

LES ANTICIPATIONS DES MARCHÉS OBLIGATAIRES BELGES DE 1939 À 1944

Contribution à l'étude des comportements des acteurs économiques en temps de guerre ¹

KIM OOSTERLINCK*

DANS UN PASSE RÉCENT, LES HISTORIENS ONT SURTOUT ÉTÉ ATTENTIFS À DEUX ÉLÉMENTS POUR EXPLIQUER LES PRISES DE POSITION DES DIRIGEANTS POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES AU COURS DE LA SECONDE GUERRE MONDIALE : L'ÉVOLUTION, À UN NIVEAU GLOBAL, DES RAPPORTS DE FORCE MILITAIRES ET POLITIQUES ET LA PERCEPTION DE CETTE ÉVOLUTION. LE PLUS SOUVENT, ILS ONT UTILISÉ À CET EFFET DES SOURCES DE TYPE QUALITATIF (JOURNAUX PERSONNELS, NOTES POLITIQUES). UN AUTRE ANGLE D'APPROCHE CONSISTE À TESTER CES POSITIONS À L'AIDE DE VARIABLES ÉCONOMICO-FINANCIÈRES. CET ARTICLE RETRACE, VIA L'ANALYSE ÉTALÉE SUR PLUS DE CINQ ANS DES COURS BOURSIERS DE DEUX EMPRUNTS ÉMIS PAR L'ÉTAT BELGE, LES ANTICIPATIONS ET LES RÉACTIONS DES MARCHÉS OBLIGATAIRES BELGES FACE AUX ÉVÉNEMENTS SURVENUS AVANT ET PENDANT LA SECONDE GUERRE MONDIALE. LES RÉSULTATS DÉGAGÉS, BIEN QU'ÉTONNANTS D'UN POINT DE VUE FINANCIER, DONNENT L'OCCASION DE JETER UN REGARD NOUVEAU SUR LA PSYCHOLOGIE DES ACTEURS ÉCONOMIQUES DE L'ÉPOQUE.

La première partie de cet article donne un aperçu des anticipations des marchés obligataires entre le 1^{er} janvier 1939 et le 10 mai 1940. Elle montre comment les événements internationaux ont influencé la valeur des emprunts émis par l'Etat belge. L'emprunt d'Etat est considéré à l'époque comme l'actif le moins risqué ², l'Etat ne pouvant en théorie pas faire faillite car il a toujours la faculté de prélever des impôts. Les cours des obligations d'Etat reflètent la confiance des investisseurs dans les capacités de la Belgique à rembourser sa dette publique et peuvent dès lors être considérés comme de bons indicateurs de la perception du risque d'invasion du pays. Ce risque n'étant évidemment pas le seul paramètre ayant influencé les cours des obligations, les facteurs économiques seront eux aussi abordés.

La seconde partie retrace la réaction des marchés boursiers une fois le pays envahi. Elle met en avant l'impact des événements militaires, mais aussi des mécanismes propres à l'économie de la Belgique occupée, sur le cours des emprunts d'Etat. Cette section intègre donc l'analyse des cours boursiers dans une étude du secteur bancaire et des marchés financiers sous l'Occupation. La politique des gestionnaires de portefeuilles y est traitée en tenant compte des possibilités d'investissement et des restrictions existantes.

La troisième et dernière partie aborde la distinction opérée par le public entre les emprunts émis par le gouvernement belge avant le début des hostilités et ceux émis sous le régime des secrétaires généraux. La question de l'étendue des pouvoirs de ces derniers ayant longtemps été le sujet de polémiques, nous avons tenté de discerner si certains emprunts étaient, au fil des événements, jugés moins risqués que d'autres.

1 L'auteur tient tout particulièrement à remercier Marie-Christine Adam, André Farber, Jean-Jacques Heirwegh, Dirk Luyten, Fabrice Maerten, Khalid Sekkat et Ariane Szafarz pour leur aide et leurs commentaires lors de la rédaction de cet article.

2 FERNAND BAUDHUIN, *Précis de finances publiques*, Bruxelles, Editions Bruylant, 1945, t. 2, p. 130-131.

Une approche basée sur l'évolution comparée des taux exigés pour des emprunts émis par des gouvernements différents peut, au premier abord, sembler étonnante. L'un des avantages de ce type d'étude réside dans le fait que des montants monétaires sont en jeu et que l'étude reflète donc bien les pensées des investisseurs. Elle permet ainsi de déterminer si à l'approche de la Libération, le taux actuariel d'un emprunt émis en 1943 se distinguait de celui d'un emprunt de même type émis en 1937.

I. Mode d'analyse

Les comparaisons sont basées sur les deux emprunts suivants : l'emprunt à 3,5 % émis le 13/02/1937³ et l'emprunt à 3,5 % émis le 08/04/1943⁴. Nous reprendrons ces derniers sous le terme de 'rentes', terme adopté par la documentation de la Trésorerie de l'Etat⁵. Les rentes ont un système d'amortissement particulier que nous décrirons ci-après.

Suivant la définition du taux de rendement actuariel, le prix d'une obligation est égal à la somme actualisée des flux financiers qu'elle engendre. Ainsi, à partir des prix publiés, on peut déterminer le taux exigé par les marchés pour une échéance donnée. Les modalités d'émission des rentes prévoient le remboursement par rachat en Bourse si le cours est en dessous du pair. Chaque année l'Etat met en réserve une somme équivalente à un pourcentage des emprunts émis qui sert en théorie à effectuer l'amortissement. Ainsi, si le cours de l'emprunt devait ne jamais descendre en dessous du pair, la dette serait "perpétuelle"⁶ puisque l'Etat s'est engagé uniquement à servir un intérêt déterminé sans que le prêteur ait le droit d'exiger le remboursement. Dans le cas des rentes, l'investisseur se trouve donc, à chaque date, face à deux possibilités : la vente au cours de Bourse ou la conservation de l'obligation.

Le taux actuariel r se calcule par la formule :

$$P + \frac{j}{365} * C = \frac{C}{r} * (1 + r)^{\frac{j}{365}}$$

où P désigne le cours de Bourse de l'obligation, C le coupon annuel et j le nombre de jours écoulés depuis le paiement du dernier coupon. Connaissant C (donné par le texte de loi) et les cours boursiers, il devient possible de déterminer r à chaque date.

3 Les dates mentionnées renvoient aux dates de parution dans le *Moniteur belge*.

4 Cet article ne reprend que les résultats dégagés pour ces deux emprunts. Pour une analyse de l'évolution des cours des emprunts à lots du 10 octobre 1938 et du 8 novembre 1941 le lecteur pourra se référer à KIM OOSTERLINCK, *Les émissions d'emprunt d'Etat pendant la période de guerre*, Bruxelles, mémoire de l'Ecole de Commerce Solvay, Université Libre de Bruxelles, 1998.

5 EMILE BRUNET, JEAN SERVAIS, CHARLES RESTEAU, LÉON CORNIL, R. HAYOIT DE TERMICOURT & ALFRED BERNARD, *Répertoire pratique du droit belge. Législation, doctrine et jurisprudence*, Bruxelles, Etablissements E. Bruylant, mars 1956, p. 541.

6 *Idem*, p. 540.

Il est difficile d'avoir accès aux éventuelles archives décrivant les procédures d'achat et de vente des obligations sous l'Occupation; l'hypothèse d'un traitement similaire à la période d'avant guerre sera dès lors retenue. Il est malheureusement impossible de dresser une évolution des volumes obligataires car les journaux de l'époque ne mentionnent pas le nombre de titres échangés. Le seul auteur abordant le sujet est F. Baudhuin : "La hausse boursière, pour vive qu'elle ait été ne semble pas traduire un grand mouvement dans les portefeuilles. On s'en rend compte (...) d'après le faible volume des titres échangés au cours des séances officielles"⁷.

Il sera souvent fait appel dans cet article aux ouvrages de F. Baudhuin. Ce dernier a joué un rôle actif dans l'économie belge durant l'Occupation. Il fut notamment commissaire de la Cofinindus (ce qui le lia fortement à P. de Launoit⁸) et entretenait de nombreux rapports avec les dirigeants des grandes banques de l'époque⁹. Il conviendra donc de considérer ses affirmations sous un angle critique.

L'emprunt à 3,5 % du 13 février 1937

L'emprunt, dont le montant nominal s'élève à 1,5 milliards BEF, est assorti de coupons de 3,5 % versés annuellement à partir du 1^{er} mars 1937. Les intérêts ainsi que l'éventuelle prime de remboursement sont exempts de tous impôts et taxes réels au profit de l'Etat, des provinces et des communes. L'amortissement s'effectue à raison d'une dotation annuelle d'au moins 50 centimes par 100 francs et par rachat des titres tant que le cours ne s'élève pas au-dessus du pair (rachats semestriels).

L'emprunt à 3,5 % du 8 avril 1943

Le montant nominal est de 3 milliards BEF et le taux facial de 3,5 %, les obligations portant intérêt à partir du 15 avril 1943. Le prix d'émission est fixé à 94 % de la valeur nominale ce qui donne un rendement actuariel de 3,72 %¹⁰ à l'émission. L'amortissement se fait à raison d'une dotation annuelle d'un franc par 100 francs et par rachat des titres tant que le cours ne s'élève pas au-dessus du pair (rachats semestriels). L'exemption fiscale applicable à la rente de 1937 vaut aussi pour celle-ci.

7 FERNAND BAUDHUIN, *L'économie belge sous l'occupation 1940-1944*, Bruxelles, Editions Bruylant, 1945, p. 356.

8 GINETTE KURGAN-VAN HENTENRYK, SERGE JAUMAIN, JEAN-JACQUES HEIRWEGH & JEAN PUISSANT, *Les patrons en Belgique. Dictionnaire biographique. XIXe-XXe siècles. Les hommes, les entreprises, les réseaux*, Bruxelles, De Boeck Université, 1995, p. 182.

9 Il participa ainsi, à titre d'expert, à la réunion du 1er avril 1941 mise sur pied par le Comité Galopin, dont le but était d'examiner les aménagements à apporter à la doctrine Galopin (MARK VAN DEN WIJNGAERT, *L'économie belge sous l'occupation. La politique d'Alexandre Galopin, gouverneur de la Société Générale*, Paris/Louvain-la-Neuve, Editions Duculot, 1990, p. 38).

10 3,5/94.

ROYAUME DE BELGIQUE KONINKRIJK BELGIE

MINISTÈRE DES FINANCES MINISTERIE VAN FINANCIËN

EMPRUNT 3 1/2 % LEENING
de van 1943

OBLIGATION AU PORTEUR / OBLIGATIE AAN TOONDER
de van Fr. 10.000

N° 060131

INTERET ANNUEL : FR. 350 JAARLIJSCHE INTEREST : FR. 350

INTERETS. — La présente obligation est munie de 40 coupons d'intérêt annuels pour les échéances du 15 avril 1947 au 15 avril 1986 inclus.

SERVICE FINANCIER. — Le paiement des coupons d'intérêt s'effectue aux Caisse de l'Etat (Banques Nationales de Belgique) à Bruxelles et en province.

PRESCRIPTION. — Les coupons d'intérêt et les arrérages des rentes nominatives se prescrivent par cinq ans à dater de leur échéance; le capital par trente ans à partir de la date d'exigibilité.

DEPOSSESSION INVOLONTAIRE. — En cas de dépossession involontaire, il y a lieu de se conformer aux prescriptions de l'arrêté royal du 4 novembre 1921 (Moniteur Belge, n° 313).

Bruxelles, le 15 février 1946.

INTERESTEN. — Deze obligatie is voorzien van 40 jaarlijkse rentecoupons voor de aansluitdagen van 15 April 1947 tot en met 15 April 1986.

FINANCIEËLE DIENST. — De betaling van de rentecoupons geschiedt bij de Staatkas (Nationale Bank van België) te Brussel en buiten de hoofdstad.

VERJARING. — De rentecoupons en de verschenen termijnen van renten op naam verjaren door verloop van vijf jaar te rekenen van hun vervaldag; het kapitaal door verloop van dertig jaar vanaf den datum van opeenvaerbaarheid.

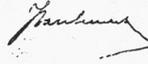
ONVRIJWILLIG BEZITSVERLIES. — Bij onvrijwillig bezitsverlies dient men zich te schikken naar de voorschriften van het koninklijk besluit van 4 November 1921 (Belgisch Staatsblad, n° 313).

Brussel, den 15 Februari 1946.

LE MINISTRE DES FINANCES, DE MINISTER VAN FINANCIËN.

Le Directeur de la Dette au Port,
De Directeur van de Staat aan Toon.

Le Directeur général de la Trésorerie et de la Dette publique,
De Directeur-Generaal der Trésorerie en Staatsschat.

N° 060131

Visé et enregistré à la Cour des Comptes :
Geviserd en geregistreerd in het Rekenhof :

LE GREFFIER EN CHIEF,
DE HOOFDGRIF

LE PREMIER PRESIDENT,
DE EERSTE-VOORZITTER.




• L'emprunt à 3,5 % émis le 8 avril 1943.

L'analyse des différents cours de bourse s'effectue par l'intermédiaire du taux actuariel qui s'interprète comme le taux d'intérêt exigé par le marché pour les emprunts étudiés. Un taux d'intérêt élevé traduit donc la méfiance du public vis-à-vis des obligations concernées. L'approche utilisée permet non seulement de cerner les craintes des milieux financiers mais aussi de mesurer la différence d'appréciation entre les emprunts d'avant mai 1940 et ceux qui ont suivi l'invasion. Les cours relevés dans les journaux de l'époque (*Le Soir* et *L'Echo de la Bourse*) serviront de base à la détermination des taux. Malgré la mainmise des Allemands sur ces journaux durant la guerre, nous avons supposé que les cours de Bourse publiés étaient corrects. Il semble en effet peu probable que la parution de cours volontairement faussés ait pu être envisagée. Ceci ne signifie évidemment pas que les cours n'aient pas pu être manipulés par des achats ou ventes en Bourse.

II. Période d'avant-guerre

L'évolution des taux actuariels de la rente 3,5 % de 1937 du 1^{er} janvier 1939 au 10 mai 1940 est analysée ci-dessous. Le graphique 1 rend compte des résultats obtenus. Trois éléments ressortent de façon marquante.

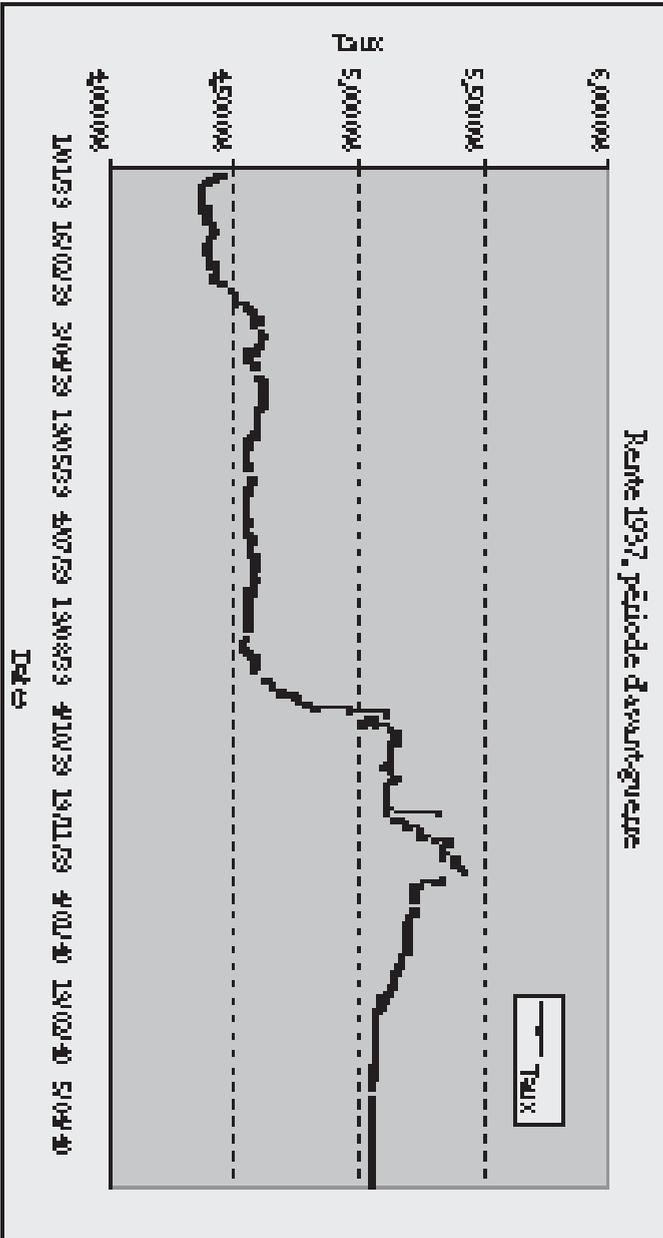
On note en premier lieu que le taux au 1^{er} janvier 1939 est bien plus élevé que le taux facial (4,45 % pour un coupon de 3,5 %). Ceci n'a rien de surprenant : en janvier 1939, de nombreuses crises internationales ont déjà éclaté en Europe (*l'Anschluss* en mars 1938 et l'annexion des Sudètes en octobre 1938 par exemple) ce qui rejaillit sur les cours. La Belgique a déjà rappelé une partie des hommes sous les drapeaux en 1938 et la mobilisation générale peut être décrétée à chaque instant. Le ton des journaux de l'époque (*Le Soir* notamment) n'est pas fait pour rassurer l'opinion publique. Certains articles mettent en avant l'importance du réarmement : "Qui ne voit, par là, que la Belgique doit s'armer jusqu'aux dents ? Elle doit être constamment en condition d'alerte. Car, quelle que soit l'hypothèse stratégique d'une conflagration générale, quel que soit le moment où la Belgique, y puisse être entraînée, si même par miracle, elle échappe à la première phase des hostilités, notre armée est toujours appelée à jouer un rôle (...) vu l'exiguïté du territoire national"¹¹. La tension internationale et la menace de conflit existent toujours en janvier 1939 – "Qu'il subsiste en ce moment de sombres menaces, dont aucune nation ne peut se sentir entièrement à l'abri, c'est l'évidence"¹² – et se retrouve jusque dans les publicités de l'époque¹³.

11 P. CROCKAERT, "Alors que bout un chaudron d'enfer", in *Le Soir*, 8.XII.1938, p. 1.

12 "D'une semaine à l'autre", in *Le Soir*, 16.I.1939, p. 1.

13 Publicités pour les abris B.E.I. des 7 et 15 février 1939, in *Le Soir*, p. 11 de chaque édition.

Graphique 1



De plus, une crise politique amplifie la méfiance du public. L'affaire Martens, qui débute en janvier 1939, mène à la chute du cabinet Spaak en février 1939¹⁴. C. Van Overbergh signale dans *Le Soir* que "Depuis la démission de M. Gerard, du ministère des finances, un brouillard entoure l'esprit de beaucoup de nos compatriotes; ils se demandent quelle est la politique actuelle du gouvernement en matière de finance"¹⁵. Une grande partie des représentants des grands holdings belges juge, lors d'une réunion organisée par A.E. Janssen le 17 février 1939, qu'il est impossible dans le court terme d'émettre un emprunt sur le marché belge (un élément repris par C. Gutt lors de son discours du 23 février 1939¹⁶). Les éléments mentionnés ci-dessus indiquent que l'analyse débute dans un marché déprimé.

Ensuite, de janvier 1939 à janvier 1940, les taux ont nettement tendance à monter. Cette période est ponctuée par des hausses plus marquées (en mars, début septembre, le 9 novembre et encore fin novembre-début décembre 1939). Les causes de ces variations sont à rechercher dans des événements financiers, militaires, politiques et économiques.

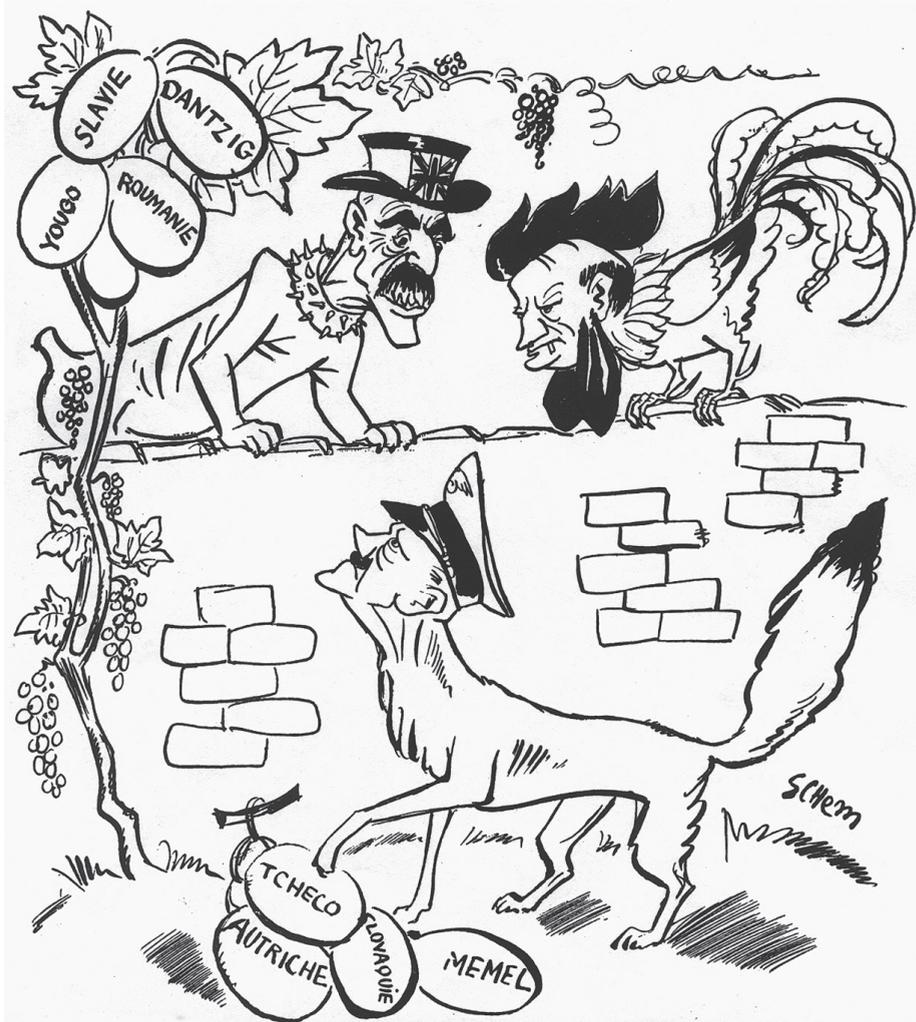
Le pic de mars 1939 naît des troubles politiques survenant en Tchécoslovaquie. Dès le lendemain des accords de Munich (fin septembre 1938), Hitler vise la dislocation de ce qui reste de la Tchécoslovaquie. Ses menées aboutissent à l'invasion du pays le 15 mars 1939. Le marché boursier belge, sensible à la tension internationale, voit alors ses cours baisser et donc les taux exigés monter. Au terme de cette première hausse, les taux se stabilisent. De mars à septembre 1939, des événements militaires entretiennent le climat de méfiance du marché. On peut notamment citer l'annexion de Memel (en Lituanie, le 22 mars 1939) par l'Allemagne ou encore l'invasion de l'Albanie par l'Italie le 7 avril. Les nouvelles internationales n'incitent donc guère le marché obligataire à la détente.

La seconde hausse rend particulièrement bien compte de la déclaration de guerre franco-allemande résultant de l'invasion de la Pologne. Le mouvement débute le jour même de l'ouverture du conflit et se poursuit jusqu'à la capitulation du pays. Le phénomène ne prend cependant pas l'ampleur que les événements auraient pu faire craindre : au moment de la capitulation de la Pologne, fin septembre, les taux d'intérêt n'ont monté que de 0,5 % par rapport au début du mois. Trois éléments expliquent que dans un tel climat d'incertitude, la hausse ne soit pas plus importante. D'abord, la Belgique n'est pas officiellement en guerre. Ensuite, le marché des emprunts d'Etat est au plus bas depuis de nombreux mois et, en termes relatifs, la hausse atteint tout de même

14 Pour plus de détails concernant l'économie et la politique belge en 1939-1940, le lecteur pourra se référer à JEAN-FRANÇOIS CROMBOIS, "Finance, économie et politique en Belgique à la veille de la Seconde Guerre Mondiale, 1939-1940", in *Cahiers d'Histoire du Temps présent*, n° 5, 1998, p. 173-174.

15 C. VAN OVERBERGH, "Gouvernez", in *Le Soir*, 3.II.1939, p. 1.

16 JEAN-FRANÇOIS CROMBOIS, *op.cit.*, p. 174-176.



- Sur cette caricature française de 1939, Hitler se demande s'il peut s'estimer heureux des fruits qu'il a cueillis. La France (Daladier est représenté sous la forme d'un coq) et la Grande-Bretagne (Chamberlain) essayent de l'effrayer. (Photo tirée du *Standaard Geschiedenis van de 20ste eeuw*, Anvers/Utrecht, Standaard Uitgeverij, 1969, t. 4, p. 298)

environ 10 %. Enfin, les obligations sont plus stables que les actions. Les taux se fixent au niveau de 5,1 % pendant près d'un mois. Comme explication de ce phénomène, on peut avancer la thésaurisation. Dans l'attente d'éléments nouveaux, le public conserve les encaisses indispensables en cas de conflit. Les emprunts sont donc dédaignés au profit de la monnaie, plus facile à négocier en cas de fuite.

Le sommet observable peu après le 6 novembre 1939 correspond à l'alerte relative à une invasion imminente de la Belgique et des Pays-Bas par l'Allemagne¹⁷. Baudhuin décrit ainsi les événements : "l'inquiétude était d'autant plus vive, que l'on signalait de nombreuses divisions blindées en face de la Hollande et de la Belgique. (...) La tension eut son point culminant le 11 novembre et elle se dissipa sans autre raison que le retrait des troupes allemandes cantonnées près des frontières"¹⁸.

Les cours atteignent un sommet le 9 novembre (5,32 %). Les deux jours suivants étant fériés, il est impossible de retrouver l'équivalent boursier de la tension maximale du 11 novembre dont parle Baudhuin. Il faudra attendre le 20 novembre pour voir les taux d'intérêt s'enflammer une quatrième fois. Nous ne voyons pas quelle opération militaire pourrait justifier une telle hausse. La fragilité du secteur bancaire pourrait en être la cause. Les banques sont en effet les principales détentrices de fonds d'Etat et leur mauvaise situation générale influence les cours de ces derniers. Si les banques doivent vendre massivement des emprunts pour apurer leurs dettes, les cours vont évidemment avoir tendance à baisser (et donc les taux monter). Or, la période considérée coïncide à un moment de crise pour les banques. L'économiste M. Van Meerten décrit les événements de novembre comme suit : "Vers le 15 novembre, des bruits circulèrent concernant des difficultés rencontrées par trois banques. La Caisse de Reports avait des problèmes par suite de la faillite frauduleuse de la banque hollandaise Mendelsohn (...). L'intervention de plusieurs grandes banques belges parvint finalement à éviter le krach de la Caisse de Reports. Plus grave était la situation du Crédit anversoïse (...). A la fin du mois de novembre 1939, on échafauda une opération de sauvetage pour cette banque. Mais la Bourse fut prise d'un sentiment de crainte lorsqu'elle apprit la saisie de la comptabilité de la banque par la justice et l'arrestation de trois administrateurs, accusés de faux en écriture. Ces mesures fixèrent le sort du Crédit anversoïse. Pour la troisième banque en difficulté, la Banque agricole et commerciale de Belgique (...), on trouva une solution : lorsqu'elle ferma ses portes au début de 1940, les pertes étaient très limitées"¹⁹.

La fragilité du secteur bancaire provient principalement de faillites frauduleuses. La ruée des particuliers auprès de leur banque, en septembre 1939, a sans doute joué un rôle important dans la fragilisation du secteur, contraignant en effet ce dernier à libérer de nombreux dépôts. A la suite de cela, les banques les moins prudentes peuvent avoir éprouvé des difficultés à financer de nouveaux retraits.

Enfin, de janvier à mai 1940, les taux montrent une légère propension à la baisse. A la mi-janvier, ils retrouvent leur valeur d'octobre 1939, ce qui permet à l'Etat de placer son

17 JULES GÉRARD-LIBOIS & JOSÉ GOTOVITCH, *L'An 40. La Belgique occupée*, Bruxelles, CRISP, 1971, p. 85.

18 FERNAND BAUDHUIN, *op.cit.*, p. 73.

19 MICHELANGELO VAN MEERTEN, "Les profondeurs de la crise", in *A la Bourse. Histoire du marché des valeurs en Belgique*, Paris/Louvain-la-Neuve, Editions Duculot, 1992, p. 286.



- Une photo trompeuse : l'entrée des Allemands en Bohême-Moravie ne fut accueillie avec enthousiasme que par une poignée de partisans nazis.
(Photo tirée du *Bericht van de Tweede Wereldoorlog*, Amsterdam, De Geïllustreerde Pers, 1970, t. 3, p. 1184)

Emprunt de l'Indépendance et de rassurer les marchés. La tendance se poursuit jusqu'en mai 1940 sans que, pour autant, les taux ne descendent en dessous de leur niveau de septembre 1939. Le marché est donc toujours anxieux et la Bourse semble attendre la guerre. Aucune hausse spectaculaire des taux ne survient juste avant l'invasion. Ceci s'explique par la présence de taux fort élevés depuis septembre 1939 d'une part, par l'absence de déclaration de guerre et la fermeture de la Bourse dès le début des hostilités d'autre part.

Certains événements militaires ponctuels concernant directement la Belgique, ne se retrouvent pas dans les cours des emprunts d'Etat. On songe notamment à l'atterrissage forcé, le 10 janvier 1940, à Mechelen-sur-Meuse, d'un avion allemand contenant des plans d'invasion de la Belgique et de la Hollande, et à l'invasion du Danemark et de la Norvège le 9 avril 1940. A la veille de l'invasion, les taux se situent à plus de 5 %, soit 1,5 % de plus qu'en 1937. Le risque d'invasion pèse donc bien sur le marché belge. A partir de janvier 1940, on assiste à une baisse des taux qui semble accompagnée d'une certaine indifférence par rapport aux actions militaires à l'étranger. L'invasion ne se présentant pas, le public reprend confiance et attend un retour 'à la normale'. Une partie des encaisses thésaurisées suite aux retraits de septembre reprend le chemin de la Bourse et raffermi les cours des emprunts d'Etat.

III. Période d'occupation

La Bourse ayant été fermée dès le début du conflit, la période allant du 10 mai au 20 août 1940 n'a pu être étudiée sur base des cours boursiers. Les seules informations dont nous disposons sont, comme le commentaire de F. Baudhuin, d'ordre général : "Au point de vue des finances intérieures, après une brusque inflation des moyens de paiement, au début de mai 1940, un reflux de capitaux se produisait dans les banques. Les liquidités se révélaient, d'autant plus que les craintes d'évacuation forcée avaient disparu. C'est donc dans une aisance relative que l'économie belge put se remettre en marche, à partir du mois d'août 1940"²⁰.

Le même auteur signale encore qu'à partir du 10 mai la dette publique n'était plus rémunérée et qu'il faudrait attendre juillet 1940 pour que le service de la dette publique soit repris²¹. Il note en outre que "des transactions avaient eu lieu" et que "les premiers cours enregistrés à la fin de juillet, sur le marché officieux de Bruxelles, témoignaient une légère baisse dans certains cas, et dans la plupart des cas une légère augmentation sur les cours de mai 1940".

En ce qui concerne la dette publique belge, Baudhuin mentionne que les certificats de l'Indépendance se traitent vers 89,5 BEF début juillet 1940 pour 96 BEF à la fin du même mois. Ils sont alors surtout achetés par de grosses sociétés qui peuvent les remettre au pair en paiement de leurs impôts. Il signale également que ces hausses de cours déplaisent à l'occupant qui y voit une méfiance vis-à-vis de la monnaie, ce qui serait contraire à des anticipations de victoire rapide du *Reich*. Pour l'occupant, le franc belge, lié au *mark* par un taux de change fixe, devrait être considéré comme une monnaie forte (et le public ne devrait donc pas lui préférer les titres). Pour pallier ces hausses, il met une série de mesures en œuvre. La première est de souligner dans la presse combien cette demande de titres est malsaine²². Devant le peu de résultats obtenus, des mesures fiscales sont envisagées; nous les décrivons dans la section suivante.

Avant d'aborder les cours des emprunts durant la période d'Occupation, il est utile de rappeler quelques mesures prises par l'occupant au sujet de la détention de valeurs. Dès le 17 juin, un recensement des devises et de l'or fut effectué. Ceux-ci se virent alors échangés au cours officiel. Quant au moratoire bancaire, il fut levé le 19 août. Par ailleurs, une ordonnance du 27 août exigea la déclaration des avoirs étrangers.

La Bourse de Bruxelles fut rouverte par un arrêté du 20 août 1940, un 'office d'identification' ayant au préalable été chargé de s'assurer de la provenance des titres.

20 FERNAND BAUDHUIN, *La Belgique et la Hollande*, (LES FINANCES DE 1939 À 1949, III), Paris, Editions Génin, 1951, p. 29.

21 *Id.*, *L'économie belge...*, p. 182-183.

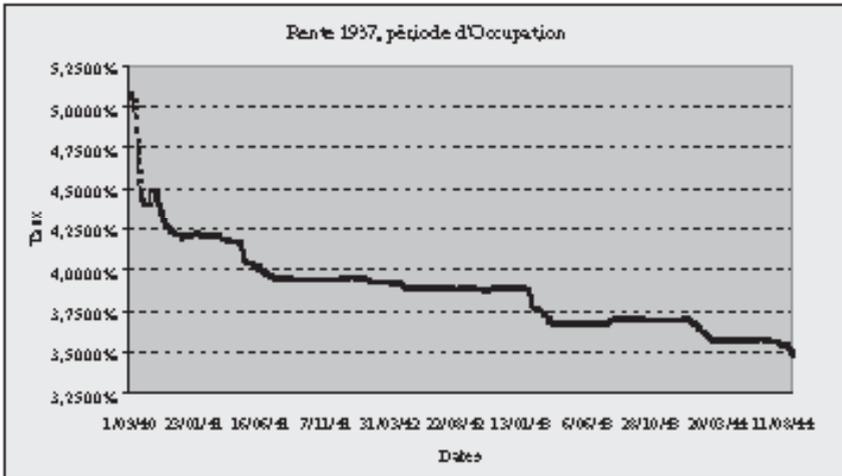
22 *Idem*, p. 190-192.

Cette réouverture ne concernait au départ que quelques titres et il fallut attendre septembre pour que les actions soient de nouveau cotées à la Bourse de Bruxelles. Certaines actions ne devaient d'ailleurs plus se voir admises à la cote pendant un laps de temps beaucoup plus long. L'or et les métaux en tant que valeur d'investissement étaient eux aussi appelés à disparaître. Des données issues des marchés clandestins montrent clairement que l'or et le dollar US allaient rapidement être entraînés à la hausse ²³.

Rente 1937

Le graphique 2 montrant l'évolution des taux déterminés par les cours obligataires relevés dans les journaux de l'époque peut sembler surprenant à plus d'un titre.

Graphique 2



On constate tout d'abord une chute marquée des taux d'intérêt entre septembre et octobre 1940 (avec cependant un 'sursaut' vers le 15 octobre). Cette tendance à la baisse dure, bien que de façon atténuée, jusqu'en septembre 1944. Quelques chutes de taux un peu plus visibles se dégagent néanmoins : la première en avril 1941, la seconde de janvier à mars 1943 et une dernière en janvier 1944. Cette baisse des taux ne se limite pas aux emprunts à long terme. Le rapport sur les opérations de la Banque nationale de Belgique des années 1940-1944 révèle que "le taux de l'argent au jour le jour a continuellement évolué dans le sens de la baisse. Le Trésor public (...) put se procurer une grande partie de ses ressources par le placement de certificats de trésorerie à des taux favorables, nettement inférieurs à ceux fixés en 1939 et durant les premiers mois de 1940. La cession de certificats à quatre mois qui se faisait au taux de 2,75 % en mai 1940

²³ FERNAND BAUDHUI, *La Belgique et la Hollande*, p. 32.



- La Bourse de Bruxelles pendant les années trente.
(Photo tirée de HERMAN VAN DER WEE & MONIQUE VERBREY, *De Generale Bank 1822-1997. Een permanente uitdaging*, Tielt, Lannoo, 1997, p. 209)

put se faire à 1 15/16 % depuis la fin décembre 1940 jusqu'en avril 1943 et à 1 11/16 % jusqu'en décembre 1943, ensuite à 1 5/8 %”²⁴.

La valeur des emprunts traduisant le crédit de l'Etat émetteur, on ne peut qu'être étonné de ces résultats. Le pays est en effet sous le joug d'une puissance étrangère. L'Etat a de plus en plus recours à l'emprunt car ses recettes ne permettent pas de couvrir ses dépenses. L'inflation est à son maximum et l'économie en grande partie paralysée. L'existence même de la Belgique n'est pas assurée²⁵. P. Struye note en décembre 1940 que “la grosse majorité de l'opinion paraît convaincue de l'inutilité de préparer l'avenir sur le plan international et ce en raison du fait que l'issue de la guerre seule pourra déterminer le statut futur du pays” et que “sur le plan économique et social, l'opinion se rend compte qu'en cas de victoire allemande, la Belgique ne pourra que ‘s'aligner’ dans l'économie

24 BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE, *Rapport présenté par le gouverneur, au nom du conseil de régence, sur les opérations des années 1940 à 1944 et rapport du Collège des Censeurs*, Bruxelles, Imprimerie de la Banque Nationale de Belgique, 1945, p. 19-21.

25 JAN VELAERS & HERMAN VAN GOETHEM, *Leopold III. De koning, het land, de oorlog*, Tielt, Uitgeverij Lannoo, 1994, p. 297.

européenne, sous l'hégémonie du *Reich*"²⁶. L'incertitude concernant le sort futur du pays se retrouve même chez les envahisseurs et "il semble en tout cas qu'au début de juin Hitler n'avait pas encore définitivement fixé son attitude"²⁷. La crédibilité financière de l'Etat est de plus remise en cause par l'arrêté du 25 octobre 1941 qui l'autorise à payer des créances à sa charge au moyen de titres de la dette publique. Une mesure que l'on peut assimiler à un achat forcé d'obligations ! Au vu de ces éléments, il semblerait logique que les investisseurs exigent un taux d'intérêt fort élevé en compensation du risque qu'ils encourent de ne pas être remboursés. Les taux montrent au contraire une forte tendance à la baisse : ils passent en effet de plus de 5 % en septembre 1940 à moins de 3,5 % à la veille de la Libération.

La forte baisse des taux de septembre 1940 peut être interprétée comme un retour à la normale. Depuis 1937, une déprime généralisée régnait sur la Bourse car les menaces de conflit devenaient de plus en plus présentes. En septembre 1940 le pays est occupé, certes, mais l'armée allemande a reçu des consignes pour s'attirer la sympathie de la population²⁸. Les atrocités se font dans l'ombre et le peuple est petit à petit rassuré par l'attitude de l'occupant. La Bourse ne craint plus l'invasion, le Comité des secrétaires généraux comporte encore des Belges qui semblent désireux de voir le cours normal de la vie reprendre ses droits. Une fois cette première baisse expliquée, comment interpréter le fait qu'elle continue jusqu'à la Libération ?

Les dépenses de guerre ainsi que les mesures économiques imposées par les autorités allemandes (*Clearing*, *Reichskreditkassenscheine* et frais d'occupation) exercent sur l'économie une forte pression inflationniste. La quantité de monnaie en circulation ne cessera d'augmenter durant la guerre. L'offre de monnaie va donc rapidement dépasser la demande et ce d'autant plus vite que les possibilités d'investissement sont réduites par le conflit. La majorité des ménages cherche avant tout à subvenir à ses besoins. Selon G. Jacquemyns, la part moyenne des dépenses alimentaires passe de 58 % en temps normal à 70 % pour la période 1941-1943²⁹. Son étude concerne principalement les ménages ouvriers mais on peut supposer qu'à l'exception des ménages aisés, elle s'applique à la majorité de la population belge (notamment par la hausse du coût de la vie jointe à la fixation des salaires). Les ménages qui ont des ressources leur permettant d'épargner³⁰ ne peuvent investir que modérément en biens réels parce que l'offre en la matière est

26 PAUL STRUYE, *L'évolution du sentiment public en Belgique sous l'occupation allemande*, Bruxelles, Les éditions Lumière, 1945, p. 29 et 31.

27 JULES GÉRARD-LIBOIS & JOSÉ GOTOVITCH, *op. cit.*, p. 130.

28 PAUL STRUYE, "The policy of occupation", in *Belgium under Occupation*, New York, The Moretus Press Incorporated, 1947, p. 16.

29 GUILLAUME JACQUEMYS, *La société belge sous l'occupation allemande 1940-1944. Les travailleurs déportés et leur famille*, Bruxelles, Nicholson & Watson, 1950, t. 2, p. 36.

30 On retrouve dans G. JACQUEMYS (*op.cit.*, p. 141) l'appréciation d'un des ménages sur ces favorisés : "Les patrons, les commerçants et les paysans gagnent beaucoup d'argent. Ils peuvent se payer de bonnes choses et avec cela il leur reste encore beaucoup d'argent à placer".

fortement réduite. Les investissements en terres sont les seuls qui progressent de manière sensible, l'immobilier ne suivant cette hausse que de loin. La crainte de bombardements n'est évidemment pas étrangère à cette situation. G. Jacquemyns note, à propos d'un ménage s'étant enrichi lors du conflit, que "le boutiquier n'a qu'un souci : comment placer les 300.000 fr."³¹. Cette interrogation reflète bien la rareté des biens dans lesquels il est possible d'investir et il semble que les ménages aisés finissent par acheter des titres ou déposer leurs fonds auprès des banques faute de mieux.

De leur côté, la plupart des entreprises profitent de l'inflation pour rembourser les dettes qu'elles avaient contractées durant la dépression des années 30. Pour les rares projets d'investissement qu'elles pourraient avoir, leurs fonds sont d'ordinaire largement suffisants. L'étude des comptes des banques de l'époque est éloquent à cet égard. Si on se réfère aux données de la KB³², le résultat peut être résumé comme suit : alors que pour le premier quart de l'exercice 1940-1941, le poste 'débiteurs divers' représente 42 % des investissements totaux, il passe à 20 % pour la même période de l'exercice 1941-1942 avant de se fixer à 13 % les deux dernières années du conflit. Cet afflux de capitaux provenant des entreprises est doublé d'une forte augmentation des dépôts. Les comptes de la KB (tableau 1) illustrent ce phénomène.

Tableau 1 :
Evolution des dépôts auprès de la KB durant la période 1939-1945 (en millions de BEF)

31 mars 1939	776
31 mars 1940	632
31 mars 1941	1.558
31 mars 1942	1.985
31 mars 1943	3.543
31 mars 1944	4.817

Les banques finissent donc par récupérer de l'argent qu'elles peuvent investir, soit en emprunts ou certificats de trésorerie, soit en actions.

Bourse et fiscalité

Comme mentionné plus haut, le succès remporté par le marché boursier irrite rapidement l'occupant. Pour le limiter, il entreprend de faire voter divers arrêtés. Le premier, daté du 21 octobre 1940, concerne la spéculation sur fonds public. Il interdit d'emprunter sur nantissement pour spéculer en Bourse. Les institutions de crédit reçoivent alors des instructions strictes. Ces dernières sont scrupuleusement respectées,

³¹ *Idem*, p. 140.

³² HERMAN VAN DER WEE & MONIQUE VAN DER WEE-VERBREY, *Mensen maken geschiedenis. De Kredietbank en de economische opgang van Vlaanderen 1935-1985*, Tielt, 1985, p. 199-201.

mais leur effet à long terme est presque nul compte tenu de l'abondance des capitaux. Il se pourrait cependant que cet arrêté soit à l'origine du léger 'sursaut' des taux observé en octobre 1940. Un an plus tard, l'arrêté du 14 octobre 1941 instaure un régime de limitation des dividendes.

Exemptés d'impôt, les emprunts d'Etat étudiés sont, du point de vue fiscal, plus intéressants que les actions proposées par le marché. Cependant, dès 1941, l'impôt sur les revenus mobiliers est ramené de 26,4 % à 10 %³³. Cette diminution aurait dû, en théorie, dynamiser le marché des actions. Le graphique 2 ne montre cependant pas de hausse de taux due à une préférence accrue des actions par rapport aux emprunts d'Etat. Cette indifférence relative peut s'expliquer par la nature même des emprunts d'Etat. Ces derniers garantissent un revenu sûr ce qui assure leur succès auprès des banques. Ici encore les comptes de ces dernières sont révélateurs. Ainsi, le montant de la dette publique déteu par la KB passe de 83 millions le 31 mars 1939 à 3.910 millions le 31 mars 1944³⁴. Le cas de la COB (actuelle BACOB) présente de nombreuses similitudes puisque les fonds d'Etat passent de 29 % de l'actif en 1939 à 71 % en 1944³⁵. Pour la Générale de Banque, la principale banque du pays, le crédit aux pouvoirs publics se multiplie par 5 ou 6 à la fin de la guerre³⁶ et finit par drainer, en 1944, jusqu'à 90 % des dépôts du public.

Le mécanisme économique peut être synthétisé comme suit. Les banques récoltent de nombreux dépôts. Or, dès 1941, il n'y a presque plus moyen de trouver de réemplois dans le secteur privé. Elles sont donc forcées de s'adapter aux changements. Van der Wee note ainsi une formidable augmentation des dépôts qui, trouvant difficilement un réemploi dans le secteur privé, sont destinés à l'achat de papier d'Etat³⁷. Le blocage des salaires, qui avait été instauré par crainte de l'inflation, permet cependant au secteur bancaire de limiter ses frais d'exploitation et donc d'engranger des profits. Le rapport de la BNB reprend ces éléments dans les termes suivants : "Enfin, plus tard, les conséquences de l'inflation fiduciaire se manifestèrent et les banques se trouvèrent dotées de moyens d'action nouveaux considérables. Cette fois le problème, pour elles, changeait d'aspect, car le volume du crédit demandé par l'économie privée était réduit en raison du ralentissement de l'activité industrielle et commerciale. Dès septembre 1940, on constate dans la situation des banques une diminution des débiteurs divers (...). Dès lors, les moyens dont les banques disposaient furent consacrés d'abord à la liquidation

33 P. SERCU (e.a.), "La guerre et la reconstruction", in *A la Bourse...*, p. 309.

34 HERMAN VAN DER WEE & MONIQUE VAN DER WEE-VERBREYT, *op.cit.*, p. 201.

35 EMMANUEL GERARD, JOZEF PACOLET, JOOST VAN BOUCHAUTE & KAREL VERAGHTERT, *Une coopérative ouvrière devient une banque. L'histoire de la BACOB*, Tielt, Editions Lannoo, 1995, p. 131.

36 GUY VANTHEMSCHE, "La banque de 1934 à nos jours", in HERMAN VAN DER WEE (e.a.), *La Générale de Banque 1822-1997. Un défi permanent*, Bruxelles, Editions Racine, 1997, p. 329.

37 HERMAN VAN DER WEE & MONIQUE VAN DER WEE-VERBREYT, *op.cit.*, p. 199-201.

de leurs engagements envers les institutions para-étatiques, et ensuite à l'octroi de crédit à l'Etat, opération qui devint à peu près la seule forme de leurs placements³⁸.

En conclusion, quatre raisons majeures purement économiques motivent les banques à acquérir des obligations d'Etat pendant la Seconde Guerre mondiale : le volume important des émissions, la difficulté de trouver d'autres réemplois, le fait que l'Etat paye les coupons³⁹ et enfin la perspective d'un profit facile puisque les salaires sont bloqués⁴⁰. Un motif supplémentaire, propre à la personnalité de l'un des principaux banquiers belges, vient s'ajouter aux éléments mentionnés ci-dessus.

Alexandre Galopin et la politique bancaire

Comme le signale G. Vanthemsche, "l'activité bancaire englobe beaucoup plus que les données chiffrées auxquelles on la ramène souvent. Au contraire, elle constitue une matière vivante. Elle résulte de grandes options stratégiques et de petits choix quotidiens. Ces choix et options découlent de l'interaction d'idées divergentes et convergentes des dirigeants de la banque qui, comme tous les hauts responsables, sont confrontés à des souhaits réalisés et des espoirs déçus, à des frustrations et des succès, des certitudes et des doutes"⁴¹.

Restreindre le rapport des banques vis-à-vis des emprunts d'Etat aux seules préoccupations financières de ces premières, ne représenterait donc qu'imparfaitement les motivations de leurs dirigeants. Si ces motivations ont un impact indéniable sur la politique bancaire des institutions financières du pays, il est particulièrement ardu de les déterminer. La difficulté est d'autant plus grande que celles-ci peuvent varier au cours du temps et au fil des événements. Elles représentent cependant un élément essentiel pour expliquer certains faits de nature économique. Dans le secteur qui nous intéresse, en Belgique occupée, une personne va jouer un rôle considérable : Alexandre Galopin, le gouverneur de la Société générale. Ceci s'explique aisément non seulement par la structure économique et politique du pays avant et pendant l'Occupation mais aussi par la personnalité de ce dernier.

Comme l'indique E. Verhoeyen, l'économie belge d'avant-guerre reste fortement dominée par le holding de la Société générale de Belgique : "Pour les Allemands comme

38 BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE, *Rapport présenté par le gouverneur...*, p. 22-23.

39 Alors qu'il semble peu probable que des entreprises payent des dividendes.

40 Il convient de relativiser ce point, car comme l'ont montré H. Van der Wee et M. Verbreyt, les banques jouèrent tout au long du conflit un important rôle social pour leurs employés. Pour une analyse des motivations du patronat en ce qui concerne la politique des salaires, le lecteur pourra se référer à DIRK LUYTEN, *Ideologie en praktijk van het corporatisme tijdens de Tweede Wereldoorlog*, Bruxelles, VUBPress, 1997, p. 36-38.

41 GUY VANTHEMSCHE, *op.cit.*, p. 319.



• Camille Gutt et Paul-Henri Spaak en 1942.
(Photo SOMA-CEGES)

pour beaucoup de Belges, la Société Générale était vraiment un des piliers de la Belgique (...) La Société Générale avait d'ailleurs tendance à identifier ses intérêts à ceux de la Belgique toute entière⁴². Le secteur bancaire n'échappe pas à la règle, la Générale de Banque possédant à elle seule plus du quart des fonds propres de toutes les banques belges réunies⁴³. Cette situation prédominante se verra renforcée par le conflit. G. Vanthemsche note en effet que "dans les périodes de troubles, plus précisément juste avant et pendant la Seconde Guerre mondiale, une part plus grande des disponibilités du public cherche apparemment un refuge réputé sûr : ces capitaux s'acheminent plus qu'avant vers les plus grandes banques privées du pays (entre autres la Banque⁴⁴ : en 1942, elle gère 42,5 % de tous les dépôts bancaires)"⁴⁵.

42 ETIENNE VERHOEYEN, "Les grands industriels belges entre collaboration et résistance : le moindre mal", in *Cahiers du Centre de Recherches et d'Etudes historiques de la Seconde Guerre mondiale (CREHSGM)*, n° 10, 1986, p. 72.

43 GUY VANTHEMSCHE, *op.cit.*, p. 320.

44 La Générale de Banque.

45 GUY VANTHEMSCHE, *op.cit.*, p. 324.

L'importance de la Générale de Banque ne se limite cependant pas à sa position dominante en tant qu'établissement financier. La création du consortium des banques en 1912 devait lui assurer une place de choix dans les négociations entre les banques et l'Etat ⁴⁶, le président de la banque (ou, à défaut, une autre personnalité dirigeante) devenant automatiquement président du consortium. Le consortium assurait donc à la Générale la certitude de participer aux négociations entre les banques privées et l'Etat, notamment en matière de dette publique à long terme.

Le rapport étroit entre les dirigeants du pays et les principaux industriels se manifeste notamment par la réunion organisée le 15 mai 1940 par P.-H. Spaak et C. Gutt avec les principaux banquiers du Royaume que sont alors A. Galopin (Société générale), M.-L. Gérard (Banque de Bruxelles) et F. Collin (*Kredietbank*). L'éventuelle délégation de pouvoir et la mission de confiance dont le gouvernement aurait chargé les banquiers lors de cette réunion devaient par la suite faire couler beaucoup d'encre ⁴⁷. Un élément demeure cependant incontesté : le mandat donné aux banquiers afin de pourvoir au paiement des agents de l'Etat.

Il demeure toutefois certain que l'influence politique des holdings et le pouvoir du patronat augmentent durant l'Occupation. J. Gillingham note que "*The power of big business to make state policy during the occupation is particularly evident in banking and finance. The system of consumer deprivation set up in occupied Belgium to finance exports to the Reich provided the leaders of high finance with an unprecedented opportunity to manipulate the savings of the public*" ⁴⁸. Dans ce cadre, Galopin influence fortement l'ensemble de la vie politique et économique du pays. Dès le 15 mai 1940 ⁴⁹, il pose les bases d'une politique de reprise du travail, 'la politique du moindre mal'. E. Verhoeven la synthétise comme suit : "La 'politique de production' qu'elle préconisait était conçue comme un moindre mal : en livrant des produits même semi-militaires à l'Allemagne, les industriels espéraient obtenir en contrepartie un meilleur ravitaillement de la population, et éviter que les Allemands ne déportent des travailleurs comme ils l'avaient fait en 14-18. (...). Cette doctrine de reprise du travail était approuvée par les plus hautes autorités restées au pays" ⁵⁰.

En ce qui concerne le secteur bancaire, l'influence de Galopin est diffusée via la Générale de Banque, ses rapports personnels avec les dirigeants des autres banques et le consortium des banques. Dans une note datée du 15 juillet 1940 intitulée "Devons-nous

46 *Idem*, p. 336.

47 Pour la controverse existant à ce sujet, le lecteur pourra se référer à DIRK LUYTEN, "De 'opdracht' van de regering aan het Galopin-Komitee op 15 mei 1940", in *Cahiers du CREHSGM*, n° 16, 1994, p. 163-171 et JULES GERARD-LIBOIS & JOSÉ GOTOVITCH, *op.cit.*, p. 171-173.

48 JOHN GILLINGHAM, *Belgian Business in the Nazi New Order*, Gand, Jan Dhondt Stichting, 1977, p. 170.

49 On pourra consulter à ce sujet MARK VAN DEN WIJNGAERT, *op.cit.*

50 ETIENNE VERHOEYEN, *op.cit.*, p. 58.

repandre la production industrielle en Belgique ? Dans quelle mesure ?”, il explicite sa position sur l’activité économique et la reprise du travail mais propose aussi, et ceci nous intéresse au premier plan, une ligne de conduite en ce qui concerne la gestion bancaire et la politique monétaire du pays : “En effet, du fait, d’une part, d’un certain gonflement de l’émission de billets au cours des derniers mois qui ont précédé la guerre en Belgique et de l’émission de *Reichskreditkassenscheine*, et d’autre part de l’extrême limitation des possibilités d’achat par le rationnement, il existe en Belgique de larges possibilités résorbées en partie par la souscription de bons du Trésor, mais qu’il serait sain de résorber définitivement par l’emprunt. Mais encore une fois il faut que pour que celui-ci soit possible que le public ait confiance dans la monnaie, et il ne sera possible d’obtenir cette confiance que si les prix restent stables c’est à dire si la monnaie conserve son pouvoir d’achat”⁵¹.

Selon Galopin, la stabilité des prix est la garante d’une politique économique saine. Il signale par ailleurs d’une part “qu’une politique d’abandon de la monnaie constituerait à l’égard des classes de petits épargnants une imposture grave qui pourrait être lourde de conséquences” et d’autre part “le caractère injuste et immoral de l’inflation qui spolie les créanciers et favorise les débiteurs”⁵².

Les éléments mentionnés ci-dessus constituent un élément supplémentaire pour comprendre l’évolution des cours des rentes belges. En effet, Galopin considérait en juillet 1940, qu’il était du devoir des banques de tout mettre en œuvre pour garantir la stabilité monétaire. L’émission par le Comité des secrétaires généraux, et donc la souscription par les banques d’emprunts à long terme constituait, à ses yeux, le meilleur moyen d’atteindre ce but. Outre les éléments purement économiques, les banques possédaient donc une ‘incitation civique’ pour soutenir le cours des emprunts. Cette dernière était renforcée par le précédent de la Première Guerre mondiale. La Société générale était à l’époque le leader naturel du monde bancaire et son gouverneur, Jean Jadot, était devenu le ‘directeur de conscience’ des milieux d’affaires. Au vu des dispositions prises en matière d’émission de monnaie et de financement des pouvoirs publics par la Société générale lors du premier conflit mondial, il pouvait sembler naturel aux dirigeants du monde des affaires de suivre les recommandations d’A. Galopin dans ces domaines⁵³.

L’étude d’E. Verhoeyen sur l’évolution de la doctrine Galopin⁵⁴ montre que celle-ci subit au fil des événements politiques et militaires des aménagements (notamment en juin 1941 avec la “Note relative au comportement de l’industrie belge pendant l’Occupation

51 ALEXANDRE GALOPIN, *Devons-nous reprendre la production industrielle en Belgique ? Dans quelle mesure ?*, 15.VII.1940, p. 40 (CEGES, *Papiers l’An 40*, W3, n°25).

52 *Idem*, p. 29.

53 GINETTE KURGAN-VAN HENTENRYK, *Gouverner la Générale de Belgique. Essai de biographie collective*, Bruxelles, De Boeck Université, 1996, p. 121-122 et 180.

54 ETIENNE VERHOEYEN, *op.cit.*, p. 57-114.

du pays” et au printemps 1942 avec l’unique tentative de révision de la politique du travail). L’attitude générale vis-à-vis des emprunts à long terme se modifie également avec le temps. P. Nefors note en effet qu’à partir de 1942, Galopin n’envisage plus de remettre en cause sa politique de production en fonction de la croissance de la dette publique⁵⁵. On ne retrouve plus ici les éléments de stabilité du franc et de confiance en la monnaie développés en juillet 1940. En 1942, Galopin est depuis longtemps en contact avec Londres et reconnaît le gouvernement belge en exil comme le gouvernement légal⁵⁶. Il refuse cependant de suivre à la lettre les instructions émanant de ce dernier et préfère pendant toute la guerre engager les banques à soutenir le Comité des secrétaires généraux en souscrivant à ses emprunts, ceci afin de maintenir sa politique de moindre mal.

Effet monétaire

La légère chute des taux observés entre janvier et mars 1943 proviendrait, d’après Baudhuin, de la peur du retrait de billets de banque. “La dernière hausse boursière qui se produisit en décembre 1942 - janvier 1943, eut une cause extrinsèque. Le public se mit à craindre des mesures contre les billets de banque, et en particulier l’annulation d’une fraction de ceux-ci à échéance immédiate ou lointaine. Cette préoccupation gagna de larges couches d’épargnants et provoqua d’importants achats en Bourse. L’index boursier de Bruxelles monta de 10 % environ”⁵⁷.

L’analyse des cours montre que ce constat relatif aux actions s’étend aux obligations. Le public préfère investir ses avoirs en actions ou obligations plutôt que de se voir contraint de montrer l’étendue de sa fortune à l’occasion du retrait des billets de banque. En mars 1943, lorsque le retrait de certains billets a réellement lieu aux Pays-Bas, le marché réagit de nouveau : “Un mouvement violent se produisit sur les rentes lors du retrait des billets de banque en Hollande. Le public se montra plus désireux d’investir en fonds d’Etat, et il porta son choix principalement sur les valeurs émises avant la guerre, qui semblaient être de meilleur aloi, et réserver les possibilités de revalorisation en cas de dévaluation. La demande de ce type fut telle que les cours auraient haussé violemment si l’Etat et la Banque Nationale n’avaient réalisé, à tort selon nous, une notable partie de leur portefeuille”⁵⁸.

Cette observation amène évidemment à relativiser les résultats obtenus. Les taux des rentes auraient, en l’absence de l’intervention de la BNB, montré une tendance à la

55 PATRICK NEFORS, “Emissiebank en clearing : een aspect van het financieel-economisch leven in het bezette België 1940-1944”, in *Studia Historica Oeconomica. Liber alumnorum Herman Van der Wee*, Louvain, Universitaire Pers Leuven, 1993, p. 308. Notons que d’après JOHN GILLINGHAM, *op.cit.*, p. 172, le montant importait peu tant qu’il permettait à l’industrie d’engranger des profits.

56 ETIENNE VERHOEYEN, *op.cit.*, p. 95-105.

57 FERNAND BAUDHUIN, *L’économie belge...*, p. 355.

58 *Idem*, p. 363.

baisse encore plus marquée. De plus, la Banque nationale pourrait avoir influencé les cours à d'autres moments du conflit. Cependant, en l'absence d'éléments allant dans ce sens, il est légitime de supposer que les éventuelles interventions ont été d'une importance minimale. Il semble en effet peu probable que des témoins des événements comme F. Baudhuin n'en fassent pas mention⁵⁹.

La hausse de janvier 1944 pourrait être due à un événement similaire. C'est du moins l'avis de J.M. Chevalier, l'un des journalistes du *Soir* 'volé'. Le raffermissement des rentes serait dû à des mesures monétaires prises en Corse. Les armées alliées ont en effet procédé à l'échange de billets lors de la libération de la Corse. D'après Chevalier, ceci explique la baisse du taux des rentes. Il note à ce sujet : "Certaines dispositions des arrêtés ci-dessus, ont été interprétées par les investisseurs en valeurs à revenu fixe (...) d'une manière plutôt favorable"⁶⁰. Il convient cependant de déterminer dans quelle mesure cette hausse ne reflète pas plutôt la victoire des Alliés en Corse.

Indifférence vis-à-vis des revers ou victoires militaires ?

L'apparente indifférence des cours par rapport aux événements guerriers ne peut que surprendre. La période étudiée présente d'un point de vue strictement militaire deux phases bien distinctes. Durant la première, de septembre 1940 à l'été 1942, les troupes de l'Axe sont victorieuses sur tous les fronts. La seconde, débutant après la défaite allemande de Stalingrad, voit les Alliés voler de victoire en victoire. L'opinion publique belge est au fait des événements militaires. Ainsi, P. Struye remarque qu'après trois ans d'Occupation "la très grande majorité de la population a, non plus seulement la confiance, mais la certitude absolue de la victoire des Anglo-Saxons"⁶¹, une position à mettre en rapport avec la quasi certitude de victoire allemande qui prévalait au sein de la population en juin 1940. Il est à noter cependant que l'appréciation quant à l'issue du conflit dépend fortement des positions sociales des individus. Ainsi, le point de vue du gouvernement en exil en France, des industriels et des banquiers à la fin du printemps 1940 diffère fortement de celui décrit par P. Struye à la même époque. Le journal de August de Schryver, ministre des Affaires économiques, montre bien que dans la sphère gouvernementale, une vision plus nuancée est de mise⁶². Le 14 juin, deux hypothèses sont considérées lors du conseil des ministres : la poursuite du combat par les Français et les Britanniques et le retrait des Français des hostilités. Quant aux

59 Les relations qu'entretenait Fernand Baudhuin avec les dirigeants des banques pourrait cependant être l'une des raisons d'une éventuelle omission.

60 J.-M. CHEVALIER, "A propos des mesures monétaires en Corse", in *Le Soir*, 15-16.I.1944, p. 3.

61 PAUL STRUYE, *L'évolution du sentiment public...*, p. 24 et 137. Notons que l'étude de Struye concerne l'opinion des classes moyennes voire aisées de la population.

62 AUGUST DE SCHRYVER, *Oorlogsdagboeken 1940-1942*, Tielt, Uitgeverij Lannoo, 1998.



- Au début de la Seconde Guerre mondiale, les réserves en or de la Banque nationale, d'une valeur de 32 millions de francs belges, furent mises en sécurité à l'étranger.
(Photo SOMA-CEGES)

principaux dirigeants de l'économie, ils reconnaissent secrètement, dès octobre 1940, le gouvernement de Londres⁶³.

Pourquoi les cours boursiers resteraient-ils indifférents à ces événements alors que pour la période d'avant-guerre les signes avant-coureurs du conflit jouent un rôle considérable ? En fait, la baisse des taux tout au long du conflit, pourrait refléter une croyance en la victoire des Alliés mais ceci n'expliquerait pas la baisse observée pendant les périodes victorieuses de l'Axe.

Après un an d'Occupation, P. Struye note que "la hausse vertigineuse des cours de bourse – bien que certains l'attribuent pour une partie à des achats allemands – semble impliquer chez beaucoup d'épargnants la conviction que le régime futur n'exclura pas le fonctionnement rémunérateur des sociétés anonymes"⁶⁴. Cette remarque peut s'interpréter comme le fait qu'à l'époque une partie de la population considère que la Belgique conservera une relative autonomie politique. La politique anticapitaliste des nazis ne serait donc pas appliquée de manière stricte.

⁶³ MARK VAN DEN WIJNGAERT, *op.cit.*, p. 25.

⁶⁴ PAUL STRUYE, *op.cit.*, p. 65.

Dans un même ordre d'idées, Piet Sercu signale que, d'une manière générale, il n'existe pas d'étude concernant les variations boursières durant la période qui nous intéresse⁶⁵. Il met en évidence la hausse des cours pendant la guerre et signale que leur niveau se situe à l'indice 120 en septembre 1940 si on considère un indice 100 pour la période 1936-1938. En ce qui concerne les hostilités à proprement parler, il remarque que les mauvaises nouvelles du point de vue militaire entraînent des hausses, les bonnes des baisses. Les hausses se manifestent notamment en juin 1941 avec l'attaque de la Russie et en janvier 1942 suite aux succès allemands d'Afrique et de Russie; à l'inverse, une baisse marque l'entrée en guerre des Etats Unis d'Amérique.

L'explication proposée par P. Sercu est intéressante. Il voit dans ce schéma le fait qu'au début "les nouvelles qui faisaient prévoir un prolongement de la guerre étaient interprétées comme l'annonce d'une inflation plus poussée et d'un rétrécissement des possibilités d'investir, et vice-versa. Ce schéma disparut, dès la fin 1943, lorsque le bout du tunnel fut en vue et lorsque la Bourse commença à remonter normalement"⁶⁶.

D'autres éléments peuvent venir compléter cette analyse. Dans le cas d'une victoire allemande rapide et de l'instauration d'un ordre nouveau sous son hégémonie, les investisseurs pensent pouvoir continuer leurs opérations en toute quiétude. Ce type de raisonnement peut s'appliquer à la mi-décembre 1940. P Struye signale en effet que "les uns, qui paraissent les plus nombreux, croient que c'est par une paix de compromis que les hostilités prendront fin"⁶⁷. Le marché, recherchant toujours une certaine stabilité, favorise les nouvelles annonçant la fin de la guerre. En revanche, en cas de victoire alliée le pays serait plongé dans l'incertitude ce qui pourrait relancer le mécanisme de thésaurisation et de vente de titres. Après 20 mois d'occupation, la grosse majorité du public est convaincue d'une victoire anglaise⁶⁸; pourtant, ceci ne se reflète pas dans les cours boursiers.

L'évolution des cours de bourse n'est pas envisagée de la même façon par tous les auteurs. Baudhuin relate en effet que "la baisse boursière devait s'accroître considérablement au cours de l'année 1943, lorsque les nouvelles militaires devinrent favorables aux Alliés. Chaque fois qu'une perspective de fin prochaine de la guerre se manifesta, on assista à une baisse en Bourse. Apparemment, le public désirait se réserver des liquidités pour le moment où les stocks pourraient être reconstitués. D'autre part une fin rapide de la guerre permettait d'espérer que la monnaie serait moins dévaluée que si la paix devait survenir plus tard"⁶⁹.

65 P. SERCU (e.a.), "La guerre...", p. 309-310.

66 *Idem*, p. 310.

67 PAUL STRUYE, *op.cit.*, p. 24.

68 *Idem*, p. 80.

69 FERNAND BAUDHUIN, *L'économie belge...*, p. 355.

Quelle que soit la raison réelle de ces mouvements, les schémas décrits ci-dessus ne s'appliquent pas aux rentes que nous étudions. La baisse des taux se vérifie du début de l'Occupation jusqu'à la Libération. Ce comportement singulier peut être lié à la nature des détenteurs de fonds d'Etat. La part du secteur bancaire dans le financement de la dette publique varie entre 10 et 25 % au cours du conflit (avec un pic à 25 % en 1943). Il n'est pas possible de déterminer qui possède le reste des montants émis. Ceux-ci se répartissent entre les autres investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance), les entreprises privées (pour celles disposant d'un excès de trésorerie après investissement) et les particuliers. Quelle que soit la répartition entre ces secteurs, il est sûr qu'il n'existe pas d'entreprise privée ou de particulier qui, à titre individuel, possède une proportion de la dette publique comparable à celle détenue par les banques. Celle-ci est telle que les banques deviennent les opérateurs principaux sur ce segment des marchés. Leur poids leur permet d'exercer une pression décisive sur les cours d'autant plus qu'une partie des entreprises qui pourraient détenir des fonds d'Etat sont directement dirigées par celles-ci (il suffit à ce sujet de considérer le groupe de la Société générale). L'influence réelle des banques (et de leurs dirigeants) est donc supérieure aux pourcentages mentionnés ci-dessus. Ceux-ci ne représentent que la partie détenue directement par les banques; il convient donc d'y ajouter celle détenue de manière indirecte.

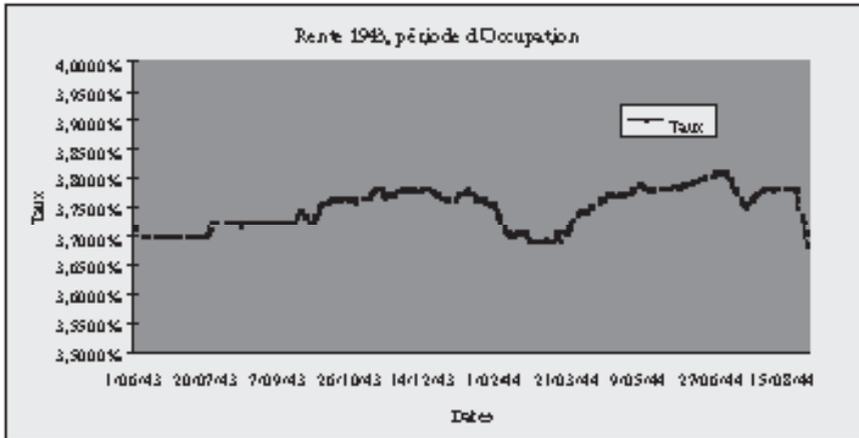
Les évolutions des cours des emprunts d'Etat pourraient dès lors s'expliquer par deux raisons : d'une part la difficulté qu'éprouvent les banques à réemployer leurs fonds, d'autre part une entente entre certains banquiers. Le crédit au secteur public en pour cent des moyens d'action passe en effet de 25 % environ en 1940 à 80 % en 1944 ⁷⁰ et le marché des emprunts d'Etat devient essentiel pour les banques car il est le seul qui puisse absorber leur excédent de fonds. Les nombreuses réunions et les contacts fréquents des grands banquiers indiquent qu'une entente, du moins en ce qui concerne la politique générale à mener vis-à-vis de la dette publique, existe au sein du secteur bancaire.

Rente 1943

Le graphique 3 reprend l'évolution des taux actuariels de la rente 1943. Cette courbe est d'une grande stabilité sur toute la période étudiée. Le taux du marché varie en effet entre 3,6 % et 3,85 % et ne présente pas de véritable hausse consécutive aux succès militaires des Alliés. Il est cependant peu probable que le marché n'ait pas été au fait des derniers développements du conflit. La confiance en ces titres peut s'expliquer par l'attitude du gouvernement de Londres qui en 1943 fait preuve de compréhension vis-à-vis des décisions difficiles que Galopin doit prendre, sous la pression de l'Occupation, tout en

⁷⁰ HERMAN VAN DER WEE (e.a.), *La Générale de Banque...*, p. 665.

Graphique 3



désapprouvant la poursuite de sa politique⁷¹. Cette compréhension peut laisser présager un traitement 'normal' des emprunts d'Etat émis par le Comité des secrétaires généraux.

Dans quelle mesure les cours ont-ils été influencés par des manœuvres extérieures au marché ? A l'inverse du cas des rentes de 1937, la BNB pourrait avoir racheté une partie des emprunts 1943 dans le but de soutenir leur cours. Il se peut aussi que cette absence de variation ne cache une baisse relative : si les cours des titres similaires subissent une pression à la hausse, alors que les cours de la rente 1943 restent les mêmes, c'est que le public manifeste des anticipations négatives vis-à-vis de la rente 1943. La comparaison des deux rentes étudiées offre une information précieuse à cet égard.

IV. Comparaison entre la rente 1937 et la rente 1943

Les remarques du gouvernement de Londres vis-à-vis de l'attitude des secrétaires généraux auront tout au long du conflit un caractère ambivalent. Les secrétaires généraux font ainsi l'objet tantôt de critiques, tantôt d'une certaine indulgence pour leurs actions. En ce qui concerne les finances publiques, le flou juridique des lois du 10 mai 1940 est à l'origine de nombreux malentendus, en particulier pour ce qui a trait à la nomination d'un nouveau gouverneur de la Banque nationale⁷². Le gouvernement de Londres tente il est vrai depuis des mois de faire valoir ses droits sur l'or déposé en France avant le conflit. Pour y parvenir, il lui faut bien entendu être reconnu comme un interlocuteur valable par les Alliés.

⁷¹ M. VAN DEN WIJNGAERT, *op.cit.*, p. 99-100.

⁷² A ce sujet, voir le RAPPORT DU COMITÉ D'ENQUÊTE, *La situation et les opérations de la Banque d'Emission à Bruxelles pendant l'occupation allemande*, Bruxelles, Imprimerie de la BNB, 1946, t. 1, p. 31-41.

Le graphique 4 reprend la différence de taux entre les rentes 1937 et 1943 rapportée au taux de 1937. Les deux emprunts sont de structure similaire : il s'agit de rentes perpétuelles donnant un coupon de 3,5 %. La différence relative (DR) est définie comme suit :

$$D.R = \frac{r_{1943} - r_{1937}}{r_{1937}}$$

Cette différence relative traduit la prime exigée (en pourcentage de taux d'intérêt) par le marché pour l'emprunt émis pendant la guerre par rapport à celui émis avant mai 1940. Le graphique 4 peut être divisé en trois parties.

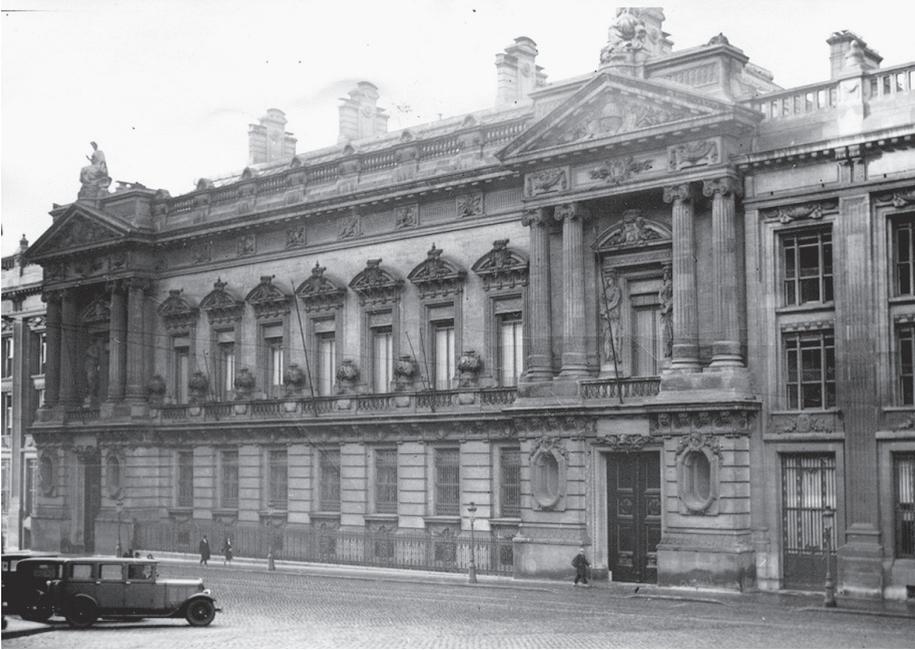
Graphique 4



La première débute en juin 1943 et finit mi-septembre de la même année. La différence entre les deux emprunts reste inférieure à 1 %. Le marché ne marque donc pas de réelle préférence pour l'un des emprunts. On note un bref saut de valeur le 23 juillet 1943 qui est peut-être un signe de l'influence des troubles politiques agitant l'Italie (Mussolini démissionne le 25 juillet).

La seconde partie va d'octobre 1943 à février 1944. La différence devient visiblement plus importante, se stabilisant à près de 2 %. Le public demande une prime égale à 2 % du taux pratiqué sur les emprunts d'avant-guerre pour accepter les emprunts émis en 1943. Ainsi même si les taux d'intérêt baissent en valeur absolue pour les deux emprunts, il existe une préférence marquée pour les valeurs d'avant-guerre.

La dernière partie débute en février 1944 et s'achève à la Libération. La différence relative devient de plus en plus importante. Elle reflète une véritable réaction du marché face



• La façade de la Banque nationale de Belgique à Bruxelles pendant la Seconde Guerre mondiale.
(Photo SOMA-CEGES)

aux revers militaires allemands. L'incertitude existant par rapport au traitement réservé aux valeurs émises par les secrétaires généraux par le gouvernement de Londres apparaît clairement. Cette observation concorde avec les dires de F. Baudhuin ⁷³ : le public considère les valeurs d'avant-guerre comme de meilleur aloi. Peu avant la Libération, on note cependant qu'à deux reprises, soit du 11 au 21 juillet et fin août 1944, les différences se réduisent de manière importante. Peut-être peut-on y voir l'annonce des mesures d'assainissement monétaire votées dès le 1^{er} mai 1944 ⁷⁴, dont le public aurait été averti par le discours radiodiffusé de C. Gutt du 9 mai 1944 ⁷⁵. L'incertitude quant à l'avenir politique du pays à la Libération a bien entendu aussi influé sur l'évolution du comportement vis-à-vis des deux valeurs.

73 FERNAND BAUDHUIN, *L'économie belge...*, p. 363.

74 Elles furent intégrées au *Moniteur belge* du 5.IX.1944.

75 Les discussions Gutt-van Zeeland concernant ce sujet sont exposés dans BRIGITTE HENAU, *Paul van Zeeland en het monetaire, sociaal-economische en Europese beleid van België, 1920-1960*, (MÉMOIRES DE L'ACADÉMIE ROYALE DES SCIENCES, DES LETTRES ET DES BEAUX-ARTS DE BELGIQUE, CLASSE DES LETTRES, LVII, n°158), Bruxelles, 1995, p. 188-198.

En conclusion, il existe effectivement une différence d'appréciation entre la rente 1937 et la rente 1943. La différence varie entre moins de 1 % début 1943 et 7 % fin août 1944. Elle est conforme aux observations faites en ce qui concerne les billets de banque. Baudhuin relate en effet qu'entre les billets signés Louis Franck⁷⁶ et les autres, il existait dans certaines régions une prime dépassant les 10 %⁷⁷.

On peut cependant s'étonner que la prime exigée soit si faible. Rien en effet ne garantissait le remboursement des emprunts émis sous le régime des secrétaires généraux. Plusieurs éléments peuvent cependant expliquer ce phénomène. Premièrement, le cours de la rente 1937 a été maintenu à un niveau artificiellement bas par l'intervention de la Banque nationale. Deuxièmement, il se peut que le souvenir de la dette interprovinciale émise lors de la Première Guerre mondiale ait joué en faveur de l'emprunt de 1943. A l'époque⁷⁸, l'occupant avait contraint les provinces à réunir à diverses reprises des sommes pour soutenir son effort de guerre. Le montant total atteignit plus de 2 milliards en 1918. Le gouvernement avait repris cette dette à son compte en novembre 1919⁷⁹. Le souvenir de cette action a peut-être conduit le public à espérer un traitement similaire. Troisièmement, à la Libération, l'Etat devait remettre sur pied l'économie, ce qu'il ne pouvait pas faire s'il s'attaquait à l'épargne du pays. La crédibilité de l'Etat fut mise en avant par Baudhuin qui considérait l'honnêteté de l'Etat comme un impératif social⁸⁰. Quatrièmement, l'incertitude pesant sur la monnaie a certainement joué un rôle prépondérant. Lorsque le public craint un retrait forcé des billets, il se porte acquéreur de titres de la dette publique. Même si sa préférence va aux emprunts les plus anciens, les emprunts émis durant le conflit semblaient probablement plus sûrs que les billets. Enfin, l'attitude du public vis-à-vis des secrétaires généraux a varié au long de l'Occupation. P. Struye note⁸¹ qu'après 20 mois de présence allemande, "ils sont l'objet d'une impopularité croissante quasi générale". Après deux ans et demi d'Occupation, "l'action des Secrétaires Généraux reste très impopulaire (...) L'on entend porter les appréciations les plus contradictoires sur la politique de M. Plisnier". Après trois ans (mai 1943), on assiste à un certain revirement de l'opinion en leur faveur qui va s'accroître jusqu'à la Libération. Ce revirement de l'opinion publique aura sans aucun doute influencé l'appréciation des emprunts d'Etat émis par O. Plisnier.

76 Gouverneur de la Banque nationale avant la guerre.

77 FERNAND BAUDHUIN, *L'économie belge...*, p. 360.

78 Dès le 10 décembre 1914.

79 *Moniteur belge*, 14.XI.1919.

80 Cette remarque de FERNAND BAUDHUIN (in *Précis de finances publiques*, Bruxelles, Editions Bruylant, 1945, t. 2, p. 133) n'est pas innocente. Il convient de la replacer dans son contexte historique où elle prend l'allure d'une prise de position politique au moment des discussions concernant le traitement à réserver aux emprunts émis par le Comité des secrétaires généraux.

81 PAUL STRUYE, *L'évolution du sentiment public...*, p. 91, 116, 148 et 172.

IV. Conclusion

L'analyse des taux actuariels exigés par les marchés obligataires pour les rentes 1937 et 143 permet de dégager les résultats suivants. L'avant-guerre est, du point de vue des anticipations, divisée en deux phases : la première s'étend de janvier 1939 à janvier 1940, la seconde débute à cette époque pour se terminer en mai. La première période est conforme aux attentes. Le public craint une invasion allemande ce qui se traduit par une hausse des taux exigés qui reflètent les capacités de remboursement du pays. Le marché est dès lors très sensible aux différentes actions militaires menées à l'étranger. La seconde période montre qu'à la veille de l'invasion, le public commence à reprendre confiance. Les taux actuariels demeurent supérieurs à leur niveau de septembre 1939, mais ils témoignent d'une tendance à la baisse. Cette dernière traduit bien des anticipations de paix, renforcées par une certaine indifférence vis-à-vis des invasions allemandes en Europe. D'un point de vue boursier, l'invasion du 10 mai 1940 ira donc clairement à l'encontre des croyances des investisseurs.

En ce qui concerne la période d'occupation, les résultats dégagés surprennent à plus d'un titre. La nette tendance à la baisse des taux actuariels semble contraire à la théorie selon laquelle les taux reflètent la capacité de remboursement du pays. Cette baisse des taux s'explique pourtant d'une part par des mécanismes financiers propres à l'économie du pays occupé – l'émission de nombreux titres de la dette publique par l'Etat, une inflation importante ainsi que la raréfaction des biens de consommation et des possibilités d'investissement – et d'autre part par l'influence des holdings sur la politique bancaire. L'approche développée met l'accent sur les données propres à l'économie d'un pays occupé et montre l'impact qu'elles peuvent avoir sur le monde de la gestion de portefeuille. L'obligation prend en période de guerre une valeur nouvelle aux yeux des investisseurs, celle de seul placement permettant de toucher un coupon. Elle acquiert de plus le rôle de substitut de la monnaie lorsque certaines coupures risquent de faire l'objet d'un retrait. Cette fonction s'explique par la relative sécurité des emprunts d'Etat et par la crainte du public de devoir déclarer ses avoirs. Enfin, l'étude montre que le comportement vis-à-vis des événements guerriers des emprunts d'Etat diffère de celui des actions puisque les taux actuariels des obligations montrent tout au long du conflit une tendance à la baisse.

La comparaison des rentes 1937 et 1943 permet de mettre en évidence la préférence du public pour les emprunts d'avant-guerre. Celle-ci est conforme aux attentes : aux succès des troupes alliées correspond une prime de plus en plus marquée pour les emprunts d'avant-guerre. Pour les marchés boursiers, la victoire alliée ne fait plus de doute à partir de février 1944. La confrontation offre aussi un moyen de quantifier l'aversion du public par rapport à un emprunt. L'analyse de la différence de taux permet de compléter les

études déjà connues sur l'appréciation portée par la population sur le travail du Comité des secrétaires généraux.

* KIM OOSTERLINCK (1974) est ingénieur commercial de l'École de Commerce Solvay (ULB). Il travaille comme chercheur au centre Bernheim (Ecole de Commerce Solvay, ULB) et termine en parallèle des études d'histoire de l'art (ULB). L'article ci-dessus trouve sa place dans le cadre de sa thèse de doctorat en sciences de gestion qui traite des évolutions des cours boursiers en Europe lors de la Seconde Guerre mondiale.

Bibliographie

Archives

CEGES, *Papiers 'l'An 40'*.

Livres

BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE, *Rapport présenté par le gouverneur, au nom du conseil de régence, sur les opérations de l'année 1939 et rapport du Collège des Censeurs*, Bruxelles, Imprimerie de la Banque nationale de Belgique, 1940. • BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE, *Rapport présenté par le gouverneur, au nom du conseil de régence, sur les opérations des années 1940 à 1944 et rapport du Collège des Censeurs*, Bruxelles, Imprimerie de la Banque nationale de Belgique, 1945. • FERNAND BAUDHUIN, *Le financement des guerres*, Louvain, Institut des recherches économiques et sociales, 1944. • Id., *Précis de finances publiques*, 2 vol, Bruxelles, Editions Bruylant, 1945. • Id., *L'économie belge sous l'occupation 1940-1944*, Bruxelles, Editions Bruylant, 1945. • Id., "Economy under occupation", in *Belgium under Occupation*, New York, The Moretus Press Incorporated, 1947, p. 27-47. • Id., *La Belgique et la Hollande*, (LES FINANCES DE 1939 À 1949, III), Paris, Editions Génin, 1951. • R. BREALEY & S. MYERS, *Principles of corporate finance*, Singapore, Mc Graw Hill International Editions, 1991. • RENÉ BRION & JEAN-LOUIS MOREAU, *La Société Générale de Belgique 1822-1997*, Anvers, Fonds Mercator, 1998. • EMILE BRUNET, JEAN SERVAIS, CHARLES RESTEAU, LÉON CORNIL, R. HAYOIT DE TERMICOURT & ALFRED BERNARD, *Répertoire pratique du droit belge. Législation, doctrine et jurisprudence*, Bruxelles, Etablissements E. Bruylant, mars 1956, spécialement p. 534-568. • AUGUST DE SCHRYVER, *Oorlogsdagboeken 1940-1942*, Tiel, Uitgeverij Lannoo, 1998. • VINCENT DUJARDIN & MICHEL DUMOULIN, *Paul van Zeeland 1893-1973*, Bruxelles, Editions Racine, 1997. • EMMANUEL GERARD, JOZEF PACOLET, JOOST VAN BOUCHAUTE & KAREL VERAGHTERT, *Une coopérative ouvrière devient une banque. L'histoire de la BACOB*, Tiel, Editions Lannoo, 1995. • JULES GERARD-LIBOIS & JOSÉ GOTOVITCH, *L'An 40. La Belgique occupée*, Bruxelles, CRISP, 1971. • JOHN GILLINGHAM, *Belgian Business in the Nazi New Order*, Gent, Jan Dhondt Stichting, 1977. • BRIGITTE HENAU, *Paul van Zeeland en het monetaire, sociaal-economische en Europese beleid van België, 1920-1960*, (MÉMOIRES DE L'ACADÉMIE ROYALE DES SCIENCES, DES LETTRES ET DES BEAUX-ARTS DE BELGIQUE, CLASSE DES LETTRES, LVII, n° 158), Bruxelles, 1995. • E. JACOMAIN, "Les finances de guerre 1940-1944 en dehors du territoire", in *Histoire des finances publiques en Belgique*, t. 2, Bruxelles/Paris, Institut belge des finances publiques/Editions Emile Bruylant, 1954, p. 441-483. • GUILLAUME JACQUEMYS, *La société belge sous l'occupation allemande 1940-1944*, 3 vol., Bruxelles, Nicholson & Watson, 1950. • VALÉRY JANSSENS, *Le franc belge, un siècle et demi d'histoire monétaire*, Bruxelles, Editions Léon Dewincklear, 1976. • GINETTE KURGAN-VAN HENTENRYK, *Gouverner la Générale de Belgique. Essai de biographie collective*, Bruxelles, De Boeck Université, 1996. • GINETTE KURGAN-VAN HENTENRYK, SERGE JAUMAIN, JEAN-JACQUES HERWEGH & JEAN PUISSANT, *Les patrons en Belgique. Dictionnaire biographique. XIXe-XXe siècles. Les hommes, les entreprises, les réseaux*, Bruxelles, De Boeck Université, 1995. • DIRK LUYTEN, *Burgers boven elke verdenking ? Vervolg van de economische collaboratie in België na de Tweede Wereldoorlog*, Bruxelles, VUBPress, 1996. • Id., *Ideologie en praktijk van het corporatisme tijdens de Tweede Wereldoorlog*, Bruxelles, VUBPress, 1997. • PATRICK NEFORS, "Emissiebank en clearing : een aspect van het financieel-economisch leven in het bezette België 1940-1944", in *Studia Historica Oeconomica. Liber alumnorum Herman Van der Wee*, Louvain, Universitaire Pers Leuven, 1993, p. 303-311. • KIM OOSTERLINCK, *Les émissions d'emprunt d'Etat pendant la période de guerre*, Bruxelles, mémoire de l'École de Commerce Solvay, Université Libre de Bruxelles, 1998. • RAPPORT DU COMITÉ D'ENQUÊTE, *La situation et les*

opérations de la Banque d'Emission à Bruxelles pendant l'occupation allemande, 3 vol., Bruxelles, Imprimerie de la BNB, 1946. ●— PETER SCHOLLIERS, "Strijd rond de koopkracht 1939-1945", in *Belgique 1940, une société en crise un pays en guerre. Actes du colloque tenu à Bruxelles du 22 au 26 octobre 1990*, Bruxelles, CREHSGM, 1993, p. 245-276. ●— P. SERCU (e.a.), "La guerre et la reconstruction", in *A la Bourse. Histoire du marché des valeurs en Belgique*, Paris/Louvain-la-Neuve, Editions Duculot, 1992, p. 309-319. ●— PAUL STRUYE, "The policy of occupation", in *Belgium under Occupation*, New York, The Moretus Press Incorporated, 1947, p. 13-27. ●— Id., *L'évolution du sentiment public en Belgique sous l'occupation allemande*, Bruxelles, Les éditions Lumière, 1945. ●— J. VANHEURCK, "Les finances publiques pendant l'occupation allemande de 1940 à 1945", in *Histoire des finances publiques en Belgique*, t. 2, Bruxelles/Paris, Institut belge des finances publiques/ Editions Emile Bruylant, 1954, p. 399-440. ●— MARK VAN DEN WIJNGAERT, *L'économie belge sous l'occupation. La politique d'Alexandre Galopin, gouverneur de la Société Générale*, Paris/Louvain-la-Neuve, Editions Duculot, 1990. ●— HERMAN VAN DER WEE & MONIQUE VAN DER WEE-VERBREY, *Mensen maken geschiedenis. De Kredietbank en de economische opgang van Vlaanderen 1935-1985*, Tielt, 1985. ●— HERMAN VAN DER WEE & MONIQUE VERBREY, *La Générale de Banque, 1822-1997. Un défi permanent*, Bruxelles, Editions Racine, 1997. ●— MICHELANGELO VAN MEERTEN, "Les profondeurs de la crise", in *A la Bourse. Histoire du marché des valeurs en Belgique*, Paris/Louvain-la-Neuve, Editions Duculot, 1992, p. 258-289. ●— JAN VELAERS & HERMAN VAN GOETHEM, *Leopold III. De koning, het land, de oorlog*, Tielt, Uitgeverij Lannoo, 1994. ●— ETIENNE VERHOEYEN, *La Belgique occupée. De l'an 40 à la Libération*, Bruxelles, Editions De Boeck, 1993. ●— WERNER WARMBRUNN, *The German occupation of Belgium 1940-1944*, (AMERICAN UNIVERSITY STUDIES, serie IX, HISTORY, vol. 122), New York, Editions P. Lang, 1993. ●— ELS WITTE & RENÉ DE PRETER, *Histoire de l'épargne sociale à travers l'évolution de la banque d'épargne Codep et de ses prédécesseurs*, Bruxelles, Editions Labor, 1989.

Articles de revue

JEAN-FRANÇOIS CROMBOIS, "Finance, économie et politique en Belgique à la veille de la Seconde Guerre Mondiale, 1939-1940", in *Cahiers d'Histoire du Temps présent*, n° 5, 1998, p. 171-206. ●— JEAN-MICHEL DE WAELE, "Economie d'abord", in *Jours de sursis*, (JOURS DE GUERRE, I), Bruxelles, Crédit Communal, 1990, p. 29-40. ●— GUILLAUME JACQUEMYS, "Réactions des travailleurs belges sous l'occupation", in *Revue d'Histoire de la Deuxième Guerre mondiale*, n° 31, VII.1958, p. 24-31. ●— DIRK LUYTEN, "De 'opdracht' van de regering aan het Galopin-Komitee op 15 mei 1940", in *Cahiers du CREHSGM*, n° 16, 1994, p. 163-171. ●— MARK VAN DEN WIJNGAERT, "La politique du comité des Secrétaires généraux en 1940", in *Jours de chagrin I*, (JOURS DE GUERRE, V), Bruxelles, Crédit communal, 1991, p. 69-81. ●— MICHELANGELO VAN MEERTEN, "De jaren dertig op de beurs", in *Trends*, 8.X.1992, n° 39, p. 62-66. ●— ETIENNE VERHOEYEN, "Moindre mal et bonne réputation", in *Jours gris*, (JOURS DE GUERRE, IX), 1993, Bruxelles, Crédit communal, p. 17-35. ●— Id., "Les grands industriels belges entre collaboration et résistance : le moindre mal", in *Cahiers du CREHSGM*, n° 10, 1986, p. 57-114.

Quotidiens

L'Echo de la Bourse, 1937-1939. ●— *Le Moniteur belge*, 1937-1945. ●— *Le Soir*, 1937-1944, et en particulier : J.-M. CHEVALIER, "A propos des mesures monétaires en Corse", in *Le Soir*, 15-16.I.1944, p. 3. ●— P. CROCKAERT, "Alors que bout un chaudron d'enfer", in *Le Soir*, 8.II.1938, p. 1. ●— C. VAN OVERBERGH, "Gouvernez", in *Le Soir*, 3.II.1939, p. 1.