

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

ALFRED NEYMARCK

Les émissions et remboursements d'obligations des grandes compagnies de chemins de fer en 1919

Journal de la société statistique de Paris, tome 61 (1920), p. 194-204

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1920__61__194_0

© Société de statistique de Paris, 1920, 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/>

IV

LES ÉMISSIONS ET REMBOURSEMENTS D'OBLIGATIONS DES GRANDES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER EN 1919

I

Les cinq compagnies ont vendu en 1919 3.579.420 obligations diverses pour un capital de 1 milliard 396 millions.

Les cinq Compagnies de l'Est, Lyon, Midi, Nord, Orléans ont vendu 3.579.420 obligations diverses pour un capital de 1 milliard 396 millions. Jamais pareil chiffre n'avait été atteint et le résultat est d'autant plus remarquable que les appels au crédit pendant l'année écoulée ont été des plus considérables. Comme nous le faisons tous les ans, voici, compagnie par compagnie et par nature de titres, le détail de ces statistiques annuelles.

II

Nombre d'obligations vendues en 1919.

Compagnies	Nombre d'obligations vendues	Montant produit par ces ventes
—	—	—
		En millions
Est.	197.476	70,7
Lyon	1.344.357	527,4
Midi	313.404	126,8
Nord	1.282.947	517,5
Orléans	441.236	154,3
Totaux	3.579.420	1.396,7

III

Obligations 3 % vendues en 1919.

Compagnies	Nombre d'obligations vendues	Prix moyen des ventes	Montant produit par ces ventes
—	—	—	—
		Francs	En millions
Est.	107.295	329.08	35,3
Lyon	406.230	315.025	128,0
Midi. } anciennes	43.643	324.768	14,2
} nouvelles	30.089	330.166	9,9
Nord	325.670	324.72	105,7
Orléans	185.954	321.644	59,8
Totaux	1.098.881		352,9

La Compagnie de Lyon à vendu le plus grand nombre d'obligations : 406.230 pour un capital de 128 millions; viennent ensuite les Compagnies du Nord, de l'Orléans, de l'Est et du Midi.

Rappelons que les prix de vente des années précédentes avaient été les suivants :

	1914	1915	1916	1917	1918	1919
Est.	400,28	347,01	328,87	320,40	339,17	329,08
Lyon	399,04	349,554	328,89	320,379	331,999	315,025
Midi	405,682	(a)354,114 (n)358,466	(a)331,17 (n)329,45	(a)326,112 (n)328,038	346,265	324,768
Nord	405,995	360,31	349,53	336,590	330,44	324,72
Orléans	406,257	365,645	339,18	322,335	328,45	321,644

Les prix de vente ont été légèrement plus bas qu'en 1918 : ils ont suivi les cours des rentes qui, eux aussi, ont été plus bas en 1919 qu'en 1918.

IV

Obligations 2 1/2 % vendues en 1919.

Compagnies	Nombre d'obligations vendues	Prix moyen des ventes	Montant produit par ces ventes
—	—	—	—
		Francs	En millions
Est.	2.700	315,96	0,9
Lyon	5.508	293,981	1,6
Midi	582	299,477	0,2
Nord	6.011	301,41	1,8
Orléans	14.249	296,781	4,2
Totaux	29.050		8,7

Le montant des ventes d'obligations de ce type a été peu important; le public s'est porté de préférence sur les 5 %, les 4 % et les 3 % en raison de la prime élevée au remboursement. C'est la Compagnie d'Orléans qui a vendu le plus gros chiffre d'obligations 2 1/2.

V

Obligations vendues en 1919.

Compagnies	Nombre d'obligations vendues	Prix moyen des ventes	Montant produit par ces ventes
		Francs	En millions
Est.	87.481	395,34	34,6
Lyon	47.432	392,917	18,6
Midi	45.222	381,949	17,3
Nord	19.769	382,44	7,6
Orléans	241.033	374,603	90,3
Totaux	440.987		168,4

Depuis la création des obligations 4 %, le nombre de titres de cette nature vendus en 1919 est le plus élevé. Il avait été de :

	Millions
107.451 en 1915 pour	45,7.
114.307 en 1916 —	46,2.
252.956 en 1917 —	97,5.
376.717 en 1918 —	147,6.

VI

Obligations 5 % vendues en 1919.

Compagnies	Nombre d'obligations vendues	Prix moyen des ventes	Montant produit par ces ventes
		Francs	En millions
Lyon	885.187	428,389	379,2
Midi	193.868	439,808	85,3
Nord	931.497	431,94	402,3
Totaux	2.010.552		866,8

Le nombre d'obligations 5 % vendues en 1919 tient le record sur les années précédentes. Le Nord tient la tête avec 931.497 obligations; viennent ensuite le Lyon avec 885.187 obligations, le Midi avec 193.868 obligations. Le résultat est d'autant plus remarquable que les obligations 5 % étaient concurrencées par les Bons de la Défense nationale et les obligations des Chemins de fer de l'État. Le capital produit par ces ventes a été de 866 millions 800.000 francs.

VII

Prix moyens des ventes des obligations diverses pour chacune des compagnies.

	3 %	2 1/2	4 %	5 %
Est.	329,08	315,96	395,34	»
Lyon	315,025	293,981	392,917	428,389
Midi	} 1a) 324,768 }	299,477	381,949	439,808
	} 330,166 }			
Nord	324,72	301,41	382,44	431,94
Orléans	321,644	296,781	374,603	»

Nous avons déjà fait observer que les prix moyens de vente différaient, entre les compagnies, pour diverses causes : 1° l'époque à laquelle telle ou telle compagnie effectue des ventes de titres, et conséquemment si dans ces ventes sont décomptés les intérêts en cours; 2° les frais et commissions afférents à ces placements et qui peuvent être plus ou moins élevés. Ce qui est certain, c'est que ces placements ou ventes d'obligations sont effectués avec une remarquable précision, un souci constant des intérêts sociaux, du crédit des compagnies et, en somme, de celui de l'État. L'État, en effet, par les avances qu'il peut être amené à faire aux compagnies, au titre de la garantie d'intérêts et surtout par son droit de « véritable usufruitier » des compagnies, puisque, à l'expiration des concessions, c'est-à-dire dans un délai relativement court, 1958 au plus tard, les compagnies lui appartiendront en entier, actionnaires et obligataires n'existant plus, a intérêt à ce que les finances des compagnies soient bien gérées. Il peut avoir, de ce chef, pleine et entière satisfaction. Au point de vue de la gestion des capitaux, les compagnies peuvent être citées comme des modèles à suivre : jamais, depuis qu'elles existent, on n'a pu relever contre elles une malversation d'un centime.

VIII

Tableau synoptique des émissions d'obligations pendant l'année 1919.

	Nombre d'obligations				Montant produit			
	3 %	2 1/2	4 %	5 %	3 %	2 1/2	4 %	5 %
					En millions			
Est.	107.295	2.700	87.481	»	35,3	0,9	34,6	»
Lyon	406.230	5.508	47.432	885.187	128,0	1,6	18,6	379,2
Midi	73.732	582	45.222	193.868	24,1	0,2	17,3	85,3
Nord	325.670	6.011	19.769	931.497	105,7	1,8	7,6	402,3
Orléans	185.954	14.249	241.033	»	59,8	4,2	90,3	»
	1.098.881	29.050	440.937	2.010.552	352,9	8,7	168,4	866,8
	3.579.420				1.396,7			

De ce tableau synoptique, il ressort que, pendant l'année écoulée, ce sont

les ventes d'obligations 5 % qui ont été les plus importantes : 866 millions; viennent ensuite les obligations 3 % pour 352 millions; les obligations 4 % pour 168 millions et les obligations 2 1/2 pour 8 millions.

Ces différences entre les placements d'obligations 5, 4, 3, 2 1/2 répondent bien à l'état d'esprit du public. Il recherche d'abord les titres qui, à sécurité égale, lui donnent le plus gros rendement : de là, ses achats d'obligations 5%. Viennent ensuite les titres qui jouissent, en plus de leur revenu fixe, d'une prime notable au remboursement, comme les obligations 3 % qui, sur les prix moyens de vente 320 à 325 francs, donnent 175 à 180 francs de bénéfice au remboursement, soit, plus de 55 % sur le capital déboursé. Viennent ensuite les obligations 4 % et les 2 1/2 %. Ces dernières sont celles qui offrent la plus grosse prime au remboursement, mais le public se figure qu'une obligation 2 1/2 rapporte seulement 2 1/2; ce qui est inexact.

IX

Revenu nominal et revenu réel.

Le revenu du titre se chiffre d'après son cours de vente, son cours coté, tandis que son revenu nominal s'établit d'après le taux fixe inscrit sur le titre. Ainsi à 280 brut, une obligation 2 1/2 rapportant 12,50 donne en réalité 4,46 % brut; une obligation 3 % cotée 320 francs rapportant 15 francs donne brut 4,69; une obligation 5 % rapportant 25 francs brut, cotée 500 francs rapporte brut 5 % : mais l'obligation 2 1/2 à 280 francs donne 220 francs de bénéfice au remboursement; l'obligation 3 % à 320 francs donne 180 francs, tandis que l'obligation 5 % sera remboursée au même prix de 500 francs. Aussi, quand on fait un placement en titres mobiliers, il faut donc toujours se demander si l'on préfère une augmentation de capital ou une augmentation de revenu; dans ce cas, plus un titre est éloigné du pair, c'est-à-dire de son prix de remboursement, moins il rapporte; plus près il en est rapproché, plus élevé est son rendement. Ce fait se produit sur les rentes elles-mêmes. Le 5 % qui est le plus rapproché du pair de 100 francs rapporte plus que les rentes 4 et 3 % qui sont plus éloignées du pair. Le 3 % amortissable ancien auquel s'ajoute, à son revenu fixe, une prime au remboursement, est, en réalité, la rente la plus avantageuse bien que donnant un intérêt moindre que celui des rentes 5 et 4 %.

X

Obligations vendues depuis 1885.

En terminant cette statistique, nous indiquons, comme nous avons coutume de le faire, le relevé général des obligations vendues 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
1903	346.752	153,6
1904	300.470	131,2
1905	169.071	75,4
1906	153.431	67,0
1907	623.530	263,6
1908	903.986	385,6
1909	880.517	378,4
1910	635.193	271,8
1911	761.354	313,1
1912	754.785	309,0
1913	997.679	403,4
1914	821.601	348,5
1915	646.937	253,0
1916	884.775	313,2
1917	1.374.978	492,7
1918	1.341.314	489,8
1919	3.579.420	1.396,7

Dans cette longue période d'années qui s'écoule de 1885 à 1919, soit pendant trente-quatre ans, les compagnies ont vendu pour 9 milliards 700 millions d'obligations. Ces 9 milliards ont été employés en travaux et dépenses utiles et leur montant a varié suivant les besoins des compagnies. Le chiffre le plus élevé a été réalisé en 1919, soit 1 milliard 396 millions; le chiffre le plus faible, en 1905, soit 67 millions.

Supposons que les grands réseaux aient appartenu à l'État, c'est l'État qui aurait dû emprunter ces capitaux énormes et augmenter d'autant la Dette publique; un tel poids aurait surchargé le marché des rentes et nuï au crédit de l'État dont le cours des rentes est l'expression. D'autre part, si les compagnies ont emprunté, tous les ans elles ont amorti et leurs amortissements grossissent d'année en année. C'est ce qui résulte encore des chiffres contenus dans les relevés statistiques qui suivent.

XI

Nombre et montant des obligations remboursées en 1919.

Voici le montant et le détail des obligations amorties et remboursées en 1919 :

		Nombre d'obligations amorties	Montant — Francs
Est. . .	} Obligations 3 %	73.128	36.564.000
		— 2 1/2 %	4.240
		— diverses.	13.190
Lyon . .	} Obligations 3 %	155.057	77.528.500
		— 2 1/2 %	6.798
		— diverses.	26.069
Midi. . .	} Obligations 3 %	48.789	24.394.500
		— 2 1/2 %	3.620
		— diverses.	2.500
Nord. . .	} Obligations 3 %	74.575	38.224.500
		— 2 1/2 %	4.431
		— diverses.	2.456
Orléans .	} Obligations 3 %	96.034	48.017.000
		— 2 1/2 %	9.400
		— diverses.	7.266
Ouest . .	} Obligations 3 %	68.287	34.143.500
		— 2 1/2 %	5.103
		— diverses.	513
Totaux		<u>601.456</u>	<u>303.855.150</u>

XII

Montant total des obligations amorties et remboursées depuis 1885.

D'après nos statistiques antérieures, il a été amorti :

De 1885 à 1891, pour	450 millions	d'obligations.
De 1892 à 1898, —	732	—
De 1899 à 1905, —	1.032	—
De 1906 à 1912, —	1.270	—
De 1913 à 1919, —	1.728	—

L'ensemble des amortissements d'obligations effectués de 1885 à 1919 atteint 5 milliards 212 millions.

De 1885 à 1891, la moyenne annuelle des remboursements d'obligations représente 64 millions de francs.

De 1892 à 1898 la moyenne annuelle est de	104 millions.
De 1899 à 1905 —	147 —
De 1906 à 1912 —	181 —
De 1913 à 1919 —	247 —

Voici le détail des amortissements depuis 1892 :

Années	Nombre- d'obligations amorties	Montant en capital
1892	177.290	92,9
1893	184.333	95,5
1894	197.721	101,6
1895	202.643	104,5
1896	211.073	108,9
1897	222.099	110,5
1898	230.099	119,0
1899	238.613	123,8
1900	251.859	127,3
1901	261.740	132,6
1902	277.374	139,0
1903	287.316	147,5
1904	299.597	153,8
1905	308.385	158,5
1906	313.252	156,6
1907	324.331	162,2
1908	341.477	171,7
1909	359.465	180,1
1910	380.216	190,9
1911	396.732	198,8
1912	418.841	210,5
1913	437.256	219,2
1914	403.067	186,2
1915	481.731	224,1
1916	501.374	258,5
1917	530.251	263,9
1918	565.809	272,6
1919	601.456	303,8

XIII

Tableau synoptique des obligations amorties en 1919.

	Nombre d'obligations amorties			Montant des remboursements		
	3 o/o	2 1/2	Diverses	3 o/o	2 1/2	Diverses
	En millions					
Est.	73.128	4.240	13.190	36,6	2,1	7,3
Lyon.	155.057	6.798	26.069	77,5	3,4	13,5
Midi	48.789	3.620	2.500	24,4	1,8	1,2
Nord	74.575	4.431	2.456	38,2	2,7	1,1
Orléans	96.034	9.400	7.266	48,0	4,7	3,8
Ouest.	68.287	5.103	513	34,1	2,6	0,6
	<u>515.870</u>	<u>33.592</u>	<u>51.994</u>	<u>258,8</u>	<u>17,3</u>	<u>27,5</u>
Totaux . . .	601.456			303,6		

XIV

Résumé général. — Le crédit des compagnies. — La confiance du public et l'État.

Ces chiffres montrent le crédit dont jouissent les compagnies et la confiance qu'elles inspirent. Depuis les conventions de 1883 — conventions *libératrices*, comme les appelait M. Rouvier, et non pas conventions *scélérates*, comme les dénommait Camille Pelletan, — le crédit des compagnies est venu en aide à l'État en lui permettant, par les capitaux qu'elles ont empruntés au public, d'étendre notre réseau de chemins de fer et de répondre ainsi aux besoins du commerce, de l'industrie, des particuliers et de l'État lui-même. Supposez que l'État eût été obligé d'emprunter ces 10 milliards environ que les compagnies ont placés en obligations depuis 1885, la Dette publique se serait accrue d'autant; l'essor des rentes aurait été comprimé et les conversions auxquelles l'État a pu procéder à diverses reprises, en réduisant les rentes 5 %, 4 1/2, 4 % ancien fonds successivement en 3 1/2 et 3 % n'auraient pu se réaliser aussi facilement.

XV

Les compagnies amortissent et l'État n'amortit pas.

D'autre part, — fait important qu'on ne saurait oublier — les compagnies de chemins de fer *amortissent* tandis que l'État lui *n'amortit pas*. Les compagnies ont bien emprunté, depuis 1885, 10 milliards, en chiffre rond, mais elles ont remboursé plus de 5 milliards! Et comme les obligations qu'elles ont remboursées ont été émises 20 à 25 % plus bas qu'elles n'ont été remboursées, c'est 20 à 25 % d'augmentation de capital pour l'obligataire qui a tranquillement conservé ses obligations en portefeuille.

Ainsi s'est trouvée justifiée une réflexion bien connue de tous ceux qui ont suivi nos travaux sur les chemins de fer : *Le temps travaille pour le porteur de titres!* Comme la grande majorité des obligations se trouve disséminée à l'infini dans le portefeuille de ceux que nous avons dénommés les *Chemineaux de l'Épargne*, ce sont ces chemineaux, ce sont les épargnes des petits qui ont bénéficié de cet accroissement de capital. La confiance du public dans les grandes compagnies de chemins de fer et dans leurs obligations est telle que, dans toutes les familles, on rencontre des porteurs de ces titres, de même qu'on y trouve des détenteurs de rentes françaises. Nous avons fait maintes et maintes fois la démonstration de ce fait par des chiffres précis qui n'ont pas été contestés, car l'État lui-même a pu les vérifier en voyant en quelles mains se trouvent les obligations des compagnies de chemins de fer qu'il a rachetées, comme celle de l'Ouest, par exemple.

XVI

La diversité des obligations émises par les compagnies.

Unité de rentes sur l'État. — Unité budgétaire.

La direction donnée aux finances des compagnies peut servir d'exemple. Les compagnies, dans leurs emprunts, se sont pliées aux goûts du public. Elles

ont appliqué la maxime de Léon Say que nous avons souvent rappelée et qui doit être et rester l'*alpha* et l'*oméga* de tout appel au crédit : « En matière d'emprunt, *il faut plaire au public!* » maxime utile à rappeler et à suivre! Elles ont émis, à leurs débuts, des obligations 5 %, puis des 4 %; ce sont les Péreire et les Rothschild, puis les autres compagnies qui ont créé des 3 %. La Compagnie d'Orléans a créé, en 1895, des 2 1/2; les compagnies ont suivi cet exemple pour émettre ensuite à nouveau du 4 et du 5 % sans cesser de délivrer à leurs guichets des 3 %. Elles vont maintenant créer des obligations 6 %.

Le public, suivant ses goûts et ses tendances, s'est constitué un lot d'obligations de types différents. Tous les rentiers ont pu satisfaire leurs goûts; les uns désirent avoir un revenu nominal plus élevé que d'autres ou bien une prime au remboursement plus ou moins élevée suivant que le taux d'intérêt est lui-même plus ou moins élevé.

Mais, en réalité, ce sont les obligations 3 % qui ont été le type favori du public et ont obtenu le plus de faveur. Les obligations 2 1/2 ont été acceptées parce qu'elles donnaient une prime élevée au remboursement que les 3 % ne pouvaient plus offrir; les obligations 4 % et 5 % ont été bien accueillies parce qu'elles donnaient un revenu plus rémunérateur, mais elles ont été concurrencées par les 4 % et 5 % que l'État a émises pour son réseau d'État.

Les obligations 6 % que les compagnies vont créer auront-elles le même succès que celles des anciens types? Elles donneront un revenu nominal plus élevé, mais leur prime au remboursement sera nécessairement moins forte. Avantageuses d'un côté, elles le seront moins d'un autre côté. Ce sera le public qui, suivant ses goûts et ses tendances, en déterminera le plus ou moins grand succès.

On peut se demander, en effet, aussi bien pour l'État et ses futurs emprunts que pour les compagnies de chemins de fer et les grandes sociétés industrielles, si l'unité de rentes et de types de rentes est préférable à la diversité des rentes et des types; ou si, au contraire, il n'est pas préférable d'avoir une grande diversité de types de rentes, d'obligations à revenu fixe.

Il fut un temps où les grands systèmes préconisés étaient l'*unité des rentes*, l'*unité de types de rentes*, l'*unité budgétaire*, etc. Ce sont ces systèmes qu'ont défendus et appliqués Rouvier, notamment, avec des arguments qui n'ont rien perdu de leur valeur et reviennent actuels plus que jamais.

Nous aurons bien certainement à revenir sur ce sujet..... brûlant.

XVII

Conclusion.

10 milliards d'obligations vendues

5 milliards d'obligations amorties et remboursées.

Toutes ces considérations — à propos de nos statistiques bientôt quarantennaires — sur les chemins de fer nous entraînent bien loin. Que nos lecteurs nous excusent.

Retenons donc ces deux chiffres principaux qui synthétisent, au point de vue financier, l'œuvre des compagnies depuis les conventions de 1883 :

10 milliards d'obligations diverses vendues;
5 milliards d'obligations remboursées.

Les compagnies de chemins de fer peuvent dire qu'elles ont rendu de grands services à l'épargne, au Trésor, au pays. Les chiffres le prouvent. Elles possèdent, au point de vue financier, une puissance de crédit considérable; il ne faut pas l'affaiblir par des mesures imprudentes, inconsidérées. Le crédit de l'État et celui des compagnies sont entièrement liés. Il faut améliorer, mais non détruire.

Alfred NEYMARCK.