

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

ALFRED NEYMARCK

Les émissions et remboursements d'obligations des chemins de fer pendant l'année 1900

Journal de la société statistique de Paris, tome 42 (1901), p. 164-173

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1901__42__164_0

© Société de statistique de Paris, 1901, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
<http://www.numdam.org/>

III.

LES ÉMISSIONS ET REMBOURSEMENTS D'OBLIGATIONS DES CHEMINS DE FER PENDANT L'ANNÉE 1900.

I.

La question des chemins de fer, des moyens de crédit et du crédit lui-même dont disposent les compagnies a une grande importance, non seulement au point de vue statistique et économique, mais pour de nombreux intérêts publics et privés :

1° *Au point de vue du crédit de l'État*, les compagnies sont des associées; elles doivent donc être ménagées et non surchargées;

2° *Au point de vue du crédit privé*, les compagnies ont en circulation, à l'heure actuelle, plus de 20 milliards d'actions et d'obligations appartenant à 700 000 ou 800 000 familles, qui se contentent d'un modeste revenu pour avoir la sécurité du capital;

3° *Au point de vue de nos budgets actuels*, la prospérité des compagnies de chemins de fer n'est pas indifférente : la garantie d'intérêts s'élève ou diminue suivant que cette prospérité reste stationnaire ou se développe; le remboursement des avances faites par le Trésor au titre de la garantie d'intérêts s'effectue ou est ajournée, suivant que la situation des compagnies est plus ou moins prospère;

4° *Au point de vue de nos budgets futurs*, la question n'est pas moins importante, cette immense fortune doit faire retour à l'État dans 50 à 55 ans. Or, il s'agit là d'une recette brute d'environ 1 400 millions; d'une recette nette d'environ 750 millions. Si nous sommes sages, le revenu des chemins de fer pourra être appliqué à une diminution de la Dette publique ou à une réduction énorme dans les frais de transports des personnes et des marchandises;

5° *Le commerce et l'industrie*, à leur tour, ont le plus grand intérêt à la prospérité et au développement des compagnies; en effet, meilleure est leur situation financière, meilleur est l'état de leur crédit, plus facilement et à meilleur compte, elles trouvent les capitaux dont elles ont besoin, plus haut s'élèvent leurs recettes nettes, et, dès lors, les frais de transport peuvent être plus facilement réduits;

6° *Au point de vue social*, les chemins de fer jouent un grand rôle; le personnel des compagnies comporte plus de 250 000 agents, recevant en traitement 332 millions, traitements augmentés par des allocations patronales dont la plus importante a trait aux pensions de retraites. Depuis 1889, seulement, l'avoir de ces caisses ouvrières est passé de 200 millions à 450 millions en 1899. De 1895 à 1897, la Compagnie du Nord a prélevé sur ses bénéfices 40 millions pour augmenter ses fonds de retraite. Toutes les Compagnies, Orléans, Lyon, Est, Ouest, Midi se sont imposé des charges énormes en faveur du personnel qu'elles emploient et ces charges, à leur tour, s'ajoutant aux frais d'exploitation, exercent leur influence et sur le coefficient d'exploitation des compagnies et sur l'augmentation ou la réduction de la garantie d'intérêts et sur le dividende des actionnaires, c'est-à-dire sur la rémunération du capital employé.

II.

Il est nécessaire d'entrer dans ces détails préliminaires pour montrer pourquoi, à tous ces divers points de vue, l'étude des opérations de crédit auxquelles se livrent les compagnies de chemins de fer, présente le plus vif intérêt.

Les compagnies utilisent leurs gares pour placer leurs titres, en payer les coupons, effectuer les transferts. Elles ont à employer les capitaux qu'elles reçoivent chaque jour pour les transports; elles doivent placer ces capitaux pour ne pas les laisser improductifs; elles doivent en assurer la disponibilité, et se créer des ressources nouvelles pour les paiements des travaux et divers qu'elles ont à effectuer.

C'est surtout à ce dernier point de vue que les émissions d'obligations de chemins de fer, pendant l'année 1900, étaient des plus intéressantes à étudier.

Les compagnies avaient, en effet, d'un côté, d'importantes recettes à réaliser du fait de l'Exposition; de l'autre, elles avaient de grandes dépenses à faire pour accroître et améliorer leur matériel. Il leur fallut se procurer des capitaux importants et émettre un plus grand nombre d'obligations que par le passé. On pouvait se demander, étant données les dispositions du public qui portait toute sa faveur sur les titres à revenu variable, si elles trouveraient aussi facilement les capitaux dont elles avaient besoin.

Le résultat obtenu a dépassé toute attente. On pourra en juger par le relevé suivant :

III.

Montant total des obligations 2 1/2 et 3 p. 100 vendues en 1900.

	Nombre* d'obligations 2 1/2 et 3 p. 100 vendues en 1900.	Montant produit par ces ventes.
Est	56 296	24 364 095 ¹ 32
Lyon	238 449	104 295 090 97
Midi	76 887	32 959 778 13
Nord	89 065	38 885 081 22
Orléans	159 809	64 015 000 »
Ouest	196 500	85 114 289 60
Totaux.	817 006	349 633 335¹ 24

Ainsi, l'ensemble des obligations 3 p. 100 et 2 1/2 vendues en 1900 a été de 817 006 pour un capital de **349 millions 633 335 fr. 24 c.**

La Compagnie de Paris-Lyon-Méditerranée tient la tête avec un placement de 238 449 obligations pour un capital de 104 millions, en chiffres ronds; viennent ensuite la Compagnie de l'Ouest, avec 196 500 titres pour un capital de 85 millions; l'Orléans, avec 159 809 obligations pour un capital de 64 millions; le Nord, avec 89 065 obligations pour un capital de 39 millions; le Midi, avec 76 887 obligations pour un capital de 33 millions; l'Est, avec un chiffre de 56 296 obligations et un capital de 24 millions.

Ces résultats sont d'autant plus beaux qu'ils ont été acquis sans nuire au marché et sans empêcher la reprise de ces valeurs de premier choix.

Au commencement de l'année 1900, les obligations 3 p. 100 des diverses compagnies se négociaient dans les environs de 450 fr. ; les obligations 2 1/2 valaient 405 à 410. Aujourd'hui, les diverses obligations 3 p. 100 se négocient entre 465 et 470 ; les obligations 2 1/2 p. 100 entre 415 et 420 fr., c'est-à-dire aux prix auxquels elles se négociaient en octobre 1895, quand la Compagnie d'Orléans inaugura ce type de titres.

La facilité avec laquelle les compagnies placent chaque année tantôt des obligations 3 p. 100, tantôt des obligations 2 1/2, pendant que les cours des titres précédemment émis non seulement se maintiennent à leur ancien niveau mais encore gagnent une nouvelle avance, prouve la souplesse et le mérite du mécanisme financier des compagnies en même temps que la grande confiance qu'inspirent au public les titres qu'elles émettent.

IV.

Obligations 3 p. 100 vendues en 1900.

	Nombre d'obligations 3 p. 100 vendues.	Prix moyen de vente.	Montant produit par ces ventes.
Est.	37 516	447 ^f 02	16 770 402 ^f 32
Lyon	198 008	444 721	88 058 271 50
Midi	49 507	444 976	22 029 462 02
Nord	60 762	450 549	27 376 259 11
Orléans	»	»	» » (1)
Ouest	121 513	450 963	54 797 832 10 (2)
Totaux	<u>467 306</u>		<u>209 032 227^f05</u>

Sauf la Compagnie d'Orléans qui a préféré s'en tenir, comme les années précédentes, aux placements en obligations 2 1/2, les cinq autres compagnies ont placé des obligations 3 p. 100. Ces placements ont été effectués, en général, dans le premier semestre de l'année. On peut dire qu'en moyenne, déduction faite des frais et des jouissances d'intérêt, le prix moyen de vente ressort pour les compagnies à 445 fr. environ.

Ce total de 467 306 obligations 3 p. 100 vendues en une année est un des plus importants, comme nombre, que les compagnies aient atteint depuis 1885 : une seule juxtaposition de chiffres montrera combien le crédit des compagnies s'est développé :

En 1887, les compagnies plaçaient 434 000 obligations pour un capital de 168 millions ; en 1900, avec un supplément de placement de 33 000 obligations, elles obtiennent une plus-value en capital de 40 millions.

V.

Obligations 2 1/2 vendues en 1900.

A aucune époque aussi, le montant des obligations 2 1/2 p. 100 vendues en 1900 n'a été aussi élevé comme nombre de titres et comme capital réalisé.

(1) La Compagnie n'a pas vendu d'obligations 3 p. 100 en 1900.

(2) Produit brut.

En voici le détail :

	Nombre d'obligations 2 1/2 vendues.	Prix moyen de vente.	Montant produit par ces ventes.
Est	18 780	404 ^f 35	7 593 693 ^f »
Lyon	40 441	401 494	16 236 819 47
Midi	27 380	399 2080	10 930 316 11
Nord	28 303	406 629	11 508 822 10
Orléans	159 809	400 57	64 015 000 »
Ouest	74 987	404 289	30 316 457 50 (1)
Totaux	<u>349 700</u>		<u>140 604 108^f 18</u>

Depuis 1895, le nombre et le montant des obligations 2 1/2 p. 100 vendues ont été les suivants :

Obligations 2 1/2 vendues depuis 1895.

	1895.	1896.	1897.	1898.	1899.	1900.
Est	»	»	8 960	27 860	16 220	18 780
Lyon	»	33 162	33 831	55 835	45 896	40 441
Midi	»	»	35 387	36 256	75 586	27 380
Nord	»	7 164	27 208	21 688	36 700	28 303
Orléans	25 864	24 802	49 328	72 679	74 675	159 809
Ouest	»	»	65 502	67 998	81 328	74 987
Totaux	<u>25 864</u>	<u>65 128</u>	<u>220 216</u>	<u>282 316</u>	<u>330 405</u>	<u>349 700</u>

Il résulte de ce tableau que l'ensemble des obligations 2 1/2 placées a été de :

1895	25 864
1896	65 128
1897	220 216
1898	282 316
1899	330 405
1900	349 700
Total	<u>1 273 629</u>

Ces chiffres prouvent avec quelle facilité le nouveau type d'obligations de chemins de fer 2 1/2 a été accepté par le public. Aujourd'hui, l'épargne achète tout à la fois des obligations 3 p. 100 et des obligations 2 1/2 p. 100; elle obtient ainsi un revenu moyen net satisfaisant dépassant légèrement 3 p. 100, et une prime au remboursement assez élevée. Les rentiers qui tiennent au plein de leur revenu achètent des obligations 3 p. 100. Ceux qui préfèrent l'accroissement de leur capital par le remboursement élevé de leurs titres, sacrifient quelques centimes sur leur revenu et achètent des obligations 2 1/2 p. 100; il en est, enfin, qui veulent avoir en portefeuille les unes et les autres parce qu'en achetant des obligations 3 p. 100 et 2 1/2 p. 100 de toutes les compagnies, ils ont des coupons d'intérêt à recevoir presque tous les mois. C'est ainsi que l'épargne, pour des raisons diverses, s'attache de plus en plus aux obligations de chemins de fer et en fait, avec nos rentes, la base de ses placements.

(1) Produit brut.

VI.

Les remboursements d'obligations en 1900.

Pendant l'année écoulée, les compagnies de chemins de fer ont amorti et remboursé 251 859 obligations diverses pour un capital de 127 299 400 fr.

En voici le détail, suivant notre cadre habituel :

		Nombre d'obligations diverses amorties.	Montant des remboursements.	
Est . . .	}	Obligations 5 p. 100.	2 160	1 216 150 ^f
		— 3 p. 100.	29 980	13 470 000
		— 2 1/2.	500	114 000
		— diverses	3 638	497 125
Lyon . .	}	Obligations 3 p. 100.	71 335	35 667 500
		— 2 1/2.	2 988	1 494 000
		— diverses	7 776	7 509 375
Midi . .	}	Obligations 3 p. 100 anciennes .	16 904	8 452 000
		— — nouvelles .	3 703 (1).	1 851,500
		— 2 1/2.	1 152 (2)	576 000
Nord . .	}	Obligations 3 p. 100.	29 399	14 733 000
		— 2 1/2.	1 163	503 000
		— diverses	821	399 000
Orléans.	}	Obligations 3 p. 100.	36 190	18 095 000
		— 2 1/2.	4 000	2 000 000
		— diverses	2 052	1 152 750
Ouest . .	}	Obligations 3 p. 100.	35 355	17 677 500
		— 2 1/2.	2 084	1 042 000
		— diverses	659	799 500
Totaux		251 859	127 299 400^f	

Depuis 1885, le montant total des remboursements effectués s'est élevé à 1 413 millions.

Les remboursements ont été de :

Années.	Total.	Moyenne annuelle.
	Millions	
1885 à 1891 . . .	450	64,3
1892 à 1899 . . .	836	104,4
1900	127,2	127,2

D'après nos statistiques annuelles, voici, depuis 1892, année par année, quel a été le nombre total d'obligations amorties et le montant en capital :

Années.	Nombre d'obligations amorties.	Montant du capital.	Années.	Nombre d'obligations amorties.	Montant du capital.
1892. . .	177 290	92 896 500 ^f	1897. . .	222 099	110 525 125 ^f
1893. . .	184 333	95 451 475	1898. . .	230 099	118 983 900
1894. . .	197 721	101 643 475	1899. . .	238 613	123 790 000
1895. . .	202 643	104 470 175	1900. . .	251 859	127 299 400
1896. . .	211 073	108 916 525			

(1) Non compris 658 obligations amorties avant émission.

(2) — 778 — — —

Les compagnies, on le voit, effectuent des amortissements considérables sur leurs anciens et nouveaux emprunts qui, tous, devront être totalement amortis et remboursés à l'expiration des concessions, c'est-à-dire de 1950 à 1956, soit dans 50 ans. Les obligations nouvelles imposent conséquemment des charges d'autant plus lourdes aux compagnies qu'elles sont obligées d'amortir les titres en 50 ans, alors qu'au début des compagnies, la période d'amortissement était plus étendue. Si cet amortissement avait pu être établi sur un plus grand nombre d'années, les charges des compagnies et de la garantie d'intérêt auraient pu être sensiblement diminuées; l'économie qui en serait résultée aurait pu être appliquée à des abaissements de tarifs.

VII.

Voici, enfin, pour terminer cette statistique, le relevé, que nous donnons tous les ans, des obligations vendues depuis 1885.

Total des obligations vendues et du prix de vente depuis 1885

Années	Nombre d'obligations vendues	Total du prix de vente
1885 .	750 752	283 656 206 ^f 02
1886	873 992	336 005 657 15
1887	434 396	168 463 646 41
1888	496 743	197 229 253 81
1889	575 926	232 754 566 15
1890	463 484	198 776 709 05
1891	340 510	150 750 641 54
1892	420 153	191 020 388 80
1893	557 024	254 599 419 31
1894	408 541	188 086 629 18
1895	208 958	97 429 231 81
1896	212 230	98 302 703 73
1897	238 187	107 648 149 30
1898 (1).	282 316	124 916 672 03
1899 (2)	446 096	191 721 220 31
1900 (2) (3)	817 006	349 633 335 24
Totaux	7 526 314	3 170 994 429^f 84

VIII

De tels résultats, qu'on ne pourrait constater dans aucun autre pays, font honneur au crédit des compagnies et à la confiance qu'elles inspirent. Ce crédit s'explique, du reste, par la valeur intrinsèque que présentent les titres qu'elles émettent.

Aujourd'hui, en effet, les recettes annuelles des Compagnies de l'Est, du Midi, du Nord, de Lyon, de l'Orléans, de l'Ouest, dépassent les sommes nécessaires au

(1) Obligations 2 1/2 seulement

(2) — — et 3 p 100

(3) Voir notamment *Comment la France se ruine! Quelques faits et quelques chiffres*, par M. Alfred Neymarck. (Rentier des 7 et 17 avril 1900.) — *Les Capitaux et l'épargne en France*. (Rentier du 7 octobre 1900) — *Le Budget de 1901*, novembre et décembre 1900.

service de leurs obligations. Ces titres, gagés par les résultats de l'exploitation, ont une valeur qui leur est propre, la garantie de l'État ne vient plus que par surcroît. Le Nord n'a jamais eu recours à la garantie; le Lyon en est affranchi depuis deux ans; l'Orléans, avant qu'il ne s'écoule longtemps, aura remboursé ce qu'il doit à titre d'avances de garanties d'intérêts; les autres compagnies suivront.

Ces résultats montrent, en outre, la puissance de l'épargne et la sagesse de cette masse de petits capitalistes et rentiers qui, malgré la tentation qu'exerce l'attrait de valeurs à revenus plus élevés ou qui « peuvent monter », restent fidèles aux placements tranquilles, ceux que l'on peut justement dénommer « de père de famille ».

Ils confirment encore en cela nos appréciations, si souvent répétées, que l'on aurait pu taxer d'optimistes.

Si, en effet, la France était en décadence, si elle se ruinait ou était à la veille d'être ruinée, comment expliquer que, sans compter les autres modes de placement, qui absorbent bon an mal an 1 500 millions à 2 milliards, il se trouve des milliers de petites gens achetant en un an 817 006 obligations rapportant en moyenne 3 p. 100 et ayant nécessité un débours effectif de 350 millions ?

Si notre pays ne continuait pas sa marche progressive et prospère, comment expliquer que les disponibilités et les placements de l'épargne française s'accroissent chaque année ?

Ces résultats sont d'autant plus remarquables que le crédit de l'État et celui des compagnies ont marché de pair. Les compagnies se sont procuré par leurs émissions d'obligations plus de 3 milliards; leurs émissions successives n'ont pas empêché l'ascension des cours de la rente, en même temps que, chaque année, elles plaçaient leurs propres obligations dans des conditions de plus en plus satisfaisantes, effectuaient des amortissements considérables et procuraient au Trésor des ressources fiscales importantes par les impôts qui frappent ces valeurs.

En aurait-il été de même si l'État avait été obligé de se procurer tous les ans, soit par des moyens de trésorerie, soit par des emprunts répétés, les capitaux nécessaires aux voies ferrées ? Aurait-il pu amortir aussi largement ? Les emprunts en rente auraient-ils rapporté comme impôt un centime au Trésor ? On peut affirmer le contraire.

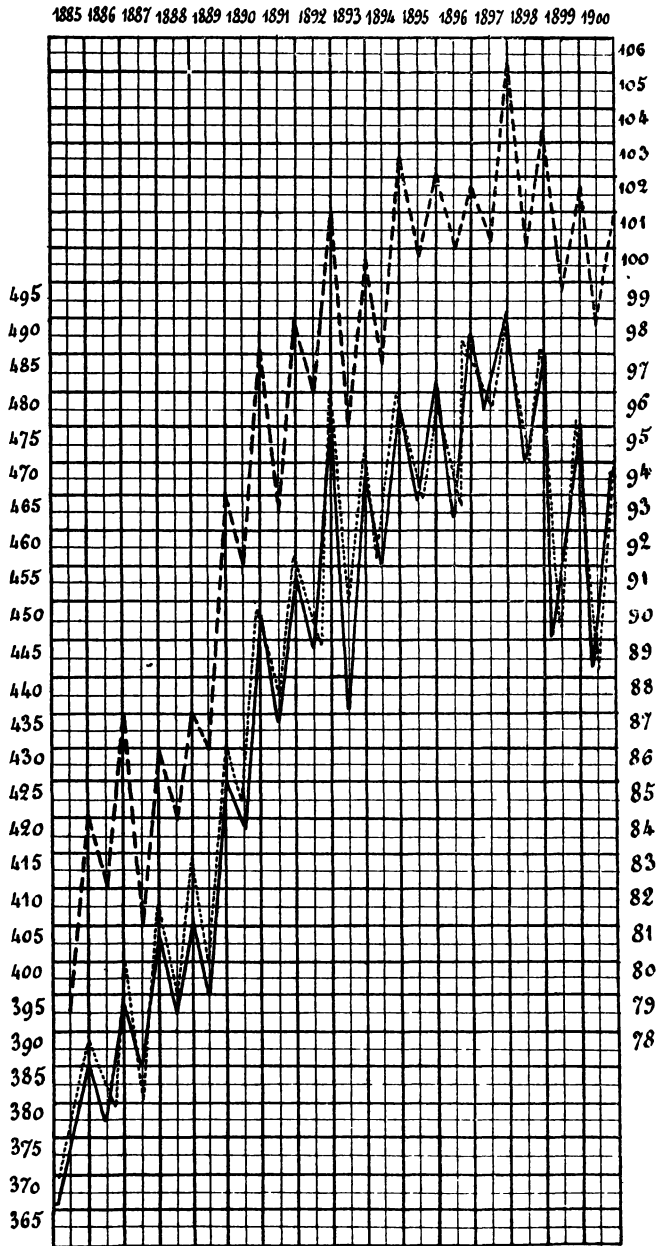
La rente aurait supporté le poids de ces créations incessantes de titres; la menace d'émissions nouvelles et annuelles aurait continuellement pesé sur ses cours et conséquemment sur le crédit public tout entier.

IX.

Pour justifier et démontrer encore ces faits, nous avons établi les graphiques ci-après dans lesquels sont relevés, de 1885 à 1900, les cours de la rente française 3 p. 100 et 3 p. 100 amortissable et des obligations Nord, Fusion anciennes 3 p. 100, Orléans 3 p. 100. Les lignes brisées sont exactement les mêmes pour les rentes que pour les obligations, elles s'élèvent et s'abaissent simultanément; les obligations ont haussé malgré leurs émissions annuelles, et ces émissions n'ont pas nui, à leur tour, à la hausse des rentes. On peut dire, en voyant ces graphiques, que si les obligations s'étaient négociées exemptes d'impôt comme la rente, les lignes des graphiques se seraient en quelque sorte confondues; de même aussi, si l'État avait été obligé d'émettre tous les ans des rentes, comme les compagnies ont été obligées d'émettre

des obligations, les cours de la rente auraient été de beaucoup inférieurs à ceux des obligations. On peut dire, enfin, que cette ascension parallèle du crédit de l'État et

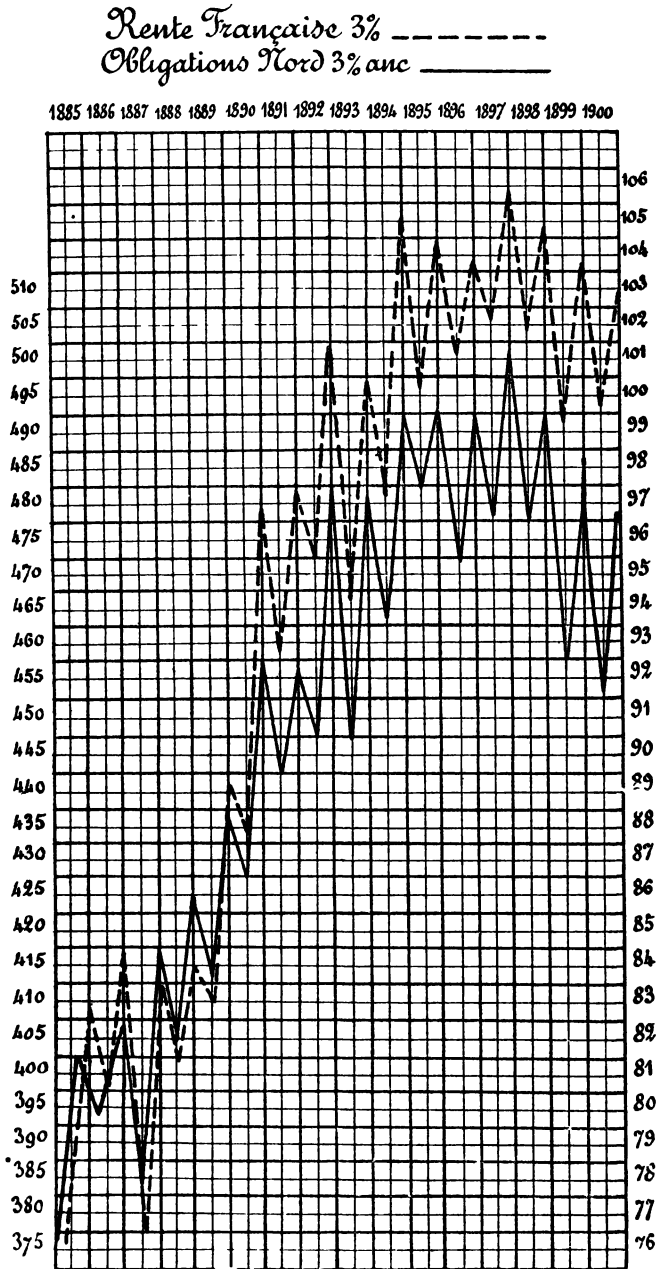
Rente 3% amortissable — — — — — *Fusion anc. 3%* — — — — —
Orléans 3% anc



de celui des compagnies de chemins de fer est une des meilleures justifications des conventions de 1883 qui ont permis d'exécuter et de terminer à peu près le grand programme de travaux publics inauguré en 1878 et que l'État, sans nuire à son propre crédit, n'avait pu exécuter et terminer sans le concours des compagnies.

X.

En terminant cette communication, nous répéterons ce que nous disons bien souvent : il est nécessaire de ménager cette grosse partie de la fortune privée qui fera



un jour retour à l'État sans bourse délier. Attaquer les compagnies de chemins de fer, leur imposer de lourdes charges, réclamer d'elles à chaque instant de nouveaux sacrifices, de nouvelles dépenses est et sera toujours facile; mais, c'est ris-

quer de porter atteinte à leur crédit et, conséquemment, à celui de l'État, qui est nu propriétaire des compagnies; c'est porter atteinte au bien de centaines de mille de familles, c'est-à-dire de plusieurs millions de porteurs de titres qui possèdent quelques milliers de francs placés en actions et obligations de chemins de fer.

Cette nue propriété, qui appartient à l'État, a aujourd'hui une grande valeur. On pourrait, en effet, calculer mathématiquement le capital que représente aujourd'hui une annuité nette de 750 millions à recevoir dans 50 à 55 ans.

On pourrait encore calculer le capital énorme que l'État pourrait obtenir, si, dans un cas de force majeure, il voulait proroger les concessions des compagnies d'une durée égale à celle déjà écoulée.

En soutenant le crédit des grandes compagnies de chemins de fer, en exprimant le désir que les grandes compagnies de chemins de fer rendent au pays, au commerce et à l'industrie des services de plus en plus nombreux et ne soient pas sans cesse exposées à d'injustes attaques ou critiques qui risquent de porter atteinte à leur crédit, si intimement lié à celui de l'État, ce n'est pas défendre l'« aristocratie » ou la « ploutocratie » financière, comme on les dénomme souvent; mais c'est défendre une démocratie financière; c'est défendre la fortune et les économies des petits et c'est aussi défendre le crédit de l'État.

Alfred NEYMARCK.