krach de 1929 lui fut fatal et sacra celui de la BNB, tandis que la Seconde Guerre mondiale donna naissance aux indices de l'INS (fortifié entre autres par le plan Marshall), de la KB (nourrie par les crédits publics), de l'*Agefi* (élevée par l'importance de *Wall Street* dont elle relayait les cours) et de la CBB (sans doute préoccupée par la qualité de l'information en contexte d'incertitude). Dans une certaine mesure, la « révolution numérique » fut l'ultime grande crise qui emporta les indices de l'INS et de l'*Agefi*, et favorisa la réunion des indices de la KB et de la CBB dans le BEL 20 contemporain. Entre ces moments critiques, le règne d'un indice est assez monotone.

PARTIE II : Ouvrir la « boîte noire » – Actualisation du BEL 20

« C'est basé sur des règles très strictes. Y'a aucune appréciation, entre guillemets, 'humaine' qui fait que telle personne va dire : 'oh, on préférerait avoir telle entreprise dans le BEL 20'. C'est purement sur base de données chiffrées que le choix se fait »

Brabant, P. (Head of Communications, Euronext Bruxelles), entretien

Introduction

Les indices de la Bourse de Bruxelles relevés dans la première partie ont été étudiés comme des « investissements de forme ». Nous avons tenté de comprendre leur émergence, leur règne et leur chute à travers les sacrifices endurés et les rendements récoltés ; l'équilibre coûts/recettes cristallisé par l'indice pouvait paraître, à un moment donné et par un certain public, cohérent, adéquat, voire – pour les plus belles réussites – *naturel*. Il n'était toutefois jamais à l'abri de perdre toutes ses qualités, au gré d'un soubresaut historique. Hier, il était proche du milieu boursier ; demain, il paraîtra corrompu. Officiel, puis désencastré. Rigoureux, puis inintelligible. Bref, nous l'avons vu, les rendements de forme ne sont pas constants. Mais la première partie de ce mémoire dressait ce bilan à partir des méthodologies publiées, des légendes de graphes, des reprises et commentaires par d'autres organisations, ainsi que du contexte historique de naissance et de mort de l'indice ; elle n'avait pas accès à la « cuisine » des producteurs d'indices. Certains coûts (en particulier celui, universel, d'exploitation statistique) devaient donc être supposés et certaines réalités posées. Là réside l'investissement d'une perspective historique.

Cette deuxième partie renversera cet investissement. Nous ne jouirons plus du recul permettant une évaluation *post-mortem* d'un indice boursier – ni, dès lors, des commentaires critiques que les générations ultérieures émettent sans risques sur une statistique déchue... En contrepartie, nous pourrons aller voir. Qui récolte les chiffres ? Comment circulent les données ? Comment sont appliqués les critères de sélection du BEL 20 ? Tout ce pan de la mise en forme de l'indice précédant sa publication devient désormais accessible, au moins en principe. Partant, nous pourrons plus fidèlement adopter un précepte de la sociologie pragmatique : *suivre la réalité en train de se faire*. Pour l'opérationnaliser, nous étudierons un moment particulièrement sensible, parce qu'exposé, de la mise en forme du BEL 20 : sa révision annuelle. Chaque troisième vendredi du mois de mars, la capitalisation et la vélocité des entreprises cotées à la Bourse de Bruxelles sont réexaminées et la composition du panier est adaptée. Cette année, en particulier, le BEL 20 fut en outre chahuté : le jeudi 12 mars 2020, il connut la plus forte baisse de son histoire (- 14,21%), ce qui, à l'aune de l'histoire des indices bruxellois, peut se révéler facteur de déstabilisation comme de durcissement.

En termes de référents théoriques, nous suivrons ici moins Alain Desrosières que la sociologie des instruments boursiers proposée par Fabian Muniesa (2003) ; cette dernière se penche sur les dispositifs sociotechniques soutenant la constitution d'un instrument boursier. Tout comme la cotation électronique (objet d'étude de Muniesa), le BEL 20 repose en effet sur une mise en forme numérique socialement sanctionnée. Étant donné l'hétérogénéité des objets de recherche (cotation *vs* indice), nous adopterons davantage son cadre d'analyse que ses analyses à proprement parler ; son influence n'en est pas moindre, mais sans doute moins visible.

Chapitre 1 : la forme du BEL 20 en détail

Avant de suivre le processus de mise en forme du BEL 20 contemporain, il est nécessaire de préciser certains éléments techniques de sa constitution. Initialement, nous l'avons vu, le BEL 20 fut attaché à Belfox, le nouveau marché bruxellois des *futures* et options (deux produits dérivés permettant, théoriquement, de se couvrir face aux risques de fluctuation des prix et des taux). Plus encore, l'indice boursier était au cœur des motivations de ce nouveau marché : « *nos marchés d'actions et d'obligations manquent de liquidité et bénéficieraient de la création de marchés à terme d'instruments financiers, d'un marché d'options et d'un marché d'indices boursiers* » (extrait de l'exposé introductif du ministre des Finances Philippe Maystadt, lors de la discussion à la Chambre de Représentants, le 12 juin 1990, du projet de loi, cité *in* Ruttiens, 1991, p. 26). Le BEL 20 deviendra donc un produit financier : il sert de sous-jacent à différents produits dérivés « pariant » sur son évolution. Cette propriété, inédite, impactera sa mise en forme. Dans la brochure « *Les indices de la Bourse de Bruxelles* »³³, sa méthode de calcul est précisément décrite : comme nous l'avons mentionné dans la partie précédente, il est fondé sur la formule de Paasche (pondération *courante*, cf. formule ci-dessous). Dans sa première version, l'indice est donc une moyenne des cours de 20 valeurs pondérées par le nombre d'actions émises par ces 20 sociétés (Qti dans la formule ci-dessous). Le cours de base fut celui du 30 décembre 1990 (valant 7 501 050 francs belges) et a été rapporté à 1000 ; le premier dénominateur valait donc $7\,501\,050/1000 = 7501,5$.

³³ Nous avons pu consulter une version anglophone de cette brochure, produite par la CBB afin d'éclaircir les innovations statistiques récentes, aux archives de la Bourse à l'Université d'Anvers.

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^{20} P_{ti} \times Q_{ti}}{\sum_{i=1}^{20} P_{oi} \times Q_{oi}} \times I_o$$

Figure 17 – Formule initiale du BEL 20 (Brochure de 1995)

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). L'originalité du BEL 20 est donc l'adaptation de son dénominateur à chaque révision du BEL 20 : *“the divisor is adapted in such a way that the value of the index remains the same after the adjustment”* (*The Indices of the Brussels Stock Exchange*, p. 41). Concrètement, le vendredi de la révision du BEL 20, à la clôture du marché (aujourd'hui : 17h30), on calcule, à partir des dernières données de marché récoltées, le nouveau BEL 20 (reprenant la nouvelle sélection de 20 valeurs, ci-après : BEL 20^{new}) afin qu'il égalise l'ancien (reprenant les 20 valeurs qui composaient jusque-là l'indice, ci-après : BEL 20^{old}). Si, par exemple, le vendredi soir, la valeur A sort de l'indice, tandis que la valeur 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.

$$\frac{19 * 400 + 50}{10} = \frac{19 * 400 + 350}{x}$$

$$765 = \frac{7950}{x}$$

$$x \approx 10,39$$

Cet exemple très simple (en particulier, les coefficients de pondération sont ignorés) suffit pour saisir la logique présidant l'actualisation du BEL 20 : le dénominateur est la variable d'ajustement garante d'une parfaite continuité numérique. Cette logique inédite, toujours d'actualité, est fort différente de celle de tous les indices précédemment rencontrés. 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 ! Lorsque ce dernier était jugé dépassé, l'actualisation requérait d'abandonner le dénominateur

précédent et de se référer à un nouveau cours de base (à nouveau rapporté à 100). Certaines publications (la KB et surtout la BNB) renseignaient, lors de leurs rares révisions, le « facteur de conversion » qu'il fallait appliquer au nouvel indice pour retrouver l'ancien ; désormais, ce facteur de conversion est directement multiplié au dénominateur. Dans le tableau ci-dessous, symbole de l'effort de construction d'une continuité minutieuse propre aux statisticiens de la BNB, la dernière ligne renseigne ces coefficients. Le BEL 20, lui, ne connaîtra pas de retour à la base 1000.

Colonne (29) : COURS DES ACTIONS

Indices du cours des actions à la Bourse de Bruxelles jusqu'en mai 1940. Depuis janvier 1941, indices du cours des actions aux bourses de Bruxelles et d'Anvers. Jusqu'à 1953, valeurs belges et coloniales; depuis 1954, valeurs belges uniquement.

Période de base	1913 (31 décembre)	1928 (3 janvier)	1936-1937- 1938	1936-1937- 1938	1953	1970
Sources.....	<i>Moniteur des Intérêts Matériels</i> ¹	<i>B.N.B.</i> ²	<i>B.N.B.</i> ²	<i>I.N.S.</i>	<i>I.N.S.</i>	<i>I.N.S.</i>
Publication.....	<i>Moniteur des Intérêts Matériels</i>	<i>Bulletin d'Information et de Documentation de la B.N.B.</i>	<i>Bulletin de Statistiques de l'I.N.S.</i>			
Périodes couvertes.....	1920 à 1927	1928 à 1940	1928 à 1946 (de 1928 à 1940 conversion des indices base 3 janvier 1928 = 100)	1945 à 1955	1953 à 1970	1970 à 1980
Types d'indice.....	Indice des cours au début d'une année par rapport à ceux du début de l'année précédente. Cet indice est ensuite raccroché à la période de base par le système des indices à la chaîne			Indices bimensuels obtenus au moyen de la méthode des indices à la chaîne et ramenés à leur base commune. Indices des cours les plus rapprochés de la fin de l'année considérée.		
Coefficients de conversion utilisés pour ramener les indices originaux à l'année de base = 1970.....	0,1658	0,8505	0,3487	0,3487	jusqu'à 1953 : 0,8264 depuis 1954 : 0,6024	1,0000

¹ Méthode d'établissement : voir Bulletin d'Information et de Documentation de la B.N.B., volume 1, n° 13, de 1928.

² Méthode d'établissement : voir « Statistiques économiques belges 1929-1940 ».

Figure 18 – Tableau récapitulatif des différents indices boursiers relayés par la BNB (numéro spécial 1970-1980)

Quatre étapes formatrices

Depuis sa première publication (18/03/1991), le BEL 20 a connu quatre tournants majeurs. Le premier intervient en juillet 1996, lors de l'adoption par l'ensemble des marchés boursiers bruxellois (au comptant et Belfox) du *New Trading System* (NTS). Avant cette date, seul Belfox mobilisait un système de cotation informatisé (le *Computer Aided Trading System* (CATS)) ; sur le marché au comptant traditionnel, persistait la cotation à la « criée » (Zech, 1996). Le CATS permettait de

coter les valeurs en continu, tandis que la criée ne dégageait un cours qu'à une ou deux reprises dans la journée. Certaines valeurs, reprises à Belfox et au comptant, jouissaient donc d'une « double cotation » à laquelle mit un terme le NTS (« Finie, la double cotation », 1996). Le BEL 20, actualisé dès sa naissance toutes les 15 secondes, ne reprenait bien sûr que des valeurs cotées sur le CATS – une actualisation continue n'étant possible qu'avec un système de cotation également continu. Ce critère de sélection perdit tout son sens à l'occasion de ce premier tournant, toutes les valeurs suffisamment liquides bénéficiant d'une cotation *continue* et *unique*.

L'unification franchit un pas supplémentaire en 1999, lorsque Belfox et l'historique marché au comptant (ainsi que la chambre de compensation des ordres : la CIK) fusionnèrent pour former *Brussels Exchange* (BXS). Cette nouvelle Bourse belge fonctionnera comme une entreprise capitaliste, et non plus comme une corporation ou une coopérative. Si Belfox fut, dès sa naissance, pensée et gérée comme une entreprise, ce n'est bien sûr pas le cas du marché au comptant dont les acteurs historiques opposèrent une farouche résistance au projet de modernisation : les agents de change s'attachaient à leur monopole de l'intermédiation, craignant – à raison – que l'informatisation des transactions et l'entrée des banquiers au Palais (virtuel) de la Bourse ne signent la perte de la plupart d'entre eux. C'est d'ailleurs pour cette raison que Jos Schmitt, le directeur général de Belfox qui succéda à Remi Vermeiren, estimait que « *Belfox a eu raison de débiter sous forme d'une entité séparée. À l'époque, la culture de Belfox était différente de celle de la Bourse [i.e. du marché au comptant historique]* » (cité in Lambrechts & Lejoint, 1998). Mais, depuis, la gouvernance du marché au comptant a évolué et su faire taire les résistances : « *je dois reconnaître que beaucoup de choses ont changé du côté de la Bourse. La 'nouvelle Bourse' a adopté une approche plus commerciale. Les deux cultures d'entreprise [i.e. du marché au comptant et de Belfox] sont aujourd'hui nettement plus proches. Ce qui facilite les choses* » (*Ibid*).

Pour le BEL 20, la création de BXS signifia sa privatisation officielle (le symbole ® de marque déposée l'accompagne désormais), ainsi qu'un renforcement de son rôle publicitaire (*advertising*). Réorientation révélatrice : un département marketing de trois cellules vit le jour, tandis que le service de documentation de la Bourse, dont, anecdotiquement, les travaux furent indispensables à ce mémoire,

disparut³⁴. BXS, pour faire face à la nouvelle compétition entre Bourses, investit 60 millions de francs dans une campagne de promotion intitulée « visibilité, transparence et grand public » ; son responsable, Baudoin De Cannière, désirait « traduire le caractère démocratique, ouvert et sympa du produit » (cité in « La Bourse de Bruxelles investit un univers tout nouveau pour elle », 2000). Comme toute entreprise capitaliste, la Bourse cherchait à dénicher de nouveaux clients : « d'où le choix d'une campagne très populaire, très grand public. Et de fait : le visuel montre un tableau noir annonçant la 'promo' du moment et retient l'attention de deux ménagères avec parapluie et caniche. On aura compris : le 'mini BEL 20', c'est pour tout le monde » (Ibid). Depuis, le BEL 20 n'a pas perdu cette dimension commerciale : il est, selon le responsable communication d'Euronext Bruxelles, « la plus grande marque qu'on ait mise sur le marché » (extrait d'entretien).

Le troisième tournant intervient seulement un an plus tard, lors de l'intégration (sans doute vitale) du marché belge au sein de la plateforme européenne Euronext, formée avec les Bourses de Paris et d'Amsterdam. Les critères de sélection du BEL 20 sont alors amendés, tout comme la pondération des valeurs de l'indice. Progressivement, les règles actuelles se dégageront : pour rentrer dans le BEL 20, la capitalisation « flottante » (c'est-à-dire le cours de l'action multiplié par le nombre d'actions effectivement négociables en Bourse³⁵) doit être supérieure à 300 000 fois la valeur courante du BEL 20. Lors de nos entretiens, Vincent Van Dessel insista plusieurs fois sur sa paternité de ce critère qui, dans le même esprit que le dénominateur présenté précédemment, est garant de stabilité. Lors d'une chute généralisée des cours, ce critère – contrairement à un plancher absolu – s'adapte (étant donné que le BEL 20 chute également) et la plupart des valeurs seront conservées. Le second critère, qui s'est récemment endurci, est une « vitesse » minimale de 35%. Quotidiennement, un indice de vitesse est calculé pour toute valeur en divisant le nombre d'actions échangées par le nombre d'actions échangeables (« flottantes ») ; en additionnant ces indices journaliers, on obtient la vitesse annuelle d'une valeur (qui doit donc excéder 35%). Signalons que ces critères sont plus souples pour les valeurs déjà comprises dans le BEL 20, tombant respectivement à 200 000 et 25%. Là encore,

³⁴ Toutes les archives furent alors transférées à l'Université d'Anvers.

³⁵ Ce qui exclut les actions détenues de manière permanente (par des porteurs désirant conserver leur pouvoir à l'Assemblée générale par exemple).

l'objectif est la stabilisation de l'indice. Quant au critère de pondération, il s'agit de la capitalisation flottante (cf. ci-dessous pour les développements).

Le quatrième et dernier tournant fut moins médiatisé que les trois premiers, mais est sans doute celui qui impacta le plus le BEL 20. En janvier 2009, deux après la fusion entre Euronext (qui avait intégré, outre les Bourses de Bruxelles, Paris et Amsterdam, celle de Lisbonne ainsi que le marché des produits dérivés londonien) et le *New York Stock Exchange*, l'unification des carnets d'ordre est adoptée (*Central Order Book*) : désormais, une société cotée sur deux Bourses différentes (Paris et Bruxelles par exemple) n'affichera plus qu'un seul cours (« Les disparités de cours prennent fin sur Euronext », 2009). Cette homogénéisation, analogue à celle survenue à l'échelle nationale en 1999 lors de l'adoption du NTS, vise à accroître la liquidité du marché mondial NYSE-Euronext : si les ordres d'achat et vente provenant d'Amsterdam, Paris ou Lisbonne sont centralisés sur un unique « carnet d'ordre », un vendeur aura davantage de chances de trouver un acheteur (et inversement). Bref, l'intensification de la concurrence pousse à la concentration des systèmes de transaction, les Bourses nationales étant désormais contestées par des plateformes numériques plus sophistiquées (dont les plus célèbres, BATS et Chi-X, ont depuis été intégrées au *Chicago Board Options Exchange*) (Nille & Colmant, 2014). Mais, par suite, l'ancrage national des marchés s'évanouit progressivement... menaçant le BEL 20 ! De fait, si les principales valeurs new-yorkaises se retrouvent sur tous les marchés membres de NYSE-Euronext, elles composeront à elles seules tous les indices attachés à de plus petites Bourses... Pour éviter un tel scénario, une re-singularisation des Bourses (qui entrave donc la liquidité) accompagna l'uniformisation des carnets d'ordre ; nous verrons toutefois que celle-ci ne surmonta pas la tension entre globalisation financière et ancrage national du BEL 20.

The general formula for the price index is:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^N Q_{i,t} F_{i,t} f_{i,t} C_{i,t} X_{i,t}}{d_t}$$

Where:

t	Time of calculation
N	Number of constituent equities in index
Q _{i,t}	Number of shares of equity i included in the index on day t
F _{i,t}	Free Float Factor of equity i ²
f _{i,t}	Capping factor of equity i ¹
C _{i,t}	Price of equity i on t
X _{i,t}	Current exchange rate on t ¹
d _t	Divisor of the index on day t

Figure 19 – Formule actuelle du BEL 20 (BEL family rules version 18/02/2018).

Aujourd’hui, le seul document méthodologique publié par Euronext résume la formule du BEL 20 par l’équation reproduite ci-dessus, assortie de la consigne de lecture suivante : *“The index is calculated on a price return basis. The calculation is based on the current free float market capitalization divided by the divisor. The divisor was determined on the initial capitalization base of the index and the base level. The divisor is adapted as a result of corporate actions and composition changes”* (Ibid). C’est cette formule, à nos yeux peu éclairante, qui est, mot pour mot, reprise par les travaux économiques portant sur le BEL 20 – lorsqu’ils consacrent un paragraphe à la méthodologie (Vanbever, 2010; Koopman, 2016; Shilling, 2017). Seuls les archives de la Bourse et les commentaires de Vincent Van Dessel ont permis de clarifier la méthode de calcul du BEL 20. Le dénominateur (*d_t*) a déjà été développé dans les pages précédentes ; c’est sans nul doute cette variable, au rôle pourtant capital, qui est la moins explicite dans les documents officiels d’Euronext. Si elle était auparavant publiée lors des révisions annuelles par certains journaux (cf. encadré jaune ci-dessous), elle n’est désormais plus accessible gratuitement³⁶. Comme nous le verrons, les interprétations intertemporelles du BEL 20 – qu’entrave sérieusement l’ajustement annuel du dénominateur – parviennent à s’en passer.

³⁶ Le dénominateur serait disponible sur la plateforme *Euronext Optiq® Market Data Gateway*, dont l’accès est vendu aux opérateurs boursiers (extrait d’entretien avec Pascal Brabant, Head of communications d’Euronext Bruxelles).

NYSE Euronext.		COMPOSITION DU BEL 20	
Nouvelle composition depuis 25.117.2008			
Code Tel-Echo	Action	Nombres	
2	Ackermans VH	170 actions	440 GDF Suez 2687 actions
12	Alfa-Gevaert	933 actions	73 AB InBev 2491 actions
106	Bekaert	93 actions	15 KBC Groupe 1156 actions
20700	Belgacom	1101 actions	56 Mobistar 229 actions
129	Cofinimmo	62 actions	21659 Nationale Port. 287 actions
127	Colruyt	108 actions	586 Nyxstar 651 actions
57	Delhaize Groupe	724 actions	72 Omega Pharma 133 actions
148	Daxia	4648 actions	64 Solvay 429 actions
118	Fortis	7220 actions	1 UCB 730 actions
14	GBL	584 actions	1 Umicore 900 actions
			Diviseurs : Bel 20 205.401,89
			Bel 20-Return Inst. 116.834,37
			Bel 20-Return Privé 135.840,07

Figure 20 – Ancienne publication du dénominateur du BEL 20 (L'Écho, 24/04/2009)

Quant aux autres variables de l'équation, le coefficient de pondération est la capitalisation boursière, c'est-à-dire le cours boursier ($C_{i,t}$) multiplié par le nombre d'actions cotées ($Q_{i,t}$). Comme nous l'avons vu, ce coefficient est corrigé par le « Free Float Factor » ($F_{i,t}$) afin de capter la capitalisation boursière *flottante* (i.e. la part des titres effectivement négociables). Ce facteur est le pourcentage (arrondi à 0,05) des actions flottantes, calculé à partir des comptes publics de la société concernée (sont notamment exclus les lots d'actions représentant plus de 5% du total et détenus par une même personne, ainsi que les actions détenues par un organisme public ou comprises dans un plan de rémunération des employés). Le poids résultant de ces trois facteurs est plafonné à 12% par société (d'où l'éventuel « capping factor » $f_{i,t}$), afin d'éviter une surreprésentation d'ABInBev par exemple. La dernière variable – le taux de change ($X_{i,t}$) – est insignifiante, étant donné que toutes les valeurs concernées sont libellées en euros. Le tableau ci-dessous reprend, pour conclure, ces différentes variables en signalant la fréquence de leur actualisation.

VARIABLE	FRÉQUENCE D'ACTUALISATION
Cours boursier ($C_{i,t}$)	Toutes les 15 secondes (de 9h à 17h30, du lundi au vendredi)
Nombre d'actions cotées ($Q_{i,t}$) Free Float Factor ($F_{i,t}$) [optionnel : capping factor ($f_{i,t}$)]	Révision annuelle (mars). Révision trimestrielle (juin, septembre, décembre) SSI 1) le Free Float Factor dévie d'au moins 10 % et/ou 2) le nombre d'actions cotées dévie de plus de 20 %
Valeurs reprises [et donc dénominateur (d_t)]	[optionnelle : révision annuelle ; révision trimestrielle SSI 1) la capitalisation flottante d'une société reprise ne figure plus dans le top 30 (exclusion) ou 2) la capitalisation flottante d'une société non reprise a) figure dans le top 10 ou b) vaut 300000 fois le BEL 20 alors que moins de 20 sociétés composent l'indice (inclusion)]

Figure 21 - Variables du BEL 20

Chapitre 2 : la construction du BEL 20

Dans ce deuxième chapitre, nous tenterons d'éclairer la chaîne de production du BEL 20 contemporain. Le processus de révision annuelle – laboratoire privilégié pour ausculter l'indice en train de se faire – constituera l'étude de cas permettant de rendre compte du dispositif sociotechnique soutenant le BEL 20. À partir d'une méthode d'enquête légèrement réaménagée suite à la situation pandémique actuelle (entretiens virtuels et moins d'observations), nous retracerons le chemin parcouru par « le nouveau BEL 20 », ainsi que l'effort effectué pour le rattacher à « l'ancien BEL 20 ». Si nos questions portant sur les actions concrètes soutenant le BEL 20 (plutôt que sur les règles habituellement relayées) ont été accueillies plutôt froidement par nos interlocuteurs, plusieurs documents précisant les conditions d'élaboration des indices ont pu être exploités.

Ils ont été publiés par Euronext, afin de satisfaire les exigences européennes adoptées suite au scandale du Libor³⁷ ; en 2016, le Parlement européen a décidé d'instaurer “*a common framework to ensure the accuracy and integrity of indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts, or to measure the performance of investment funds in the Union*” (Regulation EU 2016/ 1011, 2016, p. 12). Aux yeux des législateurs, “*an index is calculated using a formula or some other methodology on the basis of underlying values. There exists a degree of discretion in constructing the formula, performing the necessary calculation and determining the input data which creates a risk of manipulation*” (*Ibid*, p. 4). La gouvernance des indices boursiers, en particulier de ceux considérés comme « *Significant Benchmark* » (ce qui est le cas du BEL 20), a dû être adaptée. Euronext publia alors plusieurs documents sur ses organes de décision, leur composition et fonction respective devant garantir la neutralité de l'indicateur. Surtout, il s'agit de “*mitigate potential conflicts of interest*” (*Oversight Committee Charter*, p. 5). La part belle de cette deuxième partie s'attèlera à comprendre les pratiques recouvertes par l'organigramme ci-dessous, et la façon dont elles modèlent le BEL 20.

³⁷ Les manipulations de cet indice (renseignant le taux d'emprunt interbancaire) ont été « révélées » à partir de 2012 (cf. note 50).

GOVERNANCE FRAMEWORK

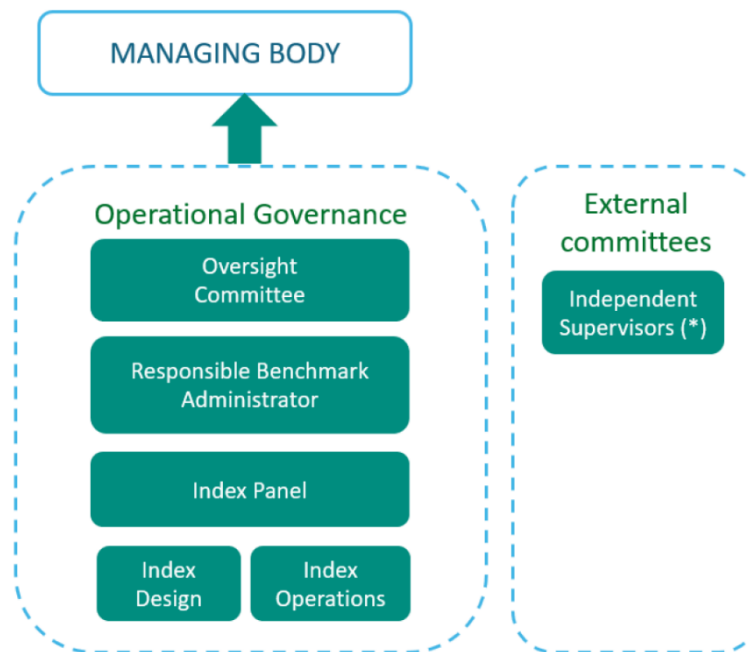


Figure 22 – Organigramme de gestion du BEL 20 (Governance Euronext Indicies, p. 7)

L'effort d'objectivation chez Euronext

La révision annuelle du BEL 20 commence à Paris, dans les bureaux d'Euronext situés dans le quartier de la Défense, où se situent la plupart des organes repris dans le sous-ensemble « *Operational Governance* » (cf. figure 21 ci-dessus). Étienne Boushaki est le responsable de l'*Index team* – ce terme, employé dans notre seul échange de mail avec lui, semble regrouper l'*Index Design*, l'*Index Operations* et l'*Index Panel*. Ces différents organes de gestion imposés par le droit européen doivent s'adapter aux effectifs limités de la société Euronext ; il est donc très probable qu'ils n'en forment qu'un : l'*Index team*. Les deux autres organes n'interviennent qu'en cas de litiges. D'une part, l'*Oversight Committee* doit principalement surveiller les activités de l'*Index team* (*Oversight Committee Charter*, p. 7). D'autre part, le *Responsible Benchmark Administrator* est une “*natural person responsible for the governance arrangements and activities of the Benchmark Administrators and adherence to the regulations*” (*Governance Euronext Indices*, p. 10)³⁸.

³⁸ Nous ne sommes pas parvenus à connaître l'identité des membres composant ces organes, en dépit des règles de transparence publiées. Les circonstances exceptionnelles (Covid-19 et chute des cours) ont sans doute une part de responsabilité dans l'absence de réponses à nos sollicitations. La discrétion de la société Euronext, rendant légitime de ne pas donner suite à une sollicitation, en a toutefois une autre.

Il ne semble donc pas excessif d'avancer qu'en l'absence de scandales, l'*Index team* est seule aux manœuvres et, donc, qu'Étienne Boushaki fut l'initiateur principal de la révision annuelle de mars dernier. Malheureusement, M. Boushaki a laissé sans réponses nos questions sur le point de départ de la révision annuelle du BEL 20 : où Boushaki va-t-il chercher les données ? Quand et comment les vérifie-t-il ? Quelles sont ses relations avec les bureaux de Bruxelles ? Nos autres entretiens nous permettent toutefois d'avancer des hypothèses. Les informations pertinentes sont la capitalisation, la vélocité et le flottant ; les deux premières sont disponibles sur toutes les plateformes (payantes) d'informations financières, dont celle d'Euronext (*Euronext Optiq® Market Data Gateway*). Il est donc très probable qu'Étienne Boushaki les y récolte. Quant au flottant, il est communiqué par les entreprises qui calculent la part de leurs actions qui est détenue de façon permanente (cf. note 3). Dans certains cas, cette information est vérifiée par l'*Index team* ; ce ne fut pas le cas cette année pour Aedifica (société entrante) qui ne fut contactée que « *le jour de l'annonce de notre inclusion pour nous annoncer que nous entrions dans l'indice Bel20* » (échange avec Delphine Noirhomme, *Investor Relations Manager* chez Aedifica). Enfin, en ce qui concerne les relations entre l'*Index team* et Bruxelles, elles semblent cordiales et anonymes : ni Vincent Van Dessel ni Pascal Brabant n'a spontanément évoqué l'existence de ce département et, lorsque nous insistions, leurs termes étaient évasifs – sans doute pour conserver la discrétion d'une entreprise privée, mais également par méconnaissance.

Voici donc le probable scénario de naissance du « nouveau BEL 20 »³⁹ : à partir des données du dernier vendredi de février, Étienne Boushaki construit un classement décroissant des entreprises cotées sur le marché bruxellois d'Euronext en fonction de leur capitalisation flottante ; selon Vincent Van Dessel, ce tableau est identique à celui publié dans la *factsheet* du BEL 20 (cf. ci-dessous). Les trois colonnes de droite reprennent la capitalisation flottante en milliard d'euros (*Index Cap* = capitalisation multipliée par le *Float*), ainsi que la capitalisation flottante *relative*, c'est-à-dire divisée par les 20 capitalisations et ramenée sur 100 pour exprimer un pourcentage (*Weight*). À la différence de la *factsheet*, le tableau de Boushaki contient d'autres caractéristiques sur les entreprises, comme leur vélocité. Ce document sera

³⁹ Notons qu'il est presque subversif d'employer ces termes, tant les porte-paroles de l'indice tiennent à lisser les ruptures : « *Mr. Van Dessel never links the BEL 20 to a precise year. He rather describes it as the 'BEL 20 composition March 2019'* » (de Crombrugghe de Picquendaele, 2020, p. 54).

ensuite envoyé à Bruxelles où il passera sous les feux des projecteurs. Officiellement, il appartiendra au *Steering Committee* (ou *Independent Supervisor* selon le droit européen et l'organigramme d'Euronext, cf. ci-dessus) de sanctionner les résultats, c'est-à-dire de reprendre les vingt premières entreprises du classement de Boushaki... pour autant qu'elles surpassent les principaux minima (pour les *outsiders* : 300 000 fois l'indice, vélocité de 35% et 15% des employés en Belgique). Nous verrons toutefois que ce comité – présidé par Vincent Van Dessel (qui n'y a aucun droit de vote) et composé d'employés d'Euronext et de trois « experts indépendants » (un membre de la banque d'investissement JP Morgan et deux universitaires, selon Pascal Brabant) – ne sera pas le seul à donner un sens au BEL 20. Responsable communication et journalistes se joindront au processus, tous ignorant l'œuvre discrète d'Étienne Boushaki.

BEL 20[®]

Components

Company	MNEMO	Cnty	Sector (ICB)	Weight (%)	Index Cap	Float
AB INBEV	ABI	BE	Food & Beverage	13,67	14,69	0,5
ING GROEP N.V.	INGA	NL	Banks	11,63	12,50	1
KBC	KBC	BE	Banks	9,77	10,50	0,6
UCB	UCB	BE	Health Care	9,30	9,99	0,65
GALAPAGOS	GLPG	NL	Health Care	7,08	7,61	0,65
AGEAS	AGS	BE	Insurance	6,30	6,77	0,9
UMICORE	UMI	BE	Chemicals	6,21	6,67	0,85
ARGENX SE	ARGX	BE	Health Care	4,90	5,26	1
GBL	GBLB	BE	Financial Services	4,84	5,20	0,45
SOLVAY	SOLB	BE	Chemicals	4,25	4,57	0,65
WDP	WDP	BE	Real Estate	3,15	3,39	0,75
PROXIMUS	PROX	BE	Telecommunications	2,95	3,17	0,45
COFINIMMO	COFB	BE	Real Estate	2,72	2,93	0,95
SOFINA	SOF	BE	Financial Services	2,67	2,86	0,45
COLRUYT	COLR	BE	Retail	2,54	2,73	0,4
ACKERMANS V.HAAREN	ACKB	BE	Financial Services	2,41	2,58	0,65
AEDIFICA	AED	BE	Real Estate	2,16	2,32	1
BARCO	BAR	BE	Industrial Goods & Services	1,37	1,47	0,8
TELENET GROUP	TNET	BE	Media	1,17	1,26	0,4
APERAM	APAM	NL	Basic Resources	0,90	0,97	0,6

Figure 23 – Composition du BEL 20 après la révision de mars 2020 (factsheet du 31/03/2020)

Dans la matinée du 11 mars, le document de travail parvient à Bruxelles. Les récits respectifs de Vincent Van Dessel, CEO, et de Pascal Brabant, Head of communications, rendent compte d'ambiances différentes. Le premier, président du *Steering Committee*, insiste sur la froideur mécanique du processus : « on reçoit les

résultats des calculs et on les approuve ; il n'y a jamais d'interprétations » (extrait d'entretien avec Vincent Van Dessel). Le second, rédacteur du communiqué de presse qui est publié au terme de la réunion du *Steering Committee*, témoigne d'une agitation exceptionnelle : « *plusieurs journalistes nous contactent pendant la journée pour avoir de premières infos, des confirmations des calculs qu'ils font de leur côté* » (extrait d'entretien avec Pascal Brabant). Le premier voit le nouveau BEL 20 comme un calcul implacable qui vient objectiver les performances boursières annuelles ; aux yeux du second, il est un centre d'attention stimulant les spéculations des journalistes impatients. Une vedette arithmétique en somme, entre le fait et la fête. Leur discours est toutefois harmonieux : chacun insiste sur sa part du boulot, mais Pascal Brabant n'hésite pas non plus à rappeler que le procédé de sélection des nouvelles valeurs est purement mathématique, et Vincent Van Dessel à reconnaître le pouvoir publicitaire du BEL 20 : « *les entreprises sont fières d'afficher leur appartenance à l'indice ; pour les investisseurs, qui recherchent la stabilité et la liquidité, c'est une assurance importante* ».

Lorsque l'entretien portait sur les thématiques concrètes abordées lors de la réunion du *Steering Committee*, nos interlocuteurs, sur un ton plus froid, voire agacé, se montraient évasifs et signalaient qu'ils ne souhaitaient pas rentrer dans les détails. Puisqu'il n'y avait aucun choix à faire, aucune décision à prendre, les discussions du comité ne devaient pas nous intéresser. Pire, notre insistance suggérait un regard sceptique sur l'ambition d'impartialité anonyme de l'indice, scepticisme qui, en retour, ne manquait pas de nourrir quelques soupçons sur nos intentions... Notre acquiescement systématique (ainsi que notre profil d'étudiant peu menaçant) nous a toutefois permis de conserver leur sympathie. Retenons-en que l'effacement du *Steering Committee*, clamé unanimement par le personnel d'Euronext et relayé sans prise de distance par la presse, participe activement à l'effort d'objectivation du BEL 20. Nous verrons toutefois dans les pages suivantes que cette ambition d'impartialité anonyme n'est pas sans tensions avec d'autres revendications du *Steering Committee* (paternité d'un concept, modification judicieuse d'un critère de sélection, etc.)⁴⁰.

Le rôle de Bruxelles dans le processus de révision annuelle est donc principalement publicitaire. Pascal Brabant en est l'ingénieur, Vincent Van Dessel le

⁴⁰ Vincent Van Dessel glisse spontanément dans ce second registre (celui de la fierté de la paternité d'une innovation statistique) lors de rétrospectives (cf. *infra*).

représentant officiel, le nouveau BEL 20 le symbole autonome. Nous l'avons dit, le 11 mars est une journée extraordinaire pour le responsable communication : « *la révision annuelle est un moment qui génère beaucoup d'attention... de visibilité. Tous les médias belges et certains à l'étranger relayent l'information* ». Pascal Brabant soigne la mise en scène l'événement : « *je ne dis rien aux médias [qui veulent obtenir un scoop] pendant la journée, mais, en contrepartie, dès la fin de la réunion [du Steering Committee], on accorde aux médias qui ont insisté toute la journée un moment de discussion avec Vincent* ». Ce dernier joue alors le porte-parole de l'indice fraîchement rénové : « *le BEL 20 reflétera un peu plus ce qui fait la force de la Bourse de Bruxelles en ce moment : les biotechs et l'immobilier* » (cité in Galloy, 2020). Remarquons l'atténuation de la rupture – pourtant statistiquement pesante (cf. ajustement du dénominateur) ; il ne s'agit pas du « nouveau BEL 20 », mais bien du futur d'un objet inchangé (« reflétera »). La réunion du *Steering Committee* prend fin vers 18 heures. *L'Écho* (et son pendant flamand, *De Tijd*) publie une brève à 18h05. À 18h27, un tweet d'Euronext relaye l'information ; 5 minutes plus tard, la société rentrant dans le BEL 20, Aedifica, poste un communiqué de presse, ainsi qu'une représentation de son logo aux côtés de celui de l'indice boursier (cf. figure 24 ci-dessous).



Figure 24 – Tweet d'Aedifica (11/03/2020, 6:32 PM)

Avant 19 heures, tous les médias intéressés bénéficieront du communiqué de presse d'Euronext, relayé par l'agence Belga. Pascal Brabant est conscient de la « *publicité gratuite* » qui découle de cet événement particulier, et du BEL 20 en

général : « *les entreprises sont fières d'afficher qu'elles appartiennent au BEL 20. (...) On a la chance que quand on parle, dans les médias, de la Bourse, on parle du BEL 20. On les a identifiés : Bourse = BEL 20 (...) C'est la plus grande marque qu'Euronext ait déposée sur le marché* ». Lorsqu'il s'agit de rationaliser cette importance médiatique de l'indice, il estime que « *les journalistes aiment le BEL 20 car c'est un résumé de la Bourse ; il marche parce que les gens ont besoin de choses simples : le BEL 20, tout le monde comprend* ». À ce stade, cette ambition démocratique du BEL 20 peut paraître contradictoire avec l'opacité de sa méthodologie. Il semble toutefois que l'une soit complice de l'autre. L'ombre du *Steering Committee* (« circulez, il n'y a rien à voir ») autorise la mise en lumière de l'*advertising* (« venez voir, c'est très simple »). Cette synergie repose toutefois sur un travail de relai docile d'acteurs médiatiques : les journalistes de la presse financière, pour faire tenir le BEL 20, devront s'abstenir de faire voir ses rouages algébriques et se contenter – déjà satisfaits de jouir d'une exclusivité – de reprendre les propos des responsables communication d'Euronext. Ironie de l'histoire : cet effort de publication de l'indice est majoritairement assumé, en zone francophone, par « *L'Écho* », anciennement nommé « *L'Écho de la Bourse* ».

L'effort de popularisation des journalistes financiers

L'Écho soutient le BEL 20 depuis sa création en 1991 – au double sens promotionnel et physique. Pascal Brabant n'a pas tort lorsqu'il observe que « *quand on parle, dans les médias, de la Bourse, on parle du BEL 20. On les a identifiés : Bourse = BEL 20* », mais cette identification repose moins sur des propriétés intrinsèques au BEL 20 (« *c'est un résumé de la Bourse* ») que sur un effort médiatique permanent. Au total, plus de 30 000 papiers de *L'Écho* ont mentionné le BEL 20 ; dans la toute grande majorité des cas, son niveau chiffré est relevé et associé indistinctement au marché, à la Bourse ou aux investisseurs. Ainsi en est-il du dernier titre en date : « *le Bel 20 revient au-dessus des 3.000 points. Les marchés européens ont clôturé en forte hausse, après le plan de déconfinement annoncé par Donald Trump et la perspective d'un traitement potentiel contre le coronavirus* » (Résumé de la séance du 17/04/2020). Si l'indice boursier n'est plus, comme au temps de Dupriez, un baromètre de la conjoncture macroéconomique, mais un reflet de la santé de la Bourse et de la

rentabilité du portefeuille moyen, c'est en grande partie grâce à cette mobilisation quasi quotidienne.

Des entretiens approfondis avec trois journalistes - Marc Lambrechts, Marc Collet et Philippe Galloy – nous ont permis de saisir plus finement cette étape finale de la mise en forme du BEL 20. Lambrechts et Collet sont passionnés par la Bourse, depuis longtemps. Le premier a étudié l'économie à l'UCL, puis la gestion à l'IAG (ancêtre de la *Louvain School of Management*) ; il a travaillé quelques années pour une banque d'investissement avant de rejoindre *L'Écho* en 1988 (« *c'est le krach boursier d'octobre 1987 qui m'a convaincu de devenir journaliste financier* »). Le deuxième est « *autodidacte et fier de l'être* » ; pareillement, il a d'abord travaillé dans des banques, puis a rejoint *L'Écho* juste après le krach de 1987. Tant Lambrechts que Collet sont aujourd'hui consacrés : le premier est une personnalité influente sur la scène médiatique belge, proche de Bruno Colmant⁴¹ et Roland Gillet, et inséré dans les réseaux du pouvoir économique du pays : « *je rencontre pas mal de gens. (...) J'anime aussi des débats dans le cadre du cercle Ecofin Club. En plus de trente ans, j'ai déjà connu quelques patrons différents à la Bourse de Bruxelles* ». Le second est davantage réputé en interne : il est considéré comme le spécialiste du BEL 20 par ses collègues et donne quelques formations sur la Bourse. Le troisième journaliste consulté, Philippe Galloy, est plus jeune, moins établi : diplômé en droit, il rentra en 2010 à *L'Écho*, après avoir travaillé 7 ans comme « journaliste indépendant ».

Lambrechts et Collet mobilisent abondamment le BEL 20, mais en lui conférant des inclinations différentes⁴². Sans maîtriser les rouages statistiques de l'indice (lorsque nous lui demandions s'il connaissait la méthode de révision, il répondit : « *Je ne cache pas que les règles pour les révisions de l'indice sont assez compliquées. Peut-être même trop compliquées* »), Lambrechts en livre un portrait élogieux : « *le Bel 20 dont j'ai connu la naissance en 1991 est pour nous l'équivalent du Dow Jones aux USA. C'est notre référence. Nous publions l'indice en continu sur notre site. Je le regarde plusieurs fois par jour. C'est notre baromètre financier. On dit généralement que la Bourse anticipe les mouvements de l'économie* ». La transition

⁴¹ Lambrechts anima par exemple la conversation entre Bruno Colmant et Paul Jorion qui donna naissance au livre *Penser l'économie autrement* (2014).

⁴² Quant à Galloy, il l'a logiquement beaucoup moins mobilisé (29 mentions) ... et plus prudemment. Nous verrons toutefois qu'il joua un rôle central lors de la révision 2020.

entre la dernière phrase et l'avant-dernière peut paraître brutale ; elle signale au contraire l'identification entre « *le baromètre financier* » et « *la Bourse* ». Mais Lambrechts se distingue surtout de ses collègues par le message qu'il veut faire passer par ses articles⁴³ (et, donc, lorsqu'il mobilise le BEL 20) : « *quelqu'un qui a 20-25 ans aujourd'hui a tout intérêt à placer son argent en actions. Le temps joue pour lui. Le krach boursier de 1987 n'est qu'un tout petit trait à la baisse sur un graphique de long terme de la Bourse* ». In fine, l'équation de Marc Lambrechts peut donc s'écrire comme suit : BEL 20 = la Bourse = placement profitable.

La mobilisation du BEL 20 par Marc Collet – plus fréquente que celle de Lambrechts (environ 439 mentions contre 200⁴⁴) – est moins explicitement prescriptive. Elle n'est pas moins enthousiaste : « *je le [le BEL 20] consulte très souvent⁴⁵, parce que je suis un passionné hein... vous êtes tombé sur un spécialiste... un fan des marchés. Donc forcément, je regarde ça matin, midi, soir (...)* Ici, je n'en ai pas vraiment besoin, mais je vais quand même voir comment il se porte. C'est plus fort que moi ». Le journaliste précise quelques minutes plus tard sa définition de l'indice : « *pour moi l'indice, c'est quand même une sorte de baromètre... sur la santé des économies. (...) Donc, la Bourse... la Bourse traduit tout ça, ces inquiétudes. Et quand l'économie est en bonne santé, ben y a pas de problème, la Bourse monte. C'est un baromètre...* ». À nouveau, l'indice est identifié à la Bourse, par l'intermédiaire de quelques phrases (indice = baromètre = Bourse). Collet associe toutefois moins l'indice à la rentabilité qu'à la représentativité : « *si tu veux savoir ce qu'il se passe dans le monde, il faut regarder la Bourse. La Bourse, c'est une fenêtre sur le monde qui va se passer. (...) Le message central, c'est celui-ci : la Bourse n'évolue qu'en fonction des bénéfices que font les sociétés* ». L'hypothèse fondamentaliste des cours est donc réaffirmée dans sa version la plus crue, ce qui nous donne l'équation de Marc Collet : BEL 20 = la Bourse = fenêtre sur le monde futur.

⁴³ Par exemple, le 23 janvier dernier, il relaie avec conviction un appel d'Euronext dans un article titré « Ne pas diaboliser la bourse » (Lambrechts, 2020).

⁴⁴ Sur les dizaines de milliers d'articles de *L'Écho* mentionnant le BEL 20, la plupart sont « anonymes » (commentaires de cours boursiers, résumés de séance, etc.).

⁴⁵ Marc Collet s'informe principalement via Bloomberg (et ignorait l'existence de la plateforme d'Euronext *Optiq*, sans doute surtout utilisée par les courtiers) : « *Bloomberg, c'est génial... (...) c'est fou (...) Et je suis tous les jours là devant. Pouvoir visionner Bloomberg, c'est avoir une vue sur ce qu'il se passe dans le monde... C'est franchement très bien, c'est américain en fait* » (extrait d'entretien).

Si la grande majorité des mentions du BEL 20 par *L'Écho* en général, et par Lambrechts et Collet en particulier, contribuent donc à le stabiliser en l'identifiant à la Bourse, certains articles ont porté sur sa méthodologie. En tant qu'expert du BEL 20 et soucieux pédagogue, Collet a plusieurs fois écrit sur les techniques statistiques de l'indice.

- Nous : *Vous avez déjà écrit un article sur les méthodes du BEL 20 ?*
- Marc Collet : *Oui oui oui, même plusieurs. J'ai dû en faire... y a 5,6 ans. Et je sais que je l'ai fait 2,3 fois. Même que quand je téléphonais à Van Dessel (parce que c'est pas toujours évident de maîtriser ça), il me dit : « mais... tu fais encore un article sur les règles du BEL 20 ?! » [accent bruxellois agacé] (...). Il s'étonnait parce qu'il estimait qu'une fois, c'était suffisant ».*

Il semble donc que le CEO d'Euronext Bruxelles soit conscient des effets déstabilisateurs d'un regard trop appuyé sur les rouages internes du BEL 20 ; il se montre ainsi agacé par l'intention récurrente de Marc Collet. Ses quelques articles méthodologiques ne sont toutefois pas à charge, mais certaines phrases rappellent sans le vouloir l'origine humaine du BEL 20 : « *ces situations sont le fruit de règles concoctées par les gestionnaires d'Euronext Bruxelles. Ne rentre pas ou n'en sort pas qui le souhaite de l'indice phare du marché belge des actions* » (Collet, 2009, nous soulignons). Du reste, aucun des 30 000 articles de *L'Écho* ne rend compte du *processus* – plutôt que des procédures formelles – de constitution du BEL 20 (aucune mention du *Steering Committee* par exemple). Comment *L'Écho* couvre-t-il la révision annuelle de l'indice, sans faire mention du *Steering Committee* qui en est un acteur central ?

En grande partie comme un *bookmaker*. Les spéculations des journalistes sur les entreprises rentrantes et sortantes que relatait Pascal Brabant sont majoritairement issues de *L'Écho*, et de Marc Collet en particulier. Assez étonnement⁴⁶, Euronext fit récemment en sorte d'entraver ces « paris » : « *j'essaie de devancer la Bourse de Bruxelles en fait. Mais ça devient de plus en plus difficile de faire ça, parce qu'y a des données que je recevais auparavant et que je ne reçois plus maintenant, donc... Le flottant, je peux le retrouver parce que Bloomberg les donne, mais par contre la*

⁴⁶ Nous avons *a priori* pensé que ces spéculations, en créant du mouvement et de l'attention autour de « l'événement », réjouiraient Euronext.

vélocité... Cette donnée-là je ne l'ai plus... Donc, ça me freine dans mes estimations, ça m'handicape. Avant Euronext les donnait (par mail, je crois). Mais ça devait les agacer qu'on joue à ce jeu-là... Et donc... On les a plus ». L'entreprise propriétaire du BEL 20 souhaite sans doute conserver le pouvoir de sanction officielle, ce qui passa par un renforcement du monopole cognitif : seule Euronext devait pouvoir annoncer avec certitude la composition du BEL 20. Qu'à cela ne tienne, Marc Collet et ses collègues continuent de suivre la révision annuelle avec excitation, c'est-à-dire d'en faire un événement. En 2019, ils avaient parié avec succès sur WDP et Barco (à partir d'une étude de la KBC). Cette année, Collet avait à nouveau vu juste : « *j'avais fait un article en janvier [sur Aedifica]. (...) J'ai été voir sur Bloomberg la valeur du flottant de la société (...) et je me suis dit : 'on a tellement traité Aedifica l'an dernier qu'elle rentre dans ce critère [la vélocité] aussi'. Et j'ai pas eu tort ».* C'est toutefois son collègue Phillippe Galloy qui se rendit sur le terrain le 11 mars 2020. Ce jeune journaliste s'aventure moins dans la prise de position : son ambition n'est ni de convaincre le lecteur de l'intérêt du placement boursier (option Lambrechts) ni de le persuader que la Bourse reflète l'industrie (option Collet), mais « *d'informer les lecteurs de la manière la plus neutre et la plus fidèle aux faits possible »* (extrait d'entretien). En l'occurrence, le fait est joué par l'indice boursier et son porte-parole est Van Dessel ; le journaliste, lui, est un relai neutre et... fidèle. Cette couverture du journal *L'Écho* – à la fois prosélyte (Lambrechts), enthousiaste (Collet) et impartiale (Galloy) – est donc surtout fidèle aux ambitions d'Euronext. Elle est également favorable aux entreprises concernées : dans les semaines qui ont suivi son intégration au BEL 20, Aedifica a été plus mentionnée que jamais dans les articles de *L'Écho* (66 mentions entre le 20 janvier et le 20 avril 2020).

Sans ce support journalistique, l'indice de la Bourse de Bruxelles ne jouirait pas d'un tel pouvoir publicitaire, tant pour Euronext que pour les entreprises concernées. Le BEL 20 contemporain est *in fine* aussi dépendant des calculs d'Étienne Boushaki que du relai à la fois enthousiaste et intime des « passionnés de la Bourse » de *L'Écho*. Pour conclure ce chapitre, relevons une des raisons du succès de l'indice chez les journalistes de la presse financière. Si l'argument du pouvoir synthétique de l'indice qu'avancait Pascal Brabant (« *les journalistes aiment le BEL 20 car c'est un résumé de la Bourse »*) n'est sans doute pas faux, il n'est pas unique. Nous pouvons avancer que si les journalistes de *L'Écho* ont invoqué le BEL 20 dans plus de 30 000

de leurs articles, c'est parce qu'ils sont en manque d'images. Aux yeux de Marc Collet, la Bourse est une « *fenêtre sur le monde qui va se passer* ». Peut-être. Mais, depuis son informatisation et la fermeture des parquets (*trading floor*), cette fenêtre a les rideaux fermés, ce qui ne manque pas de contrarier la mise en page d'un article boursier. Deux solutions principales s'offrent aux journalistes belges et sont quotidiennement mobilisées : une photo de traders angoissés ou euphoriques travaillant sur le parquet du *New York Stock Exchange* (un des derniers représentants de la cotation à la criée) ou une mise en scène du BEL 20 (cf. deux photos ci-dessous). Les deux peuvent paraître très artificielles : l'angoisse des traders américains n'est jamais due à la chute de l'indice belge, tandis que la seconde photo – prise au rez-de-chaussée de l'immeuble de la rue du Marquis (dont Euronext occupe un seul étage) – représente une cloche qui n'est plus stimulée que lors d'événements commerciaux et un graphique que personne ne consulte. Il demeure que les effets de ces deux solutions ne sont, eux, pas artificiels : celles-ci stabilisent un imaginaire boursier peuplé d'hommes blancs et d'écrans, ainsi qu'un indice *identifié* à la Bourse. Comme nous le verrons dans le chapitre suivant, cette équation BEL 20 = la Bourse n'est cependant pas si lisse et présente même quelques contradictions.



Figure 25 – Articles de L'Écho (de gauche à droite : 31/03/2020 et 16/04/2020)

Chapitre 3 : les tensions du BEL 20

À partir des enseignements précédents, nous dégageons cinq tensions, chacune opposant des principes contradictoires que tente, bon gré mal gré, de concilier le BEL 20 contemporain. *In fine*, nous tenterons d'esquisser, en nous inspirant de la trame marxiste, les conditions d'un dépassement de ces contradictions.

Transparence – Propriété privée

L'exigence de transparence est affichée dès la première page de la *factsheet* du BEL 20 : “*Transparency. The index rules, that are available on our website, are overseen by the independent BEL Steering committee that acts as Supervisor. All our rulebooks can be found on the following webpage: https://live.euronext.com/en/products/indices/index_rules”*. Nous avons vu que, sans être fausses, ces affirmations méritent quelques nuances : les *index rules* publiées sont très générales et partielles (plus encore depuis qu'Euronext ne communique plus la vélocité aux journalistes de *L'Écho*), tandis que « l'indépendance » du *Steering committee* reste floue et toute relative. Plus encore, ce comité ne publie aucun rapport de réunion et ses membres jugent légitime de parfois décevoir la curiosité d'un étudiant, tantôt par élusions (Van Dessel), tantôt par limitation explicite : « *je ne souhaite pas rentrer plus dans les détails* » (entretien avec Pascal Brabant). Cette discrétion est rendue supportable par le statut juridique d'Euronext (société anonyme) et du BEL 20 lui-même : “*Euronext owns all intellectual and other property rights to the index, including the name, the composition and the calculation of the index. BEL®, BEL 20®, BEL Mid® and BEL Small® are registered trademarks of Euronext*” (*BEL family rules version 18/02/2018*).

Euronext n'a de compte à rendre qu'à ses actionnaires ; quant au BEL 20, il est tiraillé entre d'une part la transparence, exigée par le droit européen, mais aussi – au moins en principe – par ses usagers/clients, et d'autre part l'opacité, permise par le statut de société anonyme, mais aussi nécessaire à Euronext lorsqu'elle désire modifier les critères de sélection du BEL 20 sans devoir consulter toutes les parties prenantes. Remarquons que si nous avons posé les mêmes questions aux statisticiens de l'*Institut national de statistique* (aujourd'hui *Statbel*), l'échange aurait certainement été différent. Ce qui a paru légitime aux employés d'Euronext (ainsi qu'à nous-même) ne l'aurait sans doute pas été aux fonctionnaires de *Statbel* – en tous cas pas à nous. Nous aurions eu en effet facile de contester, au nom de l'intérêt général qu'ils représentaient, une tentative d'élusion, voire un refus explicite de développer davantage⁴⁷. Cette

⁴⁷ D'autres prises de contact entreprises dans le cadre de ce mémoire ont permis de confirmer ce constat, du reste peu novateur : les universitaires et fonctionnaires répondent plus promptement et complètement que les employés de sociétés anonymes.

première tension nous permettra, en conclusion de cette deuxième partie, d'interroger les prétentions démocratiques du BEL 20... ou d'un BEL 20 idéal.

Objectivité – Paternité

La deuxième tension que nous avons relevée est moins évidente, et sans doute aussi plus spécifique au cas bruxellois. Le BEL 20 est objectif ; cette objectivité, bâtie par les efforts joints des employés d'Euronext et des journalistes de la presse financière que nous avons étudiés dans le deuxième chapitre, atteste de son rendement cognitif. Cette propriété, nous disent à l'envi les représentants d'Euronext, tient aux balises réglementaires qui encadrent la formation de l'indice et qui finissent par résumer le choix des sociétés reprises (ainsi que leur pondération) à une opération mathématique : « *c'est basé sur des règles très strictes. Y'a aucune appréciation, entre guillemets, 'humaine' qui fait que telle personne va dire : 'oh, on préférerait avoir telle entreprise dans le BEL 20'. C'est purement sur base de données chiffrées que le choix se fait* » (entretien avec Pascal Brabant). Cette objectivité, entendue comme indépendance vis-à-vis de jugements personnels, rend donc insignifiants tous les humains qui composent la chaîne de production du BEL 20 ; le *Steering Committee*, comme toutes les équipes qui l'ont précédé, devient, dans le meilleur de cas, un vérificateur d'algorithmes, un assistant du robot.

Ce statut peu gratifiant est donc le coût de cet investissement de forme garantissant au BEL 20 une objectivité. Tous les employés d'Euronext semblent s'en satisfaire. Tous, sauf un. Vincent Van Dessel, agent de change à Bruxelles depuis 1984, a trop vécu à la Bourse pour taire toute sa contribution personnelle au BEL 20 contemporain ; cet investissement lui est trop coûteux. Au plus près de l'objet depuis sa création le 18 mars 1991, il y a trop investi pour s'effacer et, parallèlement, est trop familier avec les événements écartés par le récit de l'objectivité (mauvaises décisions, revirements stratégiques, coup de tête, etc.) pour les oublier. Ainsi, tout en soutenant, en CEO responsable, l'habituel discours sur l'arithmétique impartiale du BEL 20, Van Dessel ne manque pas de rappeler ce que l'actuel BEL 20 lui doit, ainsi que les erreurs commises par certains de ses prédécesseurs : « *c'est moi qui ai arrondi [les pondérations du BEL 20] sur la quotité de terme⁴⁸ pour rendre plus facile le trading* ».

⁴⁸ Le BEL 20 est né avec Belfox, le marché des produits dérivés basé sur un système de transaction électronique. Ce dernier imposait, par souci de liquidité, d'échanger des titres par lot de 250 000 francs

Initialement, la révision du BEL 20 avait lieu tous les cinq ans ; « *c'est une des premières choses que j'ai faites, j'ai dit : 'non, ce n'est pas possible, parce que pour les OPA...'* ». Douze des vingt valeurs du BEL 20 ont subi une offre publique d'achat (OPA) qui les plaça donc sous le contrôle d'une nouvelle société... qui, elle, n'était souvent pas éligible pour rejoindre le BEL 20 ! Selon Van Dessel, le délai de révision de cinq ans ne permettait pas de s'adapter à de telles circonstances ; il instaura donc une révision annuelle. Et là ne s'arrête pas sa contribution :

- Nous : « *Donc, c'est vous qui au début aviez adapté la pondération aux quotités ?* »
- V. Van Dessel : « *Toujours. J'ai tout fait. J'ai toujours tout adapté. J'ai toujours géré le BEL 20, depuis le début. J'ai fait tout tout tout tout tout... Au départ, on avait un Steering en plus avec des membres... [évocation de conflits d'intérêts passés sur lesquels nous reviendrons]* »

C'est encore à lui que l'on doit l'indexation du critère de capitalisation flottante sur le BEL 20 lui-même : « *moi, j'ai déjà changé ça, en disant : 'c'est pas une bonne idée, on va faire une cap [capitalisation flottante] qui est X fois l'indice ; sinon, le jour où ça va craquer, on va devoir sortir 15 valeurs'* ». Comment réconcilier objectivité et paternité ? Comment assurer le rendement cognitif du BEL 20 tout en rendant justice au rôle historique de Van Dessel ? Il semble qu'une différenciation temporelle permette ce tour de force : il est permis de juger le BEL 20 *d'hier*, voire d'en célébrer ou condamner les acteurs. La consistance de ces personnages défunts importe désormais peu ; aucune transaction ne se base sur leur réputation. Ce privilège du recul historique est bien connu (Bourdieu & Chartier, 2010) : une fois la tension relâchée, les conflits apaisés, les langues se délient. Van Dessel n'en est pas le seul conscient : de nombreux journalistes surnommaient Jean Peterbroeck, président de la Commission de la Bourse en 1991, « le père du BEL 20 » – en particulier lors de l'annonce de son décès (« Décès de Jean Peterbroeck, considéré comme le père du Bel 20 », 2011; Georis, 2011). Il est impensable, sauf à sacrifier la prétention d'objectivité de l'indice, qu'un acteur actuellement en fonction prétende au même statut ou soit appelé « le maître du BEL 20 ». Peut-être au grand dam de Vincent Van Dessel. Ce dernier aussi, tout comme les journalistes, est plus généreux en anecdotes et sarcasmes lorsqu'il

belges, appelé « quotité ». Van Dessel a modifié les poids du BEL 20 afin qu'ils représentent un multiple des quotités.

s'agit de raconter le passé ; « l'affaire Lefebvre » que nous découvrirons dans les pages suivantes nous en convaincra.

Une interprétation conciliante de cette tension objectivité/paternité y verrait un progrès. Si le passé est charrié et le présent choyé, c'est parce que plusieurs erreurs avaient été commises et ont été corrigées (en grande partie par Van Dessel) pour assurer l'objectivité du BEL 20 actuel. L'étude des quatre tournants du BEL 20, ainsi que certaines tensions présentées dans cette partie, semblent invalider une telle lecture : si les amendements méthodologiques ont permis d'acclimater l'indice aux exigences du public financier actuel (à l'aune desquelles, bien sûr, les indices précédents paraissent absurdes), ils auraient été inadéquats aux périodes passées. Les anciens BEL 20 n'étaient pas moins adaptés à leur conjoncture que ne l'est le BEL 20 à la sienne. Une autre raison de rejeter – ou, *a minima*, nuancer – la thèse du progrès tient à la marge de manœuvre que revendique toujours Vincent Van Dessel. Ce dernier ne parvient pas à limiter au passé son pouvoir de décision : « *nous pourrions, dans les années à venir, également baser le critère de vitesse sur le BEL 20 [i.e. une indexation semblable à celle de la capitalisation flottante] ; je ne dis pas que nous le ferons, mais nous pourrions* ». Président du *Steering Committee* (mais dénué de droit de vote), il n'est pas qu'un vérificateur d'algorithme. Il contrôle le robot.

National – Global

La concentration des Bourses nationales – et, plus largement, des systèmes de transaction financière – est sans doute la principale menace pour le BEL 20. Nous avons vu que l'unification des carnets d'ordre entre les filiales d'Euronext (*Central Order Book*) adoptée en janvier 2009 améliora la liquidité du marché : dès lors que tous les investisseurs (irlandais, norvégiens ou belges) interagissent sur la même plateforme, la quantité d'offres et de demandes augmente. Par la même, cette unification affaiblit encore davantage l'ancrage territorial des systèmes de transaction – Euronext n'est plus qu'une plateforme financière, supplantant les Bourses nationales. Cette tendance à la globalisation (davantage qu'à l'internationalisation) n'épargne pas les indices boursiers nationaux, en particulier ceux attachés à un « petit » marché : en délocalisant la finance, elle rend absurde tout ancrage⁴⁹ ; en

⁴⁹ Ces dernières années, les nouveaux indices d'Euronext se déclinent selon le type d'industries représentées (industrielles, écoresponsables...), davantage que le territoire impliqué.

unifiant les marchés, elle prépare l'avènement d'un unique « indice Euronext ». Mais cette logique n'est pas hégémonique : elle rencontre la résistance de dynamiques re-nationalisantes, notamment de la part d'Euronext elle-même (qui désire conserver ses « *five major national indices in Europe* »).

En janvier 2009, parallèlement à l'adoption du *Central Order Book*, le concept de « marché de référence » apparut : lorsqu'une société rentre en Bourse sur Euronext, ses actions peuvent être achetées et vendues à un prix unique par les investisseurs de tous les pays membres, mais – en parallèle – cette société s'affilie à une Bourse nationale particulière (son « marché de référence »). Un nouveau critère de sélection fut donc adopté afin de sauver le BEL 20 : avoir Euronext Bruxelles comme marché de référence. Cela étant, ce compromis n'étouffa pas la tension national/global : le système économique belge est peuplé d'entreprises étrangères (qui ont souvent opté pour un « marché de référence » étranger), et il peut apparaître coûteux d'ignorer ces acteurs. C'est en tous cas ce que considéra le *Steering Committee* : « *on n'était pas satisfaits de l'échantillon qui en résultait, qui n'était plus représentatif du marché belge* » (extrait d'entretien avec Vincent Van Dessel). Par voie de conséquence, le critère du marché de référence fut d'abord complété par trois autres relatifs à l'ancrage national de l'entreprise (actifs bilantaires, activités du siège social et personnel employé, repris dans *BEL family rules version 01/10/2015*). Seul ce dernier critère fut finalement maintenu : “*Eligible companies are: I. Companies with Euronext Brussels as Market of Reference; and II. Current constituent companies with a Market of Reference other than Euronext Brussels (...) as long as their staff in Belgium represents at least 15% of the consolidated group staff*” (*BEL family rules version 18/02/2018*). Aujourd'hui, trois entreprises font partie du BEL 20 en ayant Euronext Amsterdam comme marché de référence : Aperam, Galapagos et ING ; les 17 autres sont associées à la Bourse de Bruxelles.

La tension n'est toutefois pas retombée et il est fréquent qu'un porte-parole d'un pôle relance le débat. Dans un article de 2017, Marc Lambrechts s'inquiéta par exemple de l'entrée à la Bourse de Bruxelles de nombreuses valeurs internationales : « *on peut se demander si le Bel 20 ne devient pas davantage un indice international (avec Engie, ING, Ahold Delhaize, AB InBev...) que purement national. Si tous les Aperam & Co de ce monde demandent une cotation à Bruxelles pour intégrer le Bel 20, ne risque-t-on pas de dénaturer encore davantage l'indice ? Une*

*internationalisation n'est pas grave en soi – la Belgique est internationale –, sauf si elle exerce un effet d'éviction pour des sociétés belgo-belges en quête de développement et de visibilité » (Lambrechts, 2017). En face, des chercheurs du Groupe de recherche pour une stratégie économique alternative (Gresea) ont proposé, deux ans plus tard, un « Bel 20 alternatif » qui remet en cause la focalisation financière des critères du BEL 20, mais aussi son filtrage national : « la Belgique est une économie très ouverte. De grandes entreprises étrangères y sont présentes sans pour autant avoir Bruxelles pour cotation de référence ou au minimum 15% de leurs effectifs en Belgique » (Bauraind & Van Keirsbilck, 2019). Leur indice alternatif, basé sur le chiffre d'affaires, la valeur ajoutée brute et le nombre de travailleurs, compte huit sociétés belges (plutôt que seize) et comprend, notamment, *Total*, *ArcelorMittal* et *Janssen Pharma*. Là où Lambrechts veut voir un promoteur du capitalisme belge, Bauraind et Van Keirsbilck aspirent à un reflet plus fidèle du pouvoir économique en Belgique... qui serait plus capitaliste que belge. Le BEL 20 contemporain hésite toujours entre ces deux logiques, mais doit sa survie à la résistance de la première.*

Entreprises – Traders

Cette troisième tension est sans doute la plus frontale : « *on avait un Steering en plus avec des membres... etc., c'était difficile parce qu'il y avait des conflits d'intérêts (...) y en avait qui avait des clients... et des pressions chaque fois des sociétés qui disent : 'pourquoi y en a pas 25 ?' et les traders : 'pourquoi y en a pas 10 ?'* » (entretien avec Vincent Van Dessel). L'intérêt des sociétés se comprend aisément : plus le BEL 20 est permissif (critères peu exigeants permettant à plus de 20 valeurs d'intégrer l'indice), plus elles ont de chance d'en faire partie. Et le BEL 20 constitue une carte de visite importante : « *quand les sociétés vont à Londres, on leur demande leur capi [capitalisation], etc. Et si elles peuvent montrer qu'elles sont dans le BEL 20, y a des portes qui s'ouvrent* » (entretien avec Vincent Van Dessel). L'intérêt des traders, ces professionnels concluant de nombreuses transactions pour leur compte et/ou celui de clients, est un peu plus technique : le BEL 20 est pour eux un *benchmark* à l'aune duquel est évaluée leur performance (par eux et/ou leurs clients). Ils désirent donc généralement se couvrir sur les valeurs qui le composent, c'est-à-dire prévenir une baisse de tel titre en achetant, par exemple, une option de vente (permettant de vendre un titre au vendeur de l'option à un prix et à une date future prédéterminés).

Plus le *benchmark* compte de titres, plus il est coûteux de se couvrir sur l'ensemble de l'indice. Parallèlement, moins les titres repris dans l'indice sont *liquides* (i.e. moins il est rapide de trouver une contrepartie pour ces titres), moins il est facile de couvrir toutes les valeurs. Enfin, le trader est en quête de *stabilité*, cet attribut qui a tant influencé la mise en forme du BEL 20 (cf. les quatre tournants identifiés) : « *on devait pas trop bouger, car le gars qui couvre les 20 valeurs... à chaque changement, il doit vendre et acheter, mais ça ne lui rapporte rien* » (entretien avec Vincent Van Dessel).

« *Donc les traders nous demandaient peu de valeurs, de la liquidité et peu de changements* » (*Ibid*) ; d'où l'ajustement du dénominateur, l'indexation des critères de sélection et l'abaissement des exigences de capitalisation et de vélocité pour les entreprises déjà comprises dans l'indice (respectivement : 200 000 fois le BEL 20 plutôt que 300 000, et 25% plutôt que 35%). Si cette tendance fut appuyée par les décisions de Van Dessel, elle était déjà présente aux premiers jours de l'indice ; son dénominateur-stabilisateur si coûteux en cohérence historique était alors justifié par le même argument : « *the financial community attaches a lot of importance of this stability which increases the credibility of the index* » (brochure *The Indices of the Brussels Stock Exchange*, 10/1995, p. 42). Pourquoi la mise en forme de l'indice suivit-elle majoritairement les intérêts des traders, plutôt que ceux des entreprises ? Une réponse, partielle, mais convaincante, relève de la structure du « marché » : nous avons déjà vu que la création du BEL 20 accompagna celle d'un nouveau marché de *futures* et options (Belfox) qui devait attirer (et retenir) les acteurs à la Bourse de Bruxelles⁵⁰. Cette dernière était alors menacée par les Bourses de Londres et de Paris où affluaient des acteurs financiers autrefois fidèles à la place belge ; elle n'était pas assez compétitive sur le nouveau « marché des marchés ». La réforme des marchés financiers de Philippe Maystadt tâcha de rendre la Belgique plus attractive pour les investisseurs ; dans ses pas, le BEL 20 devait satisfaire, avant tout, les opérateurs financiers.

Ce « rapport de forces » tenait principalement aux opportunités de délocalisation : il est plus aisé pour une firme de courtage que pour une entreprise du BEL 20 de faire jouer la concurrence entre Bourses – d'autant plus que l'ancrage

⁵⁰ « *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).

national est une condition pour intégrer l'indice. Le point de vue des entreprises n'est toutefois pas ignoré par les ingénieurs du BEL 20. Un épisode de son histoire en témoigne de manière éclatante : « l'affaire Lefebvre ». Olivier Lefebvre, à la tête de la Bourse de Bruxelles de 1995 à 2007, décida en décembre 2004 d'accroître la liquidité du BEL 20 en rigidifiant les critères de sélection : la capitalisation flottante requise devait excéder 500 000 fois la valeur de l'indice. Pour compenser cette mesure en faveur des traders, deux autres indices (le BEL MID et le BEL SMALL) seraient créés, afin de valoriser des entreprises de plus petite taille. Cinq valeurs du BEL 20 ne respectaient pas cette nouvelle exigence et devaient donc sortir du BEL 20 ; Vincent Van Dessel se souvient qu'il avait tenté de dissuader Lefebvre, et l'avait prévenu des foudres que cette décision allait engendrer : « *et moi j'avais encore dit, à la réunion, écoute hein... toi, tu prends le baron Buysse au téléphone ! Ça va quand même pas être facile* ». Paul Buysse était alors président du Conseil d'administration de Bekaert, l'une des cinq entreprises menacées.

Deux jours après l'annonce, « *branle-bas de combat, Buysse, télévision, machin, etc. on va voir Barco, Omega Pharma... [autres sociétés sur la sellette] Bekaert ne veut pas nous voir... Bon, très bien... (...) Buysse est allé voir Théodore à Paris [Jean-François Théodore, alors directeur d'Euronext], parce qu'il voulait pas nous parler... nous, on était des cons... Bon, très bien...* » (entretien avec Vincent Van Dessel). Dans la presse également, la tension entreprises/traders bat son plein : un opérateur de chez ING estime que « *cette mesure va permettre au Bel 20 de gagner en cohérence* », tandis qu'un « intervenant sur le marché », resté anonyme, livre un argumentaire opposé : « *la Bourse a un rôle sociétal. Elle doit permettre le financement des entreprises et faciliter leur croissance. Il est certain que sortir des entreprises de l'indice Bel 20, c'est leur retirer de la visibilité et une certaine crédibilité internationale. Ces entreprises disparaissent des radars des investisseurs institutionnels, ce qui ne va pas faciliter leur financement (...) Euronext n'est plus une entreprise publique qui cherche à développer le marché des capitaux européen, mais est avant tout une entreprise privée devant faire croître ses bénéfices. Dans ce cas-ci, Euronext en sortira peut-être gagnant, mais le prix à payer est très cher* » (cités in « *La réforme du Bel 20 ne fait pas que des heureux* », 2004).

Cette bataille fut remportée par le camp des entreprises, appuyé par l'ampleur médiatique de l'événement, ainsi que par la résonance de personnages comme Paul

Buysse. « *On est revenus en disant : 'bon, c'est quand même pas une très bonne idée, annulons, on va pas faire ça le 1^e janvier'* » (entretien avec Vincent Van Dessel) ; *L'Écho* publia la décision avec plus de ménagement : « *le groupe avait ensuite fait quelque peu marche arrière pour calmer les sociétés concernées* » (« Euronext, une structure nécessaire pour ses «petits» marchés », 2005). L'option initialement proposée par Van Dessel – une *grandfather clause* (ou clause d'antériorité) – fut finalement privilégiée : une exigence différenciée pour les *insiders* et *outsiders*, les premiers pouvant se contenter d'une capitalisation flottante supérieure à 200 000 fois l'indice. Lorsque, deux ans plus tôt, Bekaert (qui quitta finalement le BEL 20 en 2018) remettait déjà publiquement en cause les critères de sélection de l'indice, Olivier Lefebvre s'expliqua dans les pages de *L'Écho*, exposant mieux que jamais la tension entreprises/traders : « *Olivier Lefebvre répond que gérer un indice est un art difficile. 'Nous sommes en permanence en face de demandes contradictoires. Si on écoutait les investisseurs institutionnels, on aurait probablement un BEL 5 car ces investisseurs sont obsédés par la liquidité. Si on écoute les émetteurs, il faudrait plutôt un BEL 30 ou BEL 35 afin d'avoir une plus grande représentativité de l'économie belge. Autre dilemme : les investisseurs nous disent qu'il ne faut pas toucher aux règles afin de maintenir la prévisibilité et donc la crédibilité de l'indice. Inversement, des émetteurs soulignent que certaines règles sont parfois contradictoires ou induisent des comportements qui n'avaient pas été anticipés ou qui ne sont pas jugés corrects'. Faut-il revoir les règles ? 'Oui, sans doute, car le monde évolue et parce qu'il existe aussi des modes en matière d'indices à travers le monde. Mais soyons aussi prudents. Évitions tout bricolage, car cela ferait fuir les investisseurs', conclut Lefebvre* » (« BEL 20: Olivier Lefebvre répond aux remarques de Bekaert », 2002). La mobilité potentielle des investisseurs leur donne donc toujours un avantage sur la rigidité des infrastructures des entreprises. Et cela se voit dans le BEL 20.

Régulation – Marketing

Les principaux indices boursiers, étiquetés « *Significant Benchmark* » par le droit européen, exercent un pouvoir de régulation sur l'activité boursière. Ce pouvoir s'exerce *a minima* par deux canaux : le premier, « automatique », tient à la structure de nombreuses transactions qui sont basées sur l'indice, comme les produits dérivés ou les fonds indiciels. Par exemple, une option d'achat sur le BEL 20 ne vaut rien si,

à l'échéance⁵¹, la valeur du BEL 20 est inférieure à celle prédéterminée par le contrat de l'option : personne n'est intéressé par une option permettant d'acheter au temps t le BEL 20 *plus cher* qu'il ne l'est au temps t . Les fonds indiciels, quant à eux, investissent exclusivement dans les valeurs reprises par un indice de référence, afin de s'en garantir le rendement. Ces deux facteurs justifient l'attention que l'autorité publique a récemment portée aux indices boursiers : leur valeur et leur composition déterminent l'allocation de milliards de dollars. Le deuxième canal par lequel s'exerce le pouvoir d'un indice boursier n'a pas attendu les produits dérivés ni les fonds indiciels pour émerger ; nous l'avons déjà repéré à Bruxelles en juin 1928 : l'index du *Monimat* était alors capable de faire plonger les cours en accentuant la déprime des investisseurs. Ce pouvoir conventionnel n'a sans doute pas disparu ; nous tenterons de le documenter dans la dernière partie de ce mémoire.

Il est évident que cette régulation implique un « management des indices » que saisit très imparfaitement l'exigence de transparence du droit européen. Sans doute, cette dernière prévient certains conflits d'intérêts qui pourraient réduire – et ont effectivement réduit – l'indice à une technique de manipulation des cours boursiers. Mais ces balises réglementaires sont insuffisantes pour qu'un indice boursier soit géré comme s'il était un instrument de régulation *et rien d'autre*. Or, il est quelque chose d'autre : une marque. Nous l'avons vu avec la campagne publicitaire suivant la privatisation de la Bourse de Bruxelles, mais également avec le témoignage de Pascal Brabant : le BEL 20 est un outil marketing. Plus il est mentionné dans les *mass medias*, plus Euronext gagne en visibilité – mot-clef du marketing d'entreprise. On peut comprendre la forme que prend cette quatrième tension (régulation/marketing) en discutant des crises financières avec les employés d'Euronext :

- Nous : « *Comment Euronext a-t-elle vécu la crise de 2007-2008 ?* »
- Employé d'Euronext : « *Écoute... ça a bien secoué... Bon, tu sais que la Bourse est un opérateur, donc euh... donc on n'est un peu agnostique par rapport aux crises. On se contente, voilà, d'appliquer les règles qu'on applique toujours, c'est-à-dire qu'on a des garde-fous par rapport aux*

⁵¹ Signalons d'ailleurs que si la révision du BEL 20 est actée le troisième vendredi du mois de mars, c'est précisément pour coïncider avec la date d'échéance de quatre produits dérivés (les options sur indices boursiers, contrats à terme sur indices boursiers, options sur actions et contrats à terme sur actions).

variations de cours, des choses comme ça... Euh, on interdit par exemple à une action de varier de plus de 10% sur une journée (...) Donc, nous, on a continué à jouer notre rôle d'opérateur si tu veux. Euh... bon avec une volatilité qui était évidemment beaucoup plus importante. Ce qui accessoirement générerait aussi d'ailleurs... (rires) des commissions... On n'a pas forcément eu une moins bonne année l'année de la crise, au contraire, parce que bon... qu'on l'aime ou non, c'est comme ça que ça marche : en général quand y a de la crise, y a plus d'activités, donc on a plus de revenus. Bon voilà... you like it or not, c'est comme ça (rires). »

On ne développera pas ici l'enjeu, pourtant normativement central, de la rémunération par commissions, mais plutôt le type de comportements induit par « l'agnosticisme par rapport aux crises » d'Euronext. En d'autres termes, la Bourse de Bruxelles ne se prononce pas sur les crises financières, ces moments critiques où des milliers d'emplois dépendent des capacités des régulateurs à stabiliser le marché. Tous les instruments de régulation sont alors mobilisés : taux d'intérêt des Banques centrales, *Quantitative easing*, soutiens budgétaires et garanties des dépôts par l'État, etc. L'indice boursier sera, lui, agnostique ; son pouvoir de régulation demeurera inexploité. Par ailleurs, lors de ces moments de panique où la Bourse et en particulier son indice occupent en permanence l'espace médiatique, la survisibilisation du BEL 20 représente assurément une réussite pour le département marketing d'Euronext. Plus encore, nous pourrions avancer, sans vraiment pouvoir l'attester, que ce relai massif et angoissé de la chute de l'indice nourrisse – par des processus de mimétisme et de performativité bien connus des *Social Studies of Finance* (D. MacKenzie & Millo, 2003; Orléan, 1999) – les ordres de vente des investisseurs, tant particuliers qu'institutionnels.

La chute des cours résultant du coronavirus n'invalida pas ces trois piliers de la tension régulation/marketing. Premièrement, Euronext ne se sentit pas particulièrement concernée ; Vincent Van Dessel refusa de fermer la Bourse (ce que plusieurs économistes jugeaient nécessaire) et nous expliqua que la liquidité était « *très bonne* » pour l'instant. Ensuite, le BEL 20 fut plus mentionné que jamais : en plus de *L'Écho* qui relaie ses variations quotidiennes, toute la presse généraliste (*La Libre, Le Vif, Le Soir, La DH, L'Avenir...*) lui a accordé une importance centrale : « *la plus grosse chute de son histoire* », « *chute historique* », etc. Étant donné que l'indice est

« la plus grande marque qu'Euronext ait déposée sur le marché » (entretien avec Pascal Brabant), l'entreprise en a bien sûr récolté les fruits publicitaires. Enfin, le troisième pilier – accentuation de la crise par la couverture médiatique – est difficile à vérifier, mais plus encore à nier : comment imaginer que les épargnants, ainsi que les intermédiaires professionnels, soient imperméables à cette intense diffusion ? L'enjeu ici est moins de jeter l'opprobre sur Euronext que de mettre en lumière les dissonances entre l'importance du BEL 20 comme outil marketing et comme instrument de régulation. Ainsi, sa fonction politique (plutôt que commerciale) implique un comportement spécifique de régulateur (plutôt que d'entreprise capitaliste), c'est-à-dire un usage de l'indice semblable à celui du taux d'intérêt directeur par la Banque centrale : la variation de sa composition et pondération serait alors dédiée à la stabilité des cours, la juste valorisation de certaines sociétés... plutôt que la visibilité et la part de marché d'Euronext.

Propositions critiques

Les cinq tensions que nous avons relevées sont aujourd'hui l'objet de débats et nous aimerions, pour clore cette deuxième partie, y contribuer par deux critiques du BEL 20. La première est interne au sous-système financier : du point de vue boursier, l'indice est un enjeu *politique* opposant, notamment, les traders et les entreprises ; ce conflit d'intérêts est arbitré par la société Euronext et encadré par le droit européen. Nous avons toutefois vu, dans la dernière tension, qu'Euronext n'agissait pas tant comme arbitre que comme publicitaire : le BEL 20 est, à ses yeux, davantage une surface commerciale qu'un enjeu politique. Cette situation nous semble dommageable pour la Bourse elle-même : Euronext Bruxelles n'exploite pas ses instruments en général, et son indice en particulier, pour stabiliser la reproduction du sous-système financier, voire – comme nous l'avons vu ci-dessus – se nourrit de son instabilité. Il est pourtant vital pour la Bourse qu'un compromis entre traders et entreprises (c'est-à-dire, *grosso modo*, entre la demande et l'offre) soit conclu, mais aussi que la production et la diffusion de l'indice au sein du sous-système (sur les écrans des salles de marché par exemple) soient vectrices de stabilité. Notre première critique, interne, soulève donc l'inaptitude d'Euronext à endosser une fonction de régulation ; la prescription qui en découle est l'instauration d'un dispositif favorisant la considération de la fonction politique du BEL 20 (plutôt que sa fonction commerciale), comme un encadrement légal plus strict ou une déprivatisation de l'indice lui-même.

Notre deuxième critique du BEL 20 adopte un point de vue extérieur au sous-système financier. Elle se justifie par l'impact de la Bourse sur la société dans son ensemble. D'une part, l'encastrement des activités financières résulte de l'activité de diffusion des journalistes qui font « sortir » le BEL 20 du milieu financier et l'invoquent sur la scène publique. D'autre part, et plus généralement, cet encastrement se manifeste dans l'effet du sous-système financier sur le système économique, voire sur d'autres systèmes (politique, culturel...) – ce qui est souvent appelé la « financiarisation ». Ces deux dimensions fournissent autant d'appui à une critique externe du BEL 20 ; parce qu'il cesse d'être une préoccupation exclusivement boursière pour devenir un enjeu public, l'indice boursier peut être soumis à une évaluation d'ordre démocratique. Nous avancerons une critique des modalités de publication du BEL 20 à partir du critère de « réception démocratique », et – en conclusion de cette partie – de l'effet de l'indice sur d'autres sous-systèmes à partir du critère de « production démocratique ».

L'exigence de réception démocratique implique que toute personne puisse critiquer le BEL 20. La formulation, qui peut sembler saugrenue, implique que les conditions d'une liberté positive (au sens d'Isaiah Berlin) soient réunies, c'est-à-dire que les moyens de la critique sont accordés à toute personne le désirant (voire, dans le cas limite, à toute personne). Cette exigence se décline *a minima* en une composante cognitive (information disponible suffisante pour appuyer une critique) et une autre médiatique (relai suffisant pour qu'une critique soit entendue). Pour évaluer le BEL 20 contemporain selon ce critère, nous mobiliserons le concept d'opacité épistémique. L'opacité épistémique, introduite dans la philosophie des sciences par Paul Humphreys, est définie par Alexandre Guay comme suit : « *un processus est épistémiquement opaque relativement à un agent cognitif X au temps t si et seulement si X ne sait pas au temps t tous les éléments épistémiquement pertinents au processus* » (Guay, 2020). Ce qui nous intéresse dans ce concept est sa relation à 1) un agent cognitif particulier et 2) un moment du processus. En ce qui nous concerne, le BEL 20 est donc *épistémiquement opaque relativement à un acteur particulier* (statisticien de l'*Index team*, président du *Steering Committee*, responsable communication, journaliste ou citoyen) *au temps t* (calcul de l'indice, sanction officielle, diffusion, publication, réception) *si et seulement si cet acteur ne sait pas au temps t tous les éléments épistémiquement pertinents au processus*. Autrement dit, le BEL 20 respecte

l'exigence de « réception démocratique » (dans sa dimension cognitive) s'il n'est *pas* épistémiquement opaque au citoyen intéressé lors de sa réception de l'indice.

Sans surprise, le BEL 20 est aujourd'hui épistémiquement opaque au citoyen intéressé lors de sa réception de l'indice : sans accès à la plateforme payante *Euronext Optiq® Market Data Gateway*, il ne connaîtra pas le nouveau dénominateur et devra attendre la prochaine publication de la *factsheet* – tombée le 31/03/2020 – pour connaître les nouveaux coefficients de pondération – deux éléments incontestablement « *épistémiquement pertinents* ». Comme nous l'avons vu, aucun article de la presse financière, parmi les dizaines de milliers mentionnant le BEL 20, ne rend compte du processus de constitution de l'indice (précisions méthodologiques, décryptage du *Steering Committee*...). Dans ces conditions, le citoyen n'a pas la *capacité* de critiquer librement le BEL 20. Privé de ressources cognitives, il ne pensera pas à exploiter les ressources médiatiques, sans doute plus accessibles (comme nous le verrons, *L'Écho* est susceptible de publier une critique du BEL 20); l'exigence de réception démocratique n'est pas respectée. Remarquons que le BEL 20 est par ailleurs épistémiquement opaque relativement à d'autres acteurs et à d'autres moments du processus : remontons la chaîne de production pour s'en convaincre. Avant la réception, la publication : Marc Lambrechts, grande figure du journalisme financier qui rédigea plus de 200 articles mentionnant le BEL 20, ignore les rouages méthodologiques que nous avons exposés dans le premier chapitre : « *je ne cache pas que les règles pour les révisions de l'indice sont assez compliquées. Peut-être même trop compliquées* » (extrait d'entretien déjà cité).

Avant la publication, la diffusion : Pascal Brabant, Head of communications à Euronext depuis 2015, nous a renvoyé vers l'*Index team* lorsque nous lui demandions comment le coefficient de pondération final (dans le tableau ci-dessous : *Weight*) était dérivé de la capitalisation (*Index Cap*) et du Free Float factor (*Float*)⁵². Plus généralement, lors de plusieurs entretiens avec des employés d'Euronext, ces derniers firent référence à la figure des « algorithmes très complexes », afin de s'épargner l'explication d'un phénomène plus ou moins opaque pour eux (appariement des ordres d'achat et vente, délai d'ajustement des prix ou... pondération du BEL 20). Mais, de

⁵² En fait, la colonne « Weight » représente l'Index Cap de chaque société (capitalisation en Mds d'euros multipliée par le Float) divisée par l'Index Cap des 20, puis multipliée par 100 (ici, le multiplicateur final ≈ 0.8149).

la même façon, lorsque nous continuons à remonter la chaîne de production (avant la diffusion : la sanction officielle), Vincent Van Dessel méconnaît les conditions d'accès aux données du BEL 20, nous renvoyant vers d'autres services pour savoir quelle information de l'indice est payante. Enfin, encore amont (avant la sanction : le calcul), Étienne Boushaki, responsable à Paris de l'*Index team*, n'a pas conscience des acteurs et procédures du *Steering Committee* qui recevra son travail. Insistons : cette division du travail cognitif ne serait pas, en soi, problématique si elle concernait, par exemple, les plans de recrutement de la firme : un employé réalise une étude du marché du travail, en autre classe les candidatures, etc. En revanche, dans le cas du BEL 20, il ne s'agit pas d'une affaire interne à Euronext, mais d'un enjeu *public* : l'indice boursier, mis en forme par la presse financière, devient une préoccupation collective et, à ce titre, devrait résister à certaines exigences démocratiques. L'opacité épistémique, présente à tous les étages (se contagiant mutuellement), est une entrave au respect de ces exigences.

Weight (%)	Index Cap	Float
12,02	14,75	0,6
11,18	13,72	0,45
10,81	13,26	1
8,28	10,16	0,95

Figure 26 – Tableau extrait de la factsheet du BEL 20 (version 21/12/2019)

Conclusion : un dépassement démocratique ?

Pour conclure, nous proposons une deuxième critique externe du BEL 20, basée sur l'effet – plus général – du sous-système financier (dont l'indice est un instrument de régulation⁵³) sur la société dans son ensemble. Parce qu'il exerce un pouvoir sur la réalité d'autres systèmes, l'indice boursier peut être soumis à l'exigence, déjà mentionnée, de « production démocratique ». Selon les préceptes de la sociologie pragmatique critique, « *il s'agit, de ce point de vue, de montrer en quoi certains dispositifs matériels et organisationnels limitent les possibilités de certains agents d'apporter leur concours à la construction d'une réalité qui les concerne* » (Lemieux,

⁵³ Les modalités de l'effet de l'indice boursier sur la réalité seront développées dans la dernière partie de ce mémoire.

2012, p. 184). Toutes les parties impactées par la réalité gouvernée par l'indice ont-elles l'occasion de contribuer à sa constitution ? Nous avons vu que le BEL 20 était supervisé par un *Steering Committee* rassemblant des employés d'Euronext, ainsi que trois experts extérieurs (deux universitaires et un membre de JP Morgan). Au terme de cette deuxième partie, il paraît évident que cet échantillon n'épuise pas les parties impliquées ; l'employé de la société révisant ses budgets afin d'intégrer l'indice et plus généralement tout citoyen sont – plus ou moins frontalement – concernés par les mouvements boursiers. Un élargissement de la table de discussion s'avère donc, à l'aune de ce second critère, souhaitable.

Sous certaines conditions, le critère de production démocratique implique le dépassement des plusieurs tensions relevées dans cette deuxième partie. Premièrement, une démocratisation du *Steering Committee* éclaircirait l'objectivité de l'indice boursier : suffisamment balisé pour être objectif (d'autant plus qu'au nom de la réception démocratique, ces balises seraient désormais connues de tous les intéressés), le BEL 20 serait également suffisamment discuté pour être anonyme – la déconcentration des pouvoirs de réforme de l'indice (aujourd'hui dans les mains de Van Dessel) rendrait vaine (et sans doute pathétique) toute revendication de paternité. Deuxièmement, le conflit entre traders et entreprises (tous deux représentés par les « experts indépendants » dans l'actuel *Steering Committee*) serait brouillé par l'apparition de nouveaux acteurs : les points de vue des représentants syndicaux des entreprises du BEL 20 et des pouvoirs publics seraient désormais à prendre en compte. Il est certain que, comme le disait déjà Olivier Lefebvre, « *gérer un indice est un art difficile* », et encore plus lorsque le *Steering* se démocratise ; fruit d'un compromis difficile, le BEL 20 gagnera en représentativité – qualité centrale pour un indice. Troisièmement, cette présence des représentants publics dans le comité de supervision du BEL 20 assurera certainement que son pouvoir de régulation soit davantage pris en compte dans les réorientations méthodologiques... et prime sur son rôle publicitaire !

Nos trois critiques du BEL 20 – ramassées dans le tableau ci-dessous – s'appuient sur le constat que l'indice boursier n'est pas qu'un reflet des cours, mais également un acteur politique, résultant d'un compromis et exerçant une influence sur le monde social. En résultait l'espoir qu'une démocratisation du BEL 20 pouvait rendre plus juste la réalité économique. C'est ce constat – et donc cet espoir – que tentera d'étayer la troisième et dernière partie de ce mémoire.

TYPE DE CRITIQUE	PATHOLOGIE	PRESCRIPTION
Interne	Déstabilisation du sous-système financier	Faire prévaloir la fonction politique du BEL 20 sur sa fonction commerciale
Externe	Opacité d'un enjeu public	Davantage de transparence chez Euronext et de recul critique dans la presse financière
Externe	Exclusion de certaines parties prenantes du processus de décision	Inclusion de toutes les parties concernées

Figure 27 - Critiques du BEL 20

**PARTIE III : Enquêter sur les
usages d'une convention –
Performance du BEL 20**

*« Du point de vue scientifique, il peut paraître arbitraire d'attribuer
une quelconque pertinence aux niveaux d'un indice
boursier, mais pour le monde boursier, ces seuils
étaient très significatifs »*

De Clercq G. (1992). *À la Bourse : histoire du marché
des valeurs en Belgique de 1300 à 1990*, p. 467

Introduction

Dans cette dernière partie, nous étudierons la performance du BEL 20. Non pas dans son sens habituel désignant le rendement d'un portefeuille comprenant les 20 actions de l'indice, mais dans une acception pragmatiste : nous tâcherons de saisir son pouvoir de structuration de la réalité. Nous l'avons mentionné dans la deuxième partie, cette performance se décline en deux composantes. La première, « automatique », tient à la structure de nombreuses transactions qui sont basées sur l'indice ; d'une part, grâce à la *cotabilité* de l'indice : des milliards de dollars sont quotidiennement investis dans des *futures* (contrats à terme) et options dont la valeur est, en grande partie, déterminée par celle de l'indice. D'autre part, grâce à l'avènement de la « gestion passive » : des milliards de dollars sont quotidiennement investis, notamment par les « fonds indiciels », dans un portefeuille visant à reproduire la performance (financière cette fois) de l'indice – soit en achetant les actions le composant, soit par des agencements plus sophistiqués (cf. *infra*). Ce premier canal sera développé lors de la revue de littérature des *Social Studies of Finance*, mais ne constitue pas l'objet de notre enquête de terrain qui se concentrera sur la seconde composante de la performance du BEL 20.

Si la première composante (cotabilité et référence de la gestion passive) est apparue au début des années 1980, la seconde est bien plus ancienne. Il s'agit du pouvoir conventionnel de l'indice : les responsables de transactions financières se réfèrent, collectivement, à cette statistique afin de fonder leurs choix. Ils ont appris qu'un mouvement remarquable de l'indice signale et stimule un état d'esprit *du* marché, c'est-à-dire des transactions faites et en train de se faire, c'est-à-dire, *in fine*, des opportunités de gains et des risques de pertes. Mais, *a priori*, le pouvoir conventionnel de l'indice ne se résume pas à ce « signal psychologique » autoréférentiel qu'André Orléan a analysé dans son ouvrage *Le pouvoir de la finance* ; il permet également d'apprécier le succès des intermédiaires professionnels : ces derniers sont évalués – par eux-mêmes et par Autrui (client, collègue, patron...) – à l'aune de ce *benchmark*. Notons que ces deux canaux conventionnels sont moins stabilisés que ceux précédemment identifiés, la cotabilité de l'indice et son usage par des fonds de placement étant inscrits dans le droit financier et bénéficiant d'ancrages solides à la Bourse. Le signal psychologique et le *benchmarking* sont en effet plus fragiles : ne jouissant d'aucune assise légale pérenne, leur actualisation est précaire,

étroitement dépendante des comportements quotidiens des opérateurs financiers et pas à l'abri d'une crise de confiance potentiellement fatale.

Ces deux composantes (déclinées en quatre facteurs repris dans le tableau ci-dessous) seront d'abord étudiées à partir d'une revue de la littérature de la théorie financière classique, puis des *Social Studies of Finance*, ce récent courant à la croisée de la sociologie et de l'économie qui s'est penché sur les pratiques soutenant les marchés financiers. Dans un second temps, à partir d'une brève enquête par questionnaires auprès de traders bruxellois, nous tenterons de dégager dans quelle mesure la deuxième composante de la performance d'un indice boursier se retrouve dans le BEL 20 contemporain. Cette enquête sera donc guidée par deux questions : les traders s'appuient-ils sur le BEL 20 pour fonder leurs choix de placement ? Le BEL 20 constitue-t-il un *benchmark* mobilisé afin de juger du succès d'un trader ?

NATRE DE LA PERFORMANCE	APPARITION	CONSISTANCE	DOCUMENTATION
Cotabilité	Années 1980	Dispositifs financiers stabilisés économiquement et juridiquement, alimentés par banques, fonds de placements, ETF...	Théorie financière (Fama, Scholes, Duffie), <i>Law & Economics</i> (Rauterberg & Verstein) et <i>Social Studies of Finance</i> (MacKenzie, Gobry, Deville & Oubenal, Muniesa)
Représentativité			
Sémiotique	Apparition des indices boursiers	Convention actualisée par tous les intermédiaires	<i>Social Studies of Finance</i> (Chambost, Velthuis & Coslor)
Benchmark		Convention actualisée par tous les acteurs de la Bourse	<i>Social Studies of Finance</i> (de Laminat, Tadjeddine)

Figure 28 - Les performances des indices boursiers

Chapitre 1 : l'indice boursier vu par la théorie financière

La théorie financière moderne, initiée par les travaux de Markowitz dans les années 1950, puis popularisée par ceux de Black, Scholes et Merton vingt ans plus tard, mobilise abondamment les indices boursiers, tantôt pour démontrer la supériorité d'une nouvelle stratégie de placement, tantôt pour éprouver une technique de prédiction des cours. D'une part, donc, les indices sont convoqués en tant que représentants d'une performance *moyenne*, symbolisant la rentabilité du marché dans son ensemble : *“the question of active versus passive equity management is currently a major issue to pension funds, plan sponsors, and trustees. Beating **the average represented by the S&P 500 Index** is a particularly tough target today because the bull market for equities is being led by the large-capitalization stocks”* (Sorensen et al., 1998, p. 18). Nous verrons dans les pages suivantes que la théorie financière, à partir de l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés, invite à conclure que la gestion passive (i.e. investir ses fonds selon la composition d'un indice représentatif) est supérieure à la gestion active (i.e. investir ses fonds selon son expertise du marché, des sociétés, etc.).

D'autre part, les indices boursiers sont mobilisés afin de faire voir la pertinence d'une technique de prédiction des cours. Un modèle est alors « testé » sur une base de données d'un indice : *“this paper proposes genetic algorithms (GAs) approach to feature discretization and the determination of connection weights for artificial neural networks (ANNs) to **predict the stock price index**”* (Kim & Han, 2000, p. 125). Ce second usage des indices boursiers est devenu dominant dans la littérature : de nombreux chercheurs passent aujourd'hui leur temps à concevoir des modèles – *genetic algorithms, artificial neural networks, support vector machine, random forest, naïve-Bayes...* – afin de « *fitter* » au mieux les mouvements d'indices boursiers. Ils sont bien sûr lucides sur les enjeux pratiques qui motivent leur travail (et le financent sans doute) : *“prediction of stock price index movement is regarded as a challenging task of financial time series prediction. An accurate prediction of stock price movement may yield profits for investors”* (Kara et al., 2011, p. 5311). Outre leur fondement instrumental, ces deux usages des indices par la théorie financière classique ont en commun de mobiliser généreusement des statistiques sans jamais aborder leurs conditions de production ; les indices boursiers n'ont pas bénéficié des discussions

méthodologiques dont ont par exemple joui les indices des prix avec les travaux de Frisch (1936) et l'ouvrage d'Irving Fischer *The Making of Index Numbers: A Study of Their Varieties, Tests, and Reliability* (1922).

À la suite du récent scandale du *London Interbank Offered Rate* (Libor)⁵⁴, de nombreux chercheurs, forcés de constater l'importance du représentant dans sa relation avec le représenté, ont écrit sur la constitution des indices boursiers. Duffie & Stein (2015) ont notamment publié un article sur cette thématique dans le fameux *Journal of Economic Perspectives* ; ils y expliquent l'importance et les vertus du *benchmarking* sur les marchés financiers, les raisons de la manipulation du Libor, ainsi que les remèdes méthodologiques à implanter. Signalons que ce qu'ils appellent *benchmark* désigne surtout la propriété des indices à servir de sous-jacent à des produits financiers (i.e. leur « cotabilité »), et non leur qualité de référent extérieur permettant de juger relativement la performance d'un gérant de fonds. Cela étant, ils pointent deux facteurs socioéconomiques présidant à la constitution d'un *benchmark* et à son pouvoir d'attraction. D'une part, un gain informationnel accompagne l'adoption d'un *benchmark* : qualité déjà éprouvée et disponibilité immédiate (sans besoin d'entreprendre des recherches). D'autre part, les coûts de transaction sont bien plus faibles lorsque « le marché » utilise déjà cette référence (surtout pour de grosses transactions). Ces deux facteurs conduisent également à alimenter la popularité du benchmark : “*once a benchmark is established, its basin of attraction can thus become larger and larger, given the positive feedback effects of informational transparency and liquidity*” (Ibid, p. 196). Un autre article issu de la perspective économique dominante a joui d'un large écho, peut-être favorisé par son titre ravageur : *Index Theory: The Law, Promise and Failure of Financial Indices* (Rauterberg & Verstein, 2012). Son contenu est plus convenu : après avoir rappelé les fonctions du *benchmarking* (dans l'acception de la « cotabilité ») et mis en garde vis-à-vis du « mythe de l'objectivité », il relie les trois maux menaçant les indices – *manipulation, malproduction, underproduction* – à un problème de... définition des droits de

⁵⁴ Cet indice renseigne le taux d'emprunt sur le marché interbancaire et influence quotidiennement, en tant que sous-jacent, l'allocation de trillions de dollars. Calculé à partir des déclarations des principales banques, il a fait l'objet de nombreuses fraudes qui ont éclaté au grand jour en 2008. Guillaume Dupéret (2019) travaille actuellement sur cette affaire à partir du cadre conventionnaliste.

propriété : “*many index problems are rooted in a market failure of unstable or uncertain property rights*” (*Ibid*, p. 161).

Ces écarts au manque de réflexivité de la théorie financière s'avèrent *in fine* conjoncturels, partiels et périphériques. Premièrement, le scandale du Libor est la source de ce mouvement théorique qui risque donc de s'éteindre une fois la tension retombée. Deuxièmement, ces travaux ont davantage ciblé la fonction du *benchmarking* à la Bourse, ainsi que les amendements nécessaires à la gouvernance du Libor, plutôt que le rôle des producteurs, diffuseurs et utilisateurs dans la mise en forme de ces indices boursiers. Troisièmement, ils sont rarement issus de la théorie financière (Darell Duffie étant une exception notable), mais de courants relativement lointains, comme celui du *Law & Economics*. Ainsi, si cet intérêt pour les aspects politiques des indices boursiers est bienvenu, il n'est pas encore intégré à la théorie financière où dominant largement les deux premiers usages que nous avons développés (gestion passive et technique de prédiction).

Un puissant silence

Cet « oubli » est d'autant plus dommageable qu'il est jumelé à un manque de réflexivité de ces théoriciens de la finance sur leurs propres effets. Car si la théorie de la finance est silencieuse sur les conditions de production, de diffusion et de performance des indices boursiers qu'elles convoquent, elle ne manque pas d'impacter ces mêmes conditions. Comme nous le verrons, ces recherches ont en effet joué un rôle historique dans l'avènement des indices et fonds indiciels, mais aussi dans la justification d'innovations financières fondées sur les indices (options et *futures*). Ce rôle de la science économique (et de ses représentants) sur son objet d'étude a récemment été saisi par la sociologie économique de Michel Callon : “*this performance of the calculative agencies – ie, of the economy by economics – is largely carried out through the intervention of professional economists*” (Callon, 1998, p. 30). Son concept de « performativité » a ensuite été abondamment repris et a influencé plusieurs chercheurs des *Social Studies of Finance*, en particulier Donald MacKenzie. Ce sont donc vers ces travaux sociologiques qu'il nous faut nous tourner si nous aspirons à comprendre comment les indices boursiers sont mobilisés par les opérateurs financiers, voire viennent impacter les cours dont ils sont les reflets officiels.

Chapitre 2 : l'indice boursier vu par les *Social Studies of Finance*

Cette dernière partie du mémoire aborde une thématique de recherche plus développée que celles des deux parties précédentes. La première, empruntant le cadre « métrologique » de la sociologie de la quantification d'Alain Desrosières, se penchait sur l'histoire d'indices boursiers jamais étudiés. La deuxième partie, inspirée par la thèse de Fabian Muniesa sur les dispositifs de cotation à la Bourse de Paris, suivait les pratiques constitutives d'un BEL 20 peu documenté. À l'inverse, cette dernière partie se rapproche des ambitions de nombreux travaux antérieurs, réalisés au sein des *Social Studies of Finance* (SSF). Ce courant à la croisée de la sociologie et de l'économie s'est structuré à partir de l'ouvrage collectif *The Social Dynamics of Financial Markets* (1984), dont l'ambition est d'appliquer « *the perspective of sociology to areas which have not previously fallen under its scrutiny* » (Adler & Adler, 1984, p. 6). Ce qui relie dès l'origine les travaux des SSF, par ailleurs très divers, et permet de les distinguer de la théorie financière est leur volonté d'apporter « *information and insights about what really goes on inside the working of the [financial] markets* » (*Ibid*, p. 3). C'est également cette inclination empirique qui nous permet d'en dégager des enseignements relatifs à notre problématique : que nous apprennent les études des SSF publiées depuis 1984 sur l'*usage* des indices boursiers en salle de marché ?

Un pionnier hérétique

Aucun des neuf chapitres du livre fondateur *The Social Dynamics of Financial Markets* ne concerne directement les indices boursiers. La mise en marché des indices⁵⁵, apparue au début des années 1980 aux États-Unis, en 1986 à Paris et en 1991 avec le Belfox à Bruxelles, a retenu l'attention de certains économistes ; Pascal Gobry, en particulier, y vit « *un phénomène massif et sans précédent, dans aucun domaine*

⁵⁵ Autrement dit, la naissance des options et *futures* basés sur des indices. Pour rappel, la partie qui achète une option obtient le *droit* d'acheter (*call option*) ou de vendre (*put option*) le sous-jacent (en l'occurrence l'indice boursier) à un prix et à une date ultérieure prédéterminés à la partie qui vend l'option. Quant au *future* (ou contrat à terme), une partie s'engage à acheter à l'autre partie un sous-jacent (en l'occurrence l'indice boursier) à un prix et à une date ultérieure prédéterminés. À l'échéance du contrat (option ou *future*), c'est la différence entre le prix courant de l'indice et le prix prédéterminé qui est payé au bénéficiaire. Par exemple, A achète pour 1€ à B en t_0 une *call option* sur le BEL 20 à 10€ qui expire en t_2 . Entre t_0 et t_2 , le BEL 20 a grimpé et vaut, à l'échéance, 15€ ; A va donc pouvoir acheter à B le BEL 20 à 10€ et le revendre sur le marché à 15€. Dans les faits, B paiera directement la différence à A, soit 5€. Le profit final de A vaudra donc 4€ (différence de prix – prix de l'option).

économique » (Gobry, 1990, p. 5). Les ambitions épistémologiques de cet administrateur de l'INSEE, exprimées dans son ouvrage *La Bourse en indices*, paraissent toutefois, *a posteriori*, excessives : « *l'évolution de la finance vers un usage et une application accrues des indices — sa digitisation — a suscité l'apparition de la digitologie financière, la science des index financiers chiffrés ; et de la digitique, terme désignant l'ensemble des techniques qui mettent en œuvre la digitologie* » (Gobry, 1988, p. 17). Si ces initiatives terminologiques ont incontestablement échoué, elles signalent toutefois l'impression de « révolution indicielle » que pouvait inspirer une telle évolution : « *mais lorsque l'objet de mesure qu'est l'indice boursier, lui qui avait initialement vocation à rester parfaitement neutre, devient partie prenante des stratégies de portefeuille, tout peut arriver* » (Gobry, 1990, p. 7).

Au-delà de sa tonalité originale qui a parfois agacé les commentateurs⁵⁶, Gobry livre des analyses profondes des enjeux méthodologiques des indices et même, assez étonnement, une première brève perspective sociologique sur les usages des indices. Il identifie trois « types d'intervenants sur les marchés des indices » : le *candide* qui se contente de l'information donnée par l'indice, l'*averti* qui la complète par d'autres sources et l'*indélicat* qui n'exploite pas les indices pour leur contenu informationnel, mais pour leurs opportunités lucratives. Dans les faits, toutefois « *ces trois types d'intervenants sont toujours plus ou moins mélangés. Le type même de l'averti-candide est le 'trader présomptueux' qui cause de lourdes pertes à son employeur. L'archétype de l'averti-indélicat est le 'golden boy' dont on savoure une caricature dans le film 'Wall Street'. Quant à l'indélicat-candide, il ne fait pas de vieux os sur les marchés : il y perd sa chemise et n'y revient plus* » (Ibid, p. 65). En fin d'ouvrage, l'auteur relève quatre « paradoxes krachogènes » des indices boursiers, toujours d'actualité : 1) ils fournissent un moyen supplémentaire de couvrir les risques, mais augmentent la volatilité, 2) ils consomment davantage de liquidité (en déviant les opérateurs) qu'ils n'en procurent, 3) ils sont réputés accessibles et démocratiques, mais requièrent une vigilance permanente et sont complexes (« *piège panurgique* »), 4) la

⁵⁶ « *Le problème vient de la forme, qu'on aime ou qu'on n'aime pas ! D'une part l'auteur, au lieu de faire simple, veut nous faire croire que l'utilisation de l'indice en finance relève d'une nouvelle science : la 'digitologie', dont il décline la sémantique : digitologique, digitique... d'autre part, peut-être pour faire contrepois, il tente de rédiger de manière un peu journalistique ; par exemple, voici quelques titres de sections : 'invitation au voyage', 'tout indice n'est pas à vendre', 'faites vos gammes'...* » (Berthon & Gallais-Hamonne, 1993, p. 166).

gestion indicielle n'est possible que parce que tout le monde n'y a pas recours (sinon, les actions composant l'indice ne seraient plus échangées).

Relevons enfin que Gobry, sans insistance et peut-être maladroitement, soulève une fonction cognitive des indices boursiers : ils agrègent des éléments qu'ils tendent, par la même, à faire oublier. « *Les indices [boursiers] se substituent aux réalités qu'ils rassemblent (...). [Ils] deviennent des entités autonomes pour les observateurs superficiels et pour les utilisateurs, qui finissent par ne plus prêter qu'une attention réduite aux éléments constitutifs de l'indice. (...) De la même manière, la définition d'une voiture se fait en 'chevaux', sans que personne aujourd'hui ne songe ni à la comparer avec la force du meilleur ami de l'homme, ni à évoquer d'éventuelles nuances dans la puissance dudit animal, selon qu'il galope, qu'il soit fatigué ou non, etc....* » (Gobry, 1988, p. 18). L'analogie est boiteuse, mais le constat psychologique trouvera des échos dans des publications ultérieures et dans notre propre enquête. Les travaux de Gobry ne feront toutefois pas date, ni en économie ni en sociologie. Dans le champ des SSF, il fallut attendre les enquêtes de Donal MacKenzie pour que soit accordée aux indices boursiers l'attention que Gobry appelait de ses vœux depuis la fin des années 1980.

La création contestée des index funds et produits dérivés

Les premières publications de MacKenzie remontent au milieu des années 1970 ; elles portent d'abord sur l'histoire sociale de la statistique, puis sur l'innovation technologique. Ce bagage, issu des *Science & Technology Studies*, imprègnera son apport aux SSF. Dans une large mesure, MacKenzie tâchera de retracer minutieusement comment des innovations théoriques ont contribué à la constitution de marchés et produits financiers. Il sera particulièrement attentif à la cristallisation technologique de ces théories dans des dispositifs financiers (comme le logiciel d'évaluation des prix) leur assurant une certaine stabilité... mais requérant une actualisation permanente et toujours incertaine ! S'il se réfère surtout au concept de « performativité » de Michel Callon, MacKenzie est donc également très proche de la perspective conventionnaliste que nous adoptons dans ce mémoire. Le cœur de la perspective théorique de MacKenzie se trouve déjà dans sa première publication sur le sujet (D. MacKenzie, 2001) ; c'est toutefois son enquête de terrain qui assurera sa renommée. Elle donna d'abord naissance à un article rédigé avec Yuval Millo qui

rencontra une large audience (1657 citations relevées par Google Scholar) et fut rapidement traduit en français⁵⁷ (MacKenzie & Millo, 2003). Les auteurs y mettent au jour le rôle de quelques publications scientifiques – en particulier celles de Black & Scholes, puis Merton – dans la construction du *Chicago Board Options Exchange* ; celles-ci, mobilisées par une poignée d'hommes écoutés par l'administration Nixon, ont permis de vaincre les barrières morales (les options étaient interdites depuis le krach de 1929) et techniques (délai de publication des prix, faculté humaine de calcul...) à la création d'une Bourse d'options : « *Black & Scholes a vraiment été ce qui a permis au marché d'options négociables de prospérer. (...) Cela a donné beaucoup de légitimité à l'ensemble des notions de couverture et d'évaluation efficiente, tandis que l'on faisait face, à la fin des années 1960 début des années 1970, à la question du jeu spéculatif* » (extrait d'entretien cité in *Ibid*, p. 32).

Dans le deuxième ouvrage dédié aux SSF, intitulé *The sociology of financial markets* (Knorr-Cetina & Preda, 2005), les indices boursiers sont surtout mentionnés dans le chapitre de MacKenzie. Ce n'est toutefois que dans son livre fameux, *An engine, not a camera: how financial models shape markets* (MacKenzie, 2006), qu'ils occuperont une place centrale, à travers l'analyse de deux événements de l'histoire boursière. Premièrement, MacKenzie retrace l'émergence des fonds indiciels (*index funds*) et plus généralement de la gestion passive ; cette dernière, impactant à partir des années 1970 l'allocation de trillions de dollars, a profité de certains « enseignements » de la théorie financière. L'hypothèse d'efficience des marchés financiers, en particulier, permet de conclure que le prix d'un titre reflète toute l'information disponible sur ce titre à un moment donné, de telle sorte qu'il n'existe aucune opportunité d'arbitrage, c'est-à-dire d'exploitation lucrative d'une distorsion de prix – dans l'espace (entre deux Bourses) ou dans le temps (délai d'ajustement du prix). La « marche aléatoire » des cours boursiers reflèterait ainsi la contingence de l'apparition de nouvelles informations. Plus encore, la conclusion de cette perspective (aucun arbitrage n'est possible) découragea la « gestion active » qui tente de faire valoir une certaine expertise (information sur les entreprises, sur le marché, instinct, etc.) dans sa politique de placements ; les investisseurs ne pourraient pas faire mieux

⁵⁷ Il parut dans le numéro spécial « Technologies de marché » de la revue *Réseaux*. Ce dernier constitua un moment important dans la constitution du courant français des SSF, au même titre que le numéro « Marchés financiers » de *Politix* (2000) et l'article « La volatilité des postes » publié dans *Actes de la recherche en sciences sociales* (Godechot et al., 2000).

que « le marché » (d'où l'adage : *you can't beat the market*). Plusieurs études économétriques sont venues appuyer cette conclusion : il est très rare qu'un investisseur obtienne de meilleurs rendements que « le marché », ce dernier étant généralement approximé par... un indice. La stratégie optimale qui en découle est donc un placement *diversifié* qui reproduit la performance du marché dans son ensemble, c'est-à-dire l'investissement « passif » dans un indice représentatif de la Bourse.

Aussi finement que dans son précédent article coécrit avec Millo, MacKenzie souligne les résistances – culturelles et techniques – très vives (comme en témoigne le poster ci-dessous qui était affiché dans de nombreuses salles de marché) que rencontra l'émergence des *index funds*, ainsi que le poids des arguments fournis par la théorie financière pour vaincre ces résistances : “*this idea of an ‘index fund’ met with considerable hostility from securities analysts who believed they could discern stocks’ inherent worth and thus distinguish good from bad investments*” (*Ibid*, p. 85). La gestion passive jouissait – outre d'une assise scientifique émergente – du *benchmarking* qui en faisait la stratégie la plus sûre pour les traders : “*if, as was increasingly the case, a manager's performance was judged relative to an index such as the S&P 500, then there was some safety in selecting a portfolio that closely resembled the makeup of the index. (...) it greatly lessened the chances of a career-killing relative underperformance: if one's portfolio did badly, those of other managers would most likely be doing badly too, so the fault would be seen to lie with the market, not the manager*” (*Ibid*, p. 86). Si les prédictions-prescriptions de la science financière se rapprochaient des faits au fur et à mesure de l'adoption de la gestion passive, ce n'était pas sans générer de nouvelles anomalies : par exemple, lors de la révision annuelle de l'indice, les cours de l'entreprise rentrant dans l'indice augmentent (étant donné que les *index funds* répliquent la composition de l'indice), alors que “*from an efficient-market viewpoint, the inclusion of a corporation in an index or its deletion from it should not affect the price of its stock: it seems to convey no information about the corporation that was not previously known*” (*Ibid*, p. 104).



Figure 29 – Affiche de contestation face aux index funds

Le deuxième événement de l’histoire boursière analysé dans l’ouvrage est plus récent encore : il s’agit de la constitution de produits dérivés basés sur un indice boursier – cette innovation qui a tant ému Pascal Gobry. Nous avons vu que les travaux de Black & Scholes, puis de Merton, ont été mobilisés pour mettre sur pied en 1973 la première Bourse moderne de contrats à terme (*futures* et options), le *Chicago Board Options Exchange*. Cela étant, ces nouveaux produits dérivés étaient fondés sur des « sous-jacents » largement éprouvés : actions, obligations et marchandises. Pour constituer des *futures* et options sur indices, il fallut surmonter d’autres obstacles, notamment légaux : le juge George H. Painter estimait en 1976 que “*the possibility of delivery on the exchange is the single element distinguishing futures trading from wagering*” (cité in *Ibid*, p. 171). Or, à l’échéance d’un contrat à terme sur indice boursier, aucune « livraison » n’a lieu, mais simplement une compensation monétaire ; “*so an index future that could be settled only in cash was still illegal*” (*Ibid*, p. 171). À nouveau, le processus, progressif et incertain, de désamorçage de ces entraves est minutieusement retracé ; grâce aux entretiens réalisés avec Leo Melamed, entrepreneur de morale très dynamique et ami de Milton Friedman, MacKenzie nous fait voir la précarité de ces produits financiers, ainsi que les artisans de leur stabilisation : arbitragistes mobilisant le modèle théorique pour exploiter les « distorsions » de prix entre les contrats à terme et les actions composant l’indice, réseaux de savants, régulateurs et traders interdépendants, succès des premières transactions, etc.

Dans le même esprit, Deville & Oubenal (2015) ont plus récemment étudié l'émergence d'un type particulier de fonds indiciel très en vogue – l'*Exchange Traded Fund* (ETF)⁵⁸ – par une description fine de son « arène sociale ». Ainsi, en se focalisant sur le cas français, les auteurs suivent le travail de promotion d'ETF des « marketeurs » des sociétés d'investissement, ainsi que des journalistes de la presse financière relayant souvent docilement le message prescrit : « *les marketeurs exercent (...) un contrôle social sur les journalistes, ce qui a un impact direct sur le contenu relayé par la presse. Les journalistes expliquent que les banques et leurs sociétés de gestion représentent leur principale source d'information. Ils se doivent donc de maintenir de bonnes relations avec les émetteurs [d'ETF]* » (*Ibid*, p. 28). Deville & Oubenal soulignent aussi « l'autolimitation » de la concurrence entre firmes financières, dans le but de ne pas déclencher « *une escalade des remises en cause de part et d'autre, d'aboutir à une perte de repères chez les investisseurs et à une délégitimation des ETF, risquant par là même d'inciter le régulateur à intervenir* » (*Ibid*, p. 27).

Cela étant, cette complicité est fragile ; elle vola même en éclats lors de la controverse autour des « répliques synthétiques ». Comme tout fonds indiciel, l'ETF échange ses parts (*shares*) contre l'épargne de ses clients qu'il place en Bourse afin de répliquer la performance d'un indice boursier – soit physiquement (achat des actions composant l'indice), soit synthétiquement (achats de titres quelconques et d'un *swap* couvrant l'écart avec l'indice⁵⁹). Après la faillite de Lehman Brothers, un marketeur va publiquement dénoncer la méthode de réplique synthétique pour les risques de contrepartie qu'elle impliquerait (si la contrepartie du *swap* fait défaut, le fonds ne peut plus assurer la performance de l'indice) : « *la thématique du 'risque de contrepartie' va cliver la communauté entre ceux qui utilisent la méthode de réplique physique et ceux qui ont recours à la réplique synthétique. Le discours homogène sur les ETF visant à promouvoir collectivement les qualités de ces produits commence à se fissurer* » (*Ibid*, p. 28).

⁵⁸ L'ETF se distingue des fonds indiciels « classiques » en étant lui-même coté en Bourse ; ses parts sont donc directement échangeables sur les marchés financiers.

⁵⁹ Un *swap* permet à deux contractants d'échanger des flux d'argent. Dans le cas des ETF répliquant synthétiquement la performance de l'indice, l'ETF reçoit la performance de l'indice et l'autre partie reçoit celle des titres quelconques dans lesquels l'ETF a investi.

Échantillon ethnographique

L'œuvre de Donald MacKenzie et l'enquête de Deville & Oubenal nous permettent de comprendre par quel *travail* une convention statistique – un indice boursier – peut devenir suffisamment stable pour donner naissance à une stratégie de gestion de fortunes (*index funds* et ETF) et à des produits dérivés (options et *futures*). Dans les termes du livre collectif *Material Markets*, elle nous fait voir “*how facts are produced and what secures their facticity*” (MacKenzie, 2009, p. 8). Cette optique ne nous informe donc pas directement sur la mobilisation des indices par les opérateurs financiers. Malheureusement, la perspective ethnographique des SSF ne nous aidera guère davantage⁶⁰. En marge de sa problématique principale, Fabian Muniesa livre toutefois des détails intéressants sur un moment sensible déjà rencontré : la révision de l'indice. En l'occurrence, il s'agit d'une réévaluation du poids de la BNP dans le CAC 40, survenue le 10 novembre 1999 à la suite d'une augmentation de capital de la banque. Muniesa nous permet de vivre la journée du 9 novembre à partir de la salle de surveillance de la Bourse de Paris. Nous avons relevé en introduction que, dans ces circonstances, les indices boursiers affichaient une « performance » (au sens pragmatiste) quasiment automatique : « *une hausse 'technique' du cours de BNP était donc attendue dans la journée du mardi 9 : des achats de BNP étaient prévus en fin de séance dans la mesure où le lendemain, au moment de la nouvelle pondération, les gestionnaires [passifs] de portefeuilles devaient se retrouver avec le reflet exact de la pondération de BNP dans la quantité de titres de cette valeur prise en compte dans leurs portefeuilles* » (Muniesa, 2011, p. 182).

Mais parce qu'elle attendue, cette hausse sera également anticipée par des spéculateurs de court terme qui ont acheté l'action BNP pendant la journée et la revendent en fin de séance (lorsque les fonds indiciels ajustent leur placement) : « *[ils savent] qu'il va y avoir une nouvelle pondération dans l'indice, [que] les gens vont acheter, [et que] donc [il va y avoir] hausse du marché sur la clôture. Quand la valeur monte, ils revendent [...]. On sait que techniquement la valeur va monter, donc on se positionne à l'achat un peu avant pour revendre à la hausse* » (dialogue avec un responsable de la surveillance de la Bourse de Paris, cité in *Ibid*, p. 186). Ces quelques

⁶⁰ À titre d'exemple symptomatique, la célèbre enquête de Godechot (2001) n'y accorde aucune attention particulière.

commentaires ne permettent pas de faire l'économie d'une investigation plus précise sur l'impact des indices boursiers sur le comportement des traders. Celle-ci reste donc à faire, mais semble compatible avec le souci pour « l'interobjectivité » de la théorie de l'acteur-réseau chère à Muniesa : tout comme le cours boursier, l'indice participe à « l'agir boursier » et mérite dès lors d'être ausculté dans « *ce qu'il fait, ce qu'on lui fait faire, ce qu'il fait faire* » (Ibid, p. 190).

La productivité cognitive des indices

Nous avons jusqu'ici surtout aperçu, à travers le point de vue des SSF, la première composante de la performance des indices boursiers, c'est-à-dire leur influence cristallisée dans deux dispositifs solidement ancrés en salle de marché (la gestion passive et les contrats à terme sur indices). La deuxième composante (signal de la psychologie collective du marché et *benchmarking*), celle qui nous intéressera dans notre brève enquête de terrain, a été abordée par quelques auteurs et autrices des SSF. Avant d'entamer ce second volet, relevons une étude percutante, publiée dans *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance* (Knorr-Cetina & Preda, 2012), qui renverse la perspective de MacKenzie : plutôt que d'étudier la construction d'un marché ou d'une stratégie de placement fondés sur un indice, il s'agit de saisir le rôle actif de l'indice dans la construction du marché de l'art. L'indice boursier n'est plus un repère figé sur lequel on élabore une innovation techno-marchande, mais une étape cruciale de cette innovation, quasiment fondatrice. Selon les auteurs, sociologues de « l'économie culturelle », la constitution du marché de l'art implique une opération cognitive de transformation d'un objet singulier, intuitif, impénétrable en un bien marchand ; *“economists have played a key role in this process of rationalization and scientization: they have developed price indexes that, by rendering art recognizable as an asset class, function as boundary objects”* (Velthuis & Coslor, 2012, p. 472). Ce marché contesté – tant par la communauté financière que la communauté artistique – fut en quelque sorte baptisé par son indice boursier :

“In 1967, The Times of London was the first to make art explicitly comparable to stocks by publishing a graph representing the price development of art, akin to a stock index. As a journalist remarked with hindsight: ‘By demonstrating that pictures could be thought of in this way, the index guaranteed that they would be. It presided over a vertiginous rise in the value of art, as moneyed individuals, corporations, even pension funds found that they could

justify the acquisition of a painting in exactly the same way that they could a block of shares' (...) *the index made works of art commensurable and stripped them of their unique, heterogeneous character. It reduced the complexity of price developments on the art market to a single chart or number. At the same time, it fulfilled the symbolic function of classifying art as an asset class and making it comparable to already existing investment categories*" (*Ibid*, p. 475, nous soulignons).

Si certains enseignements de cette étude sont spécifiques à la nature du marché financier étudié, les auteurs insistent sur la généralité des fonctions assurées ici par l'*art index*. Toute constitution d'un marché implique qu'une opération cognitive remplisse "*both the technical role of informing an audience of art collectors and the rhetorical role of convincing this audience as to the soundness of investing in art*" (*Ibid*, p. 478). Velthuis et Coslor nous invitent à ne restreindre la « performance » des indices boursiers ni au rendement économique de leur composition (point de vue classique de la théorie financière), ni à l'influence qu'ils exercent sur le comportement des traders (point de vue de notre introduction), afin de considérer leur rôle « d'objets frontière » dans la mise en place des Bourses elles-mêmes.

Isabelle Chambost radicalisa encore cette perspective cognitive des indices dans son étude sur les analystes financiers. Elle y montre que ces derniers mobilisent des repères afin d'appuyer et de justifier (à leurs clients) leurs choix de placement ; parmi ces repères, les indices boursiers occupent un statut particulier. Selon Chambost, ils se déploient en un couple paradigmatique – au sens de Mary Douglas – configurant la perception des actions d'entreprises par les analystes : "*the construction of share indexes leads to giving prominence to those companies that belong to various indexes and relegating those that do not belong at all*" (Chambost, 2019, p. 41). Les indices seraient donc les supports d'un cadre cognitif fondamental aux analystes (et opérateurs financiers), c'est-à-dire une institution qui « *formate les procédures interprétatives des situations* » (De Munck, 1999, p. 139). Ils permettent aux investisseurs de « *reconnaître des situations comme des exemplaires de catégories plus générales* » (*Ibid*, p. 139) ; en l'occurrence, une action « vue » par l'indice est reconnue comme un placement de qualité. Du côté des entreprises charmant les analystes financiers, l'indice boursier – en tant que procédure de partage de la réalité – se décline en une double contrainte : "*the challenge, for those companies wishing to be covered by analysts, consists of establishing a 'process of isomorphism', which leads to them*

becoming recognised within a category and, at the same time as trying, within that same category, to stand out from others” (Chambost, 2019, p. 41). Selon cette perspective, la sphère d’influence des indices inclut dès lors certaines entreprises ; cette performance cognitive des indices en constituerait même un canal de financiarisation ! On peut toutefois regretter que cette réflexion de Chambost ne s’appuie pas sur un matériel empirique permettant de comprendre plus finement comment les opérateurs financiers (ou les analystes) mobilisent les indices dans leurs choix de placement. Car tel est bien l’objectif de cette troisième partie du mémoire.

Le deuxième volet de la productivité cognitive des indices boursiers est le *benchmarking*. Nous l’avons déjà rencontré dans la première partie du mémoire (surtout avec l’indice de la *Kredietbank*), ainsi que dans la deuxième (à travers le rôle publicitaire du BEL 20). Il fut même abordé par la théorie financière classique, notamment grâce aux travaux de Darrell Duffie que nous avons évoqués dans le premier chapitre. Deux auteurs des SSF nous permettent d’éclairer davantage cette performance. Dans sa contribution à l’ouvrage collectif *The Making of Finance* (Chambost et al., 2019), Pierre de Larminat évoque quatre dimensions du *benchmarking* des indices boursiers. La théorie financière de la gestion optimale d’un portefeuille de titres induit les deux premiers : en prescrivant d’investir dans l’ensemble des actions au prorata de leur capitalisation boursière, elle érige les indices – dont la capitalisation boursière est généralement un facteur de pondération – en référence pour la *performance* d’un gestionnaire de fonds et pour sa prise de *risque* : ce trader a-t-il fait mieux que le S&P 500 ? A-t-il exposé ses clients à davantage de risques que ceux charriés par le S&P 500 ? Mais ce n’est pas tout : “*the use of market indexes as comparison benchmarks is so widespread that regulatory standards require asset management firms to indicate which indexes they want their funds to be compared against*” (de Larminat, 2019, p. 27). Enfin, la quatrième influence référentielle implique la production d’indices boursiers et convoque des firmes d’information financière, des agences de notation et des groupes bancaires. Et Pierre de Larminat de conclure ce bref survol que “*together orthodox risk control theories, regulatory standards, and index providers institutionalise the indexed nature of contemporary asset management*” (*Ibid*, p. 27).

La deuxième autrice des SSF à s’intéresser à ce phénomène, Yamina Tadjeddine, a le défaut de s’être focalisée sur la première des quatre dimensions

relevées par de Laminat, mais la vertu de la développer empiriquement. À partir du cadre de l'économie des conventions, Tadjeddine se propose de comprendre comment les vendeurs et acheteurs d'un service financier s'accordent dans leur définition du bien – au double sens marchand et axiologique. Il apparaît en effet, *a priori*, délicat de faire valoir la qualité d'un tel produit souvent opaque et impalpable, et plus encore d'accorder sa confiance dans un tel contexte d'incertitude. Tadjeddine identifie deux dispositifs permettant de parvenir à un accord. Le premier, historiquement prédominant, repose sur la complicité interpersonnelle : le gérant de fortune devient une personne de confiance, voire un ami. Le deuxième, en pleine émergence, s'appuie sur un référent extérieur au colloque entre le vendeur et l'acheteur, à l'aune duquel la qualité peut être éprouvée généralement : « *le service acheté n'est plus idiosyncratique, mais peut être comparé à des équivalents pour évaluer et juger le sérieux du gérant* » (Tadjeddine, 2016, p. 260). Un des équivalents typiques est l'indice boursier. L'autrice souligne ainsi un enseignement que nous avons déjà rencontré à plusieurs reprises : « *le succès des indices provient pour une large part de ce qu'il donne un référent public qui permet de comparer le rendement du portefeuille construit par le gérant avec celui du portefeuille de référence* » (Ibid, p. 260). Elle termine cette brève analyse en incluant les ETF dans ces dispositifs impersonnels permettant de coordonner acheteurs et vendeurs de service financier : « *l'ETF permet d'évacuer l'incertitude sur la qualité du gérant et conserve uniquement l'aléa financier* » (Ibid, p. 260).

Fragments prometteurs ?

À notre connaissance, aucun travail publié après Pascal Gobry n'aborde spécifiquement une des quatre performances que nous avons attachées en introduction aux indices boursiers. Cette revue de la littérature a donc tâché de « piocher » dans la théorie financière et dans les SSF les enseignements thématiques que nous pouvions en dégager. Le résultat est fragmentaire et décousu ; tentons, avant d'exposer notre propre enquête de terrain, d'ordonner les principaux acquis. Parce qu'il sert de fondement à de nombreux produits dérivés (options et *futures* en particulier), ainsi qu'à une stratégie de gestion de fortunes (gestion passive, *index funds*, ETF), l'indice boursier impacte la réalité boursière. Depuis le scandale du Libor, ce premier canal n'est plus ignoré par la théorie financière : Duffie & Stein, ainsi que Rauterberg &

Verstein ont étudié les propriétés des indices justifiant ce pouvoir (gains informationnels et économiques), ainsi que les amendements méthodologiques nécessaires pour éviter sa manipulation (définition des droits de propriétés et réduction du pouvoir de discrétion des banques)⁶¹. Cette première composante de la performance des indices est si durcie qu'elle paraît « automatique » : les algorithmes redéfinissant la pondération du CAC 40 à la suite d'une augmentation de capital de BNP sont en effet stabilisés, tout comme les contrats à terme sur le CAC 40 et les fonds indiciels reproduisant la composition du CAC 40 qui sont tous deux encadrés par le droit financier et par des contrats commerciaux. La sociologie historique de MacKenzie – et, dans une moindre mesure, l'enquête de Deville & Oubenal – nous permettent toutefois de redécouvrir la fragilité initiale de ce canal : tant les fonds indiciels que les produits dérivés sur les indices ont d'abord paru absurdes et furent longtemps étouffés par des barrières morales (les options étaient associées au krach de 1929), culturelles (la gestion passive bafouait l'expertise des traders) et juridiques (un contrat à terme ne débouchant que sur une compensation monétaire était illégal). Si cette performance paraît aujourd'hui « automatique », c'est donc grâce au travail d'entrepreneurs de morale, de théoriciens de la finance et de régulateurs américains !

Ces deux premières composantes érigent l'indice boursier en *convention de qualification* d'un bien marchand : les acteurs économiques de la Bourse sont parvenus à réduire l'incertitude de leurs échanges en définissant un produit – options, *futures*, ETF⁶² – à partir d'une métrique collectivement créditée. L'indice boursier est mobilisé pour constituer une réalité marchande. Mais ce n'est pas tout. Parce qu'il sert de repère permettant à Autrui (client, patron, collègues, analyste, chercheurs...) d'évaluer une décision de placement (*convention d'évaluation*), et aiguillant les opérateurs financiers dans leur choix de placement (*convention de prescription*), l'indice boursier impacte la réalité boursière. Ce second canal embrasse une performance d'une autre nature : l'indice constitue un cadre cognitif permettant aux acteurs économiques confrontés à un choix incertain (épargnant ou gérant) d'appuyer leur décision. Cette deuxième composante n'est pas étudiée par la théorie financière, sans doute trop peu habituée à

⁶¹ Rappelons que ces auteurs utilisent le terme de *benchmarking* pour qualifier ce premier canal (que nous avons appelé, à la suite de Gobry, la *cotabilité*), tandis que nous réservons ce titre à la qualité de référent extérieur permettant d'apprécier la qualité d'un gestionnaire de fonds (« a-t-il fait mieux que le BEL 20 ? »).

⁶² L'ETF, à la différence d'un fonds indiciel classique, est coté en Bourse et ses parts y sont échangeables (voir note 5).

aller voir ce qu'il se passe effectivement en salle de marché. Le *benchmarking*, entendu comme mobilisation de l'indice comme repère extérieur à l'aune duquel une décision est évaluée, a bien été situé dans le paysage conventionnaliste par Yamina Tadjeddine. Pierre de Laminat a par ailleurs permis d'élargir les objets évalués (rentabilité, mais aussi risque d'un portefeuille), ainsi que les instances évaluant (client, analystes, courtiers en introspection, théoriciens, régulateurs...) que couvre l'influence du *benchmark*-indice boursier.

Enfin, la performance sémiotique de l'indice doit se contenter de deux apparitions. D'une part, elle est convoquée dans une lumineuse étude sur la financiarisation de l'art au cours de laquelle l'*art index* constitua un « objet frontière » : parce que cet indice fut appliqué aux prix de peintures, les acteurs ont perçu ces peintures comme des titres financiers. D'autre part, cette performance fut associée par Isabelle Chambost aux couples dialogiques de Mary Douglas : l'indice boursier, par sa dynamique d'inclusion/exclusion, permet aux acteurs – en particulier aux analystes, selon Chambost – de partager la réalité entre les actions pertinentes et les autres. Cette bipartition hiérarchisée ne manque pas d'impacter, en retour, le management des entreprises convoitant les analystes. C'est sur cette dernière performance, moins étudiée, mais – à nos yeux – prometteuse, que nous tenterons de livrer quelques enseignements à partir des réponses à un court questionnaire. Avant cette dernière étape, nous pouvons (enfin) reprendre le tableau de l'introduction générale de ce mémoire, afin d'y placer les différentes natures conventionnelles de l'indice boursier en général, et du BEL 20 en particulier. À partir de la distinction entre les conventions impliquant un objet (par exemple, une montre), une règle (la ponctualité) et un modèle d'évaluation (l'irrespect d'un retard) que nous avons dérivée de la formalisation de Favereau (1986) et du « double pluralisme » introduit par Eymard-Duvernay et al. (2006), quatre types de convention se dégagent en fonction de leur rapport aux principes généraux (tels que formalisés par les *Cités*) et à la nature du référent impliqué.

	Objet	Règle	Modèle d'évaluation
Locale	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Cotabilité</i> : indexicalisation d'un bien marchand (options, futures, ETF) 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Représentativité</i> : indexicalisation d'un comportement de placement (fonds indiciels) 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Benchmarking</i> : indexicalisation du succès d'un placement • <i>Sémiotique</i> : indexicalisation du choix optimal de placement
Générale	Reconnaissance d'un titre à partir d'une catégorie objective éprouvée : la <i>marchandéité</i> d'un bien (échangeable, contractualisé, monétisé)	Reconnaissance d'un comportement à partir d'une catégorie prescriptive éprouvée : la <i>diversification</i> du placement (efficacité informationnelle)	Reconnaissance d'un titre à partir d'une catégorie normative éprouvée : l' <i>efficacité</i> du placement (optimum risque/rentabilité)

Figure 30 – Performances des indices boursiers et types de conventions

La colonne de gauche reprend la performance de l'indice associée à sa cotabilité : l'indice est mobilisé, comme référent extérieur à la situation, pour qualifier un bien marchand. La signification de ce dernier est donc « indexicale », c'est-à-dire dépendante d'un référent extérieur (l'indice). Ces *conventions de qualification*⁶³ permettent un arrangement local (sur les marchés d'options par exemple) sur la définition d'un produit. Elles se rattachent toutefois à un principe plus général (la « marchandéité » produite) qu'elles sont parfois sommées d'invoquer – en particulier lorsqu'elles sont contestées (comme nous l'avons vu avec l'émergence des contrats à terme sur indices). La colonne du centre concerne la représentativité de l'indice, cette qualité qui lui permet d'être « répliqué » par les fonds indiciels qui adoptent alors une *règle* conventionnelle : investir dans les actions composant l'indice. À nouveau, cette convention de prescription confère une signification indexicale au comportement de placement de ces fonds, éventuellement généralisable grâce aux théorèmes de la théorie financière (nous avons vu avec MacKenzie que les propriétés de la diversification d'un portefeuille avaient été avancées pour étouffer les résistances aux

⁶³ Précisons que ces conventions de qualification sont d'un « second ordre » par rapport aux conventions de qualification étudiées dans les deux premières parties du mémoire : les conventions de premier ordre permirent de qualifier (et de disqualifier pour les ancêtres du BEL 20) l'indice boursier comme réalité statistique consistante, tandis que les conventions de second ordre s'appuyèrent sur l'indice boursier désormais stabilisé pour qualifier un autre produit marchand (options, futures, ETF).

fonds indiciels). Enfin, les deux composantes formant la seconde dimension de la performance des indices (*benchmarking* et sémiotique) occupent la colonne de droite : ces *conventions d'évaluation* de pratiques économiques permettent une coordination locale (dans le bureau d'un gérant de fortunes par exemple). Elles aussi sont toutefois fondées sur une catégorie (l'efficacité) parfois invoquée et aiguillant les opérateurs financiers dans leurs choix de placement : à leurs yeux, lorsqu'un titre est visibilisé par la convention d'évaluation, c'est-à-dire compris dans l'indice, il présente certains attributs rassurants permettant de justifier une décision.

Nous devons toutefois soulever une limite majeure à une telle mise en forme (dont le rendement est une synthétisation d'acquis fragmentaires) : ces quatre cases voilent les interactions vitales entre ces conventions. Si nous ne l'avons pas abordée explicitement, l'alimentation réciproque des conventions de qualification, de prescription et d'évaluation a probablement transparu lors de notre revue de la littérature : par exemple, il est évident que la diffusion de la gestion passive et l'avènement des fonds indiciels ont contribué à l'usage des indices comme *benchmarks*, mais aussi comme sous-jacents aux options et *futures*⁶⁴. Nous pourrions d'ailleurs également constater ce processus d'inter-stabilisation dans les résultats de notre petite enquête que nous allons maintenant exposer.

Chapitre 3 : l'usage du BEL 20 en salle de marché

Comme nous l'avons annoncé, ce dernier chapitre se focalisera sur les performances sémiotiques et de *benchmark* du BEL 20. Évoquons toutefois brièvement les performances de cotabilité et de référence de fonds indiciels de l'indice bruxellois. Nous avons vu que le BEL 20 fut originellement conçu pour servir « *as an underlying product for options and futures contracts forseen by Belfox* » (brochure *The Indices of the Brussels Stock Exchange*, 10/1995) ; dès 1993, les *BEL 20 Index options* (BXO) and *BEL 20 Index futures* (BXF) sont lancés sur Belfox. Ces deux produits dérivés existent encore aujourd'hui et témoignent donc de l'actualité de la performance du BEL 20 en tant que convention de qualification⁶⁵. Par ailleurs, un

⁶⁴ Cet entremêlement permet de comprendre l'utilisation du terme « *benchmark* » par la théorie financière pour qualifier ce que nous avons appelé « cotabilité ».

⁶⁵ Il serait intéressant d'étudier le volume de transaction (information payante, mais accessible sur le portail *Bloomberg*) de ces deux produits pour mesurer l'ampleur de cette performance. Celle-ci est probablement limitée.

fonds indiciel reproduit (« tracks ») le rendement de l'indice belge depuis le 31 juillet 2002 : il s'agit du fournisseur français d'ETF Lyxor. Ce dernier publie sur son site internet les montants journaliers investis dans le fonds associé au BEL 20 (*Lyxor BEL 20 TR (DR) UCITS ETF*) depuis janvier 2010. Nous avons reproduit ces données dans le graphique suivant (courbe bleue, échelle de droite), en les comparant avec celles du principal ETF de Lyxor : celui qui reproduit le rendement du S&P 500 (*Lyxor S&P 500 UCITS ETF*, courbe orange, échelle de gauche). Ce qu'il convient de retenir d'un tel graphique n'est pas tant la différence de montants investis (environ 50 millions d'euros sur le BEL 20 contre 8000 sur le S&P 500 pour les données les plus récentes) que la tendance : une croissance très importante pour l'ETF S&P 500 face à une stagnation chahutée pour celui du BEL 20.

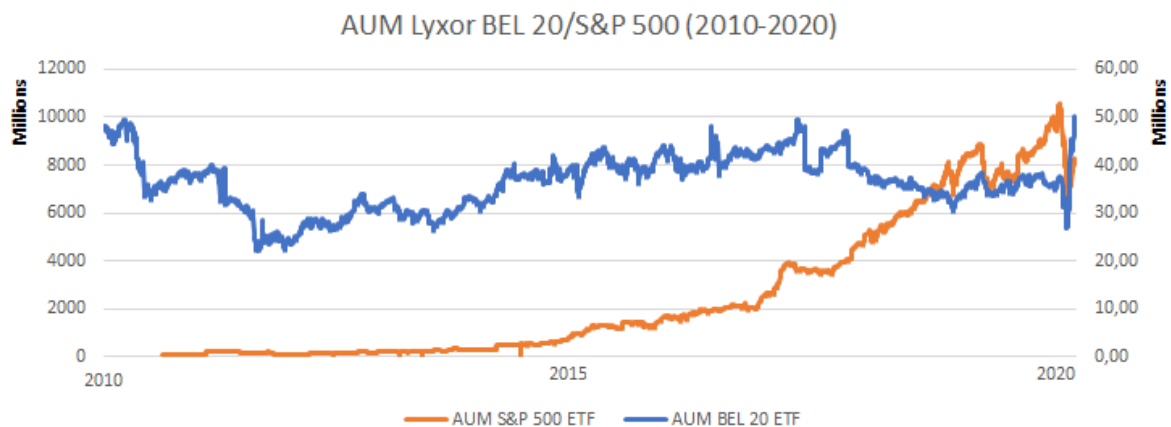


Figure 31 – Assets under management (AUM) en euros pour les ETFs BEL 20 et S&P 500

Comme le note Charles-Antoine de Crombrughe dans son récent mémoire consacré au BEL 20⁶⁶, “*it could have been expected that in accordance with its national indices peers⁶⁷ it became in present days a suitable investment vehicle, hence an ETF-viable index. This however is not the case since only one ETF-provider has deemed it worthy of an ETF, namely Lyxor Investment management. Moreover, its unpopularity is expressed by the small amount of funds subscribed*” (de Crombrughe de Picquendaele, 2020, p. 40). Cette mauvaise performance tient à la marginalité du marché belge et aux signaux dissuasifs qui en découlent (faible liquidité, coûts de

⁶⁶ Nous remercions Marc Collet de nous avoir mis en contact avec Charles-Antoine. Son mémoire, réalisé sous la direction de Bruno Colmant, a profité de quelques journées passées auprès de Vincent Van Dessel. Le manque de recul, paraissant dans la tonalité excessivement élogieuse, déforce toutefois, à nos yeux, ce travail.

⁶⁷ La comparaison vaut pour les États-Unis (cf. notre graphe), mais pas pour la France : *le Lyxor CAC 40 (DR) UCITS ETF* ne fait pas vraiment mieux (en termes relatifs) que l'homologue du BEL 20.

transaction plus importants, informations moins disponibles, méfiance mimétique, etc.). Retenons donc que les deux premières performances du BEL 20, sans être nulles, sont faibles, pénalisées par la position périphérique du « représenté » (la Bourse de Bruxelles) dans la compétition mondiale entre places financières. Le BEL 20 est-il plus performant en tant que *benchmark* et que signal d'un sentiment du marché ? C'est aux traders belges à nous le dire...

Quatre questions aux traders bruxellois

Face aux circonstances exceptionnelles, nous avons dû alléger notre dispositif d'enquête : les mesures de confinement nous empêchèrent d'observer les activités quotidiennes d'un trader en salle de marché, tandis que la chute des cours boursiers nous contraignit à restreindre nos sollicitations⁶⁸. Nous avons donc opté pour un questionnaire à choix multiples composé de quatre courtes questions (cf. ci-dessous) que nous avons envoyé aux principales banques d'investissement actives sur le marché belge. Nous avons finalement obtenu des réponses de quatorze traders, issus des établissements *Degroof Petercam Asset Management*, *KBC Securities* (firme la plus active sur Euronext Bruxelles), *Belfius Investment Partners*, *BNP Paribas Asset Management* et le département bruxellois de *The Bank Of New York Mellon*. Compte tenu du nombre relativement limité de traders suivant le marché bruxellois, cet échantillon – sans pouvoir revendiquer une significativité statistique – peut nous livrer certains enseignements. La suite de ce chapitre parcourt les réponses anonymisées aux quatre questions du QCM.

1. When the BEL 20 increases. it means that...

- the "mood of the market" is positive
- the health of the Belgian economy is improving
- the market expects good results from the 20 companies in the index
- Autre :

⁶⁸ Un de nos contacts chez ING nous écrivit le 23 mars 2020 : « *les collègues sont très très occupés à ce moment-ci compte tenu de l'actualité économique et financière, ils courent urgence sur urgence et n'ont vraiment pas le temps de répondre à cela. Il faudrait revenir avec des questions quand tout sera calmé (pas avant mai je pense)* ». Une autre responsable contactée tenait des propos équivalents le 17 avril 2020 : « *For the moment it are difficult times, people are extremely busy with all the volatility in the market...and the homeworking does not help neither, as we experience some less in efficiency when working at home...* »

Cette première question vise à comprendre ce que représente le BEL 20 pour les traders. La deuxième option (*the health of the Belgian economy*) correspond à la conception fondamentaliste des cours boursiers, selon laquelle les prix reflètent les performances des entreprises cotées. Cette interprétation est souvent mobilisée pour contrer les accusations de déconnexion de la finance⁶⁹ – l’argumentaire du journaliste de *L’Écho* Marc Collet en fournit une illustration dans la deuxième partie de ce mémoire. Les deux autres options (*the mood of the market* et *the results of the 20 companies expected by the market*) appartiennent à l’interprétation autoréférentielle des cours boursiers, selon laquelle les prix reflètent avant tout l’opinion de la communauté financière – opinion qu’elle émet sur les performances des entreprises (déconnexion relative exprimée par la troisième réponse) ou qu’elle émet sur ses propres opinions (déconnexion absolue exprimée par la première réponse). Les résultats sont repris dans le graphe ci-dessous. La majorité des traders répondants (57,1%) interprète une hausse du BEL 20 comme une anticipation de bons résultats par le marché, tandis que 21,4% y voient surtout une humeur clémente du marché (déconnexion absolue). Le reste des répondants ont précisé dans la case « Autre » qu’ils cernaient surtout un effet de conjoncture (décisions gouvernementales et de la Banque centrale), une information partielle (dépendant de l’évolution des marchés plus larges) ou un facteur statistique (la capitalisation des entreprises du BEL 20 augmente). Notons qu’aucun des quatorze traders n’opta pour la deuxième interprétation (fondamentaliste).

When the BEL 20 increases, it means that...
14 réponses

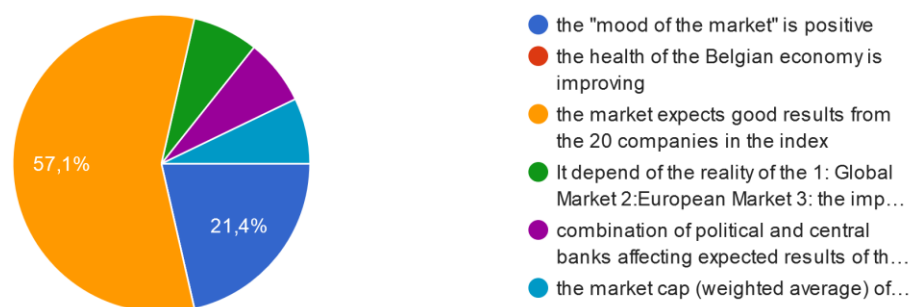


Figure 32 – Répartition des réponses à la première question

⁶⁹ Nous avons récemment discuté cette thématique à l’occasion de l’appel d’offres de *NewB* (Duterme, 2019).

La deuxième question (cf. ci-dessous) tâcha de saisir l'ampleur – et non plus la signification – de l'effet du BEL 20 sur le comportement des traders. La fréquence de la consultation de l'indice en est une donnée importante, quoiqu'insuffisante. Nous avons vu que les journalistes de *L'Écho*, alors même qu'ils n'ont à endosser la responsabilité professionnelle d'aucune transaction, suivaient quotidiennement les courbes de l'indice. Il apparaîtrait dès lors surprenant que les traders bruxellois y soient moins attentifs. De fait, la grande majorité des répondants (92,9%) affirme consulter au moins une fois par jour l'évolution du BEL 20 (cf. diagramme ci-dessous). Une réponse plus développée d'un des traders que nous avons pu contacter permet de nuancer ce résultat : « *[nous mettons] en place et développons des produits d'investissement de type fonds UCITS [fonds de placement] permettant d'investir de manière globale et diversifiée sur les marchés d'actions ou d'obligations. À ce titre, le Bel 20 est un indice parmi d'autres que nous regardons et suivons. Il n'est pas plus regardé que les autres indices nationaux européens comme le cac 40 ou le dax. Nous préférons regarder la zone économique européenne dans son ensemble (via l'eurostoxx 50 ou le stoxx 600)* ». La libéralisation de l'intermédiation financière a généré une compétition entre Bourses nationales ; cette compétition a un versant statistique : la lutte d'influence entre indices boursiers. Et il semble que le BEL 20, à l'image de la Bourse de Bruxelles, ne jouisse pas d'importantes parts de marché...

2. You follow the evolution of the BEL 20...

- once a year (at the time of the review)
- monthly
- daily
- several times a day
- Autre :

You follow the evolution of the BEL 20...

14 réponses

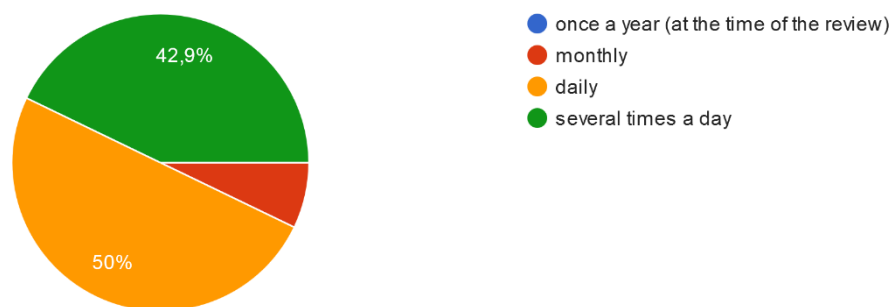


Figure 33 – Répartition des réponses à la deuxième question

La troisième question (cf. ci-dessous) entend tester l’hypothèse d’opacité épistémique avancée dans la deuxième partie du mémoire. Les traders qui suivent quotidiennement l’évolution du BEL 20 se soucient-ils de sa signification statistique ? Aucun des participants n’a répondu par la négative. Cinq ont répondu « *Approximately* », tandis que les autres ont exploité la case « Autre » pour expliquer la méthodologie de l’indice. La plupart comprend le BEL 20 comme une moyenne pondérée par la capitalisation des cours des vingt plus importantes sociétés belges. Nous avons vu que cette description officielle (reprise sur le site d’Euronext, mais aussi sur les sites d’information financière *Bloomberg* et *Reuters*) était loin d’être fausse, tout en étant incomplète – des aspects techniques précis, mais centraux (ajustement du dénominateur, critères de sélection différenciés pour *insiders* et *outsiders*...) sont donc sans doute ignorés par les traders bruxellois. Ce qui, bien sûr, ne les empêche pas de mobiliser le BEL 20 en s’en réappropriant la signification (comme la première question nous l’a signalé). Deux réponses méritent enfin d’être épinglées. La première témoigne d’une confiance dans la consistance statistique de l’indice : « *clear parameters (velocity, free float, market capitalisation) dertermine who is in and with its%* ». La deuxième, apparemment agacée, désire souligner le manque d’à-propos d’une telle question : “*like the usual Market, the Bel 20 is not just about calculation, is about "expectation" on how any stocks will improve in future. That's not just a question about calculations*”. Celle-ci se réapproprie la signification du BEL 20, et conteste de surcroît sa signification première.

3. Do you know how the BEL 20 is calculated?

- No
- Approximately
- Yes (if so, briefly explain in the box "Autre")
- Autre :

La dernière question (cf. ci-dessous) interroge plus frontalement la performance du BEL 20. À nouveau, les interprétations fondamentaliste et autoréférentielle sont confrontées dans les deux premières options. La troisième désire capter la performance du BEL 20 en tant que *benchmark*, alors que la dernière laisse le champ libre pour son rôle sémiotique. Huit traders ont jugé le BEL 20 « *not very useful* » : quatre pour son manque de représentativité (la réponse « *That's too small, time/gain is not very interesting* » a été incluse dans ce groupe) et quatre pour son manque d'importance pour le marché. Les six traders restants estiment que le BEL 20 est utile dans leurs activités professionnelles, dont quatre pour son *benchmarking*. Un autre jugea que l'indice était pertinent spécifiquement pour les investisseurs belges (et non pour les européens). Seul un releva la performance sémiotique du BEL 20 : “[*the BEL 20 is] useful, because gives a good representation of the general market sentiment of the day*”. Ce dernier mobilise donc l'indice dans les transactions qu'il conclut, en tant que signal de l'opinion de la communauté financière.

4. In your work, the BEL 20 is...

- not very useful, because not representative
- not very useful, because the market does not care about the BEL 20
- useful as benchmark
- useful, because (explain the reason in the box "Autre")
- Autre :

In your work, the BEL 20 is...

14 réponses

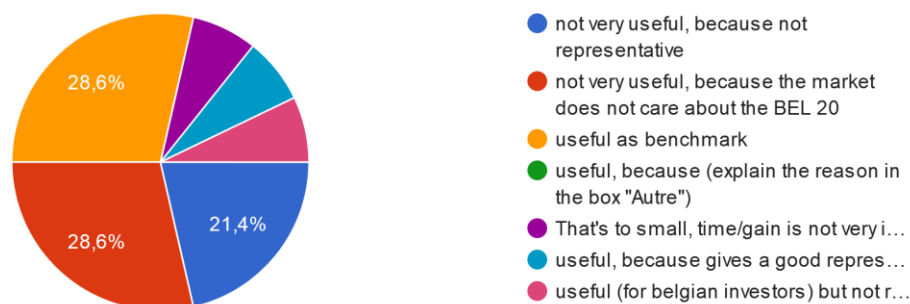


Figure 34 – Répartition des réponses à la quatrième question

Les lieux du BEL 20 – Jalons pour un approfondissement empirique

À défaut de résultats robustes statistiquement, cette brève enquête par questionnaires nous livre certains enseignements sur les performances du BEL 20, mais aussi sur leurs limites, ainsi que sur les lieux où elles se réalisent en particulier. L'indice de la Bourse de Bruxelles est d'abord performant en tant que *benchmark* ; le CEO d'Euronext Bruxelles en est très conscient : « *on prend toujours les benchmarks hein... les benchmarks, c'est extrêmement important, parce que c'est là-dessus que les... même les assets managers ou que n'importe qui... quel investisseur va se comparer. Il va pas dire 'ah, j'ai gagné 15%' si le BEL 20 a fait 30 : c'est pas brillant... S'il a fait 32 et que le BEL 20 a fait 30, ah ça c'est pas mal ; s'il a fait 28, c'est bien mais...* » (extrait d'entretien avec Vincent Van Dessel). Selon Van Dessel, cette puissance du *benchmarking* est à ce point collectivement partagée qu'elle se réalise par introspection (« *n'importe quel investisseur va se comparer* »). Nous pouvons toutefois imaginer, à la suite des analyses de Yamina Tadjeddine, que certaines situations solidifient particulièrement cet aspect de la performance du BEL 20. Ainsi, il serait pertinent de tester et prolonger les acquis de notre QCM par une observation des rencontres entre les traders (assets managers) et leurs (potentiels) clients. En particulier, il s'agirait d'examiner quand et comment le BEL 20 est convoqué par les deux parties, à différents stades de leur relation (discussions précontractuelles, félicitations d'une performance supérieure au *benchmark*, annonce de mauvais résultats, etc.).

Quant à la seconde performance – celle de nature sémiotique – de l’indice, elle mériterait également un traitement empirique approfondi. Car si elle ne fut constatée que dans la réponse d’un seul des quatorze traders répondants (le dernier relevé ci-dessus), elle soulève un enjeu théorique central pour les *Social Studies of Finance*, celui des supports matériels de l’univers mimétique d’André Orléan. En introduction de ce mémoire, nous avons fait écho à la critique de Muniesa pointant l’oubli, dans les analyses d’Orléan, de « *la dimension ‘interobjective’ (et pas purement ‘intersubjective’) de la situation, comme si elles oublieraient de prendre en compte la présence même du ‘miroir’ dans toute sa matérialité* » (Muniesa, 2011, p. 189) ; si la performance sémiotique se confirme, l’indice serait l’un de ses miroirs, permettant aux opérateurs financiers de contempler leur reflet collectif... et de placer en fonction. Le lieu privilégié d’investigation n’est plus le bureau d’une banque où se rencontrent gestionnaires de fortunes et fortunés, mais la salle de marché de cette même banque où le trader, épaulé par un réseau d’humains et d’objets (dont l’indice !), décide de l’allocation des fonds. Il s’agirait donc de tester l’hypothèse de performance sémiotique par une ethnographie ou une série d’entretiens, c’est-à-dire en adoptant une méthodologie semblable à celle d’Ortiz (2014), mais focalisée sur l’usage des indices boursiers, plutôt que sur le mode d’évaluation des entreprises cotées.

Conclusion : l’indice comme dispositif d’évacuation des enjeux éthiques

Cette troisième et dernière partie s’est construite autour d’un constat qu’elle a cherché à étayer d’abord par une revue de la littérature, ensuite par une courte enquête par questionnaires : les indices boursiers en général – et le BEL 20 en particulier – exercent un pouvoir sur les choix de placement des opérateurs financiers. Nous nous sommes focalisé sur les leviers de ce pouvoir (baptisé « performance ») et en avons répertorié quatre types : cotabilité, représentativité, *benchmark*, sémiotique. À deux exceptions près⁷⁰, les effets sur la réalité économique de cette performance n’ont en revanche pas été sondés. L’usage des indices augmente-t-il la liquidité ? Exacerbe-t-il les risques de crises systémiques ? Favorise-t-il la prise de risque ou, au contraire, la

⁷⁰ Pascal Gobry avançait que la « digitomanie » augmentait la volatilité et réduisait la liquidité ; Muniesa et MacKenzie ont étudié la hausse « automatique » des cours d’une action lorsqu’elle intègre un indice répliqué par plusieurs fonds.

retenue ? Ces questions demeureront hors du champ de ce mémoire. Cette conclusion se propose toutefois d'interroger un autre effet sur la réalité économique du pouvoir des indices : dans son influence sur l'allocation de milliards de dollars, l'indice boursier favorise ce qu'il fait voir. Une première composante de ce constat fut pointée par Chambost dans sa mobilisation du « couple paradigmatique » de Mary Douglas : “*the construction of share indexes leads to giving prominence to those companies that belong to various indexes and relegating those that do not belong at all*” (Chambost, 2019, p. 41). Cet impact fut par ailleurs attesté économétriquement (Kappou et al., 2010) : une entreprise incluse dans un indice influent est généralement plus convoitée par les opérateurs financiers.

Une deuxième composante de ce constat repose moins sur les entreprises favorisées que sur les paramètres de décision visibilisés... et ceux laissés dans l'ombre. Nous savons qu'un indice boursier inclut les titres d'entreprises dont la capitalisation est importante, c'est-à-dire dont le nombre d'actions (le capital levé sur les marchés, souvent proportionnel à l'envergure capitalistique de l'entreprise) et le prix de ces actions sont importants. Il récompense donc la performance financière des entreprises. En tant que *benchmark*, il évalue par ailleurs la rentabilité d'un portefeuille à l'aune de celui de l'indice. Dans ces deux dimensions, il n'intègre *pas* de nombreux critères de succès, tant au niveau de l'entreprise : empreinte écologique, tension salariale, rapport emplois/licenciements... ; qu'au niveau du trader : stabilité du portefeuille, contribution à l'activité économique, impacts de la pression actionnariale⁷¹ sur la distribution des revenus... Sans nécessairement adhérer aux thèses fonctionnalistes, nous pouvons ainsi saisir une autre facette de la productivité cognitive des indices que soulevaient Velthuis et Coslor dans leur étude sur l'*art index*. Si cet « objet frontière » permet de définir une réalité en tant qu'objet financier (une peinture, par exemple), il permet, dans le même geste, d'exclure certaines réalités du point de vue financier (l'origine géographique du colorant utilisé, par exemple). Cette partition est indispensable au trader ; il ne peut pas tout appréhender. Elle est également condamnable ; il ne doit pas tout ignorer.

⁷¹ La pression actionnariale désigne la financiarisation de la politique d'une entreprise ; cette dernière privilégiera alors, par exemple, le reversement de dividendes pour booster le cours de l'action à l'investissement dans de nouveaux équipements ou à une hausse des salaires du personnel.

Aucun marché ne coule de source. Mais le travail de naturalisation n'est pas également abouti pour tous les marchés. L'ordinateur est plus confortablement institué comme produit marchand que le rein. C'est ce constat qui guida la sociologie économique de Steiner & Trespeuch (2017) vers les « marchés contestés » ; les deux sociologues se sont penchés sur les efforts « d'entrepreneurs de cause » dans la (dé)construction de ces marchés. Par exemple, les promoteurs d'un marché d'organes – mobilisant classiquement les arguments de l'efficacité et du refus du paternalisme – durent « *refroidir les contestations morales* » (*Ibid*, p. 50) soulevées par leurs rivaux, d'autres entrepreneurs de cause soucieux d'interpeler l'opinion publique. Il en est de même à la Bourse : l'emprunt est plus confortablement institué comme produit financier que l'art. Le travail des entrepreneurs de cause soutenant la constitution des options et *futures* sur indices fut également retracé par MacKenzie. Pareillement, il leur a fallu refroidir les contestations morales de tels instruments financiers associés au krach de 1929. Nous avons vu l'appui de la théorie financière dans ce processus. Il est peu douteux que l'indice constitue un soutien analogue ; la Bourse est un marché contesté et le dispositif financier dépendant d'actualisations permanentes. Le trader n'est jamais totalement à l'abri d'un « réveil » qui lui fait voir certaines conséquences nocives des marchés dont il est acteur. L'indice l'en protège. La dépression d'un employé licencié par une firme délocalisée n'apparaîtra jamais dans le BEL 20. Et le courtier de poursuivre sa tâche l'esprit libre.

L'indice boursier participe donc à l'évacuation de préoccupations éthiques du logiciel de raisonnement des opérateurs, afin que ces derniers se concentrent exclusivement sur l'enjeu financier. Étant donné la faiblesse – tant qualitative que quantitative – des critiques du sous-système financier par ses propres acteurs, force est de constater l'efficacité de ce dispositif. Il en découle également qu'une critique de l'indice doit moins être cherchée chez les traders eux-mêmes (critique interne) que chez des acteurs extérieurs, éventuellement touchés par les effets de la Bourse (critique externe). Nous verrons dans la conclusion générale de ce mémoire que certaines revendications du mouvement *Occupy Wall Street*, par exemple, rejoignent la critique du dispositif financier en général, et des indices en particulier, que nous souhaiterions avancer en conclusion de cette dernière partie. Celle-ci s'appuie sur l'exigence de pluralisme normatif ; plus exigeant que celui de « cohérence performative » avancé

par Géraldine Thiry (2013)⁷², ce critère implique que l'usage d'un indicateur ne puisse pas conduire à l'évaluation d'une action ne reposant que sur un seul registre normatif. Dit positivement : la mobilisation évaluative de l'indicateur doit intégrer plusieurs registres normatifs. Dans une certaine mesure, cette exigence pragmatique renvoie à la critique des idéologies par l'approche de la raison procédurale : *« c'est que le problème de l'idéologie est plus un problème pragmatique qu'un problème sémantique. Sont en jeu l'usage social des référentiels cognitifs, leur concentration et leur raréfaction dans des champs d'action plutôt que les contenus de ces référentiels »* (De Munck, 1999, p. 188). En l'occurrence, ce n'est pas tant la rentabilité en tant que registre normatif qui est la cible du critère de pluralisme normatif, mais l'exclusive accordée, dans le mode d'évaluation du trader (en tant que sujet *et* objet d'évaluation), à un registre normatif (ici : la rentabilité) au détriment de tous les autres (justice sociale, respect de l'environnement...), souvent portés par d'autres acteurs moins visibilisés (employés, biodiversité...). La conclusion générale de ce mémoire tentera de prolonger le potentiel critique de cette triple lecture des indices boursiers qu'ont proposée les trois parties de ce travail.

⁷² Ce critère requiert que les conséquences de l'usage d'un indicateur soient cohérentes avec les intentions qui ont présidé à la constitution de cet indicateur. Le BEL 20, remplissant la fonction de cotabilité assignée par les fondateurs de Belfox, résiste – comme bien d'autres indices – à cette exigence.

Conclusion générale

« *Les longues rangées de chiffres à la fin des journaux que saute le lecteur qui n'est ni capitaliste ni homme d'affaires n'importent pas qu'aux capitalistes et aux hommes d'affaires* »

Max Weber, *La Bourse* (1894)

Doit-on se satisfaire de la forme actuelle du BEL 20, au regard de ses ancêtres du XXe siècle, de sa chaîne de production et de ses effets en salle de marché ? Les statisticiens de l'ancien Service d'études économiques de la Banque nationale de Belgique auraient sans doute regretté l'ajustement annuel de son dénominateur qui entame sérieusement la robustesse d'une comparaison historique. Les pouvoirs publics pourraient aujourd'hui s'appuyer sur les cinq tensions du BEL 20 pour en condamner l'opacité et la partialité. Un mouvement social, s'inspirant d'*Occupy Wall Street*, aurait des raisons d'exiger une réforme de cette référence des salles de marché ignorant les enjeux éthiques des décisions qu'elle aiguille. Mais ni les statisticiens, ni les pouvoirs publics, ni les citoyens n'ont critiqué le BEL 20. Or, « *une critique qui s'épuise, est vaincue ou perd de sa virulence permet au capitalisme de relâcher ses dispositifs de justice et de modifier en toute impunité ses processus de production* » (Boltanski & Chiapello, 1999, p. 75). Le diagnostic vaut également pour l'indice boursier : incontesté, il demeurera insatisfaisant. Cette conclusion reprend certains enseignements des trois parties de ce mémoire que peut mobiliser une première critique du BEL 20.

L'universitaire Chlepner critiqua la méthodologie arbitraire de l'indice du *Monimat*, les fonctionnaires de l'Institut national de statistique jugeaient que l'indice de la BNB n'était pas officiel, le silence des historiens condamna la présentation évasive de l'indice de l'*Agefi*, la BNB abandonna finalement l'indice de l'INS, jugé trop peu réactif et influent. Le BEL 20, en tant qu'objet incontesté, fait donc exception dans l'histoire des statistiques boursières belges. À certains égards, ses modalités de production et de diffusion rappellent « *le secret des cuisines privées* » (Armatte, 1992, p. 134) caractérisant les indices du *Monimat* et de l'*Agefi*. Même les indices de la *Kredietbank* et de la Commission de la Bourse, pourtant ses descendants directs,

étaient plus démocratiques, notamment dans la pédagogie de leur publication. Nous pouvons donc nous appuyer sur les propriétés – cognitives et politiques – de ses ancêtres pour critiquer le BEL 20, moins sophistiqué que celui de l'INS, moins transparent que celui de la BNB... Plus encore, la première partie de ce mémoire nous a permis de comprendre les facteurs d'émergence (et de disparition) d'un indice boursier, c'est-à-dire la pluralité des potentialités : « *c'est en effet parce qu'elle constitue, en revenant sur le moment où les choses se décident et en faisant voir qu'elles auraient pu prendre une direction différente, l'outil par excellence de la dénaturalisation du social que l'histoire a partie liée avec la critique* » (Boltanski & Chiapello, 1999, p. 29).

Les cinq tensions qui ramassent les acquis de la deuxième partie offrent également des prises à la critique. Chacune est une pathologie interne pour laquelle nous avons avancé la démocratisation comme remède. Le respect des exigences de *réception* et de *production* démocratiques pourrait en effet rendre le BEL 20 plus transparent, plus approprié comme instrument de régulation, plus inclusif et plus objectif. Conformément au troisième « moment » de la sociologie critique (De Munck, 2011), nous avons repris cet argumentaire dans une carte blanche intitulée « Doit-on pleurer la chute du BEL 20 ? » et envoyée à *L'Écho* qui la publia le 22 avril 2020. Nous avons d'abord espéré la cosigner avec Bruno Bauraind, membre du *Groupe de recherche pour une stratégie économique alternative* (Gresea) et coauteur d'une remise en cause de la représentativité économique du BEL 20 (Bauraind & Van Keirsbilck, 2019) dont les grandes lignes furent reprises dans la carte blanche. Il déclina finalement, ne se retrouvant pas suffisamment dans le second argument (plaidoyer pour une démocratisation de la gouvernance de l'indice). Nous avons donc envoyé – sous un pseudonyme⁷³ – notre carte blanche à *L'Écho* (cf. figure 35 ci-dessous), cosignée avec un autre membre de *Rethinking Economics* (A. Lepase). Le choix du titre de presse n'est bien sûr pas indépendant de son rôle dans la diffusion du BEL 20 que nous avons identifié grâce aux entretiens avec trois journalistes financiers ; nous avons opté pour *L'Écho* afin de stimuler le débat. Les reprises éventuelles de notre critique détermineront si ces espoirs demeureront vains... ou initieront une démocratisation du BEL 20.

⁷³ Tributaire de la bonne volonté d'Euronext pour la réalisation d'un éventuel projet de thèse déposé au FNRS, nous n'avons pas voulu hypothéquer nos voies d'accès au terrain.



Dividende maintenu chez Barco qui retire ses prévisions 2020



WDP moins optimiste pour 2020



Attendez avant de faire le plein de mazout ou de carburant



ACTU > OPINIONS > CARTE BLANCHE

Faut-il pleurer la chute du Bel 20?

- TWITTER
- FACEBOOK
- WHATSAPP
- LINKEDIN
- E-MAIL
- SAUVER
- OFFRIR CET ARTICLE



©BELGA

Les p

- 1 And attr qu'y
- 2 Vers tran mai
- 3 Pou son
- 4 La j milli Cie
- 5 La E enq du c

M. NICOLAY ET A. LEPASE | Aujourd'hui à 02:00

A-t-on raison d'émouvoir l'opinion publique lorsque le BEL 20 voit rouge?

Le 12 mars dernier, le BEL 20 enregistrait sa plus forte baisse (-14,21%) depuis sa création en mars 1991. De nombreux médias en ont fait leur gros titre. La tonalité dramaturgique ne manque pas d'alerter le lecteur: profane ou expert, il comprend que la chute du BEL 20 est une mauvaise nouvelle, sans doute annonciatrice d'événements désagréables (panique, chômage, austérité...). Mais est-ce vraiment le cas? A-t-on raison d'émouvoir l'opinion publique lorsque le BEL 20 voit rouge? Décryptons ce qu'indique l'indice pour se convaincre du contraire.

M. Nicolay & A. Lepase

Chercheurs indépendants en socio-économie et membres de Rethinking Economics

Le BEL 20 reflète-t-il l'état de santé de l'économie belge? Le cas échéant, les commentaires alarmés ne seraient pas absurdes: la chute du BEL 20 renseignerait une détérioration de l'activité économique du pays, ce qui – dans le contexte actuel – présagerait des moments douloureux pour une partie de la population. Une récente étude du Groupe de recherche pour une stratégie économique alternative (Gresea) a montré au contraire que l'échantillon du BEL 20, parce qu'il est fondé sur des critères financiers (capitalisation flottante et vélocité), offrait une vision réductrice du pouvoir économique belge (1).

Un indice reflétant l'état de santé de l'économie devrait, a minima, intégrer le chiffre d'affaires, la valeur ajoutée brute et le nombre de travailleurs de l'entreprise. À cet égard, les chercheurs et chercheuses du Gresea ont déjà fait le travail, donnant naissance à un "Bel 20 alternatif".

Figure 35 – Carte blanche dans L'Écho (22/04/2020)

Le BEL 20 reflète-t-il les préoccupations des citoyens et citoyennes? Si l'indice intégrait l'opinion de la population belge (comme c'est théoriquement le cas pour le budget d'un gouvernement élu), il serait en effet important de l'alerter de la chute du BEL 20, comme on l'informe du déficit public.

"Le Bel 20 ne peut devenir un enjeu citoyen qu'à condition d'intégrer des critères plus industriels que financiers et le point de vue de tous les acteurs concernés."

Partager sur 

M. NICOLAY & A. LEPASE
RETHINKING ECONOMICS

Mais est-ce le cas? Le BEL 20 est-il démocratique, c'est-à-dire décidé par toutes les parties prenantes? Aujourd'hui, il est une marque protégée de la société privée Euronext; sa révision annuelle, annoncée le 11 mars dernier, est décidée par un "Steering Committee". Ce dernier est présidé par le CEO d'Euronext Bruxelles et composé notamment de trois experts externes à l'entreprise (deux universitaires et un membre de la banque d'investissement JP Morgan). Cet échantillon épuise-t-il toutes les parties prenantes? L'employé de la société révisant ses budgets afin d'intégrer l'indice n'est-il pas également concerné par le BEL 20? Et le citoyen,

n'est-il pas impacté par les mouvements boursiers? Si tel était le cas, un élargissement du Steering Committee, incluant par exemple les syndicats des sociétés du BEL 20 et les pouvoirs publics, rendrait l'indice plus démocratique. Sans cette démocratisation, le BEL 20 demeurera une affaire privée d'Euronext, hors d'atteinte du citoyen. Pourquoi dès lors alarmer ce dernier de ce qui ne le regarde pas?

Lire plus

→ Les bénéfices des sociétés attendus en baisse de 22% en Europe

→ Mark Mobius: "Cette crise pourrait être la pire de toute ma carrière"

→ On cherche la liquidité et on trouve la volatilité!

→ "La réaction des bourses au coronavirus n'a pas grand-chose à voir avec l'investissement"

→ Le coronavirus, cet incroyable vecteur d'incertitude

Décideurs publics, citoyens et citoyennes ont besoin d'indicateurs pour suivre et réguler la situation économique. Le BEL 20 occupe aujourd'hui une place centrale dans ce "paysage statistique", notamment grâce aux journalistes le relayant bruyamment. S'il est pertinent pour saisir l'évolution du top 20 d'Euronext Bruxelles, il ne peut devenir un enjeu citoyen qu'à condition d'intégrer des critères plus industriels que financiers et le point de vue de tous les acteurs concernés.

(1) Bauraind, B. & Van Keirsbilck, L. (2019), *Le Bel 20 alternatif*, Gresea échos N° 99, septembre 2019.

Source: L'Echo

Figure 35 – Carte blanche dans L'Écho (22/04/2020) (suite)

La typologie des effets de l'indice sur la réalité boursière, ainsi que certaines suggestions sur le rôle du BEL 20 en salle de marché permettent enfin une réappropriation critique. Nous avons par exemple avancé dans cette troisième partie que le monisme normatif de l'indice boursier nourrissait l'évacuation des enjeux éthiques du travail de trader. Le BEL 20 est un de ces objets qui aiguillent le professionnel de la Bourse vers un modèle d'évaluation dont aucun paramètre

n'intègre les conséquences extra-financières du choix de placement : seule la rentabilité est visibilisée par cette *convention d'évaluation*. Certains slogans du mouvement *Occupy Wall Street* peuvent être lus selon ce troisième volet critique : « *Banks for the 99% !* » ou « *Chairman Bernanke—Regulate Your Damn Banks !* » exigent ainsi que l'agir financier (et bancaire en l'occurrence) soit régi par d'autres préoccupations que la rentabilité du placement, calquées sur l'intérêt de la majorité (les 99%) ou imposées par les pouvoirs publics (Chairman Bernanke, ancien président de la Fed). Cette modification du modèle d'évaluation des actions boursières pourrait être amorcée par une reprise en main des indices boursiers, afin que les performances d'un gérant ne soient plus appréhendées par rapport au S&P 500, mais au... BIP 40⁷⁴ ?

Plus largement, ce mémoire fut inspiré par le courant du « statactivisme » (Bruno et al., 2014) qui, dans les pas de Desrosières et Boltanski, ne préconise pas tant la condamnation des détournements statistiques que l'entrée en lutte par la réappropriation des nombres. Dans ce processus de construction de contre-indicateurs (comme le BIP 40) ou de prescription de contre-usage d'indicateurs établis (comme les économistes décroissants avec le PIB), la responsabilité des universitaires est centrale : c'est à eux de mobiliser leur autorité pour en saper d'autres, d'entreprendre un travail de vulgarisation démystificateur, de produire des chiffres et de militer pour les rendre conventionnels. Cette mission est toutefois souvent plus modeste qu'elle n'y paraît. Proposons un exemple dans le domaine des indices boursiers pour s'en convaincre, et fermer ce mémoire. En 2002, paraît un ouvrage intitulé *Triumph of the optimists: 101 years of global investment returns* (Dimson et al., 2002) dont la conclusion, déjà présente dans le titre et semblable au message du journaliste de *L'Écho* Marc Lambrechts, réapparaît dès la préface : “*our study reveals that the risk-takers who optimistically invested in equities were the group who triumphed over the long term*” (*Ibid*, p. xi). Cet heureux constat se fonde sur une étude historique de seize Bourses nationales dont les rendements sont évalués par des indices boursiers. Dans tous les pays, le rendement d'un placement en actions serait positif et supérieur à tout autre placement. Les implications politiques sont sans ambiguïtés.

⁷⁴ Parodiant le CAC 40, le BIP 40 est un indicateur de pauvreté et d'inégalités créé par une équipe de syndicalistes, économistes et statisticiens.

Plus douteuse serait la méthodologie mobilisée. C'est ce que suggèrent David Le Bris & Pierre-Cyrille Hautcœur (2010) dans leur article *A challenge to triumphant optimists? A blue chips index for the Paris stock exchange, 1854–2007*. Ils y reconstruisent un indice boursier alternatif à partir des cours officiels de la Bourse de Paris et selon la méthodologie du CAC 40 contemporain, c'est-à-dire en sélectionnant annuellement les 40 entreprises avec la plus importante capitalisation – totale, car le flottant est une donnée trop récente – et en calculant une moyenne pondérée par cette capitalisation. Leurs résultats sont moins réjouissants : “*We show that the price index (without dividends) didn't protect its owners against inflation. Its real performance was positive up until 1914 (in a period of stable prices) but it was substantially negative for the 20th century in spite of the rapid growth of stock prices since the 1980s. (...) Since 1914, gold has proved to be a better investment than stocks*” (*Ibid*, p. 145). Deux facteurs méthodologiques rendent compte d'une telle divergence. Premièrement, l'indice mobilisé par Dimson *et al.* est pondéré par l'importance relative des secteurs (les « rubriques » selon la terminologie de la BNB), mais ignore la capitalisation des sociétés concernées, ce qui conduit à surpondérer les petites entreprises dont la performance est généralement bien plus importante. Ensuite, il serait atteint d'un sévère « biais du survivant » : les entreprises le composant sont celles avec la plus importante capitalisation *et* qui furent cotées pendant au moins cinq ans. Partant, il écarta “*the Union générale (6th capitalization by size in 1882, 5.51 per cent of our CAC-40, failed in 1882) or the Panama canal (9th capitalization in 1884, also soon failed), and the substantial downward impact of their failure on contemporary portfolios and attitudes towards stock investment*” (*Ibid*, p. 153).

Cette contestation en règle jouit d'un certain retentissement (85 citations sur Google Scholar) – quoique bien inférieur à l'ouvrage critiqué (1139 citations). Au-delà de l'enjeu méthodologique⁷⁵, cette controverse nous fait voir un visage du statactivisme académique. Créer un indice boursier alternatif. Le geste peut paraître inoffensif ; ce mémoire tenta de rendre compte de son importance inextricablement cognitive et politique. Créer un indice boursier, c'est contester la réalité – à la fois

⁷⁵ Toutefois, cet enjeu est suffisamment intéressant pour justifier une inspection analogue pour le cas belge qui figure parmi les 16 étudiés. L'indice belge fut calculé par l'équipe du *Studiecentrum voor Onderneming en Beurs* et en particulier par Frans Buelens de l'Université d'Anvers (que nous avons rencontré pour avoir accès aux archives de la Bourse de Bruxelles). Il serait en particulier pertinent d'étudier la transition entre l'indice de la BNB et celui de la Société de la Bourse de valeurs mobilières de Bruxelles, tous deux mobilisés dans cette étude en dépit de leur méthodologie hétérogène.

méthodologique (biais du survivant, pondération inadéquate...) et politique (triomphalisme boursier) – représentée par l'indice dominant. C'est également sommer les représentants de ce dernier de se justifier : « *plus la critique se révélera virulente et convaincante pour un grand nombre de personnes, plus les justifications données en retour devront être associées à des dispositifs fiables garantissant une amélioration effective en termes de justice* » (Boltanski & Chiapello, 1999, p. 74). C'est enfin faire apparaître le support d'une autorité, toujours moins stable lorsqu'elle devient explicite, c'est-à-dire refragiliser « *ces espaces de formes durablement solidifiées, qui doivent à la fois être indiscutées pour que la vie suive son cours, et néanmoins discutables pour que la vie puisse changer de cours* » (Desrosières, 1993, p. 413).

Bibliographie

Sources primaires

Le Moniteur des Intérêts Matériels (de 1905 à 1931 – quotidien à partir de 1919)

Le Bulletin de l'Institut des Sciences Économiques (de 1929 à 1975 – devenu *Bulletin de l'Institut de Recherches Économiques et Sociales* à partir de 1946)

Le Bulletin d'Information et de Documentation de la Banque nationale de Belgique (de 1926 à 1996), ainsi que ses numéros spéciaux *Statistiques économiques belges* (de 1929 à 1990)

Le Bulletin de l'Office central de Statistique (de 1943 à 1947 – devenu *Bulletin de l'Institut national de Statistique* en 1947), ainsi que son *Annuaire* (de 1943 à 1995)

L'Annuaire statistique de la Société des Nations (de 1926 à 1944)

Le Bulletin mensuel de statistique de l'Organisation des Nations Unies (à partir de 2009), ainsi que son *Annuaire* (de 1948 à 1995)

Les International Financial Statistics du Fonds Monétaire International (à partir de 2017)

Le Bulletin hebdomadaire de la Kredietbank (de 1951 à 1995 – traduction du *Weekberichten*), ainsi que ses *Études financières* (de 1951 à 1970)

L'Agence économique et financière (de 1935 à 1973 – quotidien)

Le Bulletin Mensuel des Statistiques de la Bourse de Fonds Publics de Bruxelles (de 1943 à 1995 – devenu *Indices & Statistiques* en 1953), ainsi que les *Annales de la Bourse de Bruxelles* (de 1943 à 1958) et la brochure *The Indices of the Brussels Stock Exchange* (1995)

L'Euronext Market Data Agreement, ainsi que son *Information Product Fee Schedule*, son *Oversight Committee Charter*, sa *Governance Euronext Indices*, les *BEL family rules* (versions 01/10/2015 et 18/02/2018) et la *BEL 20 Factsheet* (versions 21/12/2019 et 31/03/2020)

L'Écho (de 1990 à 2020)

Ouvrages et articles

Adler, P. A. & Adler, P. (Éds.). (1984). *The Social dynamics of financial markets*.

Londres : JAI Press.

Aglan, A., Margairaz, M. & Verheyde, P. (2017). *La Caisse des dépôts et consignations : La Seconde Guerre mondiale et le XXe siècle*. Paris : Albin

Michel.

Amable, B. & Palombarini, S. (2005). *L'économie politique n'est pas une science morale*. Paris : Raisons d'agir.

Armatte, M. (1992). Conjonctions, conjoncture, et conjecture. Les baromètres économiques (1885-1930). *Histoire & Mesure*, 7(1), 99-149.

<https://doi.org/10.3406/hism.1992.1589>

Batifoulier, P. (Éd.). (2001). *Théorie des conventions*. Paris : Economica.

Batifoulier, P. & de Larquier, G. (2001). De la convention et de ses usages. In

Batifoulier, P. (Éd.). *Théorie des conventions* (p. 12-33). Paris : Economica.

Bauraind, B. & Van Keirsbilck, L. (2019, septembre). Le Bel 20 alternatif. *Gresea échos*, 99.

BEL 20 : Olivier Lefebvre répond aux remarques de Bekaert. (2002, mai 18).

L'Écho. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/archive/bel-20-olivier-lefebvre-repond-aux-remarques-de-bekaert/8705915.html>

Berthon, J. & Gallais-Hamonno, G. (1993). Panorama des ouvrages sur les marchés dérivés. *Revue d'économie financière*, 24(1), 159-178.

<https://doi.org/10.3406/ecofi.1993.1972>

Boltanski, L. & Chiapello, È. (1999). *Le nouvel esprit du capitalisme*. Paris :

Gallimard.

- Boltanski, L. & Thévenot, L. (1991). *De la justification : Les économies de la grandeur*. Paris : Gallimard.
- Bourdieu, P. & Chartier, R. (2010). *Le sociologue et l'historien*. Marseille-Paris : Agone.
- Boyer, R. (2006). 2. L'économie des conventions 15 ans après. Un point de vue à partir de la théorie de la régulation. In Eymard-Duvernay, F. (Éd.). *L'économie des conventions, méthodes et résultats* (p. 45-66). Paris : La Découverte.
- Brion, R. & Moreau, J.-L. (2005). *Banque nationale de Belgique : 1939-1971. 2: La politique monétaire belge dans une Europe en reconstruction (1944-1958)*. Bruxelles : Banque nationale de Belgique.
- Bruno, I., Didier, E. & Prévieux, J. (Éds.). (2014). *Statactivisme : Comment lutter avec des nombres*. Paris : La Découverte.
- Callon, M. (1998). Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics. In Callon, M. (Éd.). *The laws of the markets* (p. 1-57). Oxford : Blackwell.
- Cassiers, I. (1997). La Générale de Banque de 1935 à nos jours : Une mise en perspective macro-économique. In Van der Wee, H. (Éd.). *La Générale de Banque, 1822-1997* (p. 601-670). Éditions Racines.
- Chambost, I. (2019). The role of financial analysts in the social construction of financial value. In Chambost, I., Tadjeddine, Y. & Lenglet, M (Éds.). *The Making of Finance : Perspectives from the Social Sciences* (p. 37-43). Londres : Routledge.
- Chambost, I., Tadjeddine, Y. & Lenglet, M (Éds.). *The Making of Finance : Perspectives from the Social Sciences* (p. 37-43). Londres : Routledge

- Chlepner, B.-S. (1930). *Le marché financier belge depuis cent ans*. Bruxelles : Falk fils.
- Collet, M. (2009, juillet 8). Les formalités à remplir pour siéger dans le Bel 20. *L’Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/archive/les-formalites-a-remplir-pour-sieger-dans-le-bel-20/8205974.html>
- De Clercq, G. (Éd.). (1992). *À la bourse : Histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990*. Louvain-la-Neuve : Duculot.
- De Clercq, G. & Van Hulle, C. (1992). Le combat avec le ver de l’argent. Inflation, crise pétrolière et Bourse, 1970-1981. In De Clercq, G. (Éd.). *À la bourse : Histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990* (p. 335-368). Louvain-la-Neuve : Duculot.
- de Crombrugge de Picquendaele, C.-A. (2020). *Analysis and recasting of the BEL 20 Index*. Mémoire présenté en vue de l'obtention du Master en Ingénieur de gestion, sous la direction de Bruno Colmant. ULB Solvay.
- de Larminat, P. (2019). Taming the risk borne by financial products. In Chambost, I., Tadjeddine, Y. & Lenglet, M. (Éds.). *The Making of Finance : Perspectives from the Social Sciences* (p. 24-29). Londres : Routledge.
- De Munck, J. (1999). *L’institution sociale de l’esprit : Nouvelles approches de la raison*. Paris : Presses universitaires de France.
- De Munck, J. (2011). Les trois dimensions de la sociologie critique. *SociologieS*. <http://journals.openedition.org/sociologies/3576>
- Décès de Jean Peterbroeck, considéré comme le père du Bel 20. (2011, mai 27). *RTL Info*. Consulté à l'adresse <https://www.rtl.be/info/belgique/economie/deces-de-jean-peterbroeck-considere-comme-le-pere-du-bel-20-230373.aspx>

- Depallens, J. & Lions, J.-L. (1980). *La presse économique et financière en France*.
Note de synthèse présentée à l'École nationale supérieure de bibliothécaires,
sous la direction de M. G. Herzhaft.
- Desrosières, A. (1993). *La politique des grands nombres : Histoire de la raison
statistique*. Paris : La Découverte.
- Desrosières, A. & Thévenot, L. (1988). *Les catégories socioprofessionnelles*. Paris :
La Découverte.
- Deville, L. & Oubenal, M. (2015). Une confrontation entre deux modes de
description d'un marché — En finance et en sociologie : Le cas des exchange
traded funds (ETF). *Annales des Mines - Gérer et comprendre*, 119(1), 22-31.
- Dimson, E., Marsh, P. R. & Staunton, M. (2002). *Triumph of the optimists : 101
years of global investment returns*. Princeton : Princeton University Press.
- Duffie, D. & Stein, J. C. (2015). Reforming LIBOR and Other Financial Market
Benchmarks. *Journal of Economic Perspectives*, 29(2), 191-212.
<https://doi.org/10.1257/jep.29.2.191>
- Dumoulin, M. (1992). La Belle Époque. La Bourse, de la loi de 1867 jusqu'à la
Première Guerre Mondiale. In De Clercq, G. (Éd.). *À la bourse : Histoire du
marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990* (p. 193-204). Louvain-la-
Neuve : Duculot.
- Dupéret, G. (2019). La manipulation du Libor, une convention entre acteurs
financiers. *Working Paper du Centre d'économie industrielle*, Mines
ParisTech.
- Dupriez, L. H. (1929). Les méthodes d'étude de la conjoncture économique et les
cycles généraux des affaires en Belgique de 1897 à 1913. *Bulletin de l'Institut
des Sciences Économiques*, 1(1), 9-33.

- Duterme, T. (2019, novembre 20). NewB et la reconnexion de la finance. *POUR.press*. Consulté à l'adresse <https://pour.press/newb-et-la-reconnexion-de-la-finance/>
- Euronext, une structure nécessaire pour ses «petits» marchés. (2005, juillet 22). *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/archive/euronext-une-structure-necessaire-pour-ses-petits-marches/8813355.html>
- Eymard-Duvernay, F., Favereau, O., Salais, R., Thévenot, L. & Orléan, A. (2006). 1. Valeurs, coordination et rationalité : Trois thèmes mis en relation par l'économie des conventions. In Eymard-Duvernay, F. (Éd.). *L'économie des conventions, méthodes et résultats* (p. 23-44). Paris : La Découverte.
- Favereau, O. (1986). La formalisation du rôle des conventions dans l'allocation des ressources. In Salais, R. & Thévenot, L. (Éds.). *Le travail : Marchés, règles, conventions* (p. 249-267). Paris : INSEE-Économica.
- Favero, G. (2007). Weather Forecast or Rain-Dance? On Inter-War Business Barometers. *Working Paper du département d'économie*, Université de Venise. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1016001>
- Finie, la double cotation. (1996, juillet 4). *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/archive/bourse-finie/8522769.html>
- Frisch, R. (1936). Annual Survey of General Economic Theory : The Problem of Index Numbers. *Econometrica*, 4(1), 1-38. <https://doi.org/10.2307/1907119>
- Galloy, P. (2020, mars 11). Aedifica remplace Ontex dans le Bel 20. *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/les-marches/actu/actions-bruxelles/aedifica-remplace-ontex-dans-le-bel-20/10213836.html>

- Georis, V. (2011, mai 27). Le père du Bel 20 disparaît. *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/entreprises/services-financiers-assurances/le-pere-du-bel-20-disparait/9063622.html>
- Gobry, P. (1988). *La Bourse aux indices*. Paris : Economica.
- Gobry, P. (1990). *Les indices boursiers et les marchés d'indice boursier*. Paris : Presses universitaires de France.
- Godechot, O. (2001). *Les traders : Essai de sociologie des marchés financiers*. Paris : La Découverte.
- Godechot, O., Hassoun, J.-P. & Muniesa, F. (2000). La volatilité des postes. *Actes de la recherche en sciences sociales*, 134(4), 45-55.
- Guay, A. (2020). *Philosophie des sciences : 2 – Modélisation*. Cours de philosophie des sciences, Université catholique de Louvain.
- Hautcoeur, P.-C. (2006). Why and how to measure stock market fluctuations ? The early history of stock market indices, with special reference to the French case. *Working Paper N° 2006 - 10*, Paris Jourdan Sciences Économiques.
- Jany-Catrice, F. (2019). *L'indice des prix à la consommation*. Paris : La Découverte.
- Jeanneney, J.-N. (1975). Sur la vénalité du journalisme financier entre les deux guerres. *Revue française de science politique*, 25(4), 717-739.
<https://doi.org/10.3406/rfsp.1975.393627>
- Kappou, K., Brooks, C. & Ward, C. (2010). The S&P500 index effect reconsidered : Evidence from overnight and intraday stock price performance and volume. *Journal of Banking & Finance*, 34(1), 116-126.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.07.008>
- Kara, Y., Acar Boyacioglu, M. & Baykan, Ö. K. (2011). Predicting direction of stock price index movement using artificial neural networks and support vector

- machines : The sample of the Istanbul Stock Exchange. *Expert Systems with Applications*, 38(5), 5311-5319. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2010.10.027>
- Kendall, M. G. (1969). Studies in the History of Probability and Statistics, XXI. The Early History of Index Numbers. *Revue de l'Institut International de Statistique / Review of the International Statistical Institute*, 37(1), 1-12. <https://doi.org/10.2307/1402090>
- Keynes, J. M. (1936, trad. 1942). *The general theory of employment, interest and money*. Londres : Palgrave MacMillan.
- Kim, K. & Han, I. (2000). Genetic algorithms approach to feature discretization in artificial neural networks for the prediction of stock price index. *Expert Systems with Applications*, 19(2), 125-132. [https://doi.org/10.1016/S0957-4174\(00\)00027-0](https://doi.org/10.1016/S0957-4174(00)00027-0)
- Knorr-Cetina, K. & Preda, A. (Éds.). (2005). *The sociology of financial markets*. Oxford : Oxford University Press.
- Knorr-Cetina, K., & Preda, A. (Éds.). (2012). *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance* (First Edition). Oxford : Oxford University Press.
- Koopman, D. (2016). *The representativeness of the BEL20 as indicator for the Belgian economy*. Mémoire présenté en vue de l'obtention du Master of Science in de Toegepaste Economische Wetenschappen: Handelsingenieur, sous la direction de Dries Heyman. Université de Gand.
- La Bourse de Bruxelles investit un univers tout nouveau pour elle : La pub. (2000, janvier 11). *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/archive/la-bourse-de-bruxelles-investit-un-univers-tout-nouveau-pour-elle-la-pub/8628001.html>

La presse financière en Belgique. (1959). *Courrier hebdomadaire du CRISP*, 35(35), 1-11.

La réforme du Bel 20 ne fait pas que des heureux. (2004, décembre 22). *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/archive/la-reforme-du-bel-20-ne-fait-pas-que-des-heureux/8795732.html>

Lambrecht, L. (2011, mars 15). *Vingt ans et toutes ses dents*. Consulté à l'adresse <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/vingt-ans-et-toutes-ses-dents-51b8cf8fe4b0de6db9c0604d>

Lambrechts, M. (2013, septembre 14). Chronique financière Marc Lambrechts. *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/archive/chronique-financiere-marc-lambrechts/9399547.html>

Lambrechts, M. (2017, février 20). Il faut (aussi) sauver l'investisseur belge. *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/les-marches/homepage/il-faut-aussi-sauver-l-investisseur-belge/9864500.html>

Lambrechts, M. (2020, janvier 24). Ne pas diaboliser la bourse. *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/archive/ne-pas-diaboliser-la-bourse/10202021.html>

Lambrechts, M. & Lejoint, F. (1998, janvier 30). Jos Schmitt : Belfox et la Bourse ont désormais des cultures plus proches. *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/archive/jos-schmitt-belfox-et-la-bourse-ont-desormais-des-cultures-plus-proches/8568169.html>

Lanckmans, J.-F. (1990, février 21). Belfox. *Le Soir*. Consulté à l'adresse https://www.lesoir.be/art/belfox_t-19900221-Z02DWL.html

- Le Bris, D. & Hautcœur, P.-C. (2010). A challenge to triumphant optimists? A blue chips index for the Paris stock exchange, 1854–2007. *Financial History Review*, 17(2), 141-183. <https://doi.org/10.1017/S096856501000003X>
- Lemieux, C. (2012). Peut-on ne pas être constructiviste ? *Politix*, 100(4), 169-187. <https://doi.org/10.3917/pox.100.0169>
- Les disparités de cours prennent fin sur Euronext. (2009, janvier 15). *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/economie-finances/les-disparites-de-cours-prennent-fin-sur-euronext/8130033.html>
- Lowe, J. (1822). *The Present state of England in regard to agriculture, trade and finance, with a comparison of the prospects of England and France*. Londres : Longman.
- MacKenzie, D. (2001). Physics and Finance : S-Terms and Modern Finance as a Topic for Science Studies. *Science, Technology, & Human Values*, 26(2), 115-144. <https://doi.org/10.1177/016224390102600201>
- MacKenzie, D. (2004). The big, bad wolf and the rational market : Portfolio insurance, the 1987 crash and the performativity of economics. *Economy and Society*, 33(3), 303-334. <https://doi.org/10.1080/0308514042000225680>
- MacKenzie, D. (2006). *An engine, not a camera : How financial models shape markets*. Cambridge : MIT Press.
- MacKenzie, D. (2009). *Material markets : How economic agents are constructed*. Oxford : Oxford University Press.
- MacKenzie, D. & Millo, Y. (2003). Constructing a Market, Performing Theory : The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange. *American Journal of Sociology*, 109(1), 107-145. <https://doi.org/10.1086/374404>

- Maes, I. (2010). *A century of macroeconomic and monetary thought at the National Bank of Belgium*. Bruxelles : Banque nationale de Belgique.
- Muniesa, F. (2003). *Des marchés comme algorithmes : Sociologie de la cotation électronique à la Bourse de Paris*. Thèse de doctorat présentée sous la direction de Michel Callon. École Nationale Supérieure des Mines de Paris.
- Muniesa, F. (2011). 15. Comment la Bourse fait ses prix. Ethnographie d'un cours d'action boursière. In Houdard, S. & Thiery, O. (Éds.). *Humains, non-humains : Comment repeupler les sciences sociales* (p. 176-190). Paris : La Découverte.
- Nille, J. & Colmant, B. (2014). *La Bourse, une machine infernale : Histoire de la Bourse du XVIIe au XXIe siècle*. Waterloo : La renaissance du livre.
- Orléan, A. (1986). Mimétisme et anticipations rationnelles : Une perspective keynésienne. *Recherches Économiques de Louvain/ Louvain Economic Review*, 52(1), 45-66. <https://doi.org/10.1017/S0770451800082750>
- Orléan, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*. Paris : Odile Jacob.
- Orléan, A. (2005). La sociologie économique et la question de l'unité des sciences sociales. *L'Année sociologique*, 55(2), 279-305.
<https://doi.org/10.3917/anso.052.0279>
- Ortiz, H. (2014). *Valeur financière et vérité : Enquête d'anthropologie politique sur l'évaluation des entreprises cotées en bourse*. Paris : Presses de Sciences Po.
- Pellegrin, N. (1993). Apprendre le métier. *Revue d'Histoire Moderne & Contemporaine*, 40(3), 353-355.
- Persons, W. M. (1919). I. The Index : A Statement of Results. *The Review of Economics and Statistics*, 1(2), 111-117.

- Rauterberg, G. V. & Verstein, A. (2012). Index Theory : The Law, Promise and Failure of Financial Indices. *Yale Journal on Regulation*, 30(1), 101-162.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.2025124>
- Regulation (EU) 2016/ 1011 of the European Parliament and of the Council - of 8 June 2016 - *On indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds*, Pub. L. 1011, 65.
- Ruttiens, A. (1991). *BELFOX : La bourse belge des futures et options*. Paris : Eska.
- Shilling, H. (2017). *The International Guide to Securities Market Indices*. Londres : Routledge.
- Sorensen, E. H., Miller, K. L. & Samak, V. (1998). Allocating between Active and Passive Management. *Financial Analysts Journal*, 54(5), 18-31.
<https://doi.org/10.2469/faj.v54.n5.2209>
- Steiner, P. & Trespeuch, M. (2017). Marchés contestés : Contestations morales et populations vulnérables. *Antropolitica Revista Contemporanea de Antropologia*, 41. <https://doi.org/10.22409/antropolitica2016.0i41.a488>
- Tadjeddine, Y. (2016). Service financier. In Batifoulier, P., Bessis, F., Ghirardello, A., de Larquier, G. & Remillon, D. (Éds.). *Dictionnaire des conventions : Autour des travaux d'Olivier Favereau* (p. 258-262). Villeneuve d'Ascq : Presses universitaires du Septentrion.
- Thévenot, L. (1986). Les investissements de forme. In Thévenot, L. (Éd.). *Conventions économiques* (p. 21-71). Paris : Presses universitaires de France.
- Thiry, G. (2012). *Au-delà du PIB : Un tournant historique. Enjeux méthodologiques, théoriques et épistémologiques de la quantification*. Thèse de doctorat

- présentée sous la direction d'Isabelle Cassiers. Université catholique de Louvain.
- Thiry, G. (2013). *Assessing Sustainability Indicators : The Need for a Criterion of « Performative Coherence »*. Communication présentée lors de l'European Society of Ecological Economics International Conference.
- United States. Congress. Senate. Committee on Finance., McCain, C. C., Falkner, R. P., Aldrich, N. W. (1893). *Wholesale Prices, Wages, and Transportation : Report by Mr. Aldrich, from the Committee on Finance, March 3, 1893*. Washington : U.S. Government Printing Office.
- Van der Wee, H. & Dancet, G. (1986). Belgische nationale boekhouding, 1920-1985 : Geschiedenis van haar berekenings- en reconstructiemethode. In Eyskens, G., Baeck, L. & Van Rompuy, V. (Éds.). *Actuele economische problemen : Theorie en politiek* (p. 145-168). Louvain : Leuven University Press.
- Van der Wee, H. & Verbreyt, M. (1985). *Mensen maken geschiedenis : De Kredietbank en de economische opgang van Vlaanderen 1935-1985*. Tielt-Weesp : Lannoo.
- van Meerten, M. (1992). Les profondeurs de la crise. Les années trente en bourse. In De Clercq, G. (Éd). *À la bourse : Histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990* (p. 257-292). Louvain-la-Neuve : Duculot.
- van Zeeland, P. (1929). Editorial. *Bulletin de l'Institut des Sciences Économiques*, I(1), 3-7.
- Vanbever, L. (2010). *Analyse du fonctionnement du Marché Libre d'Euronext Bruxelles. Comment l'améliorer ?* Travail de fin d'étude présenté en vue de

l'obtention du Master Complémentaire de gestion technologique et industrielle, sous la direction de Serge Peffer. ULB Solvay.

Vanthemscche, G. (1992a). Du carcan à la débauche. L'évolution de la réglementation au XIXe siècle. In *À la bourse : Histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990* (p. 215-234). Duculot.

Vanthemscche, G. (1992b). Vers une protection de l'épargne. L'évolution de la réglementation boursière pendant l'entre-deux-guerres. In De Clercq, G. (Éd). *À la bourse : Histoire du marché des valeurs en Belgique de 1300 à 1990* (p. 293-308). Louvain-la-Neuve : Duculot.

Velthuis, O., & Coslor, E. (2012). The financialization of art. In Knorr-Cetina, K. & Preda, A. (Éds.). *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance* (p. 471–487). Oxford : Oxford University Press.

Weber, M. (1896, trad. 2010). *La bourse*. Paris : Allia.

Wilson, J. (2015). *Robert Triffin – Milieux académiques et cénacles économiques internationaux (1935-1951)*. Bruxelles : Versant Sud.

Zech, X. (1996, avril 20). Fin d'une époque pour notre marché national de valeurs mobilières. *L'Echo*. Consulté à l'adresse <https://www.lecho.be/actualite/archive/fin-d-une-epoque-pour-notre-marche-national-de-valeurs-mobilieres-ou-l-on-voit/8516121.html>

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN

**Faculté des sciences économiques, sociales, politiques et de communication
École des sciences politiques et sociales (PSAD)**

Place Montesquieu, 1 bte L2.08.05, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique | www.uclouvain.be/psad