

( N° 137 )

# Chambre des Représentants.

---

SÉANCE DU 4 FÉVRIER 1925.

---

## PROJET DE LOI CONCERNANT LES EMPRUNTS A L'ÉTRANGER (1).

---

### RAPPORT COMPLÉMENTAIRE

FAIT, AU NOM DE LA COMMISSION PERMANENTE DES FINANCES, DES BUDGETS  
ET DES ÉCONOMIES (2), PAR M. WAUWERMANS.

---

MESSIEURS,

En vertu d'une résolution prise au cours de la séance du 24 décembre dernier la Chambre a renvoyé à votre Commission, pour rapport complémentaire, le projet de loi « concernant les emprunts à l'étranger ».

La Chambre, tout en manifestant un accueil favorable au projet, a estimé qu'il soulevait des questions financières et économiques importantes, d'un ordre si grave et si élevé, qu'il lui importait d'obtenir une documentation complémentaire : la Commission n'avait pu la réunir à raison de l'urgence.

Nous nous sommes efforcés de satisfaire à cette décision.

La Commission s'étant prononcée antérieurement sur le projet de loi, il n'a pas été procédé à de nouveaux votes.

Le présent rapport ne peut donc avoir qu'un caractère documentaire et non d'affirmations de principes formulées au nom de la Commission, relativement à des problèmes qui fourniront sans doute matière à débats, lors de la prochaine discussion.

### Les conditions de l'emprunt.

L'emprunt conclu par le Gouvernement le 18 décembre 1924, à New-York, s'élève à un montant nominal de 50 millions de dollars remboursable en 30 ans.

Son produit net est de 41.5 millions de dollars ou environ 800 millions de francs.

Il est du type 6 %, 30 ans, cédé à 83, et émis à 87.50, d'un revenu net de 6.84 % plus la prime de remboursement, soit 7 % et une fraction.

---

(1) Projet de loi, n° 64.

(2) Composition de la Commission : Les membres de la Commission permanente des Finances, des Budgets et des Économies : MM. Lemonnier, président, Hallet, Pussemier, vice-présidents, Carlier, David, secrétaires, Bologne, De Bruyne (Auguste), de Liedekerke, Donnay, Golenvaux, Ozeray, Soudan, Straus, Van Ackere, Van Glabbeke et Wauwermans.

Ces conditions sont les mêmes que celles de l'emprunt de 30 millions de dollars 6  $\frac{1}{2}$  %, émis au cours de 94 au mois de septembre précédent.

Elles sont plus avantageuses que celles antérieurement obtenues :

En mai 1920 : 50 millions de dollars 7  $\frac{1}{2}$  %, 25 ans cédé à 91.25, remboursable avec prime 15 %, émis à 97.25.

En février 1921 : 30 millions de dollars 8 %, 20 ans cédé à 94, remboursable avec prime 7.50, émis au pair.

Le taux obtenu est honorable pour le crédit belge.

La rente de 7 % se compare favorablement avec celle consentie dans une série d'emprunts étrangers émis aux États-Unis cette année :

|                                                           |        |
|-----------------------------------------------------------|--------|
| Japon, février 1924 . . . . .                             | 7.10 % |
| Tchécoslovaquie, mai 1924 . . . . .                       | 8.30 % |
| Hongrie, juillet 1924 . . . . .                           | 8.85 % |
| Emprunt Dawes (tranche américaine), octobre 1924. . . . . | 7.70 % |
| France, décembre 1924 . . . . .                           | 7.53 % |

Si l'on compare le taux d'émission à celui de nos emprunts intérieurs d'après les cotations de la Bourse à l'époque, il n'a actuellement rien d'excessif : Le cours auquel notre 6 % fut introduit sur le marché d'outre-Atlantique peut être considéré meilleur que celui coté par notre 6 % sur notre propre marché : 87.50 contre 85.70, alors même qu'on devrait tenir compte de la différence de délai de remboursement qui existe entre les deux emprunts.

Il est bien plus élevé que la cotation du 6  $\frac{1}{2}$  % belge sur la place de Paris.

### Les autorisations d'emprunts.

Le Parlement se trouve devant un fait accompli — et réalisé dans des conditions qui sont à l'abri de toute critique.

Il paraît à cet égard utile de rappeler d'où dérivent les pouvoirs dont le Ministre des Finances a usé dans la conclusion des emprunts et de rechercher dans quelles limites il y a été recouru jusqu'ici?

De quels textes légaux découlent-ils ?

Les émissions autorisées n'ont-elles pas été épuisées par des émissions antérieures d'obligations ou de bons du Trésor ?

Quel est le montant des découverts et des emprunts réalisés ?

\* \* \*

*Avant la guerre*, le recours à l'emprunt n'était autorisé que pour les dépenses extraordinaires, destinées à augmenter le patrimoine national et à développer l'outillage économique du pays, les dépenses ordinaires devant être couvertes au moyen des ressources normales de l'État.

A cet effet, les lois annuelles contenant le Budget des recettes et des dépenses extraordinaires, comprenaient une disposition conçue comme il suit :

« L'excédent des dépenses autorisées par les articles... de la présente loi sur les recettes prévues à l'article..., sera couvert soit au moyen des excédents du Budget ordinaire, soit au moyen d'un emprunt.

» Le Ministre des Finances est autorisé à créer, à concurrence du montant de l'emprunt à contracter éventuellement, des Bons du Trésor portant intérêt et payables à une échéance qui ne pourra dépasser cinq ans. »

Ce texte précisait que les sommes à demander à l'emprunt consolidé, ne pouvaient dépasser l'excédent des dépenses extraordinaires sur les recettes extraordinaires, déduction faite du montant éventuel des bonis du Budget ordinaire. Dans la pratique, le Gouvernement n'avait recours à l'émission d'obligations de la Dette publique que dans la mesure et au moment où les besoins de la Trésorerie l'exigeaient, sauf à couvrir provisoirement les dépenses en question au moyen du produit de l'émission des bons du Trésor et au moyen des autres ressources de trésorerie dont il avait la disposition. La situation du Trésor publiée annuellement faisait apparaître notamment le montant des autorisations d'emprunt dont disposait encore le Gouvernement au 1<sup>er</sup> janvier de chaque année, pour assurer la couverture définitive des dépenses dont il s'agit.

Cette politique prudente a été rigoureusement suivie jusqu'en 1914.

Le capital de la dette consolidée s'élevant au 31 décembre 1913, à fr. 4,795,272,938.09 répondait à des avoirs réels et productifs.

Constitué par le prêt de francs or il fut transformé en valeurs-or.

Les annuités destinées à couvrir son service étaient peu élevées — de 2 1/2 à 4 % — à raison de la sûreté de notre crédit, du caractère sain de notre monnaie, du taux modéré de l'escompte.

Aussi cette partie de notre dette n'est-elle point un des éléments qui pèsent sur notre économie nationale, mais elle est plutôt de nature à abaisser la moyenne des charges dans l'inventaire de notre passif.

Il fallut la guerre pour bouleverser une situation financière qu'une gestion sage avait établie sur des assises qui paraissaient inébranlables.

\*  
\* \*

Pendant les hostilités, les ressources normales de l'État se trouvent pour ainsi dire complètement taries. Le recours à l'emprunt — sous forme d'avances et immédiatement obtenues des Puissances alliées — s'impose comme le seul moyen de faire face, non seulement aux dépenses administratives, mais aussi et surtout aux charges énormes occasionnées par la conduite de la guerre et le ravitaillement des territoires occupés par l'ennemi.

La loi du 4 août 1914 avait ouvert au Gouvernement un crédit de 200 millions de francs pour les dépenses résultant des diverses mesures extraordinaires nécessitées par l'état de guerre. Il devait être couvert « soit au moyen de ressources ordinaires, soit au moyen de l'emprunt ».

L'arrêté-loi du 26 décembre 1914 prorogea la durée de ce crédit et le rendit non limitatif, ainsi que le commandaient les circonstances.

C'est le montant effectif des dépenses qui va régler le chiffre des emprunts et constituer le titre de ceux-ci. Les avances des Alliés ne seront mises à la disposition du Gouvernement belge qu'au fur et à mesure des besoins dûment justifiés.

Le Trésor ne peut subsister que par les emprunts ou prêts à l'étranger.

En ce qui concerne les dépenses du territoire occupé, elles ne seront sans doute autorisées par l'occupant que dans la mesure où elles pourront être couvertes par les recettes — le surplus étant fourni par des opérations de fortune.

Mais il n'en est cependant pas ainsi des contributions de guerre imposées à la Nation, dont le paiement devra être assuré au moyen d'emprunts collectifs des neuf provinces belges : les *emprunts interprovinciaux*.

Une première loi du 14 novembre 1919 a autorisé le Gouvernement, après la guerre, à prendre cette dette interprovinciale au compte de l'État; une deuxième loi, du 30 décembre 1922, a rattaché aux comptes de la période de guerre les dépenses dérivant des contributions de guerre, et en a permis la couverture au moyen de l'emprunt.

Ce sont nos premiers emprunts intérieurs de guerre : Emprunts sans contre partie et sans affectations productives dans le domaine des matérialités.

\* \* \*

Dès la cessation des hostilités, le Gouvernement est placé devant l'obligation de rétablir une circulation monétaire normale. Il constate la nécessité de procéder au retrait des monnaies allemandes introduites dans le pays par l'autorité occupante.

A cet effet, un arrêté-loi du 9 novembre 1918 a autorisé la création de bons du Trésor spéciaux, dénommés « *bons de Restauration monétaire* ». Ceux-ci sont émis contre paiement partie en monnaies allemandes et partie en monnaie belge.

Pour le surplus, le retrait des marks a été réalisé au moyen d'avances consenties à l'État par la Banque Nationale de Belgique, conformément à la loi du 24 octobre 1919.

La loi du 10 août 1923 a réglé le remboursement de cette avance, en y affectant, d'une part certaines catégories de recettes, et d'autre part des prélèvements sur le Budget.

Les remboursements ne seront couverts par l'emprunt qu'au fur et à mesure et à due concurrence des prélèvements effectués à cette fin sur le Budget.

\* \* \*

Indépendamment de l'épuration monétaire, les immenses besoins de la restauration du pays, l'accroissement du prix de toutes choses, la diminution des ressources normales de l'État et la carence de l'Allemagne, ont rendu inéluctable, au lendemain de la guerre, le recours à l'emprunt pour couvrir l'excédent des dépenses annuelles ordinaires, extraordinaires et recouvrables.

Tout d'abord, des lois spéciales (du 16 septembre 1919 et du 27 janvier 1920) ont autorisé le Gouvernement, pour faire face à ces besoins, à procéder à l'émission d'obligations de la Dette publique, à concurrence de *capitaux nominaux* déterminés. Revenant ensuite à la tradition d'avant-guerre, la loi du 30 juillet 1921 a mis fin à ces autorisations, sous certaines réserves, mais elle a conféré au Gouvernement le pouvoir d'emprunter à concurrence des sommes effectives nécessaires pour couvrir l'excédent des dépenses générales sur les recettes des exercices 1919 à 1921. Cette loi, qui permet de porter à dix ans la durée maximum des bons du Trésor à émettre en attendant le placement des emprunts, a été rendue applicable par les lois budgétaires annuelles subséquentes aux dépenses des exercices 1922 à 1925.

Dans l'impossibilité de procéder, au fur et à mesure des dépenses, à l'émission des emprunts qui doivent en assurer la couverture définitive, le Gouvernement doit recourir à des opérations de trésorerie (crédits à l'étranger, émissions de Bons du Trésor intérieurs et extérieurs) pour couvrir provisoirement l'excédent de ces dépenses. D'où la nécessité, plus impérieuse que jamais aux époques où les conditions du marché financier paralysent le placement des emprunts consolidés, de cette faculté que la loi confère au Ministre des Finances d'émettre des Bons du Trésor — autrefois limités à cinq ans, actuellement à dix ans — à concurrence du montant des emprunts autorisés.

\*  
\* \*

Il découle de ce qui précède que le montant réel des emprunts à contracter par le Gouvernement ne peut être déterminé exactement que lorsque sont définitivement arrêtés, en recettes et en dépenses, les chiffres de chaque exercice budgétaire.

Force est bien actuellement, en attendant que ces comptes soient tous établis, de s'en tenir, pour déterminer la limite des emprunts autorisés, à une estimation basée sur les résultats provisoires, tels qu'ils sont connus, voire même, pour les Budgets à peine entamés, sur les évaluations des lois budgétaires.

Il va de soi qu'en principe les émissions de bons du Trésor et de titres de la Dette publique ne peuvent *au total* dépasser le chiffre des autorisations d'emprunt; mais il doit pouvoir être dérogé à cette règle dans le cas où l'emprunt est lui-même conclu en vue de l'extinction des dettes flottantes dont l'échéance est prochaine, à condition dans ce cas que le produit dudit emprunt soit effectivement utilisé pour le remboursement des Bons du Trésor.

\*  
\* \*

La garantie contre tout abus se trouve dans les règles qui régissent la comptabilité de l'État. Si le Gouvernement a reçu de la Législature le pouvoir de procéder dans les limites prévues à l'émission de titres de la Dette publique et de Bons du Trésor, ses opérations sont à cet égard soumises au contrôle rigoureux de la Cour des Comptes. Celle-ci, en exécution de la loi du 15 mai 1846 — laquelle stipule que les obligations d'emprunt ou de conversion n'ont de force que si elles

sont visées par la Cour des Comptes — revêt de son visa les titres à court ou à long terme dont l'émission est décidée. Elle ne donne ce visa que pour autant que les émissions envisagées soient contenues dans la limite des autorisations légales. Ainsi donc le Parlement, par son organe, contrôle efficacement l'exercice des pouvoirs qu'il a accordés au Gouvernement et au Ministre des Finances.

\*  
\* \* \*

Des renseignements fournis à votre rapporteur, voici comment s'établit au 1<sup>er</sup> janvier 1925, sur les bases exposées ci-dessus, le montant des excédents de dépenses sur les recettes, pouvant être couverts par l'emprunt :

|                                                                                                                                         |     |                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|-----------------------|
| A. — Autorisations antérieures à la guerre . . . . .                                                                                    | fr. | 662,963,910 73        |
| B. — Autorisations relatives à des dépenses de la période<br>de guerre . . . . .                                                        |     | 920,448,639 65        |
| C. — Autorisations postérieures à la guerre . . . . .                                                                                   |     | 20,317,759,788 29     |
| ENSEMBLE. . . . .                                                                                                                       |     | fr. 21,901,172,338 67 |
| Produits des emprunts émis depuis la guerre, y<br>compris le dernier emprunt de 50 millions de<br>dollars, émis aux États-Unis. . . . . | fr. | 11,439,730,093 47     |
| Solde à couvrir . . . . .                                                                                                               | fr. | 10,461,442,245 20     |

Ce solde est couvert provisoirement par des opérations de trésorerie dont le détail figure ci-dessous, à concurrence de 8,100,000,000 de francs, savoir :

|                                                                                                                              |     |                   |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|-------------------|
| a) Obligations décennales de la Défense Nationale française remplaçant des Bons du Trésor belge échus en 1914-1915 . . . . . | fr. | 56,254,200        |
| b) Avances des Alliés postérieures à l'Armistice . . . . .                                                                   |     | 1,153,265,000     |
| c) Bons du Trésor 5 % à 10 ans . . . . .                                                                                     |     | 769,743,000       |
| d) Bons du Trésor 5 % à 5 ans. . . . .                                                                                       |     | 281,033,500       |
| e) Bons du Trésor à 3 mois et à 6 mois escomptés . . . . .                                                                   |     | 4,770,941,000     |
| f) Bons du Trésor extérieurs . . . . .                                                                                       |     | 670,892,000       |
| g) Solde débiteur du compte réciproque franco-belge . . . . .                                                                |     | 81,075,000        |
| h) Crédits suisses . . . . .                                                                                                 |     | 115,855,000       |
| ENSEMBLE. . . . .                                                                                                            |     | fr. 7,902,058,700 |
| Surplus des recettes de réparations non encore comptabilisées. . . . .                                                       |     | 200,000,000       |
| TOTAL. . . . .                                                                                                               |     | fr. 8,100,000,000 |

Le montant dû, pouvant encore être couvert par l'emprunt, était donc susceptible d'être évalué, en chiffres ronds, au 1<sup>er</sup> janvier 1925 à. fr. 2,361,000,000

La marge autorisée des emprunts n'est pas épuisée; un important effort de liquidation des opérations de trésorerie et de consolidation s'imposera à bref délai.

Cette double constatation doit retenir la plus sérieuse attention.

Elle vient à l'appui des avertissements sans cesse renouvelés.

*Toute dépense susceptible d'être différée doit être rigoureusement ajournée; toute dépense susceptible de rompre l'équilibre budgétaire doit être impitoyablement écartée.*

### **Emprunts extérieurs ou intérieurs.**

Une discussion aux fins de déterminer si la politique des emprunts à l'étranger est préférable à celle des emprunts à l'intérieur pourrait difficilement aboutir à des conclusions absolues. La solution du problème ne relève pas des pures théories, mais se trouve dominée par les contingences économiques. On ne peut faire abstraction des conditions auxquelles l'emprunt à l'étranger est susceptible d'être contracté : taux de l'intérêt, durée de l'amortissement, clauses relatives à l'utilisation des crédits, ou aux avantages accessoires pouvant résulter de l'opération.

Mais souvent l'emprunteur n'a pas la liberté du choix : tel est le cas lorsqu'il y a impossibilité de recourir à l'emprunt intérieur.

Il y a impossibilité à défaut de capitaux disponibles sur le marché intérieur.

Impossibilité non moins certaine lorsque les appels faits par l'État au crédit auraient pour conséquence d'enlever aux industries privées les capitaux dont le concours leur est indispensable.

Impossibilité encore lorsque, même aux cas de capitaux disponibles, l'épargne mise en défiance par le résultat de prêts antérieurs qui n'ont pas répondu à ses espérances, incertaine de l'avenir, sollicitée par des opérations présentées comme plus avantageuses, se refuse à souscrire aux emprunts d'État.

Sous le bénéfice de cette réserve l'on peut dire qu'à tous les points de vue l'emprunt intérieur offre d'incontestables avantages sur l'emprunt extérieur.

L'emprunt à l'intérieur a été la règle constante jusqu'en 1914, époque à laquelle fut conclu l'emprunt de 12 millions de livres sterling.

L'emprunt à l'étranger crée parfois des liens de sujétion économique. Les États qui en ont abusé ont été amenés à subir, le jour où leur crédit et leurs ressources ordinaires ne fournissaient plus des garanties jugées suffisantes, un contrôle étranger de leurs recettes et l'affectation en gage de certaines sources de revenus.

En tout état de cause il livre le Budget à l'aléa des changes. Un élément d'incertitude est, par le fait, introduit dans les prévisions budgétaires. Le Budget est susceptible d'être influencé par les spéculations, actives ou passives, alors que chaque échéance des emprunts réclame des devises étrangères sujettes à de brusques fluctuations.

Le rapport sur le Budget de la Dette publique pour 1925 a déjà signalé cet inconvénient — qui peut constituer un grave danger. Il relève que toute différence d'un point modifie de 400 millions le montant de notre dette en dollars.

A côté de ce danger, l'emprunt à l'étranger a pour conséquence de peser sur la devise nationale : l'importation du capital étranger peut à l'origine améliorer le change et favoriser la situation économique. Mais pour l'avenir le service de l'emprunt pèse d'une façon continue : Le chapitre intérêts et amortissements de l'emprunt vient s'ajouter dans la colonne passive aux dettes commerciales d'importations. Il réclame un effort d'autant plus considérable pour équilibrer la balance des règlements extérieurs. On ne peut blâmer le Gouvernement d'avoir fait connaître aux administrations publiques qu'il verrait de sérieux inconvénients à les autoriser à conclure des emprunts à l'étranger, ensuite d'offres qui furent faites à certaines d'entre elles.

L'emprunt à l'étranger est de nature à diminuer la fortune publique d'un État si son produit n'est appliqué à des fins productives capables d'en fournir, directement ou indirectement une contre partie en valeurs d'exportation.

La constatation est toute différente lorsqu'il s'agit d'emprunts à l'intérieur. Ils n'entraînent pas par eux-mêmes une diminution de la richesse publique mais opèrent un déplacement dans les fortunes et la répartition des charges.

Notre situation passive vis-à-vis de l'étranger en matière d'emprunts extérieurs s'élevait en capital au 31 décembre 1924 à :

|                |                  |
|----------------|------------------|
| 772,279,090    | francs français, |
| 18,320,540     | livres sterling, |
| 42,318,000     | florins (P-B),   |
| 10,000,000     | francs suisses,  |
| 352,320,570.06 | dollars,         |

(y compris 50 millions de dollars, montant de l'emprunt actuel émis en décembre 1924).

Ces chiffres ne comprennent pas le montant des avances consenties à la Belgique pendant la guerre par les États-Unis (\$ 171,780,000) la France (f. f. 2,731,678,930.57) l'Angleterre (£ 90,084,385.1.10).

A la date du 31 décembre 1924, notre dette intérieure était de 31,836 millions et la dette extérieure, calculée aux cours du même jour de 9,009 millions, soit un rapport de 3.5 à 1.

Ces chiffres fournissent matière à sérieuses réflexions; sans doute la proportion n'a pas subi d'accroissement : grâce aux remboursements et amortissements effectués, celle-ci est sensiblement la même qu'au début de 1921 mais cette proportion est particulièrement influencée par les fluctuations des changes. C'est ainsi que si en 1921 les devises avaient été décomptées au cours du niveau actuel le rapport de 1 à 3.50 eut été de 1 contre 2.4.

Tandis que notre dette extérieure s'est établie dans de telles proportions, nos avoirs privés à l'étranger se sont-ils accrus où ont-ils diminué? Dans quelles proportions?

En 1914 le portefeuille des titres étrangers détenus en Belgique était évalué de 5 à 7 milliards soit du tiers au quart du placement en Fonds publics.

Le capital investi dans des entreprises belges à l'étranger n'avait pu être exactement recensé : certaines études l'avaient évalué à 2 milliards.

A ne prendre qu'un rendement de 4 % du chiffre le moins élevé du portefeuille étranger un revenu de 200 millions influait sur les chiffres balances à côté du solde de la balance commerciale.

Que reste-t-il de ce portefeuille étranger, et à concurrence de quel montant est-il encore détenu en Belgique alors qu'il constituait un quart de notre fortune mobilière publique et dépassait le montant de notre dette intérieure et extérieure?

Les difficultés des règlements à l'étranger, les évasions de capitaux pour placements dans les pays à monnaie d'or, en ont certainement réclamé une part considérable. En dépit de toutes les mesures de contrôle, on a signalé les ventes de cédules argentines et de rentes brésiliennes à concurrence de montants considérables, mais, d'autre part, la valeur des coupons étrangers encaissés en Belgique et soumis à la taxe mobilière en 1923 dépasse 500 millions.

Ce chiffre comprend, il est vrai, une partie de coupons encaissés pour compte d'étrangers, mais, par contre, nos compatriotes encaissent directement en dehors du pays un montant important de revenus. Il est impossible de déterminer exactement l'influence de ces deux corrections en sens contraire dans l'évaluation de nos avoirs à l'étranger.

D'ailleurs, les titres possédés en portefeuille par des Belges, — sociétés ou particuliers, — ne constituent qu'un des éléments de ces avoirs.

A concurrence de quel montant le capital investi dans les entreprises belges à l'étranger subsiste-t-il? C'est demeurer bien en dessous de la réalité que d'évaluer, en ce qui concerne nos établissements en Russie, ce capital à 1 milliard.

Tout en reconnaissant et en subissant la force des événements qui a porté notre dette extérieure à un tel montant, la conclusion qui s'impose est que plus que jamais la prudence s'impose. Le régime des économies et des restrictions, l'équilibre des budgets doivent être réalisés. Si l'emprunt extérieur peut constituer un danger au delà de certain montant, que de nombreux esprits avisés estiment que nous sommes prêts d'atteindre et peut entraîner l'ébranlement du crédit, il en est de même du chiffre trop élevé des dettes flottantes ou à court terme.

Or, rien n'est plus grave qu'une imprudence commise par un convalescent, que la rechute après une maladie.

Mais tout emprunt, toute consolidation suppose pour possibilité de réalisation, comme premier élément, la confiance dans le crédit de l'État, qui n'est lui-même que la consécration d'une politique de paix, de travail, d'économies.

Le placement en rentes d'État est de sa nature un placement qui renonce aux gains de plus value en échange de la sécurité qu'il doit assurer. Celui qui y recourt n'est certes pas indifférent au taux de l'intérêt : le relèvement des prix des subsistances l'oblige à en tenir compte. Mais il réclame surtout la garantie du remboursement de son capital à la même valeur intrinsèque. La dépréciation du franc, la baisse des cours sont les premiers éléments qui entravent les emprunts de consolidation. La stabilisation — ou mieux la régularisation — du franc, avec espoir de relèvement, son maintien hors des soubresauts brusques, est la condition préalable à toute possibilité d'emprunt.

Le succès des emprunts intérieurs doit être également largement influencé par la coopération des capitaux de l'étranger ou momentanément investis à l'étranger dans une attitude de réserve et d'expectative.

Il est important que l'emprunt puisse être assuré non seulement du concours que l'épargne reconstituée aura pu apporter, mais aussi par les capitaux entrant ou rentrant de l'étranger.

Ici, encore, il faut tenir compte que les souscripteurs de rente surtout, en la période actuelle, sont enclins à s'effrayer de toutes mesures menaçant soit le capital lui-même; soit les entraves apportées aux négociations, la menace de prélèvements non prévus sur les intérêts, lors de la conclusion des emprunts, les formalités fiscales ou inquisitoriales, les suggestions — que certains sont enclins à considérer comme des projets — d'emprunts forcés ou de conversions.

Dans un pays voisin d'excellents esprits ont recherché le moyen de faire cesser cette désaffection des rentes si préjudiciable au crédit des États. Ils ont affirmé — et avec raison à notre avis — le succès d'émission d'un emprunt de consolidation qui serait exempt non seulement de l'impôt cédulaire, mais de l'impôt complémentaire et de droits de transmission ou de succession.

L'intérêt dans ces conditions pourrait être fixé à un taux réduit, et la différence de ce chef dépasserait le produit éventuel des droits dont les porteurs seraient exempts.

Le Gouvernement français pour assurer le placement des bons de la Défense nationale, a par une loi récente, exempté ceux-ci de la supertaxe, et les a soustraits à la formalité du bordereau, à l'application duquel l'on rattache pour une très notable part un exode considérable des capitaux et un fléchissement des valeurs mobilières.

### **Les destinations de l'emprunt.**

Le projet de loi n'a donc d'autre portée que de régler l'emploi de l'emprunt. Ici l'autorisation de la Législature doit intervenir.

Sans doute il ne sera pas affecté à des dépenses nouvelles du Budget belge, augmentant ainsi encore le montant de nos dettes.

Le produit doit finalement revenir à la destination légalement autorisée, soit la couverture de l'excédent global des dépenses budgétaires sur les recettes, mais ce retour s'opérera par un chemin un peu compliqué et après des affectations transitoires.

La destination de ces ressources est triple.

Elles serviront pour moitié à l'extinction de titres de dommages de guerre déjà en circulation.

Pour un quart, elles seront remises à la Colonie du Congo, en vue de ses dépenses extraordinaires, et la Colonie en supportera équitablement la charge, c'est-à-dire que la dette belge ne sera accrue de ce chef qu'en apparence, l'annuité en dépense étant compensée par une annuité en recette.

Enfin, pour le dernier quart, elles serviront à éteindre la dette flottante existante, au fur et à mesure que les devises pourront être libérées.

Quelques commentaires ne seront pas inutiles pour éclairer le plan assez complexe élaboré de concert entre le Gouvernement, la Banque Nationale de Belgique et les autres organismes intéressés, et qui doit se traduire dans les conventions à passer en vertu des autorisations demandées par le projet de loi.

A. — *Parachèvement de la réparation des dommages de guerre.*

La principale et première utilisation de l'emprunt aboutit en dernière analyse à la liquidation de créances à la charge de l'État du chef de réparation des dommages de guerre. La réalisation de cet objet s'opérera sous l'empire de modalités de nature à affermir notre devise nationale.

L'on sait que le Gouvernement a, dès 1919, reconnu l'utilité de recourir à d'autres procédés que celui de l'emprunt direct pour réunir les capitaux nécessaires au règlement des dommages de guerre.

Nul ne pouvait, à l'origine, évaluer toute la hauteur du préjudice dont réparation était due. D'autre part, l'on escomptait comme une certitude que l'auteur de ce préjudice fournirait les sommes nécessaires pour le couvrir.

Il n'en fut rien. La loi du 10 mai 1919 et l'arrêté royal du 1<sup>er</sup> juin 1919 avaient organisé la remise aux sinistrés, au fur et à mesure des jugements rendus par les juridictions compétentes, soit de titres d'avances provisionnelles, soit de titres définitifs, émis par la Trésorerie, à l'échéance de cinq ans et à l'intérêt annuel de 3 %.

Ce règlement en titres à échéance différée, substitué à des paiements comptant, eût été ruineux pour les sinistrés et paralysé l'œuvre de reconstruction, en l'absence de moyen de mobiliser ces titres.

L'intervention des banques eût été insuffisante à elle seule. Elle aurait pu être onéreuse à raison de la différence entre le taux d'intérêt et le coût d'escompte et de commission. Elle aurait été souvent impossible à réclamer dans des rapports directs de banquier à sinistré.

Ce fut la raison de la constitution des coopératives de sinistrés en divers points du pays, et de la création, le 25 juillet 1919, de la *Fédération des coopératives pour dommages de guerre*.

Celle-ci fut autorisée à émettre des emprunts à lots, dont le service des intérêts, de l'amortissement et des lots est garanti par l'État. Substituée à l'État pour indemniser les sinistrés, elle a à justifier au Ministre des Affaires économiques de l'emploi des fonds de l'emprunt. Son activité devait s'exercer dans le champ des dommages civils.

Rappelons que les emprunts suivants ont été successivement émis :

- 1<sup>o</sup> Emprunt 4 % à lots 1921, de un milliard. Loi du 2 janvier 1921, arrêté royal 3 janvier 1921, émis à 80 %. Souscription ayant donné lieu à répartition. Produit : fr. 786,812,946.48, entièrement utilisé au 31 décembre 1922;
- 2<sup>o</sup> Emprunt 5 % à lots de 1922, de un milliard. Loi du 8 avril 1922, arrêtés royal et ministériel du 8 avril 1922, émis à fr. 247.50 (nominal : 250 francs), souscrit le 15 mai 1922;
- 3<sup>o</sup> Emprunt 5 % à lots de 1923, de un milliard. Loi du 11 mai 1923; arrêté royal du 17 mai 1923; émis à fr. 492.50 (nominal : 500 francs).

Vers la même époque, la loi du 16 mars 1919 avait autorisé la *Banque Nationale* à créer la *Société Nationale de Crédit à l'Industrie* et avait garanti le paiement des obligations à émettre par cette Société.

L'objet de cette Société était d'organiser le crédit bancaire par avances à long et moyen terme, et non de traiter des mobilisations de titres de dommages de guerre.

Mais le Gouvernement fit bientôt appel à sa collaboration en vue de la mobilisation, d'abord des titres délivrés aux porteurs de bons de réquisition allemands, et ensuite des titres d'allocations des tribunaux de dommages.

Ces avances, égales au montant nominal des titres, furent consenties contre remise de promesses à six mois à l'intérêt de 5.50 % et remise en gage des titres nominatifs. Elles ne devaient être renouvelées que dans la limite où la *Société Nationale* pourrait trouver les ressources correspondantes, et en tout cas jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 1925, date de l'échéance des titres délivrés par l'État.

Ici encore les interventions sollicitées prirent rapidement une extension qui dépassait, et de beaucoup, les prévisions primitives : en janvier 1924, elles atteignaient environ 2 milliards de francs, et, à supposer que ces opérations auraient pu se continuer dans la mesure des disponibilités de la Société, elles auraient eu pour conséquence de les détourner de l'objet principal et direct prévu pour l'activité de celle-ci, au détriment du commerce et de l'industrie, de nos ventes à l'étranger.

Des mesures s'imposaient en vue de l'échéance prochaine des titres de dommages de guerre. La carence de l'Allemagne devait empêcher le règlement des créances et entraîner la liquidation des prêts, l'opération consentie par la *Société Nationale* n'ayant qu'un caractère momentané et transitoire.

Le Gouvernement provoqua la constitution d'une *Association Nationale des Industriels et Commerçants pour la réparation des dommages de guerre*, dotée par la loi de la personnification civile.

Elle devait émettre un emprunt dont les charges seraient assurées par l'État et dont le produit permettrait de rembourser à la *Société Nationale* le montant des promesses des titulaires des titres de dommages de guerre et de retirer ainsi ces titres.

Le mécanisme de l'opération — dont nous croyons inutile de rappeler certaines modalités accessoires — devait donc aboutir en dernière analyse à consolider la dette que l'État avait vis-à-vis des sinistrés et qui venait à prochaine échéance, par la voie d'un emprunt à trente ans.

L'*Association Nationale* fut constituée en conformité de la loi du 27 mars 1924. La combinaison reposait sur le placement des obligations trentenaires de la nouvelle Société à concurrence d'un montant au moins égal à celui des avances de la *Société Nationale*.

Les promoteurs considéraient comme possible leur placement. Les réalisations ne répondirent pas à leurs espérances. Les conditions particulièrement difficiles du marché, au lendemain de l'émission des emprunts des Coopératives de dommages de guerre, pendant la période des augmentations de capital de très nombreuses sociétés, contrarièrent singulièrement les efforts de la Société.

« La crise de confiance qui a commencé à se développer dans le courant de l'été 1923 a provoqué une désaffection croissante vis-à-vis des valeurs à revenu fixe, à tel point que, depuis juin 1923, l'État s'est trouvé dans l'impossibilité

de contracter un emprunt intérieur à long terme », exposait dernièrement M. A.-E. Janssen, directeur de la Banque Nationale de Belgique, au cours d'une remarquable communication à la Société d'Économie politique de Paris (*France, Journal des Économistes*, 15 janvier 1925). Même la dette flottante n'a pas procuré d'argent frais au Trésor; ce n'est d'ailleurs pas un mal.

« En général, les émissions d'obligations par les sociétés anonymes, les prêts hypothécaires dans les études notariales furent arrêtés parce que le public, effrayé par l'effondrement de la monnaie dans un pays immédiatement voisin, — le mark en Allemagne, — s'imaginait à tort que le franc allait subir le même sort. L'insécurité du public provenait également de la prolongation de la résistance passive en Allemagne durant l'occupation de la Ruhr, et des malentendus que cette occupation, cependant nécessaire, avait créés dans les milieux anglo-saxons. Sur les marchés publics, dans les campagnes, les bruits les plus fantaisistes prenaient le vol, et je me rappelle que bien des braves gens, durant les premiers mois de l'année dernière, sont venus me demander s'il était vrai que le franc allait tomber à zéro comme le mark.

» Dans certains milieux financiers, on conseilla avec une impardonnable légèreté de transformer les créances en valeurs réelles, et ceci eut pour résultat d'affaiblir le marché des valeurs à revenu fixe, d'où la baisse de la Rente (le 3 % à 49,50 et le 6 % à 86,50) et, comme corollaire, une spéculation effrénée et malsaine sur les actions et l'exode des capitaux à l'étranger. »

On dut se rendre compte qu'il n'était ni possible ni désirable de placer rapidement ces deux milliards sur le marché intérieur; de là, dès le début, naquit l'idée d'en écouler une partie sur les marchés étrangers. Mais les conditions générales étaient à cette époque trop défavorables; un emprunt étranger eût coûté trop cher. Il fallut attendre. On eut raison d'attendre.

Le prix de l'emprunt contracté aujourd'hui au dehors est bien moins élevé.

L'*Association des Industriels* se trouva donc dans l'impossibilité de rembourser la *Société Nationale*, et ses obligations durent prendre, dans le portefeuille de cette société, la place des promesses et des titres des industriels sinistrés.

Les raisons qui ont amené la constitution de l'*Association des Industriels* demeurent donc aujourd'hui avec la même force pour dégager une situation qui ne s'est que partiellement modifiée.

Cette solution ne peut consister — c'est de toute évidence — dans le paiement immédiat par le Trésor, d'une dette déjà consolidée, par le produit de l'emprunt.

Ce produit ne pourrait d'ailleurs y suffire.

Il convient, au contraire, de poursuivre le placement de l'emprunt de l'*Association des Industriels*. Les ressources à provenir de ce chef lui permettront notamment de parfaire la différence entre les sommes dont elle resterait débitrice vis-à-vis de la *Société Nationale*, de consentir, au fur et à mesure, de nouvelles avances aux sinistrés et finalement de rembourser à l'État le montant de ses avances aux fins des besoins de la Trésorerie. Une mobilisation nouvelle de titres dommages de guerre, à concurrence de 300 millions, à l'intervention de la *Société Nationale*, peut être envisagée à raison des opérations projetées dans le domaine des réalisations immédiates.

Il n'est pas sans intérêt de signaler, dans cet ordre de considérations que le montant des titres nominatifs des dommages de guerre émis par le Ministère des Finances et demeurant en circulation est de 1,060,444,400 francs, déduction faite de 1,986,561,200 francs, représentant les titres nominatifs payés par l'*Association Nationale des Industriels et Commerçants* à l'intervention de la *Société Nationale de Crédit à l'Industrie*.

La liquidation envisagée permettra non seulement ce résultat mais aussi permettra à la *Société nationale de Crédit à l'Industrie* de poursuivre sa fonction propre. Car, malgré l'ampleur qu'elles ont pris — et contrairement à ce qu'on croit souvent, précisément à cause de cette ampleur — les avances sur dommages de guerre ne correspondent qu'indirectement au premier but fondamental de l'institution. Ce but consiste, comblant une lacune de notre organisme bancaire, à dispenser l'escompte à long et moyen terme, le crédit d'exportation. Faute de ressources adéquates, voyant, au contraire, dans la période actuelle de tension, les liquidités se retirer d'elle, la *Société* se trouve forcée, à son grand regret, soit de repousser foule d'affaires hautement intéressantes pour notre économie générale, pour notre exportation, soit de mesurer parcimonieusement son aide.

Il restait à organiser la réalisation de cette opération.

L'État dispose de dollars. Il pourrait sans doute les remettre purement et simplement à la bénéficiaire de l'avance, l'*Association des Industriels*, ou encore agir à la décharge de celle-ci vis-à-vis de la *Société Nationale*, et se faire créditer par celles-ci, soit d'un montant en dollars effectifs, soit de francs à concurrence de leur produit de réalisation.

Mais ce serait sortir du cadre des opérations pour lesquelles ces sociétés sont instituées et outillées. Aussi l'avance devra-t-elle être faite sous forme d'effets, traites ou autres valeurs facilement négociables, remises à l'*Association Nationale*. Celle-ci les versera à son tour à la *Société Nationale de Crédit* qui lui restituera une valeur correspondante d'obligations 6 % de l'emprunt de l'*Association Nationale*.

L'avance de l'État sera donc représentée par ces obligations 6 %. Il aura à supporter la différence entre cet intérêt et la charge correspondante de l'emprunt.

Il est à observer que cette charge eût été non pas la même s'il avait acquitté à concurrence du même montant, à l'échéance prévue de janvier 1925, les titres créances dommages de guerre, mais supérieure : En effet les obligations de l'*Association* sont productives de l'intérêt de 6 %, tandis que le titre primitif était à l'intérêt de 5 % : la différence de 1 % continue à être supportée par les adhérents de l'*Association*, à titre de sa contribution annuelle aux charges de l'emprunt consenti à l'origine.

L'obligation de remise par le Trésor à l'*Association des Industriels* des effets traites ou valeurs constituant l'avance, réclame l'intervention de la Banque Nationale. C'est le portefeuille de notre Institut d'émission qui fournira ces valeurs et celles-ci seront ensuite remises à la *Société Nationale* qui restituera l'équivalent en titres 6 %.

La *Société Nationale*, chargée de la gestion et de la réalisation des effets, s'est

engagée à ristourner à l'*Association des Industriels*, qui la reversera au Trésor, la différence entre le produit réel de ce portefeuille et le coût moyen des capitaux empruntés à quelque titre que ce soit par la *Société Nationale*.

Cette société consent à ce que tout soit réglé de manière qu'elle ne retire de l'échange aucun bénéfice quelconque.

Ainsi donc, comme le dit l'Exposé des motifs, « les arrangements auxquels la Banque Nationale de Belgique a bien voulu se prêter, avec un désintéressement qu'il importe de souligner ici, auront pour effet de rendre à la Société Nationale de Crédit à l'Industrie la disponibilité d'une large part des capitaux employés par elle à la mobilisation des dommages de guerre, tout en évitant de réaliser immédiatement la masse de devises procurée par les emprunts. »

#### B. — *Remise à la Colonie du Congo.*

Le second but dont le projet de loi permettra la réalisation est la mise à la disposition de la Colonie de fonds nécessaires à son développement économique.

Les mêmes difficultés qui s'opposent actuellement à la conclusion d'emprunts intérieurs et à la consolidation de notre dette flottante se rencontrent par notre Colonie.

Il est d'expérience que les rentes indirectes d'un État réclament pour leur placement un taux d'intérêt plus élevé que les rentes directes. L'examen des cotes de la Bourse le constate.

Sans doute la Colonie pourrait emprunter directement, mais l'État belge devrait fournir son aval, et les titres de cet emprunt ne trouveraient leur placement qu'avec un écart sur les taux du présent emprunt.

Il serait de fâcheuse politique de sacrifier nos finances à un principe -- ou à une pratique -- qui n'a rien d'essentiellement intangible.

#### C. — *Opérations de change.*

Lors de la discussion qui s'est amorcée le 24 décembre dernier, des appréhensions se sont manifestées au sujet de la politique envisagée par le Gouvernement en vue de l'assainissement du franc.

Par quel mécanisme se propose-t-il de s'acheminer vers la régularisation du change?

Le produit de l'emprunt est-il destiné à autre chose qu'à des mesures de régularisation? Faut-il prévoir une bataille engagée contre la vie chère sur le marché des changes? Doit-il servir à autre chose, que renforcer la couverture de notre papier-monnaie, d'augmenter l'encaisse de la Banque Nationale, de défendre le franc contre des attaques brusquées?

Il convient tout d'abord de rappeler que l'élévation du change ne constitue pas le *seul* élément de la vie chère. Les pays à monnaie saine n'ont pas échappé au relèvement de l'index, et l'on a signalé avec raison que si l'on appliquait aux prix l'index américain à la valeur or, l'index belge serait inférieur au résultat de cette conversion.

Les fluctuations du change sont *un* des facteurs de la vie chère et souvent la hauteur du change n'est qu'une conséquence -- et non une cause -- de la vie chère dans un pays.

Il en est de même, peut-on dire, de l'inflation. L'inflation n'est pas seule à agir sur le change, mais agit d'autant plus fort que la balance des comptes ou des paiements — ce que nous avons chaque année à payer ou à recevoir de l'étranger — est déficitaire.

La balance des comptes n'est pas seulement la balance commerciale proprement dite, mais comprend également les subdivisions des revenus et des placements.

Si l'utilisation de l'emprunt permet d'escompter une heureuse influence sur notre situation économique, il ne pourrait d'autre part venir à l'esprit de solutionner le problème de la vie chère au moyen d'une masse de manœuvre à fournir par l'emprunt.

Il n'est pas question d'autoriser une semblable utilisation.

De même il serait prématuré d'envisager, à la faveur des ressources de l'emprunt, la réalisation d'un plan de dévalorisation du franc.

Les plus expresses réserves devraient être formulées contre une politique de telle nature.

*Stabiliser, régulariser, mais non dévaloriser* : dévaloriser serait détruire cette précieuse monnaie d'appoint, ce ressort du travail, ce stimulant du travail : l'espoir du relèvement.

Notre franc doit trouver sa guérison dans un régime d'hygiène et non dans une opération chirurgicale.

La stabilisation de la monnaie nationale au regard des changes, qu'on l'ait ou non valorisée ou dévalorisée, exige une balance des paiements extérieurs en équilibre. Cet équilibre ne peut en dernière analyse s'obtenir que par une restriction des dépenses intérieures à la mesure des recettes intérieures, et par la production des ressources nécessaires pour couvrir les dettes extérieures.

Cette situation normale a pour corollaire l'élément de confiance dont l'absence laisse le champ ouvert aux attaques de la spéculation, restreint les crédits régulateurs, provoque l'exode des capitaux.

Une monnaie ne peut rester saine ni sous un régime de budgets se soldant en déficits, ni sous celui — qui en est la conséquence — d'emprunts couvrant des dépenses improductives, soit directement soit par l'inflation.

A défaut de ces conditions, ce ne serait qu'une vaine déclaration que d'assigner à notre franc une valeur quantitative d'or, de le maintenir en circulation avec cette valeur affirmée ou de créer à côté de lui, ou en substitution, une autre monnaie. Si l'on ne peut assurer à tout instant l'échange contre l'or sur cette base, si la balance des paiements reste déficitaire et si « le crédit ne vaut de l'or », les couvertures métal, ou équivalentes, de la circulation fiduciaire ne pourront que retarder la baisse du franc. Elles seront bien vite épuisées : il n'y aura plus qu'une étiquette sans support.

La faillite de la dévalorisation serait bientôt suivie de la faillite du franc dévalorisé.

C'est, d'autre part, avec infiniment de raison que l'Exposé des motifs du projet de loi déclare que ce n'est pas seulement par une intervention au marché des changes qu'on peut songer à *régulariser* la cote. Ce serait sortir du rôle de l'État de se mêler aux spéculateurs, et les opérations qu'il poursuivrait ne seraient pas sans risques alors qu'il tenterait de réagir contre des professionnels spécialisés et rompus au cambisme.

Le rôle de l'État consiste à fournir une bonne politique : elle créera de bons changes.

Aussi bien, — comme l'Exposé des motifs le constate, — pour agir sur le marché des changes à l'encontre du courant créé par les éléments d'ordre économique et moral, il faudrait une « masse de manœuvre inépuisable » et elle risquerait d'être bien vite décimée.

Il faudrait en outre que les devises dollars, à provenir de l'emprunt complémentaire, eussent pour affectation presque unique de telles fins.

Or, il n'en peut être ainsi :

Le service de notre dette extérieure réclame l'utilisation d'une partie de celles-ci à des échéances plus ou moins rapprochées.

Le service des emprunts exprimés en devises étrangères atteindra près de 600 millions de francs pour 1925 : ou 29.5 millions de dollars.

La Belgique aura de même à rembourser, ou à faciliter le remboursement, d'une dette francs français équivalente à 6 millions de dollars pour compte de sa colonie vis-à-vis de la France, et d'une dette belge de même import vis-à-vis de la Suisse.

Ces paiements dépassent le montant réservé comme part de l'État dans la totalité des deux emprunts (47.5 millions de dollars).

Ce n'est pas à dire que l'absorption de ces devises doit constituer un fait accompli à l'issue de cette période et entraver les opérations de ventes et rachats.

Certaines opérations sont susceptibles de renouvellement ou de prorogations. Les dépenses que nous venons de rappeler sont prévues aux budgets en recettes francs belges. Au fur et à mesure de leur rentrée, la Trésorerie pourra appliquer ces disponibilités à l'achat ou au rachat de devises étrangères. Et c'est ici que l'importance d'une constitution de réserve devises apparaît. Elle permet de défendre les cours à un moment donné, de conserver le synchronisme entre les recettes et les dépenses du Trésor, de procurer des liquidités momentanées; de combiner des ventes au comptant avec des rachats à terme et d'éviter ainsi des sautes injustifiées.

Comme l'exprimait, en termes excellents, le rapport de la Direction de la *Société Générale de Belgique* :

« Le pays a beaucoup souffert, depuis l'armistice, des fluctuations parfois désordonnées du change. Pour l'industrie et le commerce, elles sont une source de continuelles préoccupations; au point de vue social, elles entretiennent un profond malaise par les répercussions qu'elles exercent sur tous les prix, par conséquent, sur le coût de la vie.

» Il importe d'enrayer définitivement les fluctuations violentes et démoralisantes dont notre monnaie a été trop souvent l'objet depuis la guerre et de rendre à notre devise la stabilité qu'exige le développement de l'industrie et du commerce ».

Or la défense du change peut être assurée, dans une large mesure, par des « masses de réserve » susceptibles d'empêcher les attaques brusquées contre celui-ci, de le soustraire à la spéculation ou aux exigences des banques aux périodes où les règlements internationaux réclament des demandes plus

grandes de devises. « Les nations industrielles ont tendance à devoir de l'argent aux nations agricoles dans la seconde moitié de l'année et à le rembourser dans la première. » (KEYNES, *La Réforme monétaire*, p. 131.)

Les fluctuations saisonnières constituent un phénomène dont les courbes périodiques ont fait l'objet d'études nombreuses en ces derniers temps. Autrefois la sécurité de convertibilité atténuait les risques et permettait les crédits à court terme pour une minime commission. Il n'en est plus de même aujourd'hui; « l'adaptation saisonnière des demandes de crédit a cessé d'être l'affaire des banquiers arbitragistes. Elle nécessite l'intervention de la finance et de la spéculation. »

M. le Ministre des Finances de la République française attribuait dernièrement à l'intervention le fait que la « pointe » avait été en 1924 proportionnellement beaucoup moins élevée cette année que les précédentes. (Chambre des députés, 27 décembre 1924.)

L'assurance de ces risques par les commerçants et les industriels, à qui la prudence commande de se couvrir au moment de la conclusion des marchés, grève lourdement notre activité nationale, obligée de s'adresser à la banque privée pour transformer les règlements à terme en règlements au comptant. Il serait certes intéressant de rechercher quel est le tribut acquitté de ce chef et sa répercussion sur les prix.

Déjà la Banque Nationale, dans une très louable initiative, a prévu l'organisation de « couvertures de change » permettant à nos industriels de garantir leurs risques lorsqu'ils soumissionnent des fournitures importantes à l'étranger, payables en une autre monnaie que le franc belge.

Dès lors, il apparaît quelle utilité peut fournir la détention par le Trésor, et la mise à la disposition de la Banque Nationale, de réserves de devises, susceptibles non seulement de fournir une couverture plus forte à la circulation fiduciaire, mais aussi d'atténuer les fluctuations des changes en permettant de répartir l'achat et, moyennant une commission modérée, la vente des devises, de forger un ressort amortisseur. Ces réserves sont de nature à apporter un élément de force matérielle autant que morale.

On sait combien le change se montre à certaines époques influencable. Lorsqu'un marché est relativement restreint comme celui des devises belges, les courbes se modifient parfois sans que les transactions aient porté sur des montants considérables.

La spéculation se montrera plus prudente dans la crainte en de réserves défensives susceptibles d'intervenir.

La stratégie de la « masse de manœuvre », par le Trésor français d'accord avec la Banque de France, a été exposée au cours de débats récents : *opération prolongée de vente et de rachat*.

Les directives de la politique monétaire à poursuivre par le concours de la Banque Nationale, caissier de l'État, dont l'intervention journalière et constante est requise, doivent consister tout d'abord dans le renforcement de l'encaisse métallique de cet établissement. Celle-ci serait fixée au tiers des engagements à vue dérivant d'opérations statutaires. Les devises à provenir de l'emprunt

seraient affectées à ces fins à concurrence de 300 millions de francs (15 millions de dollars).

La Banque a déclaré consentir à leur investissement au rang de son encaisse inproductive. Le produit à en retirer reviendrait à l'État en atténuation des charges des emprunts ayant procuré les devises étrangères et des risques des opérations à poursuivre.

Il convient de rendre hommage ici au rôle désintéressé que la Banque a consenti à fournir dans ces opérations, en sacrifiant délibérément pour le bien commun une partie de ses bénéfices.

C'est le rôle qu'annonçait l'Exposé des motifs :

« Dès à présent, la Banque Nationale est décidée à prendre sa large part des charges de l'entreprise, non seulement en assumant gratuitement l'exécution des opérations nécessaires, mais encore en abandonnant à l'État le produit d'une portion de son portefeuille étranger. »

Les opérations pratiquées à l'aide des devises appartenant au Trésor et de celles à acquérir par la Banque, feront l'objet d'une gestion commune ayant pour objet de contribuer à la protection et à l'assainissement du franc belge et à faciliter les paiements de l'État à l'étranger et les avances autorisées en faveur de la Colonie.

Il est à observer, en ce qui concerne ce dernier emploi, qu'il constitue en réalité le but final et l'aboutissement à une date plus ou moins éloignée des opérations de l'emprunt.

La combinaison projetée renouvelle en somme pour une grande part la conception de M. Malou créant le *Portefeuille du Trésor* destiné à faire fructifier l'encaisse disponible du Trésor par des placements à court terme, en traites sur l'étranger, voire en escompte belge. Ce Portefeuille du Trésor est un compartiment séparé de l'encaisse du Trésor.

L'idée primitive ainsi reprise ne doit plus seulement poursuivre la perception des revenus plus ou moins élevés, mais réaliser une action de pondération.

\*  
\* \*

Les explications que nous venons de fournir permettent de se rendre compte de la façon dont le produit de l'emprunt recevra finalement sa destination prévue :

1° La remise à l'Association des Industriels aura comme conséquence l'attribution à l'État d'obligations de cette Association.

Ces obligations 6 % restituées à l'État seront incorporées dans le Portefeuille du Trésor; jusqu'au moment de leur réalisation, l'État encaissera les intérêts y afférents de même que le capital des titres qui viendraient à être désignés pour l'amortissement.

Ultérieurement, lorsque ces obligations seront réalisées, l'État affectera le produit des réalisations à la couverture des déficits budgétaires; par voie de

conséquence, la première moitié du produit des emprunts américains sera rendue à son affectation normale;

2° Au fur et à mesure que la Colonie remboursera à l'État les avances qui lui auront été consenties, celui-ci pourra affecter à l'extinction de ses déficits budgétaires les sommes ainsi récupérées sur le Budget colonial;

3° Quant aux devises constituant le fonds spécial créé pour la défense du franc, elles seront définitivement réalisées à une date qu'il n'est pas possible de déterminer aujourd'hui; mais, à la clôture des opérations, ou même auparavant, s'il en est décidé ainsi par le Gouvernement, l'État encaissera le produit net des réalisations et l'affectera également, comme toutes les autres recettes à provenir des emprunts américains, à l'extinction de son déficit budgétaire.

\* \* \*

Ces opérations, dans leur ensemble, offrent une importance et un intérêt immédiat dépassant de loin une simple opération de trésorerie.

Les aléas qu'elles peuvent présenter, à raison des cours garantis par l'État — et il n'est aucune entreprise qui, à l'heure actuelle, puisse en être exempte — sont largement compensés par les avantages qu'on est en droit d'en attendre.

Elles sont de celles qui doivent hâter notre convalescence financière.

Hier, le premier point de tout programme de reconstitution était poursuivi et réalisé : équilibrer le Budget de l'État. C'était débayer le sol de ses ruines.

Aujourd'hui, nous allons tenter d'endiguer les fluctuations des changes :

L'œuvre qu'il faudra entreprendre aussitôt après sera le développement de la production, l'augmentation des exportations pour stabiliser notre balance des règlements des comptes.

La stabilisation des changes : l'amélioration de la monnaie ont pour conséquences naturelles l'abaissement du taux de l'escompte, du loyer de l'argent. Ils permettent les capitalisations et consolidations dans de meilleures conditions.

Sur ces assises solides pourront être réalisés le remboursement des dettes de l'État à la Banque, la diminution de la circulation et son assainissement, la consolidation de nos dettes flottantes :

Nous ne sommes sans doute qu'au début d'un plan financier dont la réalisation complète et rapide s'impose. Mais il ne peut se poursuivre et aboutir — répétons-le pour la millièame fois — que dans une atmosphère de paix, de travail, d'économie, de confiance.

*Le Rapporteur,*

P. WAUWERMANS.

*Le Président,*

MAURICE LEMONNIER.

---

( N° 137 )

# Kamer der Volksvertegenwoordigers

---

VERGADERING VAN 4 FEBRUARI 1928.

## WETSONTWERP BETREFFENDE DE LEENINGEN IN DEN VREEMDE (1).

---

**AANVULLEND VERSLAG**  
NAMENS DE BESTENDIGE COMMISSIE VOOR DE FINANCIËN, DE BEGROOTINGEN  
EN DE BEZUINIGINGEN (2),  
UITGEBRACHT DOOR DEN HEER **WAUVERMAN**.

---

MIJNE HEEREN,

Bij beslissing genomen ter Kamervergadering van 24 December j. l., werd het wetsontwerp « betreffende de leeningen in den vreemde » terug naar uwe Commissie verwezen voor aanvullend verslag.

Ofschoon de Kamer een gunstig onthaal voor het ontwerp blijken liet, was zij niettemin van gevoelen dat het op financieel en economisch gebied zulke aanzienlijke en gewichtige vraagstukken naar voren bracht, dat eene aanvullende toelichting noodzakelijk scheen, welke de Commissie wegens gebrek aan tijd niet had kunnen samenbrengen.

Wij hebben getracht aan dezen uitgebrachten wensch voldoening te schenken.

Daar de Commissie vroeger uitspraak heeft gedaan over het wetsontwerp, werd tot geene nieuwe stemming overgegaan.

Dit verslag heeft slechts eene documentaire waarde en is geene bevestiging van namens de Commissie uitgebrachte beginselen in zake vraagstukken die ongetwijfeld aanleiding zullen geven tot bespreking en zelfs betwisting.

---

(1) Wetsontwerp, n° 64.

(2) Samenstelling van de Commissie : De leden van de *Bestendige Commissie voor de Financiën, de Begrootingen en de Bezuinigingen* : de heeren Lemonnier, voorzitter, Hallet, Pussemier, ondervoorzitters, Carlier, David, secretarissen, Bologne, Cousot, De Bruyne (Aug.), de Liedekerke, Donnay, Golenvaux, Ozeray, Soudan, Straus, Van Ackere, Van Glabbeke en Wauvermans.

### De wijze van leening.

De leening door de Regeering te New-York op 18 December 1924 gesloten, bedraagt de nominale som van 50 miljoen dollar, terug te betalen in een tijdsverloop van 30 jaar.

De zuivere opbrengst ervan beloopt 41.5 miljoen dollar of ongeveer 800 miljoen frank.

Het is eene leening 6 t. h., 30 jaar, verleend tegen 83 frank, en uitgegeven tegen fr. 87.50, met eene zuivere opbrengst van 6.84 t. h. plus de premie van terugbetaling, hetzij 7 t. h. en eene breuk.

Deze wijze is dezelfde als die waarop de leening geschiedde van 30 miljoen dollar 6  $\frac{1}{2}$  t. h. uitgegeven in de maand September l. l., tegen den koers van 94.

De voorwaarden zijn gunstiger dan vroeger :

De bekomen rentevoet is eervol voor België's crediet.

De interest van 7 t. h., kan zeer goed de vergelijking doorstaan met deze toegestaan bij een reeks van buitenlandsche leeningen, dit jaar in de Vereenigde Staten uitgegeven :

|                                                              |            |
|--------------------------------------------------------------|------------|
| Japan, Februari 1924. . . . .                                | 7.10 t. h. |
| Tschecho-Slowakije, Mei 1924. . . . .                        | 8.30 t. h. |
| Hongarije, Juli 1924. . . . .                                | 8.85 t. h. |
| Leening Dawes (Amerikaansch gedeelte), October 1924. . . . . | 7.70 t. h. |
| Frankrijk, December 1924. . . . .                            | 7.53 t. h. |

Vergelijkt men het bedrag van uitgifte met dat van onze binnenlandsche leeningen volgens de toenmalige noteeringen der Beurs, dan heeft het thans niets overdreven : de koers waartegen onze 6 t. h. op de Amerikaansche markt is ingeleid, kan als beter worden aangezien dan die, op onze eigen markt, door onze 6 t. h. genoteerd : 87.50 tegen 83.70, wanneer men zelfs zou moeten rekening houden met het verschil van den terugbetalingstermijn tusschen beide leeningen.

Het is veel hoger dan de noteering 6  $\frac{1}{2}$  t. h. (Belgische leening) op de Beurs te Parijs.

### Machtiging tot het sluiten van leeningen.

Het Parlement staat vóór een voldongen feit — verwezenlijkt onder omstandigheden die buiten alle kritiek liggen. Het schijnt eveneens nuttig er aan te herinneren, vanwaar de volmachten uitgaan waarvan het Ministerie van Financiën heeft gebruik gemaakt bij het aangaan van de leeningen, en op te sporen in welke mate daarvan werd gebruik gemaakt tot nog toe.

Op welke wettelijke teksten steunen zij?

Zijn de gemachtigde uitgiften niet uitgeput geworden door vroegere uitgiften van obligaties of van Schatkistbons?

Welk is het bedrag der voorschotten en der te gelde gemaakte leeningen?

\* \* \*

*Vóór den oorlog*, was het niet toegelaten zijn toevlucht te nemen tot de leening dan voor de buitengewone uitgaven, bestemd om 's Rijks bezit te vermeerderen en de economische toerusting van het land uit te breiden; de gewone uitgaven moesten bestreden worden door middel van de gewone inkomsten van den Staat.

Te dien einde behelsde de Begrooting der Buitengewone ontvangsten en uitgaven eene bepaling aldus luidende :

« Het bedrag waarmede door artikelen... der tegenwoordige wet gemachtigde uitgaven de ontvangsten overtreffen welke uitgetrokken zijn bij artikel... zal gedekt worden ofwel door middel der overschotten van de Gewone Begrooting, ofwel door middel eener leening.

» De Minister van Financiën is gemachtigd om, tot beloop van de in voorkomend geval aan te gane leening, Schatkistbons te maken, welke interest opbrengen en ten uiterste na vijf jaren betaalbaar zijn. »

Uit dien tekst blijkt dat de sommen door de geconsolideerde schuld op te leveren, niet mochten overschrijden het overschot der buitengewone uitgaven op de buitengewone ontvangsten, na aftrek van het eventueel bedrag der bonis van de Gewone Begrooting. Praktischerwijs, nam de Regeering enkel haar toevlucht tot het uitgeven van obligaties der Openbare Schuld, in de mate en op het oogenblik dat de behoeften der Thesaurie zulks eischten, mits voorloopig de bedoelde uitgaven te dekken door middel van de opbrengst der uitgifte van de Schatkistbons en door middel van de andere thesaurie-inkomsten waarover zij beschikte. De jaarlijks openbaar gemaakte toestand der Schatkist bracht, namelijk, aan het licht het beloop der gemachtigde leeningen waarover de Regeering nog op 1 Januari van ieder jaar beschikte om de bestrijding van bedoelde uitgaven voor goed te verzekeren.

Die voorzichtige politiek werd tot in 1914 streng nageleefd.

Het kapitaal der geconsolideerde schuld bedroeg, op 31 December 1913, de som van fr. 4,793,272,938.09 en beantwoordde aan zakelijke en renderende inkomsten.

Gevormd door de leening in goud-franks werd het omgezet in goud-waarden. De annuïteiten bestemd om dit kapitaal te dekken waren niet hoog — 2 1/2 tot 4 t. h. — wegens de zekerheid van ons crediet, de klokheid van onze munt, het gematigde bedrag van het disconto.

Ook is dit gedeelte van onze schuld niet een der bestanddeelen welke op 's Lands economie drukken, het is eerder van zulken aard dat dit gedeelte het gemiddeld cijfer der lasten bij het inventaris van ons passief kan verlagen.

De oorlog moest er komen om een financieelen toestand in de war te brengen, die door een wijs beleid op grondvesten was neergezet, die onwrikbaar schenen.

\* \* \*

Tijdens de vijandelijkheden, was het voor 't Land nagenoeg onmogelijk normale inkomsten te innen. De leening, — onder den vorm van voorschotten van

de Geallieerde Mogendheden onmiddellijk bekomen, — kon het eenige middel zijn om het hoofd te bieden, niet alleen aan de bestuursuitgaven, maar ook en vooral aan de overgroote lasten veroorzaakt door de gevolgen van den oorlog en de bevoorrading der bezette grondgebieden.

Bij de wet van 4 Augustus 1914 was aan de Regeering een crediet bewilligd geworden van 200 millioen frank voor de uitgaven voortvloeiende uit de onderscheidene buitengewone maatregelen door den staat van oorlog in 'het leven geroepen. Dit crediet moest gedekt worden « hetzij door middel van gewone inkomsten, hetzij door middel van de leening ».

Het besluit-wet van 26 December 1914 verlengde den duur van dit crediet en maakte het onbeperkt, zooals de omstandigheden het voorschreven.

Het werkelijk bedrag der uitgaven zal het cijfer der leeningen vaststellen en ook de bestaansreden ervan wezen. De voorschotten van de Geallieerden zullen ter beschikking van de Belgische Regeering worden gesteld naar gelang de behoorlijk bewezen vereischen.

De Schatkist kan enkel blijven bestaan door de leeningen in of aan het buitenland.

Wat betreft de uitgaven in het bezet gebied, deze zullen ongetwijfeld door den bezetter enkel toegelaten worden in de mate waarin zij door de ontvangsten kunnen gedekt worden, terwijl het overige wordt opgeleverd door verrichtingen naar het toeval medebrengt.

Zoo is het evenwel niet voor de oorlogslasten aan het land opgelegd, waarvan de uitkeering moet verzekerd worden door collectieve leeningen van de negen Belgische provinciën : de *interprovinciale leeningen*.

Eene eerste wet van 19 November 1919 heeft de Regeering gemachtigd na den oorlog deze interprovinciale schuld voor rekening van den Staat te nemen; eene tweede wet, van 30 December 1922, heeft de uitgaven van de oorlogsuitgaven gevoegd bij de rekeningen van de oorlogsperiode, en heeft toegelaten ze te dekken door middel van leeningen.

Dit zijn onze eerste binnenlandsche oorlogsleeningen, leeningen zonder tegenwicht en zonder renderende bestemming op stoffelijk gebied.

. \* .

Bij de staken der vijandelijkheden was de Regeering geplaast tegenover de verplichting een normalen geldomloop te herstellen. Zij erkent de noodzakelijkheid het Deutsche geld, door den bezetter ingevoerd, in te trekken.

Te dien einde werd door een besluit-wet van 9 November 1918 machtiging verleend tot het invoeren van bijzondere Schatkistbiljetten, genoemd « *Bons voor het Muntherstel* ». Deze werden uitgegeven tegen betaling gedeeltelijk in Duitsch geld en gedeeltelijk in Belgisch geld.

Voor het overige geschiedde het intrekken van de marken door voorschotten toegestaan aan den Staat door de Rijkbank, overeenkomstig de wet van 24 October 1919.

De wet van 10 Augustus 1923 heeft de terugbetaling van dit voorschot geregeld, met eenerzijds daartoe te gebruiken sommige reeksen van ontvangsten

en anderzijds voorafnemingen op de Begrooting. De terugbetalingen zullen evenwel slechts gedekt zijn door de leening naar gelang en tot het beloop van de voorafnemingen te dien einde op de Begrooting gedaan.

\* \*

Buiten deze munt- aanzuivering hebben de aanzienlijke noodwendigheden voor s' Lands herstel, de stijging der prijzen van alles, de vermindering van de normale inkomsten van den Staat en het niet betalen door Duitschland, onvermijdelijk de verplichting opgelegd, onmiddellijk na den oorlog, leeningen te sluiten om het overschot van de jaarlijksche gewone, buitengewone en verhaalbare uitgaven te dekken.

Bijzondere wetten (van 16 September 1919 en van 27 Januari 1920) hebben vooreerst de Regeering gemachtigd, om het hoofd te bieden aan hare noodwendigheden, obligaties van de Openbare Schuld uit te geven tot een beloop van bepaalde *nominale kapitalen*. Maar door een terugkeer tot den vooroorlogschcn regel, heeft de wet van 30 Juli 1924 een eind gemaakt aan deze machtigingen, onder zekere voorwaarden; zij heeft echter aan de Regeering toegelaten leeningen te sluiten tot een beloop van de sommen die werkelijk noodig waren om het overschot te dekken van de algemeene uitgaven op de inkomsten van de jaren 1919 tot 1921. Deze wet, welke toelaat den maximum-duur van de uit te geven Schatkistbons, in afwachting van de plaatsing der leeningen, te brengen op tien jaar, werd toepasselijk gemaakt door de jaarlijksche begrootingswetten volgend op de uitgaven van de dienstjaren 1922 tot 1925.

Daar het onmogelijk is, naarmate de uitgaven geschieden, de uitgifte te doen van de leeningen om er voorgoed de dekking van te verzekeren, moet de Regeering haar toevlucht nemen tot thesaurieverrichtingen (credieten in het buitenland, uitgaven van binnenlandsche en buitenlandsche uitgaven van Schatkistbons) om voorloopig het overschot dezer uitgaven te dekken. Vandaar de noodzakelijkheid, die zich dringender dan ooit deed gevoelen op de tijdstippen dat de omstandigheden van de geldmarkt het plaatsen der geconsolideerde leeningen verlamden, — het Ministerie van Financiën te machtigen Schatkistbons uit te geven — machtiging voortijds beperkt op vijf jaar, thans op tien jaar — ten beloope van het bedrag der gemachtigde leeningen.

\* \* \*

Uit het voorgaande blijkt dat het werkelijk bedrag van de door de Regeering te sluiten leeningen slechts nauwkeurig kan bepaald worden, wanneer de cijfers van elk begrootingsjaar, voor de uitgaven en de inkomsten, behoorlijk zijn vastgesteld.

In afwachting dat deze rekeningen allen zijn opgemaakt, zijn wij thans wel gedwongen om de grens van de toegelaten leeningen te bepalen, ons te houden aan eene schatting gesteund op de voorloopige uitslagen zooals zij zijn gekend, en zelfs op de ramingen van de begrootingswetten voor de pas aangevangen begrootingen.

Het spreekt van zelf dat, in beginsel, de uitgiften van Schatkistbons en van titels der Openbare Schuld niet *gezamenlijk* het machtigingsbedrag van leening zullen mogen overschrijden. Doch men zal van dezen regel mogen afwijken ingeval de leening zelf wordt gesloten met het oog op de delging der vlottende schulden, waarvan de vervalltermijn nabij is, mits, in dit geval, de opbrengst van gezegde leening werkelijk dient voor de terugbetaling der Schatkistbons.

. . \*

De waarborg tegen elk misbruik ligt in de regelen die de comptabiliteit van den Staat beheerschen. Anderzijds, indien de Regeering van de Wetgeving de macht heeft ontvangen om, binnen de voorziene perken, over te gaan tot het uitgeven van titels der Openbare Schuld en van Schatkistbons, worden hare verrichtingen dienaangaande aan het strenge toezicht van het Rekenhof onderworpen. Dit Hof, ter uitvoering der wet van 15 Mei 1846 — welke bepaalt dat de leenings- en omzettingsobligaties slechts kracht bezitten wanneer zij met het visa van het Rekenhof zijn bekleed — hecht zijn visa op de titels op korten of langen termijn waarvan de uitgifte is beslist. Het geeft zijn visa alleen in zoo verre de bedoelde uitgiften behooren binnen de perken der wettelijke machtigingen. Dus controleert het Parlement, door zijn bemiddeling, op doelmatige wijze de uitoefening der machten die het aan de Regeering en aan den Minister van Financiën heeft gegeven.

. . \*

Ziehier, volgens de inlichtingen door uw verslaggever ingewonnen hoe, op 1 Januari 1925, op bovenvermelde grondslagen, het tekort van ontvangsten op uitgaven, tekort dat door de leening kan worden gedekt, zich voordoet :

|                                                                          |                    |
|--------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| A. — Machtigingen van vóór den oorlog . . . . .                          | fr. 662,963,910 73 |
| B. — Machtigingen voor uitgaven tijdens de oorlogs-<br>periode . . . . . | 920,448,639 65     |
| C. — Machtigingen van na den oorlog. . . . .                             | 20,317,759,778 29  |

|                   |                       |
|-------------------|-----------------------|
| Te ZAMEN. . . . . | fr. 21,901,172,338 67 |
|-------------------|-----------------------|

|                                                                                                                                                                            |                       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| Opbrengsten der leeningen sedert den oorlog uit-<br>gegeven, met inbegrip van de jongste leening<br>van 50 miljoen dollar, in de Vereenigde-Staten<br>uitgegeven . . . . . | fr. 11,439,730,093 47 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|

|                          |                       |
|--------------------------|-----------------------|
| Te dekken saldo. . . . . | fr. 10,461,442,245 20 |
|--------------------------|-----------------------|

Dit saldo wordt voorloopig gedekt door thesaurieverrichtingen waarvan de bijzonderheden hierna volgen, ten beloope van 8,100,000,000 frank, *namelijk* :

|                                                                                                                                              |               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| a) Tienjaarlijksche obligaties der « Défense nationale française » ter vervanging van de in 1914-1915 vervallen Belgische Schatkistbons. fr. | 56,254,200    |
| b) Voorschotten van de Geallieerden van vóór den wapenstilstand.                                                                             | 1,153,235,000 |
| c) Schatkistbons 5 t. h. op 10 jaar . . . . .                                                                                                | 769,743,000   |
| d) Schatkistbons 5 t. h. op 5 jaar . . . . .                                                                                                 | 264,033,500   |
| e) Schatkistbons op 3 maanden en op 6 maanden geliscesteerd.                                                                                 | 4,770,941,000 |
| f) Buitenlandsche Schatkistbons . . . . .                                                                                                    | 670,892,000   |
| g) Schuldsaldo van de wederkeerige Franco-Belgische rekening.                                                                                | 81,075,000    |
| h) Zwitsersche credieten . . . . .                                                                                                           | 115,855,000   |

Te Zamen. . . fr. 7,902,058,700

|                                                                                   |             |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| Overschietende rest van de ontvangsten voor herstel, nog niet verrekend . . . . . | 200,000,000 |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------|

TOTAAL. . . fr. 8,102,058,700

Het verschuldigd bedrag, dat nog door de leening kan gedekt worden, kan dus worden geraamd, op 1 Januari 1925, in ronde cijfers, op de som van . . . . . fr. 2,361,000,000

De toegelaten speelruimte der leeningen is niet uitgeput; een groote poging tot vereffening van de thesaurieverrichtingen en tot consolideering zal eerlang noodzakelijk zijn.

Deze tweevoudige vaststelling moet op de meest ernstige wijze de aandacht gaande houden.

Zij steunt de waarschuwingen die herhaaldelijk zijn gedaan geworden.

*Iedere uitgave, vatbaar om verdaagd te worden, moet volstrekt worden verdaagd; iedere uitgave die het begrotingsevenwicht kan breken moet ongenadig worden geweerd.*

#### Buitenlandsche en binnenlandsche leeningen.

Eene bespreking over de kwestie of het beter is in het buitenland leeningen te sluiten dan in het binnenland, zou kwalijk tot een volstreekte oplossing kunnen leiden. De oplossing van dit vraagstuk hangt niet af van de zuivere theorieën, maar wel en bijzonder van de economische omstandigheden. Men moet rekening houden met de voorwaarden onder dewelke de leening in 't buitenland kan worden aangegaan, namelijk met den interest, den duur van de aflossing, de bepalingen betreffende het gebruik der credieten, en met de voordeelen die de verrichting kan opleveren.

Maar de ontleener heeft meestal geen vrije keuze : dit is namelijk het geval wanneer het onmogelijk is in 't binnenland leeningen te sluiten. En het is onmogelijk wanneer op de binnenlandsche markt de kapitalen ontbreken. Even onmogelijk zal het zijn, wanneer de vraag van den Staat, om geldmiddelen te bekomen, voor gevolg zou hebben aan de privaatsnijverheid de kapitalen te onttrekken die zij noodig heeft. Onmogelijk nog, zelfs wanneer de kapitalen er zijn, maar wanneer de spaarders, wantrouwig geworden door den uitslag van vroegere leeningen die niet aan hunne verwachtingen hebben beantwoord, onzeker van de toekomst en aangetrokken door geldverrichtingen die hun als veel voordeliger worden aangeboden, weigeren op de Staatsleeningen in te schrijven.

Mits dit voorbehoud mag men zeggen dat onder alle opzichten de binnenlandsche leening voordeliger is dan de buitenlandsche.

De leening in het binnenland was doorlopend de regel tot in 1914, tijdstip waarop de leening van 12 miljoen pond sterl. werd gesloten.

De leening in het buitenland leidt soms tot banden van economische afhankelijkheid. De Staten die er misbruik van maakten, hebben, eens dat hun crediet en hunne gewone inkomsten de voldoende geoordeelde waarborgen niet meer behouden, de buitenlandsche contrôle moeten aannemen over hunne ontvangsten en de borgstelling van zekere bronnen van inkomsten.

Wat er van weze, zij levert de Begrooting over aan de wisselvalligheid van den koers. In de begrootingsramingen wordt aldus een bestanddeel van onzekerheid gebracht. De Begrooting kan beïnvloed worden door de actieve en passieve speculeeringen, terwijl bij elken vervalltermijn van de leeningen vreemde muntwaarden moeten voorhanden zijn die aan plotselinge schommelingen bloot staan.

In het verslag over de Begrooting van de Openbare Schuld voor 1925 wordt reeds gewezen op dit bezwaar, dat een zeer ernstig gevaar kan worden. Het toont aan dat elke verandering van één punt onze schuld in dollars met 400 miljoen wijzigt.

Naast dit gevaar heeft de leening in het buitenland voor gevolg dat zij drukt op de nationale waarden; de invoer van vreemd kapitaal kan aanvankelijk den wissel verbeteren en voor den economischen toestand voordelig zijn. Maar voor de toekomst drukt die schuld voortdurend : *de interesten en de aflossing van de leening, komen in de passief-kolom bij de schulden van den handelsinvoer.* Zij eischt eene zooveel te grootere inspanning om de balans der buitenlandsche regelingen in evenwicht te brengen. Men kan het de Regeering niet ten kwade duiden, dat zij aan de openbare besturen heeft laten weten, dat zij deze bezwaarlijk zou kunnen toelaten, leeningen in het buitenland te sluiten, ten gevolge van aanbiedingen die gedaan werden aan enkele van dezen.

De leening in den vreemde kan de openbare fortuin van een Staat verminderen, zoo de opbrengst niet gebruikt wordt tot productieve doeleinden, die het tegenwicht in uitvoerwaarden kunnen verschaffen.

Men stelt heel wat anders vast wanneer het geldt leeningen in het binnenland. Zij leiden niet op zich zelf tot eene vermindering van de Openbare schuld, maar brengen eene verplaatsing te weeg van de fortuinen en eene verdeling van de lasten.

Ons passief tegenover het buitenland in zake buitenlandsche leeningen bedroeg, in kapitaal, op 31 December 1924 :

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| 772,279,090    | Fransche franks,    |
| 18,320,540     | pond sterling,      |
| 42,318,000     | gulden (Holl.),     |
| 10,000,000     | Zwitsersche franks, |
| 352,320,570.06 | dollar,             |

met inbegrip van 50 millioen dollar, bedrag van de laatste leening, December 1924.

In deze cijfers is niet begrepen het bedrag der voorschotten aan België tijdens den oorlog toegestaan door de Vereenigde-Staten (\$ 171,780,000); door Frankrijk (fr. 2,731,678,930.57); door Engeland (£ 90,084,385.1.10).

Op 31 December 1924 bedroeg onze binnenlandsche schuld 31,836 millioen en onze buitenlandsche schuld, berekend naar den koers van denzelfden dag, 9,009 millioen, hetzij eene verhouding van 3.5 tot 1.

Deze cijfers stemmen ons tot ernstig nadenken; de verhouding is voorzeker niet aangegroeid: dank zij de gedane terugbetalingen en aflossingen is deze nagenoeg dezelfde als in het begin van 1921, maar deze verhouding wordt op bijzondere wijze beïnvloed door de wisselschommelingen. Waren de waarden in 1921 afgetrokken tegen den tegenwoordigen koers, dan zou de verhouding 1 tot 3.50 nu 1 tot 2.4 geweest zijn.

En is ons privaat vermogen in den vreemde, terwijl onze buitenlandsche schuld in zulke verhoudingen is gegroeid, vermeerderd of verminderd? In welke verhouding?

In 1914 werd het bedrag der buitenlandsche titels welke in België in omloop waren, geschat op 5 tot 7 milliard, hetzij het derde of het vierde van de plaatsing in Openbare Fondsen.

Het kapitaal, in Belgische ondernemingen in het buitenland belegd, kan niet met juistheid worden geraamd: sommigen hebben het op 2 milliard geschat.

Zoo men slechts 4 t. h. neemt van de buitenlandsche portefeuille op zijn minst geschat, dan bereikt men een inkomen van 200 millioen ten gunste van de balans benevens het saldo der handelsbalans.

Wat blijft er van deze buitenlandsche portefeuille nog over en hoeveel is daarvan in België nog in omloop, terwijl het een vierde van 's lands vermogen bereikte en het bedrag van onze binnenlandsche en onze buitenlandsche schuld overschreed? De moeilijkheden van de verrichtingen in den vreemde, het uitvoeren van kapitalen om eene plaatsing te vinden in de landen met goudmunt, hebben van die portefeuille zeker een aanzienlijk deel afgenomen. Trots alle controlemaatregelen heeft men den verkoop vastgesteld van Argentijnsche cedules en Braziliaansche rentetitels tot aanzienlijke bedragen; maar anderzijds is de waarde van de vreemde koepons in België geïncasseerd en onderhevig aan de belasting op onroerende zaken in 1923, meer den 500 millioen.

Dit cijfer omvat weliswaar een zeker getal koepons geïncasseerd voor rekening van vreemdelingen, maar onze landgenooten incasseeren daarentegen recht-

strecks in het buitenland belangrijke sommen. Het is niet mogelijk met juistheid te bepalen welke invloed deze twee verrichtingen, in tegenovergestelden zin, op de raming van ons vermogen in het buitenland hebben.

Ten andere, de titels die de Belgen, vennootschappen en privaatspersonen, in portefeuille bezitten, zijn slechts één bestanddeel van dit vermogen.

Hoeveel bedraagt nog het kapitaal dat in het buitenland is belegd? Wat betreft onze inrichtingen in Rusland, mag dit ver over 1 milliard gerekend worden?

Ofschoon wij den drang der gebeurtenissen, waardoor onze buitenlandsche schuld tot eene dergelijke hoogte is gestegen, moeten erkennen en ondergaan, is de voorzichtigheid vereischt en moeten er niettemin bezuinigingen en beperkingen worden gedaan, en de Begrootingen in evenwicht worden gebracht. Kan de buitenlandsche leening een gevaar wezen, zoo zij een bepaald bedrag overschrijdt, — bedrag dat naar sommige bekwame lieden schier bereikt is —, en ons crediet doen wankelen, hetzelfde kan dan ook gezegd worden van het overdreven bedrag der vlottende Schuld of op korten termijn.

Nu niets is gevaarlijker voor iemand die aan de beterhand is, dan een herval in de ziekte.

Maar elke leening, elke consolideering onderstelt, voor eene mogelijke verwezenlijking, als eerste factor het vertrouwen in het Staatscrediet, dat zelf niet anders is dan de huldiging eener politiek van vrede, werkzaamheid en spaarzaamheid.

De plaatsing van Staatsrenten is uiteraard eene plaatsing die geene hooge winsten afwerpt, doch veeleer om hare veiligheid wordt gewild. Wie zulke plaatsingen doet, is ongetwijfeld niet onverschillig aan een interest, daar de levensduurte hem verplicht dezen factor in acht te nemen. Maar vooral vraagt hij dat de geheele waarde van zijn kapitaal hem worde teruggekeerd. De waardevermindering van den frank, de daling van den koers zijn de voornaamste factoren die de consolidatie-leeningen belemmeren.

De stabiliseering, of beter, de regulariseering van den frank, met eenige hoop op verbetering, en gewaarborgd tegen onverhoedsche schommelingen, is de eerste voorwaarde voor het slagen van eene leening.

Het slagen van de binnenlandsche leeningen moet evenzoo in ruime mate beïnvloed worden door de medewerking van de kapitalen van vreemdelingen of van kapitalen in 't buitenland belegd als reserve, of in afwachting van het gunstig oogenblik.

Het is van belang dat de leening verzekerd weze niet alleen van de medewerking die de herstelde spaarsommen kunnen aanbrenge, doch ook door de kapitalen die uit het buitenland inkomen of terugkeeren.

Hier ook moet men er rekening mede houden dat de inschrijvers op de rente, vooral in dezen tijd, gemakkelijk bevreesd zijn wegens alle maatregelen die het kapitaal bedreigen, wegens de hinderpalen in de onderhandelingen, wegens de bedreiging van niet voorziene taxes op de interesten bij het sluiten der leening, wegens de fiskale vormvereischen die op inquisitie gelijken, wegens de ontwerpen van leening of omzetting, welke door sommigen als gedwongen zaken worden aangezien.

In een naburig land hebben zeer bevoegde deskundigen naar het middel gezocht

om deze terughouding tegenover de renten, zoo nadeelig voor het Staatscrediet, te doen ophouden. Zij hebben, naar onze meening terecht, het succes voorspeld van eene consolidatieleening, vrij niet alleen van de cedulaire belasting, maar ook van de bijkomende belasting en van de overdrachts- of successierechten.

Onder die voorwaarden zou de interest lager kunnen gesteld worden, en het voordeel dat dit zou opleveren zou hooger zijn dan de eventueele opbrengst van de rechten waarvan de bezitters zouden zijn ontslagen.

Om een plaatsing van de « Bons de la Défense Nationale » te verzekeren, heeft de Fransche Regeering, door een onlangs aangenomen wet, deze Bons vrij verklaard van de supertaxe, en van de formaliteit van het bordereel. Aan deze formaliteit wijt men den aanzienlijken uitvoer van kapitaal en de vermindering der roerende zaken.

### Waartoe de leening bestemd is.

Het wetsontwerp heeft dus geen andere strekking dan de aanwending van de leening te regelen.

Hier moet de machtiging van de wetgeving tusschenkomen.

Ongetwijfeld zal de leening niet worden bestemd voor nieuwe uitgaven op de Belgische Begrooting te brengen, en alzoo het bedrag van onze schuld nog te verhoogen.

Ten slotte moet de opbrengst terugkeeren tot de bestemming waartoe wettiglijk gemachtigd werd, b. v. de dekking van het globaal overschot der Begrotingsuitgaven op de ontvangsten, doch die terugkeer zal bewerkstelligd worden langs een ietwat ingewikkelden weg en na voorloopige aanwijzingen.

De bestemming dier inkomsten is drievoudig.

Zij zullen voor de helft dienen tot de delging van reeds in omloop zijnde titels voor oorlogsschade.

Voor een vierde zullen zij verstrekt worden aan de Congokolonie, met het oog op hare buitengewone uitgaven, en de Kolonie zal billijkheidshalve er den last van dragen, namelijk : dat de Belgische schuld uit dien hoofde slechts in schijn zal aangroeien, daar de annuïteit in uitgave vergoed wordt door een annuïteit in ontvangst.

Eindelijk, zullen zij, voor het laatste vierde, dienen om de bestaande vlottende schuld te delgen, naarmate de deviezen zullen kunnen afgekocht worden.

Eenige verklaringen zullen niet onnoodig zijn om licht te werpen op het tamelijk ingewikkeld plan dat, in gemeen overleg tusschen de Regeering, de Nationale Bank van België en de overige betrokken inrichtingen werd opgemaakt en dat tot uiting moet komen in de te sluiten overeenkomsten uit kracht van de door het wetsontwerp aangevraagde machtigingen.

### A. — *Het voltooiën van het herstel der oorlogsschade.*

De hoofdzakelijke en eerste benutting van de leening komt er ten laatste op uit, de schuldvorderingen ten laste van den Staat uit hoofde van het herstel der oorlogsschade te vereffenen. Dit doel zal bereikt worden onder de modaliteiten van aard om onze Rijksdeviezen te verstevigen.

Men weet dat de Regeering, sedert 1919, het nut heeft ingezien van andere middelen dan de rechtstreeksche leening, ten einde de noodige kapitalen te vereenigen voor het regelen der oorlogsschade.

In den aanvang kon niemand den omvang van het nadeel ramen waarvoor herstel verschuldigd was. Anderzijds, rekende men er vast op, dat de dader van dit nadeel de noodige sommen zou leveren om het te dekken.

Dit geschiedde niet. De wet van 10 Mei 1919 en het Koninklijk besluit van 1 Juni 1919 hadden verordend dat aan de geteisterden, naarmate de vonnissen door de bevoegde rechtscolleges werden gewezen, hetzij titels van voorschotten bij voorraad, hetzij definitieve titels zouden verstrekt worden, door de Thesaurie uitgegeven op een vervalltermijn van vijf jaar en tegen den jaarlijkschen interest van 5 t. h.

Die regeling in titels op uitgestelden vervalltermijn, in de plaats van contante betalingen, ware schadelijk geweest voor de geteisterden en bij ontstentenis van een middel om die titels roerend te maken, zou zij het heropbouwingswerk verlamd hebben.

Op zich zelf genomen, ware de tusschenkomst der banken onvoldoende geweest. Zelfs kon zij van bezwarenden invloed zijn geweest wegens het verschil tusschen den interest en de kosten van disconteering en commissieloon. Niet zelden ware zij zelfs onmogelijk geweest waar het geldt de rechtstreeksche betrekkingen tusschen bankier en geteisterde.

Dat was de reden waarom in onderscheidene plaatsen van het land samenwerkende maatschappijen voor geteisterden werden opgericht, en ook, op 25 Juli 1919, de *Federatie der samenwerkende maatschappijen voor oorlogsschade*.

Deze laatste werd gemachtigd leeningen met loten uit te geven, waarvan de interesten, de aflossing en de loten door den Staat zijn gewaarborgd. De plaats ingenomen hebbende van den Staat om de geteisterden schadeloos te stellen, moet zij aan den Minister van Economische Zaken rekenschap geven over het gebruik der fondsen. Het bedrijvigheidsveld der Federatie was omschreven door de burgerlijke schade.

Laten wij eraan herinneren, dat achtereenvolgens werden uitgegeven :

1<sup>o</sup> De leening 4 t. h., met loten, 1921, van een milliard. Wet van 2 Januari 1921, Koninklijk besluit van 3 Januari 1921, uitgegeven tegen 80 t. h. Onderschrijving die aanleiding gaf tot verdeeling. Opbrengst: fr. 786,812,946.48, som die op 31 December 1922 geheel was benuttigd;

2<sup>o</sup> Leening 5 t. h. van 1922, van een milliard. wet van 8 April 1922, Koninklijke en Ministerieele besluiten van 8 April 1922, uitgegeven tegen fr. 247.50 (nominale waarde : 250 frank), onderschreven den 15<sup>e</sup> Mei 1922;

3<sup>o</sup> Leening van 5 t. h. van 1923, van een milliard. Wet van 11 Mei 1923; Koninklijk besluit van 17 Mei 1923; uitgegeven tegen fr. 492.50 (nominale waarde : 500 frank).

Rond denzelfden tijd werd, luidens de wet van 16 Maart 1919, de *Nationale Bank* gemachtigd de *Nationale maatschappij voor nijverheidscrediet* op te richten en werden de obligatie's dezer maatschappij gewaarborgd.

Deze Maatschappij had ten doel het bankcrediet op te richten door middel van voorschotten op langen en korten termijn, en niet de verhandeling der titels voor oorlogsschade.

De Regeering deed echter weldra beroep op de medewerking der Maatschappij vooreerst om de Duitsche rekwisitiebons en verder om de titels voor oorlogsschade te regelen.

Deze voorschotten, ten bedrage van de nominale waarde der titels, werden verleend tegen de belofte van uitbetaling, na zes maanden, tegen 5.50 t. h., terwijl de nominale titels als borgstelling werden genomen. Zij moesten niet worden hernieuwd dan in zooverre de *Nationale Maatschappij* de overeenstemmende geldmiddelen kon vinden en, in alle geval, tot 1 Januari 1925, zijnde de vervaldag der titels door den Staat afgeleverd.

Hier ook kwam de inschrijving sneller en overvloediger dan men eerst had kunnen vermoeden: in Januari 1924 bereikte de inschrijving ongeveer 2 milliard frank; en in de onderstelling dat deze verrichtingen hadden kunnen voortduren in de mate der beschikbaarheden van de Maatschappij, dan hadden zij voor gevolg gehad ze af te wenden van het hoofdzakelijk en rechtstreeksch doel voor dezer bedrijvigheid voorzien, ten nadeele van den handel en de nijverheid, en van onzen verkoop in den vreemde.

Maatregelen drongen zich op tegen den aanstaanden vervaldag van de titels voor oorlogsschade.

Het ingebreke blijven van Duitschland moest de regeling der schuldverdringen beletten en de vereffening der leeningen na zich slepen, daar de verrichting door de *Nationale Maatschappij* toegestaan slechts een tijdelijk en overgangelijk karakter had.

De Regeering lokte de oprichting uit van eene « Nationale Vereeniging der Nijveraars en Handelaars voor het herstel der oorlogsschade », waaraan de wet rechtspersoonlijkheid had toegekend.

Die Vereeniging moest een leening uitschrijven waarvan de lasten door den Staat zouden verzekerd worden en waarvan de opbrengst zou toelaten aan de *Nationale Maatschappij* het bedrag terug te betalen van de promessen der houders van titels der oorlogsschade en alzoo die titels uit den omloop terug te nemen.

Het mechanisme der verrichting — waarvan wij het onnoodig achten sommige bijkomende modaliteiten in herinnering te brengen — moest dus ten laatste er toekomen de schuld te consolideeren, welke de Staat had jegens de geteisterden en die eerlang zou vervallen, door middel van een dertigjarige leening.

De *Nationale Vereeniging* werd opgericht overeenkomstig de wet van 27 Maart 1924. De combinatie berustte op de plaatsing der dertigjarige obligatie-titels van de nieuwe Maatschappij, ten beloope van een bedrag minstens gelijk aan dit van de voorschotten den *Nationale Maatschappij*.

De aanleggers oordeelden de plaatsing mogelijk. De uitslag beantwoordde niet aan hunne verwachtingen. De bijzonder moeilijke voorwaarden der plaatsing, kort na de uitgifte van de leeningen der samenwerkende vereenigingen voor oorlogsschade, gedurende het tijdperk der kapitaalsverhoogen van zeer

talrijke maatschappijen, kwamen op buitengewone wijze de pogingen der Maatschappij dwarsboomen :

« De vertrouwenscrisis, welke zich heeft beginnen te ontwikkelen in den zomer 1923, heeft een immer toenemende afzijdigheid verwekt ten opzichte van de effecten met een vast inkomen, in zooverre dat, sedert Juni 1923, de Staat zich onbekwaam heeft bevonden om een binnenlandsche leening op langen termijn aan te gaan », zooals onlangs de heer A.-E. Janssen, Directeur der Nationale Bank van België, uiteenzette in een merkwaardige memorie aan de « Société d'Economie politique de Paris » (France, *Journal des Économistes*, 15 Januari 1923). Zelfs de vlottende schuld bracht geen geld in de Schatkist; dit is trouwens geen kwaad.

» Over 't algemeen, werden de uitgften van obligaties door de naamlooze vennootschappen, de hypotheekleeningen bij de notarissen tegengehouden, omdat het publiek, verschrikt door de ineensstorting der munt in een aangrenzend land, de mark in Duitschland, zich ten onrechte inbeeldde dat de frank hetzelfde lot ging ondergaan. De onzekerheid van het publiek ontstond insgelijks uit de voortdurende van de lijdzamen tegenstand in Duitschland tijdens de Ruhr-bezetting en uit de misverstanden welke deze, nochtans noodige, bezetting in de Anglo-Saxische middens had verwekt.

» Op de openbare markten, op den buiten, werden de meest ongehoorde geruchten verspreid en ik herinner mij dat, in de eerste maanden van verleden jaar, tal van goede lieden mij zijn komen vragen of het waar was dat de frank tot zero zou dalen evenals de mark.

» In sommige financieele middens, gaf men met een onvergeeflijke lichtzinnigheid den raad om de schuldvorderingen in zakelijke waarden om te zetten, en dit had voor gevolg de beurs der waarden met een vast inkomen te verzwakken, van daar de daling der renten (de 3 t. h. op 49.50 en de 6 t. h. op 86.50) en daarmede samengaan, een onzinnige en ongezonde speculatie op de aandelen en het ontsnappen der kapitalen naar het buitenland. »

Men moest tot de overtuiging komen dat het nog mogelijk noch wenschelijk was deze twee milliard dadelijk op de binnenlandsche markt te plaatsen. Daarom dacht men er aan, van den beginne af, een deel ervan op de vreemde markten te plaatsen. De algemeene voorwaarden waren echter in dien tijd zeer onvoordeelig; eene leening in 't buitenland zou te duur geweest zijn, en men moest wachten. Men heeft gelijk gehad, te wachten.

De prijs van de leening die wij thans in 't buitenland hebben gesloten is veel voordeeliger.

*De Vereeniging van Industrieelen* bevond zich dus in de onmogelijkheid aan de « Société Générale » de terugbetalingen te doen, en hare obligatiën moesten in de portefeuille van deze maatschappij de plaats innemen van de promessen en van de titels der geteisterde industrieelen.

De beweeggronden die hebben geleid tot de oprichting van de *Vereeniging van Industrieelen*, hebben dus thans even veel kracht om een toestand te verlichten die zich slechts gedeeltelijk gewijzigd heeft.

Deze oplossing kan niet bestaan, dit spreekt van zelf, in het onmiddellijk

betalen door de Schatkist, met de opbrengst van de leening, eener geconsolideerde schuld. Die opbrengst zal ten andere niet toereikend zijn. Men moet integendeel met de plaatsing van de leening van de *Vereeniging van Industrieelen* voortgaan. De geldmiddelen die daaruit moeten voortvloeien zullen namelijk toelaten het verschil te vereffenen tusschen de sommen die de Vereeniging zou schuldig blijven aan de *Société Générale*, nieuwe voorschotten aan de geteisterden toe te staan en ten slotte aan den Staat de som van zijn voorschotten terug te betalen voor de noodwendigheden van de Schatkist. Men kan van nu af, aan eene nieuwe mobilisatie denken van de titels der Oorlogsschade door tusschenkomst van de « *Société Générale* », tot een beloop van 300 millioen, op grond van de voorgenomen verrichtingen, op het gebied van wat onmiddellijk kan verwezenlijkt worden.

Het is niet van belang onthloot er bij deze beschouwingen op te wijzen dat het bedrag der nominatieve titels van de Oorlogsschade, uitgegeven door het Ministerie van Financiën en nog in omloop, 1,060,444,400 frank bedraagt, na aftrek van 1,986,561,200 frank, som die de nominatieve titels vertegenwoordigt betaald door de *Nationale Vereeniging van Industrieelen en Handelaars* door tusschenkomst van de *Nationale Maatschappij voor Crediet aan de Nijverheid*.

De voorgenomen vereffening zal niet enkel tot dien uitslag leiden, maar zal ook aan de *Nationale Maatschappij voor Crediet aan de Nijverheid* toelaten haar eigen werking voort te zetten, want, hoe ruim zij ook wezen mogen, en in tegenstelling met wat men vaak meent juist op grond van hun omvang, komen de voorschotten op de oorlogsschade slechts onrechtstreeks overeen met het eerste fundamenteele doel van de instelling. Dit doel is, door eene leemte aan te vullen in ons bankwezen, het uitvoercrediet te ontslaan van disconteerling op langen en gemiddelden termijn. Bij gebrek aan gelijkwaardige geldmiddelen, en terwijl zij integendeel in de tegenwoordige periode van spanning de bedrijfs-geldmiddelen ziet weggaan, is de *Maatschappij* verplicht tot haar groot spijt hetzij zeer vele zaken te weigeren die, met het oog op onzen uitvoer van zeer groot belang zijn voor onze algemeene economie, hetzij hare hulp slechts zeer gieriglijk te verleenen.

De verwezenlijking van deze verrichting moet nog worden geregeld.

De Staat beschikt over dollars : hij zou ze zeker eenvoudig weg kunnen overhandigen aan den rechthebbende van het voorschot, namelijk de Vereeniging van Industrieelen, of nog tot deszelfs ontlasting handelen ten opzichte van de *Nationale Maatschappij*, en zich door deze doen crediteeren hetzij voor een bedrag in effectieve dollars, hetzij voor franks tot een beloop van wat men er heeft van gemaakt.

Maar alzoo zou men buiten het kader treden van de verrichtingen voor dewelke deze maatschappijen zijn opgericht en uitgerust. Ook zal het voorschot moeten gedaan worden onder vorm van verhandelde effecten of andere gemakkelijk te verhandelen waarden overhandigd aan de *Nationale Vereeniging*. Deze zal ze op hare beurt storten aan de *Nationale Maatschappij voor crediet*, die haar eene overeenkomende waarde van obligaties 6 t. h. van de leening van de *Nationale Vereeniging* zal terug uitkeeren.

Het voorschot van den Staat zal dus vertegenwoordigd zijn door deze obligaties 6 t. h. Hij zal dus het verschil moeten dragen tusschen dezen interest en de overeenkomenden last van de leening.

Men dient op te merken dat deze last niet dezelfde zou geweest zijn indien hij, op den vervalltermijn van Januari 1925, tot een beloop van hetzelfde bedrag de Schuldbrieven van de Oorlogsschade had betaald, maar wel hooger, vermits de obligaties van de *Vereeniging* een interest van 6 t. h. opbrengen, terwijl de oorspronkelijke titel 5 t. h. opbracht : het verschil van 1 t. h. blijft ten laste van de aangeslotenen bij de *Vereeniging*, als hare jaarlijksche bijdrage in de lasten van de aanvankelijk toegestane leening.

De verplichting van de Schatkist aan de *Vereeniging van Industrieelen* de effecten of waarden, waaruit het voorschot bestaat, over te maken, vergt de tussenkomst van de Rijksbank. De portefeuille van onze instelling van uitgifte zal deze waarden leveren, en deze zullen vervolgens overgemaakt worden aan de *Nationale Maatschappij* die de titels 6 t. h. zou terugbetalen.

De *Nationale Maatschappij*, belast met het beheer en het verzilveren van de effecten, heeft zich verbonden terug uit te keeren aan de *Vereeniging van Industrieelen*, die het zal in de Schatkist storten, het verschil tusschen de werkelijke opbrengsten dier portefeuille en de gemiddelde prijs van de kapitalen, door de *Nationale Maatschappij* geleend, cender te welken titel. Die inrichting steunt er in toe dat alles zoodanig geregeld worde dat zij uit de ruiling geen enkel voordeel trekt.

Dus, zooals de Memorie van Toelichting zegt :

« De maatregelen, waartoe de Nationale Bank van België zich heeft willen leenen met eene onbaatzuchtigheid waarop hier nadruk dient gelegd, zullen aan de Nationale Vennootschap voor Crediet aan de Nijverheid toelaten te beschikken over een groot deel der kapitalen die door haar gebruikt worden tot de mobilisatie der oorlogsschade, zonder de door de leeningen bezorgde massa deviezen onmiddellijk te moeten verzilveren. »

#### B. — *Uitkeering aan de Congo-Kolonie.*

Het wetsontwerp had verder ten doel, ter beschikking van de Kolonie de vereischte fondsen voor hare economische uitbreiding te stellen.

Dezelfde bezwaren die thans in den weg staan tot het sluiten van binnenlandsche leeningen en tot de consolidatie van onze vlottende schuld, gelden ook voor onze Kolonie.

De ervaring leert ons dat de onrechtstreeksche renten van een Staat voor hunne plaatsing een hooger rentevoet eischen dan de rechtstreeksche renten. Zulks blijkt uit de Beursnotering.

Ongetwijfeld zou de Regeering rechtstreeksche leeningen kunnen aangaan, doch de Belgische Staat zou dan zijn borgteekening moeten verleen, en de titels van deze leening zouden slechts plaatsing vinden met een verschil tegenover het bedrag der tegenwoordige leening.

Het zou een politieke fout zijn, onze financiën prijs te geven voor een beginsel — of liever een gebruik — dat hoegenaamd niet onveranderlijk is.

C. — *Wisselverrichtingen.*

Tijdens de bespreking die begonnen is op 24 December l. l., werd eene zekere vrees geuit betreffende de politiek door de Regeering beoogd in zake saneering van den frank.

Door welke middelen meent zij de stabilisatie van den wisselkoers te bereiken?

Wordt de opbrengst der leening tot iets anders bestemd dan tot regularisatiemaatregelen, of moet men een strijd te ontmoet zien tegen de duurte van het leven op de wisselmarkt, of wil men degelijker onze papieren munt dekken, het incassa der Nationale Bank vermeerderen, den frank beschermen tegen onvoorziene daling?

Vooreerst dient men eraan te herinneren, dat de stijging van den wisselkoers niet de eenige factor is der levensduurte. De landen met eene gezonde muntwaarde zijn aan de stijging der levensduurte niet ontsnapt, en terecht heeft men gewezen op het feit dat zoo men op de prijzen den Amerikaanschen index in goudwaarde toepaste, de Belgische index bij deze vergelijking lager zou staan.

De schommelingen van den wisselkoers zijn een der factoren van de levensduurte en niet zelden is de stijging van den wisselkoers slechts een gevolg en niet eene oorzaak van de levensduurte in een land.

Hetzelfde kan men zeggen van de inflatie. Niet alleen de inflatie heeft invloed op den wisselkoers, doch die invloed staat in rechtstreeksche verhouding tot de hoegroothheid van het tekort dat de balans der rekeningen of der betalingen aangeeft, namelijk wat betreft hetgeen wij elk jaar in het buitenland te trekken of te betalen hebben.

De balans der rekeningen bestaat niet enkel uit de eigenlijke handelsbalans, maar bevat ook de onderverdeelingen der inkomsten en der plaatsingen.

Zoo wij van de leening een heelzamen invloed op onzen economischen toestand mogen verwachten, kan het anderzijds toch niemand in den geest komen het vraagstuk van de levensduurte op te lossen door leeningen.

Er is geen sprake van een dergelijke aanwending toe te laten. Evenets, ware het voorbarig, dank zij de inkomsten van de leening, de verwezenlijking te voorzien van een plan tot devalorisatie van den frank; ook zouden de meest uitdrukkelijke voorbehoudingen moeten gemaakt worden tegenover een dergelijke politiek.

Men mag onze munt verstevigen, tot evenwicht brengen, maar geene devalorisatie! Men zou daardoor de kostbare hulp, de aansporing tot den arbeid, die bestaat in de hoop op eene stijging, totaal vernietigen. Onze frank moet genezen door een gezond regime, en niet door eene heilkundige operatie.

De bevestiging zijner nationale munt tegenover de wisselkoersen, hetzij men ze al dan niet gevaloriseerd of gedevaloriseerd hebbe, vereischt een evenwichtige balans van de buitenlandsche betalingen. Dit evenwicht kan ten slotte slechts bekomen worden door een inkrumping van de binnenlandsche uitgaven in de mate van de binnenlandsche ontvangsten, en het opbrengen van de noodige middelen om de buitenlandsche schulden te delgen.

Deze normale toestand heeft voor gevolg dat het vertrouwen terugkeert;

wanneer dit laatste ontbreekt, ligt het veld open voor de speculeering, de regerende credieten worden beperkt en de uitvoer der kapitalen wordt in de hand gewerkt.

Een muntstelsel kan niet gezond blijven onder den last van begrootingen die met een tekort sluiten, noch onder de drukking — die er het gevolg van is — van leeningen tot het bestrijden van uitgaven die rechtstreeks of door de inflatie van geen voortbrengenden aard zijn.

Bij gebreke daarvan zou men slechts op eene ijdele verklaring uitloopen, wanneer men aan onzen frank eene zekere goud-waarde toeschrijft, hem met deze aangegeven waarde in omloop houdt, eene andere munt daarneven in omloop brengt of hem door eene andere munt vervangt, indien men niet te allen tijde in staat is de munt door goud in de vereischte hoeveelheid te vervangen. Indien de balans der betalingen met een tekort blijft sluiten en het « crediet zijne waarde niet heeft in goud », dan kan de metalen of daarmede gelijkwaardige munt tot dekking van het papieren geld niet meer doen dan de daling van den frank vertragen. Dergelijke dekking zal spoedig uitgeput zijn : men zal nog slechts een etiket bezitten zonder waarde.

Terecht dus doet de Memorie van Toelichting van het ontwerp opmerken, dat de tusschenkomst op de wisselmarkt niet voldoende is om muntwaarde degelijk te regelen. De Staat zou buiten zijne rol treden, moest hij zich onder de speculanten mengen, en niet zonder gevaar zou het wezen, moest hij trachten op te treden tegen beroepslieden die ervaren zijn in de wisselverrichtingen.

De Staat moet er zich bij bepalen eene gezonde politiek te voeren en dan zal hij een gezonden wissel tot stand brengen.

En zooals nogmaals de Memorie van Toelichting ons leert, zou men over eene « onuitputbare massa bedrijfsgeld » moeten beschikken om op de wisselmarkt tegen de strooming in te gaan welke verwacht wordt door de factoren van economischen en zedelijken aard, en nog zou deze massa gevaar loopen spoedig uitgeput te zijn.

Bovendien zouden de dollars, te verkrijgen door de aanvullende leening, schier enkel tot deze doeleinden moeten aangewend worden.

Nu, dat is onmogelijk :

Onze buitenlandsche schuld eischt de benutting van een gedeelte daarvan op min of meer van elkaar verwijderde vervaldagen.

De leening in buitenlandsche munt zal voor 1925 ongeveer 600 millioen frank bedragen of 29.5 millioen dollar.

België moet eveneens voor de terugbetaling of de bevordering van terugbetaling zorgen van een schuld in Fransche franks die neerkomt op 6 millioen dollar, voor rekening van de Kolonie tegenover Frankrijk, en van eene Belgische schuld van hetzelfde bedrag tegenover Zwitserland.

Deze betalingen overschrijden de som die voorbehouden is als Staatsaandeel in het geheel bedrag der twee leeningen (47.5 millioen dollar).

Dat wil niet zeggen, dat de opslorping van deze buitenlandsche munt als een

onherroepelijk feit moet worden beschouwd na afloop van dezen termijn en daardoor de verkoop- en aankoopverrichtingen moet belemmeren.

Sommige verrichtingen kunnen hernieuwd of verlengd worden. De uitgaven waarop wij hebben gedoeld, staan in de Begrootingen als ontvangsten vermeld in Belgische franks. Naar gelang de sommen binnenkomen, kan de Thesaurie deze bestemmen voor den aankoop of den terugkoop van buitenlandsche muntwaarden. Hieruit blijkt van welk belang het is, eene reserve van buitenlandsche muntwaarden samen te stellen. Daardoor is het mogelijk den wisselkoers op een bepaald oogenblik te beschermen, ontvangsten en uitgaven gelijktijdig te doen, op den vereischten stond gelden beschikbaar te hebben; den verkoop op loopende rekening in verband te brengen met terugverkoop op termijn en aldus ongerechtvaardigde afwijkingen te vermijden.

Het verslag uitgebracht door het Beheer der *Société Générale de Belgique*, zegt terecht :

« Sedert den wapenstilstand heeft het land fel geleden onder de soms ongeregelde schommelingen van den wisselkoers. Voor den handel en de nijverheidsbedrijven zijn zij eene oorzaak van voortdurende bekommring; in sociaal opzicht heeft dit een ononderbroken malaise voor gevolg door den weerslag op al de prijzen, dienvolgens op de levensduurte.

» Die geweldige en ontzenuwende schommelingen, welke onze munt sedert den oorlog al te vaak heeft ondergaan, moeten voorgoed worden uit den weg geruimd, en onze muntwaarde moet de vereischte stevigheid verkrijgen, noodzakelijk voor den ontwikkelingsgang van onzen handel en onze nijverheidsbedrijven. »

De wisselkoers kan in ruime mate worden beschermd door « massa's reservegelden » welke de onvoorziene aanvallen kunnen afweren en den koers vrijwaren tegen de speculant en tegen de eischen der banken op zekere tijdstippen dat de internationale regelingen meer buitenlandsch geld eischen. « Men kan vaststellen, dat de industriele naties over het algemeen geld verschuldigd zijn aan de landbouw-natie's in de tweede helft van het jaar, en het moeten terugbetalen in de eerste helft van het jaar. » (KEYNES, *La Réforme monétaire*, bl. 131.)

In de laatste tijden heeft men met zorg de kromme nagegaan welke voortspruit uit de schommelingen die op bepaalde seizoenen geregeld voorkomen. Het risico werd eertijds getemperd door de veiligheid in de omzetting waardoor ook crediet op korten termijn tegen een gering commissieloon mogelijk werd gemaakt. Thans is dat niet meer zoo; « de credietsaanvragen op geregelde tijdstippen is niet meer de zaak der bankiers-arbitrageanten, dit vraagt ook de tusschenkomst van de finacie en van de speculatie ».

De Minister van Financiën der Fransche Republiek schreef nog onlangs aan deze tusschenkomst het feit toe, dat het financieel « hoogtepunt » in 1924 in verhouding veel minder hoog was gestegen dan de voorgaande jaren (*Chambre des Députés*, 27 décembre 1924.)

De verzekering van deze risico's door de handelaars en de industrieelen die,

uit voorzichtigheid zich moeten dekken bij het sluiten der markten, weegt zwaar op 's lands bedrijvigheid welke verplicht is zich te wenden tot de private banken om de regelingen op termijn om te zetten in comptant-regelingen. Reeds heeft het lofwaardig initiatief der Nationale Bank de inrichting voorzien van « wisseldekkingen » waardoor onze industrieelen hun risico kunnen borgen, wanneer zij toegelaten worden tot aanzienlijke leveringen in den vreemde, betaalbaar in andere dan Belgische munt. Het ware gewis van belang na te gaan welke sommen uit dien hoofde betaald worden en welke de weerslag daarvan is op de prijzen.

Daaruit blijkt hoe nuttig het wezen kan dat de Schatkist muntstandaard-reserves bezitte om deze ter beschikking te stellen van de Nationale Bank, waardoor niet enkel een sterkere dekking aan het papieren geld kan worden bezorgd, maar ook de schommelingen van den wisselkoers kunnen worden getemperd doordat de aankoop en, mits een gematigd commissieloon, de verkoop der devises kan worden verdeeld en de delging kan worden bevorderd. Deze reserves zijn van zulken aard dat zij op stoffelijk en op zedelijk gebied een sterke hefboom kunnen worden.

Het is gekend, dat op sommige oogenblikken de wissel een grooten invloed heeft.

Wanneer de macht betrekkelijk beperkt is, zooals voor den Belgischen muntstandaard, dan verandert soms de kromme, zonder dat over groote sommen werd gehandeld.

De speculanten zullen voorzichtiger wezen, wanneer zij tegenover beschermde reserves komen te staan.

De werking van « de massa bedrijfsgelden », gevoerd door de Fransche Schatkist in overleg met de *Banque de France*, werd onlangs uiteengezet; *koop- en verkoopverrichtingen worden langen tijd aangehouden*.

De te volgen muntpolitiek met de medewerking van de Nationale Bank, die de kas houdt van den Staat, waarvan de tusschenkomst voortdurend wordt vereischt, moet vooreerst bestaan in de stijving van het metaal in-cassa dezer instelling. Dit in-cassa zou bepaald worden op het derde der verbintenissen betaalbaar aan toonder en voorkomende uit statutaire verrichtingen. Tot beloop van 300 millioen frank (15 millioen dollar) worden de devises van de leeningen tot deze doeleinden bestemd.

De Bank heeft verklaard deze sommen te beleggen onder dezelfde voorwaarden als zijn niet renderend in-cassa. De opbrengst daarvan zou aan den Staat worden toegekend tot verzachting der lasten voortspruitende uit de leeningen die de buitenlandsche munt hebben aangebracht, alsmede tot tempering van de risico's die het gevolg zijn van de vereischte verrichtingen.

Wij moeten hier hulde brengen aan de onbaatzuchtige rol van de Bank in deze verrichtingen, daar zij vrijelijk een deel van hare winsten heeft opgeofferd voor het algemeen welzijn.

De Memorie van Toelichting zegde daaromtrent :

« Van stonden aan is de Nationale Bank besloten ruimschoots haar deel te nemen in de lasten der onderneming, niet alleen met de uitvoering der noodige verrichtingen kosteloos te vervullen, maar ook met de opbrengst van een gedeelte harer buitenlandsche portefeuille aan den Staat af te staan ».

De verrichtingen gedaan door middel van de waarden toebehoorend aan de Schatkist en van deze die door de Bank zijn aan te werven, zullen onder een gemeenschappelijk beheer staan, met het doel mede te werken tot de bescherming en de sanering van den Belgischen frank, en om de betalingen van den Staat aan het buitenland en de voorschotten toegestaan ten voordeele van de Kolonie, gemakkelijker te maken.

Wat dit laatste punt betreft dient men op te merken dat het in werkelijkheid het einddoel is, en de uitkomst op een min of meer verwijderden datum, waartoe de verrichtingen van de leening moeten leiden.

Dit plan komt op stuk van zaken grootendeels overeen met de opvatting van den heer Malou die de *Portefeuille van de Schatkist* stichten wou, bestemd om de beschikbare kasmiddelen van de Schatkist te doen vruchten dragen door plaatsingen op korten termijn, getrokken op het buitenland, zelfs in Belgisch disconto. Deze Portefeuille van de Schatkist is een afzonderlijk compartiment van den kasvoorraad der Schatkist.

De aldus heropgevatte gedachte moet niet alleen meer zijn een streven naar min of meer hooge inkomsten, maar veeleer het betrachten van het evenwicht.

\* . \*

Door de voorgaande uiteenzetting kan men zich dus rekenschap geven van de wijze waarop de opbrengst van de leening ten slotte zijne voorziene bestemming zal krijgen :

1° Het afleveren aan de *Vereeniging van Industrieelen* zal als gevolg hebben het toekennen aan den Staat van obligaties dezer Vereeniging.

Deze obligaties van 6 t. h., aan den Staat terug uitgekeerd, zullen geplaatst worden in de portefeuille van de Schatkist; tot op het oogenblik van hunne tegeldemaking zal de Staat de daaraan verbonden interesten inkasseeren, evenals het kapitaal van de titels die zouden aangeduid worden voor de aflossing.

Later, wanneer deze obligaties zullen verzilverd zijn, zal de Staat de opbrengst daarvan gebruiken om de begroostingstekorten te dekken; dienvolgens zal de eerste helft van de opbrengst der Amerikaansche leeningen terugkeeren tot zijne normale bestemming;

2° Naar gelang de Kolonie aan den Staat de voorschotten zal terugbetalen die zij heeft verkregen, zal de Staat de sommen, aldus van de Koloniale Begroosting verkregen, kunnen gebruiken voor het aanvullen van de tekorten der begrootingen.

3° Wat de waarden betreft van het bijzonder fonds dat werd gevormd tot bescherming van den frank, deze zullen voor goed te gelden worden gemaakt op een datum dien wij thans niet kunnen aanduiden, maar na het sluiten van de verhandelingen of zelfs vroeger nog, indien de Regeering het aldus beslist, zal de Staat de zuivere opbrengst van die tegeldemaking inkasseeren en het eveneens gebruiken, zooals al de andere ontvangsten voortkomend van de Amerikaansche leeningen, voor het dekken van de tekorten der begrootingen.

\* \* \*

Deze verrichtingen hebben in hun geheel een gewicht en een belang dat veel verder gaat dan eene gewone thesaurieverrichting.

De schommelingen die zij kunnen ondergaan wegens de wisselkoersen door den Staat gewaarborgd, — en daar is geen onderneming die daaraan tegenwoordig niet blootstaat, — zijn ruimschoots vergoed door de voordeelen die men er terecht mag van verwachten.

Dergelijke verrichtingen moeten dus het financieel herstel in de hand werken.

Tot hertoe was het eerste punt van elk programma van herstel, dat moest nagestreefd en bereikt worden : de Staatsbegrooting in evenwicht brengen. Men moest de puinen wegruimen.

Thans gaan we beproeven de wisselvalligheden van den wisselkoers te beperken.

En wat wij daarna onmiddellijk moeten ondernemen is de uitbreiding van onze productie, de vermeerdering van onzen uitvoer om onze balans bij de afrekeningen vaster te maken.

Het verstevigen van den wissel, de verbetering van onze munt, hebben voor natuurlijk gevolg den discontovoet en den intrest van het geld te doen dalen, zij maken de kapitalisatie en de consolidatie onder betere voorwaarden mogelijk.

Op deze stevige grondslagen zullen wij steunen voor de terugbetaling van schulden van den Staat aan de Bank, de inkrimping van den geldomloop en deszelfs saneering, de consolidatie van onze vlottende schulden.

Wij staan ongetwijfeld slechts aan het begin van een financieel plan, dat in zijn geheel en zonder uitstel moet verwezenlijkt worden, maar dat slechts tot een gelukkig eind kan doorgezet worden — voor de honderdste maal herhalen wij het — in eene atmosfeer van vrede, arbeid, spaarzaamheid en vertrouwen.

*De Verslaggever,*  
P. WAUWERMANS.

*De Voorzitter,*  
MAURICE LEMONNIER.

---