

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

ALFRED NEYMARCK

Les émissions et remboursements d'obligations des six grandes compagnies de chemins de fer en 1902

Journal de la société statistique de Paris, tome 44 (1903), p. 90-98

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1903__44__90_0

© Société de statistique de Paris, 1903, 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 SIX GRANDES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER EN 1902.

I.

LA PUISSANCE DE L'ÉPARGNE ET LE CRÉDIT DES GRANDES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER.

S'il était nécessaire d'affirmer une fois de plus la puissance de l'épargne française, la statistique que nous publions régulièrement sur les émissions d'obligations des six grandes Compagnies de chemins de fer ajouterait encore à cette affirmation.

Pendant l'année écoulée, tous les moyens ont été employés pour effrayer les petits épargneurs, les détenteurs de rentes sur l'État, les déposants dans les caisses d'épargne. Pendant et après la période électorale, les principaux arguments électoraux étaient que la France se ruinait, qu'elle marchait à la banqueroute.

Voici la réponse de l'épargne. En bloc, ses placements en valeurs mobilières ont

varié de 1 200 à 1 300 millions ; en détail, les achats de rentes sur l'État, effectués par les comptables du Trésor pour le compte du public, déduction faite des ventes, ont dépassé 180 millions (1). Quant aux obligations de chemins de fer, les six grandes Compagnies ont placé, à leurs guichets et par leurs intermédiaires habituels, sans bruit, sans publicité, 433 971 obligations 3 p. 100 et 2 1/2 pour un capital de 194 332 756 fr. 96 c.

Ainsi l'épargne française, celle qui recherche avant tout la tranquillité et la sécurité pour ses placements, n'a pas déserté, malgré les incitations plus politiques que financières dont elle a été l'objet, ses placements favoris. Elle a placé une bonne partie de ses économies en rentes sur l'État et en obligations de chemins de fer, et presque par portions égales : 180 millions en rentes, 194 millions en obligations. Comme nous le montrerons plus loin, les placements d'obligations de chemins de fer se sont effectués à des prix plus élevés que ceux des années précédentes. En 1902, pour les six grandes Compagnies, la moyenne des prix de vente des obligations 3 p. 100 a varié de 457 fr. 06 c. au plus bas, à 462 fr. 30 c. au plus haut, et celle des obligations 2 1/2 a été de 413 fr. 116 à 422 fr. 963. En 1901, la moyenne avait été de 448 fr. 64 c. à 456 fr. 398 pour les 3 p. 100 et de 407 fr. 156 à 414 fr. 584 pour les 2 1/2 p. 100. C'est une preuve nouvelle du crédit dont jouissent les Compagnies près de l'épargne et surtout de la sagesse avec laquelle ce crédit est ménagé. Les Compagnies procèdent, tous les ans, à des placements d'obligations à leurs guichets, et, néanmoins, les cours de leurs titres progressent : cette année, particulièrement, on peut même constater que cette progression a eu lieu, bien que les cours de la rente française, pour les causes que l'on connaît, aient fléchi.

En 1902, le cours moyen de la rente française 3 p. 100, au comptant, a été de 100 fr. 22 c., au lieu de 101 fr. 55 c. en 1901.

Le prix moyen des obligations des six grandes Compagnies a été, en 1902, de 467 fr., alors qu'il était de 454 fr. en 1901.

II.

LE CADRE DE CETTE STATISTIQUE.

Dans cette statistique, nous suivons l'ordre habituel et le cadre que nous avons adoptés depuis près d'un quart de siècle :

1° Relevé total des obligations 3 p. 100 et 2 1/2 vendues en 1902 par chaque Compagnie ; montant produit par ces ventes ;

2° Indication du nombre d'obligations 3 p. 100 vendues, par Compagnie, avec les prix moyens de vente et le montant produit par ces ventes ;

3° Mêmes renseignements sur les obligations 2 1/2 p. 100 ;

4° Relevé total des ventes d'obligations 2 1/2 depuis leur création en 1895 ;

5° Relevé total des obligations remboursées en 1902 et depuis 1885 ;

6° Rappel des émissions d'obligations vendues et du prix de vente depuis 1885.

Nos lecteurs savent pourquoi nous avons toujours pris, comme point de départ

(1) Voir le rapport de M. Berteaux, au nom de la Commission du budget, p. 84. Voir le *Rentier* du 27 décembre 1902.

d'une statistique d'ensemble et comme comparaison, l'année 1885. A cette époque, en effet, les conventions de 1883 fonctionnent depuis un an. Les Compagnies exécutent tous les travaux que l'État se trouvait dans l'impuissance de faire ; leur crédit est engagé ; elles émettent des obligations pour effectuer et payer des travaux pour l'exécution desquels l'État aurait été obligé d'emprunter tous les ans, sous forme de rentes ou de bons du Trésor à lointaine échéance. Cette situation respective de l'État et des Compagnies, que nous rappelons en quelques lignes, ne devrait jamais être oubliée : c'est elle surtout qui a motivé les conventions de 1883, naguère si attaquées, alors qu'elles ont été un acte de sagesse réalisé dans l'intérêt du crédit de l'État qui a été ménagé, dans l'intérêt des populations qui bénéficient aujourd'hui des lignes de chemins de fer qui leur avaient été promises et dont l'exécution aurait été retardée pendant de longues années, sans l'intervention des six grandes Compagnies.

Cette intervention a été tout profit pour le Trésor, pour les contribuables et pour les populations intéressées. Elle n'a été onéreuse que pour les actionnaires, qui ont vu leurs réseaux s'accroître, le trafic de leurs compagnies se développer et leurs dividendes rester stationnaires. En 1882, un actionnaire détenteur d'une action de chacune des six Compagnies aurait reçu 306 fr. brut en intérêts et dividende ; en 1902, ce même actionnaire a reçu 304 fr. 50 c. brut.

Par contre, si l'on relève les profits directs et indirects de l'État, la statistique annuelle que publie le ministre des travaux publics et dont l'analyse paraissait il y a trois semaines dans le *Rentier*, fait ressortir, avec une abondance de chiffres irréfutables, que l'actionnaire le plus favorisé est l'État (1).

III.

MONTANT TOTAL DES OBLIGATIONS 2 1/2 ET 3 P. 100 VENDUES EN 1902.

Compagnies.	Nombre d'obligations vendues.	Montant produit par ces ventes.
		fr. c.
Est	52 669	23 340 206,74
Lyon	141 821	62 828 296,38
Midi	27 875	12 311 720,05
Nord	66 108	30 224 337,10
Orléans	88 984	40 152 196,69
Ouest	56 514	25 476 000 »
Totaux	433 971	194 332 756,96

L'ensemble des obligations 3 p. 100 et 2 1/2 vendues en 1902 s'élève à 433 971 pour un capital de 194 332 756 fr. 96 c.

La Compagnie de Paris-Lyon-Méditerranée tient la tête avec 141 821 obligations vendues pour 62 828 296 fr. 38 c. ; viennent ensuite, l'Orléans, avec 88 984 obligations vendues pour 40 152 196 fr. 69 c. ; le Nord, en troisième ligne avec 66 108 obli-

(1) Voir l'article de M. Pierre Neymarck : « Quelques chiffres statistiques officiels sur les chemins de fer ». (*Rentier* du 7 janvier 1903.)

gations vendues pour 30 224 337 fr. 10 c ; puis l'Ouest, avec 56 514 obligations, pour 25 476 000 fr. ; l'Est, avec 52 669 obligations, pour 23 340 206 fr. 74 c. ; le Midi, avec 27 875 obligations, pour 12 311 720 fr. 05 c.

IV.

OBLIGATIONS 3 P. 100 VENDUES EN 1902.

Compagnies.	Nombre d'obligations vendues.	Prix moyen des ventes.	Montant produit par ces ventes.
		fr.	fr. c.
Est	35 149	457,06	16 065 201,94
Lyon	90 833	459,726	41 758 356,98
Midi	17 228	459,326	7 913 266,93
Nord	57 531	462,30	26 596 579,46
Orléans	67 998	462,522	31 450 575,89
Ouest	44 906	460,30	20 670 000 »
Totaux	313 645		144 453 981,20

Pendant 1902, les six Compagnies ont vendu des obligations 3 p. 100 et 2 1/2 p. 100, utilisant ces deux modes de placement suivant les demandes et les convenances du public.

Elles ont négocié 313 645 obligations 3 p. 100 pour un capital de 144 453 981 fr. 20 c., à des prix variant de 457 fr. 06 c a 462 fr. 522.

La Compagnie d'Orléans a placé ses obligations 3 p. 100 à 462 fr. 522 ; le Nord, à 462 fr. 30 c. ; l'Ouest, à 460 fr. 30 c ; le Lyon, à 459 fr. 726 ; le Midi, à 459 fr. 326 ; l'Est, à 457 fr. 06 c.

En 1901, les prix de vente des obligations 3 p. 100 avaient été les suivants :

Orléans	456,398	soit	6,124	en moins qu'en 1902
Nord	455,668	—	6,632	—
Ouest	456,26	—	4,04	—
Lyon	454,1824	—	5,5436	—
Midi	449,039	—	10,287	—
Est	448,65	—	10,41	—

Ces résultats sont, on le voit, des plus satisfaisants.

V.

OBLIGATIONS 2 1/2 VENDUES EN 1902.

Compagnies.	Nombre d'obligations vendues.	Prix moyen des ventes.	Montant produit par ces ventes.
		fr.	fr. c.
Est	17 520	415,24	7 275 004,80
Lyon	50 988	413,233	21 069 939,40
Midi	10 647	413,116	4 398 453,12
Nord	8 577	422,963	3 627 757,64
Orléans	20 986	414,639	8 701 620,80
Ouest	11 608	414,02	4 806 000 »
Totaux	120 326		49 878 775,76

Il a été vendu, en 1902, 120 326 obligations 2 1/2 pour un capital de 49 878 775 fr. 76 c.

Les prix de vente se divisent dans l'ordre suivant :

Nord.	422,963	au lieu de	414,584	en 1901, soit en plus	8,379
Est.	415,24	—	412,82	—	2,42
Orléans.	414,639	—	411,008	—	3,631
Ouest.	414,02	—	409,65	—	4,37
Lyon.	413,233	—	401,0841	—	2,14
Midi.	413,116	—	407,156	—	6,06

L'obligation 2 1/2 entre de plus en plus dans les portefeuilles. Si elle rapporte un peu moins que les obligations 3 p. 100, elle donne une prime au remboursement plus élevée. Sur le prix moyen de 415 fr., la prime au remboursement est de 85 fr., alors que sur le prix moyen des obligations 3 p. 100, 465 fr. environ, cette prime est seulement de 35 fr.

L'obligation 3 p. 100 convient aux capitalistes qui cherchent à avoir le maximum de leur revenu, les obligations 2 1/2 conviennent à ceux qui tiennent moins à recevoir quelques centimes en plus ou en moins sur leur revenu, qu'à obtenir, tôt ou tard, une amélioration du capital employé.

Les obligations 3 p. 100 et 2 1/2 répondent à tous les goûts du public. En achetant les deux titres, on fait un excellent placement, qui permet d'avoir des coupons d'intérêt payables presque tous les mois : c'est ce qui explique que grand nombre de rentiers et de capitalistes alternent ainsi leurs achats sur les obligations 3 p. 100 et 2 1/2 p. 100.

Voici, depuis 1895, le relevé, par Compagnie de chemins de fer, des obligations 2 1/2 vendues :

Obligations 2 1/2 p. 100 vendues depuis 1895.						
<u>Années.</u>	<u>Est.</u>	<u>Lyon.</u>	<u>Midi.</u>	<u>Nord.</u>	<u>Orléans.</u>	<u>Ouest.</u>
1895. . .	»	»	»	»	25 864	»
1896. . .	»	33 162	»	7 164	24 802	»
1897. . .	8 960	33 831	35 387	27 208	49 328	65 502
1898. . .	27 860	55 835	36 256	21 688	72 679	67 998
1899. . .	16 220	45 896	75 586	36 700	74 675	81 328
1900. . .	18 780	40 441	27 380	28 303	159 809	74 987
1901. . .	20 260	29 621	12 930	19 791	26 786	37 429
1902. . .	17 520	50 988	10 647	8 577	20 986	11 608

En totalisant les chiffres ci-dessus, le montant des obligations 2 1/2 p. 100 vendues par les Compagnies depuis la création de ce type de titres s'est élevé aux chiffres suivants :

1895.	25 864
1896.	65 128
1897.	220 216
1898.	282 316
1899.	330 405
1900.	349 700
1901.	146 817
1902.	120 326
Total.	1 540 772

Quand, en 1895, la Compagnie d'Orléans prit l'initiative de créer ce type d'obligations, les prix de vente étaient de 415 fr. environ. On voit que les cours se sont, à peu de chose près, facilement maintenus, et que le public témoigne toujours de sa faveur à l'égard de ce titre. Les 1 540 772 obligations 2 1/2 vendues depuis 1895 et qui se trouvent aujourd'hui dans le portefeuille de nos capitalistes représentent, aux cours actuels, un capital de 740 millions.

VI.

Pendant l'année 1902, les six grandes Compagnies ont amorti et remboursé 277 374 obligations diverses pour un capital de 139 035 201 fr.

En voici le détail :

Est.....	{	Obligations 3 p. 100	32 501	14 734 000
		— 2 1/2	900	197 000
		— diverses	6 130	1 860 200
Lyon.....	{	Obligations 3 p. 100	79 782	39 891 000
		— 2 1/2	3 142	1 571 000
		— diverses	7 173	6 562 500
Midi.....	{	Obligations 3 p. 100 anciennes. .	17 930	8 965 000
		— — nouvelles. .	4 428	2 214 000
		— 2 1/2	1 614	807 000
Nord.....	{	Obligations 3 p. 100	32 444	15 928 500
		— 2 1/2	1 512	767 500
		— diverses	879	441 000
Orléans.	{	Obligations 3 p. 100	40 296	20 148 000
		— 2 1/2	3 900	1 950 000
		— diverses	2 245	1 263 500
Ouest...	{	Obligations 3 p. 100	38 866	19 433 000
		— 2 1/2	2 953	1 476 500
		— diverses	679	825 500
Totaux			277 374	139 035 200

Depuis 1885, le montant total des remboursements effectués a été de 1 705 millions, se divisant comme suit :

Périodes et années.	Total.	Moyenne annuelle.
	Millions.	
1885 à 1891	450	64,3
1892 à 1898	732,8	104,6
1899 à 1902	522,6	130,6

La moyenne annuelle des remboursements d'obligations s'élève et s'élèvera encore davantage au fur et à mesure que nous nous rapprocherons de l'expiration des concessions, puisque à cette époque toutes les obligations devront être remboursées et amorties.

D'après notre statistique annuelle, le nombre total et le montant des obligations amorties et remboursées depuis 1892 a été le suivant :

Années.	Nombre d'obligations a sorties.	Montant en capital.	Années.	Nombre d'obligations a sorties.	Montant en capital.
		francs.			francs.
1892. . .	177 290	92 896 500	1898. . .	230 099	118 983 900
1893. . .	184 333	95 451 475	1899. . .	238 613	123 790 000
1894. . .	197 721	101 643 475	1900. . .	251 859	127 299 400
1895. . .	202 643	104 470 175	1901. . .	261 740	132 617 375
1896. . .	211 073	108 916 525	1902. . .	277 374	139 035 200
1897. . .	222 099	110 525 125			

En ajoutant aux 139 millions d'obligations remboursées en 1902 le montant des remboursements d'actions, environ 6 millions, et en exceptant le Lyon, dont la période d'amortissement commence seulement en 1907, le montant total des remboursements effectués par les Compagnies sur les titres sortis aux tirages s'élève à environ 145 millions

Il ne faut pas opposer le montant des emprunts que font les Compagnies tous les ans à celui des amortissements et dire, comme on l'entend répéter parfois : « Les Compagnies empruntent plus qu'elles n'amortissent. » Si les Compagnies empruntent, c'est pour payer les travaux qu'elles exécutent : c'est avec ces emprunts qu'il a pu être construit 12 000 à 13 000 kilomètres de chemins de fer depuis 1838. Qu'elles aient des travaux à exécuter ou non, les Compagnies n'en sont pas moins obligées à amortir tous les ans leurs anciens emprunts, de telle sorte qu'ils soient tous remboursés d'ici la fin des concessions. Ces amortissements iront chaque année en grossissant.

On peut se demander, en présence de tels chiffres, ce que ferait l'État s'il était possesseur de nos chemins de fer, et s'il effectuerait des remboursements aussi importants. Pour parer à des difficultés budgétaires, il aurait la tentation facile de diminuer, de ralentir l'amortissement et même de n'en point faire. Depuis 1878, par exemple, l'État s'est constitué un réseau dont le coût réel n'a même pas encore pu être établi d'une façon exacte. Les évaluations varient entre 800 millions et 1 250 millions. Non seulement l'État ne décompte pas, dans le budget, l'intérêt des capitaux empruntés pour son réseau, mais il n'effectue aucun amortissement. Avec une telle comptabilité, le réseau de l'État se présente avec un excédent de recettes, quand, en réalité, le déficit est la règle.

VII.

Pour terminer cette statistique, nous indiquons ci-après le :

Total des obligations vendues et du prix de vente depuis 1885.

Années.	Obligations vendues	Total du prix de vente
—	—	Millions
1885.	750 752	283,6
1886	873 992	336,0
1887	434 396	168,4
1888	496 743	197,2
1889	575 926	232,8
1890	463 484	198,8
1891	340 510	150,8
1892	420 153	191,0
1893	557 024	254,6
1894	408 541	188,0
1895	208 958	97,4
1896	212 230	98,3
1897	238 187	107,6
1898	282 316	125,0
1899	446 096	191,8
1900	817 006	349,6
1901	656 087	291,5
1902	433 971	194,3
Totaux.	8 616 372	3 656,7

Ce qui représente une moyenne de 478 000 obligations placées tous les ans pour un capital de plus de 200 millions !

VIII.

LE CRÉDIT DE L'ÉTAT ET CELUI DES COMPAGNIES.

Que l'on se figure ce que serait devenu le crédit de l'État et à quels prix se négocieraient les rentes si, en l'absence des conventions de 1883, l'État avait été obligé de laisser constamment ouvert le grand-livre de la Dette publique pour se procurer les capitaux nécessaires à l'exécution des travaux entrepris ! Que seraient devenus les cours des rentes si l'État avait dû, tous les ans, en émettre, une année, pour 336 millions, comme en 1886, une autre année, pour 254 millions, comme en 1893, ou bien pour 349 millions, comme en 1900 ?

Croit-on que les rentes sur l'État auraient pu si facilement atteindre et dépasser le pair et se prêter aux conversions de 1893 et de 1902 ?

Les Compagnies de chemins de fer, au contraire, sans nuire au crédit de l'État, sans empêcher les opérations que le Trésor a faites dans son intérêt, sans enrayer la hausse des rentes, ont placé, sans bruit, à des prix qui presque constamment ont été plus élevés d'année en année, pour près de 3 700 millions d'obligations. Pendant la même période, elles ont amorti et remboursé, sur leurs anciens et nouveaux emprunts, plus de 1 700 millions, et, de 1885 à 1900, le réseau des lignes d'intérêt général, en exploitation, s'est élevé de 26 327 à 38 044 kilomètres, soit un accroissement de 11 707 kilomètres (1).

IX.

POURQUOI LE RACHAT DES CHEMINS DE FER DIMINUERAIT LES GARANTIES DES OBLIGATAIRES.

On peut se demander enfin pourquoi les Compagnies de chemins de fer jouissent d'un crédit aussi puissant près de l'épargne. Les raisons sont multiples, mais il en est deux que nous croyons utile de bien mettre en relief.

La première cause est que les six grandes Compagnies ont un crédit qui leur est bien personnel. L'excédent de leurs recettes sur leurs dépenses dépasse dans de fortes proportions les sommes nécessaires au paiement des intérêts et de l'amortissement des obligations émises. Conséquemment, l'obligation des six grandes Compagnies est un titre véritablement privilégié, gagé par des compagnies dont les recettes lui donnent toute sécurité.

La seconde cause est la garantie d'intérêt que l'État accorde, sous forme de prêt remboursable, en cas d'insuffisance des recettes nettes. Or, cette garantie ne vient que par surcroît.

L'obligataire possède donc deux garanties dont la valeur est indiscutable.

Voilà pourquoi, ajouterons-nous en terminant, le rachat des chemins de fer par

(1) Ministère des travaux publics. Statistique des Chemins de fer français au 31 décembre 1900 : 1^{re} partie. Intérêt général. Page 7.

l'État affaiblirait sensiblement le gage des obligataires. A partir du jour où l'État serait propriétaire des six grandes Compagnies, il serait, tout naturellement, chargé d'acquitter les dépenses des réseaux et d'en encaisser les recettes. Il ne devrait plus qu'une chose aux obligataires : l'intérêt de leurs titres. Les obligations seraient une rente ou une annuité d'État, alors, qu'à l'heure actuelle, elles sont doublement gagées, et par les recettes des Compagnies et, éventuellement, par la garantie d'intérêt.

Quand on songe qu'il existe, à l'heure actuelle, plus de 20 milliards d'obligations de chemins de fer et, qu'en cas de rachat, ces 20 milliards viendraient se superposer aux 26 milliards de la Dette publique consolidée, le rachat des Compagnies de chemins de fer apparaît comme un péril des plus redoutables, et pour le crédit public et pour le crédit privé.

Comme vient de le dire à la Chambre des députés l'honorable M. Ribot, dans son remarquable discours prononcé lors de la discussion générale du budget : « Le rachat serait une aventure et peut-être un désastre financier... Quelque confiance que j'aie dans l'habileté de l'État en toutes choses, je me permets de penser que ce n'est pas là une opération que la prudence puisse conseiller. »

X.

RÉSUMÉ GÉNÉRAL.

Voici le résumé général de cette statistique :

1° Les six grandes Compagnies de chemins de fer ont vendu à leurs guichets ou par leurs intermédiaires habituels à la Bourse de Paris **120 326** obligations 2 1/2 et **313 645** obligations 3 p. 100, soit en tout **433 971** obligations 3 p. 100 et 2 1/2, formant une moyenne de **1 446** obligations par jour non férié ;

2° Le montant produit par ces ventes a été de **194 332 756 fr. 96 c.**, représentant, par jour non férié, une somme de **648 000 fr.** ;

3° Le nombre d'obligations diverses amorties a été de **277 374**, pour un capital de **139 035 200 fr.** ;

4° L'ensemble des obligations 2 1/2 placées a été, depuis décembre 1895, époque à laquelle la Compagnie d'Orléans a pris l'initiative de commencer le placement de ce nouveau type, jusqu'à la fin de 1902, de **1 540 772** titres ;

5° Depuis 1885, c'est-à-dire un an après que les conventions fonctionnaient, les six grandes Compagnies de chemins de fer ont placé **8 616 372** obligations, pour un capital de **3 656 700 000 fr.** ;

6° Dans la même période, elles ont amorti sur leurs emprunts, anciens et nouveaux, **1 705 millions.**

Alfred NEYMARCK.
