

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

ALFRED NEYMARCK

Les émissions et les remboursements des chemins de fer en 1903

Journal de la société statistique de Paris, tome 45 (1904), p. 162-179

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1904__45__162_0

© Société de statistique de Paris, 1904, 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/>

II.

LES ÉMISSIONS ET LES REMBOURSEMENTS DES CHEMINS DE FER EN 1903.

MODE DE PLACEMENT ET DE REMBOURSEMENT.

I.

MES CHERS CONFRÈRES,

La statistique que j'aurai l'honneur de vous présenter ce soir sera établie sur les mêmes bases que celles que je vous sou mets tous les ans sur le même sujet.

1° Relevé total des obligations 3 p. 100 et 2 1/2 vendues en 1903 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 1903 et depuis 1885 ;

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

J'y ajouterai quelques considérations sur le mode de placement qu'emploient les Compagnies pour obtenir les capitaux qui leur sont nécessaires et pour répondre aux goûts du public. Je dirai quelques mots du mode d'amortissement employé pour ces titres, des charges que cet amortissement impose, car sa durée diminue d'année en année, et incidemment, si le temps me le permet, d'un nouveau système d'amortissement que l'on pourrait concevoir non seulement pour les Compagnies de chemins de fer, mais pour les grandes sociétés industrielles.

Ces statistiques, ces études financières sont nécessaires et doivent être constamment mises à jour, parce que la question des chemins de fer, des moyens de crédit et du crédit lui-même dont disposent les Compagnies a une grande importance au point de vue statistique et économique sans doute, mais surtout au point de vue des intérêts publics et privés.

Ainsi que je le faisais remarquer déjà dans une communication à la Société de Statistique en 1901 (*Voir Journal de la Société de statistique de Paris*, 1901, p. 164), cette question doit être envisagée aux divers points de vue suivants :

1° *Au point de vue du crédit de l'État* Les Compagnies sont des associés ; elles doivent être ménagées et non surchargées ;

2° *Au point de vue du crédit public et privé*. Les Compagnies ont en circulation, à l'heure actuelle, 23 milliards d'actions et d'obligations appartenant à 700 000 ou 800 000 familles, qui se contentent d'un modeste revenu, 3 1/2 p. 100 sur les actions, 3 p. 100 sur les obligations, pour avoir la sécurité du capital ;

3° *Au point de vue de nos budgets actuels* La prospérité des Compagnies ne peut leur être indifférente : la garantie d'intérêts s'élève ou diminue suivant que cette prospérité reste stationnaire, s'abaisse ou se développe ; plus prospère est et sera la situation des Compagnies, plus vite s'effectuera le remboursement des avances faites par le Trésor au titre de la garantie d'intérêts ; plus vite se rapprochera la période de partage des bénéfices entre les Compagnies et l'État ;

4° *Au point de vue de nos budgets futurs.* Cette question n'est pas moins grave. Toute cette immense fortune — 23 milliards, soit à 3 milliards près le montant de la dette publique consolidée en rentes — fera retour à l'État. Il s'agit là d'une recette brute d'environ 1 500 millions; d'une recette nette de 750 millions, c'est-à-dire encore presque l'équivalent des sommes nécessaires au service de la dette publique;

5° *Au point de vue du commerce et de l'industrie.* Plus grande est la prospérité des Compagnies, plus élevé est leur crédit, plus facilement les capitaux viennent à elles, plus il leur est facile de réduire les frais de transports des voyageurs et des marchandises;

6° *Au point de vue social,* cette question est considérable, étant donné que le personnel des Compagnies comporte plus de 250 000 agents recevant en traitements et salaires plus de 330 millions, sans compter les allocations patronales pour les pensions de retraite et les œuvres de mutualité et d'assistance.

D'après la statistique publiée fin décembre 1901 par le Ministère des travaux publics, le nombre de personnes employées par les divers réseaux, y compris celui de l'État, s'élève à 398 499 personnes :

	Etat.	Grandes compagnies.	Réseaux secondaires.	Totaux.
Administration centrale . . .	168	2 791	279	3 238
Mouvement et exploitation . .	4 913	118 503	980	123 396
Traction et matériel.	3 174	75 249	714	79 137
Voies et bâtiments	4 224	73 961	1 022	79 207
Auxiliaires	1 488	82 728	947	85 163
Femmes.	2 245	24 779	334	27 358
Total.	16 262	378 011	4 276	398 499

La situation des institutions de retraites en faveur des chemins de fer était la suivante au 31 décembre 1901 :

Nombre de participants	205 957
Nombre de retraités	52 464
Montant des capitaux réservés pour le service des retraites à la fin de l'année.	500 783 148 fr.

Quant aux institutions de secours, la situation était la suivante au 31 décembre 1901 :

Nombre de participants	46 979
Nombre de secours.	4 387
Capitaux réservés pour le service de secours.	4 511 714 fr.

On voit toute l'importance de ces questions :

Crédit de l'État, crédit privé, situation de nos budgets actuels, situation de nos budgets futurs, intérêts du commerce et de l'industrie, intérêt social, sans parler des actionnaires ni des obligataires dont les titres représentent à l'heure actuelle une valeur vénale de 23 milliards, c'est-à-dire le quart de la fortune mobilière appartenant en propre à nos capitalistes français, le tiers de cette même fortune placée en valeurs et titres français.

II.

Après ces détails préliminaires, j'aborde le sujet principal dont les grandes lignes ont été exposées au début de cette communication.

Montant total des obligations 2 1/2 et 3 p. 100 vendues en 1903.

	Nombre d'obligations vendues	Montant produit par ces ventes
Est	28 160	12 381 430
Lyon	88 091	39 422 117
Midi	38 878	17 173 306
Nord	36 196	16 361 133
Orléans	109 222	48 328 090
Ouest	46 205	10 985 000
Totaux	346 752	153 651 076

L'ensemble des obligations 2 1/2 et 3 p. 100 vendues en 1903 s'élève à 346 752 pour un capital de 153 651 076 fr., ce qui représente pour environ 300 jours non fériés un placement moyen par jour de 1 155 obligations pour un capital de 512 000 fr.

La Compagnie de Paris-Orléans tient la tête avec 109 222 obligations vendues pour un capital de 48 328 090 fr ; viennent ensuite le Lyon avec 88 091 obligations pour 39 422 117 fr. ; l'Ouest avec 46 205 obligations pour 10 985 000 fr. ; le Midi avec 38 878 obligations pour 17 173 306 fr. ; le Nord avec 36 196 obligations pour 16 361 133 fr. ; l'Est avec 28 160 obligations pour 12 381 430 fr.

III.

Obligations 3 p. 100 vendues en 1903.

	Nombre d'obligations vendues	Prix moyen des ventes	Montant produit par ces ventes
Est	15 040	460,68	6 928 627
Lyon	69 849	456,35	31 876 171
Midi	32 659	448,106	14 634 711
Nord	27 381	462,129	12 653 540
Orléans	90 385	448,807	40 562 800
Ouest	31 891	446,33	14 234 000
Totaux	267 205		120 889 849

De même que les années précédentes, les six Compagnies ont vendu des obligations 3 p. 100 concurremment avec des obligations 2 1/2, donnant ainsi satisfaction aux goûts et aux convenances du public. Si le revenu net des obligations 3 p. 100 est de quelques centimes plus élevé que celui des obligations 2 1/2 p. 100, par contre la prime au remboursement est plus élevée sur l'obligation 2 1/2 que sur

l'obligation 3 p. 100 ; le capitaliste qui désire obtenir le maximum de revenu pour ses capitaux choisit l'obligation 3 p. 100, celui qui préfère un accroissement de capital choisit l'obligation 2 1/2.

Les prix de vente ont varié de 446 à 460, en chiffres ronds, soit un prix moyen de 453 fr.

En 1902, les prix de vente avaient varié de 457 à 462 fr., soit un prix moyen de 459 fr. 50 c. ; en 1901, les prix de vente avaient varié de 448 à 456, soit un prix moyen de 452 fr.

Le prix moyen de vente est de 1 fr. plus élevé qu'en 1901 et 6 fr. 50 c. plus bas qu'en 1902.

Il n'y a pas lieu de s'en étonner. Les mêmes différences se retrouvent dans les prix des rentes sur l'État.

En 1902 le prix moyen du 3 p. 100 a été 100,225.

En 1903 le prix moyen du 3 p. 100 a été 98,21.

De 1902 à 1903, le prix moyen de la rente 3 p. 100 a baissé de 4 fr. Une baisse de 4 fr. par 3 fr. de rente devrait représenter exactement 17 fr. 93 c. de baisse par obligation de chemin de fer rapportant net au porteur 13 fr. 46 c.

Or, nous venons de voir que, dans l'ensemble, le prix moyen de vente des obligations 3 p. 100 de chemins de fer en 1903 a été seulement de 6 fr. 50 c. inférieur à celui de 1902, ce qui prouve incontestablement le grand crédit personnel des Compagnies et la confiance qu'elles inspirent.

Elles ont placé leurs obligations moins cher qu'en 1902, la baisse de la rente devait influencer les cours des valeurs de placement, mais, en somme, les prix de vente qu'elles ont obtenus sont plus élevés que si l'État lui-même avait vendu des rentes pour obtenir le même capital qu'elles se sont procuré, sans peser sur le marché, sans émission publique, rien que par leurs procédés habituels de placement.

Le prix moyen total de vente des obligations des six grandes Compagnies aurait pu être, néanmoins, plus élevé sans les menaces persistantes de rachat dont elles ont été l'objet. L'influence de ces menaces est évidente. On remarquera, en effet, que les Compagnies dont les prix de vente d'obligations ont été le moins élevés sont précisément celles qui ont été le plus visées par les partisans du rachat.

IV.

Obligations 2 1/2 p. 100 vendues en 1903.

	Nombre d'obligations vendues.	Prix moyen des ventes.	Montant produit par ces ventes.
Est.	13 120	415,61	5 452 803
Lyon.	18 242	413,65	7 545 946 (1)
Midi.	6 219	408,199	2 538 595
Nord.	8 815	420,60	3 707 591
Orléans.	18 837	412,302	7 765 290
Ouest.	14 314	401,77	5 751 000
Totaux . . .	79 547		32 761 225

(1) Courtages et intérêts courus déduits.

Il a été vendu, en 1903, 79 547 obligations 2 1/2 pour un capital de 32 761 225 fr.

Les prix de vente ont varié de 401 à 420 fr., soit un prix moyen de 410 fr. 50 c., au lieu de 417 fr. 50 c. en 1902 et 410 fr. 50 c. en 1901. Ces résultats sont, en somme, satisfaisants et prouvent que la faveur du public pour ces titres ne discontinuë pas.

Aux cours actuels, l'obligation 2 1/2 donne environ 90 fr. de bénéfice au remboursement : pour un débours de 410 fr., c'est environ 22 p. 100 de plus-value sur le capital employé.

L'obligation 3 p. 100 et l'obligation 2 1/2 présentent ce double avantage d'être attrayantes, soit qu'on les achète séparément, soit qu'on les achète toutes les deux. Achetées séparément, elles donnent ou un revenu ou une prime au remboursement plus élevées ; achetées toutes les deux, elles permettent d'avoir en portefeuille des titres sur lesquels on peut recevoir tous les mois des coupons d'intérêt.

V.

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

Obligations 2 1/2 p. 100 vendues depuis 1895.

	Est	Lyon	Midi.	Nord.	Orléans	Ouest.
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
1903. . .	13 120	18 242	6 219	8 815	18 837	14 314

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
1903.	79 547
Total.	1 620 319

C'est en 1895 que la Compagnie d'Orléans a pris l'initiative de créer et placer ce

nouveau type de titres. A cette époque, les prix de vente étaient de 415 fr. environ ; les obligations 3 p. 100 valaient environ 450 fr. Les cours des deux types d'obligations se sont donc facilement maintenus et on voit que la faveur du public leur est acquise.

VI.

Nombre et montant des obligations remboursées.

Pendant l'année 1903, les six grandes Compagnies ont amorti et remboursé 287 316 obligations diverses pour un capital de 147 509 375 fr.

En voici le détail :

		Quantités	Francs.
Est.....	Obligations 3 p. 100	33 795	16 897 500
	— 2 1/2	1 000	500 000
	— diverses	6 297	3 653 125
Lyon ...	Obligations 3 p. 100	82 168	41 084 000
	— 2 1/2	3 221	1 610 500
	— diverses	7 387	6 793 750
Midi ...	Obligations 3 p. 100 anciennes.	18 473	9 236 500
	— 3 p 100 nouvelles .	4 766	2 383 000
	— 2 1/2	1 656	828 000
Nord ...	Obligations 3 p 100	34 168	16 870 500
	— 2 1/2	1 605	815 000
	— diverses	907	421 000
Orléans.	Obligations 3 p 100	41 512	20 756 000
	— 2 1/2	4 300	2 150 000
	— diverses	2 259	1 236 000
Ouest ..	Obligations 3 p. 100	40 134	20 067 000
	— 2 1/2	3 136	1 568 000
	— diverses	532	639 500
		287 316	147 509 375

Pendant l'année 1903, le montant total des obligations remboursées s'est élevé à 287 316 pour un capital de 147 509 375 fr. En 1902, il avait été remboursé 277 374 obligations pour 139 035 200 fr.

Depuis 1885, le montant total des remboursements effectués a été de 1 852 millions, se divisant comme suit :

	Total.	Moyenne annuelle.
	Millions	
1885 à 1891.	450	64,3
1892 à 1898	732,8	104,6
1899 à 1903.	670	134

Ces chiffres sont significatifs.

D'année en année, le montant des remboursements d'obligations augmente. D'ici

à l'expiration de leurs concessions, c'est-à-dire de 1950 à 1960, toutes les Compagnies devront avoir amorti et remboursé les obligations émises et celles qu'elles émettent tous les ans pour les travaux qu'elles ont à faire. Il est nécessaire de faire remarquer que leurs charges sont d'autant plus lourdes qu'elles émettent des titres remboursables dans une période d'amortissement plus courte.

Faisons remarquer aussi l'erreur dans laquelle on tombe quand on rapproche du montant des remboursements et amortissements effectués chaque année par les Compagnies, le montant des emprunts qu'elles effectuent. Les remboursements s'appliquent à des travaux faits, exécutés, et sont de véritables amortissements ; les emprunts sont effectués pour exécuter de nouveaux travaux, accroître le matériel, l'outillage et conséquemment l'actif des Compagnies. Cet actif fera retour, sans bourse délier, à l'État, et ces emprunts eux-mêmes doivent être amortis dans la même période que les emprunts anciens. Les amortissements effectués par les Compagnies sont donc l'équivalent d'un amortissement de la dette publique, puisque toutes les Compagnies doivent appartenir à l'État.

VII.

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

	Nombre d'obligations amorties	Montant en capital.
		—
		Francs
1892.	177 290	92 896 500
1893.	184 333	95 451 475
1894.	197 721	101 643 475
1895.	202 643	104 470 175
1896.	211 073	108 916 525
1897.	222 099	110 525 125
1898.	230 099	118 983 900
1899.	238 613	123 790 000
1900.	251 859	127 279 400
1901.	261 740	132 617 375
1902.	277 374	139 035 200
1903.	287 316	147 509 375

A ces 147 millions d'obligations remboursées en 1903, il faudrait ajouter un peu plus de 6 millions de remboursements d'actions. On sait, en effet, que toutes les Compagnies, sauf le Lyon, dont la période d'amortissement commence seulement en 1907, remboursent chaque année un certain nombre d'actions qui sont remplacées par des actions de jouissance.

En ajoutant ces 6 millions aux 147 d'obligations remboursées, l'ensemble des remboursements effectués par les Compagnies sur les titres sortis aux tirages s'élève à environ 153 millions.

VIII.

Ce qu'ont été les Conventions de 1883.

Ainsi se justifient les avantages des conventions de 1883 que tout récemment, au Sénat et à la Chambre, M. Antonin Dubost, rapporteur général de la Commission des finances, et M. Rouvier, ministre des finances, mettaient en lumière.

Qu'ont été les conventions de 1883? Voici ce qu'en a dit M. Antonin Dubost :

« Pour opérer la réforme, a-t-il dit, il fallait à la fois limiter les dépenses et se procurer certaines augmentations de ressources normales. Les *conventions avec les chemins de fer permirent de diminuer les dépenses* en réduisant, sans les suspendre, les travaux de chemins de fer, en les répartissant sur une plus grande période d'années. Elles procurèrent ainsi à l'État un moyen de se décharger de certaines dépenses et de couvrir les autres avec les avances consenties par les Compagnies, avances que, d'ailleurs, on se réservait, en termes formels, de remplacer par des crédits directs, dès que la situation permettrait d'en incorporer l'équivalent au budget. On put diminuer quelques autres budgets extraordinaires, notamment ceux de la guerre et de la marine. »

Diminution des dépenses, exécution de travaux que l'État, faute de ressources et pour ménager son crédit, ne pouvait entreprendre ; avances consenties par les Compagnies qui ont allégé d'autant l'État : tels sont, en quelques mots, les avantages de ces conventions.

Et quant aux dépenses faites par les Compagnies pour le compte de l'État, en vertu des conventions de 1883, voici comment M. Rouvier, ministre des finances, les a expliquées :

« Ce sont, a dit le ministre, des avances faites par les Compagnies de chemins de fer, mais n'est-il pas vrai que les budgets successifs remboursent ces dépenses par des annuités ; de sorte que, si l'on veut faire un compte tout à fait complet et sincère, il faudrait en même temps déduire du chiffre des travaux faits par les grandes Compagnies, l'annuité correspondante qui les amortit ?

« Mais ce n'est pas là le fait que je veux mettre en lumière. Je voudrais montrer qu'en regard de ces dépenses, si l'on vous suit dans la voie où vous nous conviez d'entrer, et si l'on règle le compte par exercice, comme vous le faites en y ajoutant les dépenses effectuées par les Compagnies de chemins de fer, il serait également juste, non pas de les introduire dans le budget — elles sont d'une nature qui ne le permet point — mais de tenir compte, au moins par une appréciation morale, des amortissements qui sont faits chaque année par les Compagnies ?

« Il faut bien qu'on sache cependant que notre situation est meilleure qu'elle ne le paraît quand on ne met en lumière que l'un des côtés de la question. Il est très vrai que les grandes Compagnies nous avancent des sommes qui varient entre 50 et 60 millions par an, pour exécuter les travaux de chemins de fer, et que nous leur remboursons ces sommes par annuités ; mais, à côté des amortissements que nous effectuons nous-mêmes, les Compagnies en font de considérables *qui nous profitent parce qu'ils diminuent le passif grevant la propriété des chemins de fer qui doit nous revenir en fin de concession.* »

Les paroles prononcées par MM. Dubost et Rouvier sont des arguments que les

partisans du rachat par l'État et les adversaires des grandes Compagnies auraient beaucoup de peine à réfuter, s'ils tentaient de le faire.

IX.

Relevé général des obligations vendues depuis 1885.

	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
Totaux	8 963 124	3 810,3

Ce qui représente une moyenne de plus de 470 000 obligations placées tous les ans pour un capital de plus de 200 millions par an !

Ces chiffres sont tout à la fois la justification du crédit des Compagnies et des avantages que le régime actuel des chemins de fer a procurés à l'État et à son crédit.

Comme nous le disions ici même l'an dernier :

« 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 de 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). »

X.

Résumé général.

1° Les six grandes Compagnies de chemins de fer ont vendu en 1903, à leurs guichets ou par leurs intermédiaires habituels à la Bourse de Paris, 79 547 obligations 2 1/2 et 267 205 obligations 3 p. 100, soit en tout 346 752 obligations, ce qui représente 1 155 obligations par jour non férié ;

2° Le montant produit par ces ventes a été de 153 651 076 fr., représentant par jour non férié une somme de plus de 512 000 fr. ;

3° Le nombre d'obligations diverses amorties a été de 287 316, pour un capital de 147 509 375 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 1903, de 1 620 319 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 8 963 124 obligations pour un capital de 3 810 300 000 fr. ;

6° Dans la même période, elles ont amorti sur leurs emprunts, anciens et nouveaux, 1 852 millions.

XI.

Difficultés éprouvées autrefois pour le placement des obligations.

Quand on se trouve en présence de ces chiffres considérables : 346 752 obligations 3 p. 100 et 2 1/2 p. 100 vendues en un an pour un capital de 153 651 076 fr. ; 287 316 obligations remboursées pour un capital de 147 509 375 fr. ; quand on se rappelle que, depuis 1885, les Compagnies ont ainsi vendu, sans bruit, à leurs guichets, sans émission publique, 8 913 124 obligations pour un capital de 3 810 millions, soit près de 470 000 obligations par an pour un capital de plus de 200 millions par an et que, dans la même période, elles ont amorti sur leurs emprunts, anciens et nouveaux, 1 852 millions, la première réflexion qui vient à l'esprit est la puissance du crédit des Compagnies, la confiance qu'elles inspirent à l'épargne, leur facilité de placement.

La seconde réflexion est qu'un instrument de crédit pareil doit être ménagé, soutenu et non attaqué.

(1) Ministère des travaux publics : *Statistique des Chemins de fer français au 31 décembre 1900* ; 1^{re} partie. « Intérêt général », p. 7.

La troisième réflexion est que, si l'État avait été possesseur des réseaux, il est douteux qu'il eût pu obtenir des résultats semblables. Comme je l'ai plusieurs fois fait remarquer, *si l'État avait été obligé d'emprunter et pour son propre compte et pour les travaux de chemins de fer, son crédit en aurait souffert, jamais les rentes ne seraient parvenues aux prix que nous les avons vues atteindre*; jamais les conversions de rentes qui lui ont permis de réaliser plus de 105 millions d'économies sur le service de la dette, soit l'équivalent d'un capital de plus de 3 milliards et demi, chiffre que, tout récemment encore, M. Rouvier, ministre des finances, confirmait à la tribune de la Chambre, n'auraient été possibles; *jamais, non plus, les travaux dont le pays réclame l'exécution n'auraient pu être réalisés*.

La superposition de la dette des chemins de fer — dette qui, automatiquement, mécaniquement, s'amortit tous les ans et sera totalement remboursée dans cinquante ans — à la dette publique aurait été néfaste pour le crédit de l'État. Aux 26 milliards de la dette consolidée, se seraient ajoutés les 23 milliards que représente la valeur vénale des actions et obligations de chemins de fer. On dirait que nous avons une dette de 49 à 50 milliards, alors qu'à l'expiration des concessions, l'État sera propriétaire, sans bourse délier, de cette immense propriété des chemins de fer dont le revenu sera presque l'équivalent des arrérages de la dette publique.

Telle est la vérité, et c'est pourquoi, mes chers confrères, j'ai toujours pensé que lorsque des attaques imprudentes risquaient de porter atteinte aux grandes Compagnies, à leur crédit, à la confiance qu'ont en elles les millions de détenteurs de ses titres, actions et obligations, c'était porter atteinte au crédit même de l'État.

Mais il est un autre point de vue sur lequel je désirerais appeler votre attention.

En présence des résultats obtenus par les grandes Compagnies de chemins de fer pour le placement de leurs titres, il semble que ce soit chose toute naturelle qui a dû se produire de tout temps. C'est une erreur profonde.

Sans remonter aux dates de 1845, une très grande faveur accueillit toutes ces entreprises. A peine étaient-elles constituées et avant même qu'elles le fussent, les « promesses » d'actions furent très recherchées. Mais cette période fut courte. Dès 1846, l'engouement avait diminué et disparu en 1847. Quand la révolution de 1848 arriva, ce fut un désastre complet.

XII.

On parle souvent, en constatant les cours actuels, des bénéfices énormes que réalisent les actionnaires. On entend dire, par exemple, que les actions Est émises à 500 fr. valent 900 fr., soit 400 fr. de plus-value; que les Lyon, actions de 500 fr., valent 1 400 fr., soit 900 fr. de plus-value; que les Nord, actions de 400 fr., valent près de 1 800 fr., soit 1 400 fr. de plus-value, etc.; on ajoute, en juxtaposant le revenu actuel du taux nominal des actions, que les actions rapportent 7 p. 100, 10 p. 100, 15 à 16 p. 100, etc. Faut-il rappeler que les actions Paris-Saint-Germain, après avoir valu 1 950 fr. en 1853, tombèrent à 535 en 1854? Les actions Paris-Versailles de 400 fr. en 1847 tombèrent à 90 fr. en 1848? Celles de Bordeaux à la Teste valurent 25 fr.; celles d'Orléans qui valurent 1 281 fr. 25 c. en 1847, étaient à 385 en 1848; celles de Paris-Rouen tombèrent de 977 fr. 50 c. à 275 fr. dans la même période, etc. Quant aux obligations, personne ne voulait en

entendre parler. Ce fut à grand'peine qu'en 1851, l'État renonçant à la tâche, deux Compagnies voulurent se charger, l'une de la ligne de Paris à Rennes, l'autre de celle de Lyon à Avignon. Quelques années plus tard, même après les conventions de 1855, le placement des obligations fut extrêmement difficile. On eut recours à la Banque de France pour faire une émission publique, et les émissions n'eurent qu'un succès médiocre. La loi du 11 juin 1859 ayant garanti la plupart des obligations, on essaya de tirer de cette garantie tous les avantages qu'elle pouvait produire pour le crédit des Compagnies et pour celui de l'État.

Il est assez curieux, aux points de vue historique et financier, de se reporter aux divers systèmes qui étaient alors recommandés. L'un proposait de créer, sous la garantie de l'État, un grand-livre des obligations de chemins de fer.

L'autre proposait de substituer le crédit de l'État à celui des Compagnies ; l'État aurait dû emprunter directement pour leur compte.

Une troisième proposition recommandait la création d'une banque spéciale des chemins de fer qui aurait, comme la Banque de France, la faculté d'émettre du papier de circulation.

Qu'on ne croie pas que ces propositions émanaient de personnes peu au courant des affaires, ou bien de rêveurs. Leurs auteurs étaient, au contraire, des personnes jouissant d'une véritable autorité technique, administrative, financière, et leurs projets furent très sérieusement discutés, à la veille même d'être adoptés, et soutenus par des esprits distingués, comme M. Victor Bonnet, qui a fait partie de l'Institut.

« On est effrayé, disait M. Bonnet, de la multiplication des titres, de la responsabilité qui en résulte pour les Compagnies, obligées de garder en dépôt tous les titres au porteur qu'on leur remet en vertu de la loi du 23 juin 1857, et on se demande si on trouvera bientôt des caisses assez grandes et des locaux assez vastes pour les contenir. »

M. Bonnet faisait remarquer, en outre, que les obligations de chemins de fer faisaient concurrence à la rente, d'autant plus que les obligations se négociant à 292 fr. représentaient du 3 p. 100 à 58 fr., alors que la rente valait 68 fr. Au lieu d'une émission faite par les Compagnies, en concurrence de la rente, on devrait avoir un seul titre à offrir aux capitaux disponibles, et comme il n'y aurait plus qu'un seul titre, on le paierait d'autant plus cher. « Supposez, disait encore M. Victor Bonnet, trois appartements à louer dans trois maisons appartenant à trois propriétaires différents, ou supposez trois maisons appartenant à un même propriétaire : dans lequel des deux cas les appartements ont-ils la chance d'être loués plus cher ? » Et M. Bonnet répondait : dans les maisons appartenant au même propriétaire, parce qu'il sera maître de la situation et qu'il pourra même régler le rapport de l'offre et de la demande (1).

Il faut se féliciter aujourd'hui que ces conseils n'aient pas été entendus. Les conventions intervenues entre l'État et les Compagnies, les conventions de 1883 surtout, « conventions libératrices », comme les a qualifiées M. Rouvier, ont profité à tout le monde : au crédit de l'État, au crédit des Compagnies, au public, au commerce, au pays tout entier.

(1) Voir la *Revue des Deux-Mondes* du 1^{er} avril 1860. — Voir *Le Crédit et les Finances*, par Victor Bonnet. Paris, 1865, Guillaumin aîné, édit.

Rentes et obligations ont haussé presque parallèlement. Qu'on se reporte au tableau graphique que nous avons présenté ici même dans la séance de la Société de Statistique du 17 avril 1900 (*Voir livraison de mai 1900*) et qu'on veuille encore comparer les cours actuels.

En ce moment, le 3 p. 100 amortissable auquel les obligations de chemins de fer peuvent être comparées se négocie à 97 et rapporte 3,09 p. 100. Les obligations de chemins de fer 3 p. 100 coûtent en moyenne 450 fr. pour un revenu net de 13 fr. 46 c., ce qui fait 2,98 p. 100.

Le crédit des Compagnies de chemins de fer est donc à l'heure actuelle supérieur à celui de l'État, puisque leurs obligations rapportent net 2,98 p. 100, tandis que la rente amortissable rapporte 3,09 p. 100. Et cette supériorité de crédit des Compagnies est facile à expliquer. Nous l'avons déjà fait, mais il n'est pas inutile de le rappeler. La garantie de l'État vient par surcroît s'ajouter aux garanties personnelles des Compagnies, garanties qui résultent de l'excédent de leurs recettes sur leurs dépenses.

XIII.

Création de types divers d'obligations. — Clientèle ancienne et nouvelle.

Messieurs, pour répondre aux goûts du public, les Compagnies ont créé plusieurs types d'obligations.

Si vous voulez bien vous reporter aux tableaux annexes de ma communication de décembre dernier sur les valeurs mobilières en France, vous verrez (pages 68 et suivantes, livraison de février 1904) les différentes catégories d'obligations qui existent.

Compagnie de l'Est : Obligations 5 p. 100, 3 p. 100 anciennes, 3 p. 100 nouvelles, 2 1/2 Ardennes, Strasbourg-Bâle, Dieuze, Montereau, Troyes, Moselotte.

Lyon-Méditerranée : Obligations Lyon, fusion ancienne, fusion nouvelle, 2 1/2, Lyon 5 p. 100, Lyon 3 p. 100, Bessèges à Alais, Bourbonnais, Dauphiné, Dombes et Sud-Est ancien, Dombes et Sud-Est nouveau, Lyon-Genève 1855, Lyon-Genève 1857, Lyon-Méditerranée 5 p. 100, Lyon-Méditerranée 1852-1855, Lyon-Rhône-Loire 4 p. 100, Lyon-Rhône-Loire 3 p. 100, Lyon-Saint-Étienne à Lyon, Lyon-Emmanuel 1862.

Midi : Obligations 3 p. 100 anciennes, 3 p. 100 nouvelles, 2 1/2.

Nord : Obligations 3 p. 100 anciennes, 3 p. 100 nouvelles, 2 1/2 p. 100 Lille à Béthune, Nord-Est, Picardie à Flandres, Nord-Belge.

Orléans : Obligations 4 p. 100 1898, 3 p. 100 anciennes, 3 p. 100 nouvelles, 2 1/2, Grand Central 1855, Orsay.

Ouest : Obligations 3 p. 100 anciennes, 3 p. 100 nouvelles, 2 1/2 p. 100, 5 p. 100 1853-1854, 5 p. 100 1855, 4 p. 100, Havre 1845 1847, Havre 1848, Rouen 1845, Rouen 1847-1849-1854.

Les six grandes Compagnies n'ont pas moins de 54 types divers d'obligations, à 5 p. 100, 4 p. 100, 3 p. 100, 2 1/2 p. 100, ayant des échéances diverses pour le paiement des arrérages, de telle sorte que le capitaliste qui désirerait acheter des obligations de chacune des Compagnies pourrait recevoir des coupons d'intérêt tous les mois, ce qui est fort appréciable à l'époque où nous sommes. Les dépenses

qu'un rentier effectue sont de tous les jours et plus les placements qu'il effectue lui permettent de faire coïncider ses recettes avec ses dépenses, plus on lui rend service et plus il recherche les valeurs qui lui procurent ces avantages.

Ce qui facilite aussi le placement des obligations des grandes Compagnies de chemins de fer, c'est que toutes les opérations relatives à ces titres, aussi bien qu'aux actions :

1° Paiement à vue des intérêts semestriels et dividendes ;

2° Émission, sans droit de mutation, d'obligations nominatives mixtes, au porteur ;

3° Transfert et conversion de titres, sans paiement de droit de mutation ;

4° Renouvellement de feuilles des coupons ; sont effectuées dans tous les bureaux, dans toutes les gares des Compagnies, en même temps qu'aux guichets des principales sociétés de crédit et maisons de banque, en France, et chez leurs correspondants, à l'étranger. Les Compagnies s'entendent entre elles pour effectuer réciproquement chez elles les opérations qui leur sont personnelles. Ainsi, toutes les opérations faites à la Compagnie de Lyon et dans toutes les gares de son réseau peuvent être effectuées dans les 266 gares de l'Est ouvertes au service des titres de cette Compagnie ; ou bien dans les 342 gares de la Compagnie de l'Ouest. Les paiements d'intérêts, les souscriptions aux obligations peuvent être effectués sans frais au Comptoir national d'escompte, au Crédit foncier, à la Société générale, au Crédit lyonnais, au Crédit industriel et commercial, à la Société générale alsacienne de banque, à la Société française de banque et de dépôts, à la Société générale belge, à la Banque fédérale suisse, etc.

Ces grandes facilités pour se procurer les titres, encaisser les coupons, effectuer toutes les opérations qui les concernent, ont été une des causes principales du succès que les Compagnies ont remporté dans leurs placements d'obligations. Il faut voir, en province surtout, combien les petits capitalistes et rentiers sont heureux de porter leur argent à la gare de leur ville, commune ou village, recevoir un titre de leur campagne. Il semble que le chemin de fer tout entier soit déjà leur propriété.

Ces mêmes petits capitalistes et rentiers, après avoir acquis des titres du réseau qui traverse leur ville ou commune, *divisent leurs placements et achètent des obligations des réseaux voisins*. Cette première répartition de leur épargne étant effectuée, ils recherchent s'ils ne peuvent pas varier les échéances des intérêts qu'ils ont à recevoir. Après avoir acquis des obligations dont les coupons sont payables en janvier et juillet, ils achètent celles dont les coupons sont payables en avril et octobre ; après avoir acquis des obligations 3 p. 100, ils acquièrent des obligations 2 1/2 p. 100, et c'est ainsi qu'il n'est pas rare de voir aujourd'hui des porteurs d'obligations venant tous les mois recevoir des coupons d'intérêt.

Les Compagnies de chemins de fer ont tout à la fois leur *clientèle ancienne de porteurs de titres qui leur reste fidèle et une clientèle nouvelle qui, chaque année, vient à elles et grossit*.

Tous les ans, les Compagnies *remboursent*, sur leurs anciens emprunts ou sur leurs actions, 140 millions environ. Ces 140 millions viennent presque en totalité se replacer sur les mêmes titres. Un rentier qui aura 10 obligations, par exemple, remboursables à 500 fr. l'une, voudra acheter, aux guichets de la Compagnie, 10 autres obligations, et c'est ainsi que, tous les ans, les Compagnies sont sûres de placer un minimum de titres.

Si les travaux qu'elles ont à effectuer, les dépenses qu'elles ont à faire, les obligent à placer un plus grand nombre d'obligations que d'habitude. il leur suffit d'abaisser légèrement le prix de vente des obligations ou de le laisser stationnaire, pour qu'immédiatement les demandes apparaissent nombreuses, pressées.

À côté, enfin, de la clientèle des petits capitalistes, les Compagnies ont aussi la grosse clientèle des Compagnies et institutions puissantes, comme la Caisse des dépôts et consignations, les caisses de retraites, les Compagnies d'assurances, etc... On peut donc dire que l'obligation des grandes Compagnies de chemins de fer constitue le placement des petits et des grands capitalistes ; sa sécurité est absolue ; c'est, avec la Rente, le titre d'épargne par excellence.

XIV.

Le mode d'amortissement.

Il me reste, mes chers confrères, à vous entretenir du mode d'amortissement des obligations des grandes Compagnies. Toutes les obligations seront amorties d'ici cinquante ans au plus tard. Au début des concessions, elles étaient remboursables en quatre-vingt-dix-neuf ans. On voit d'ici combien la charge d'amortissement est de plus en plus lourde au fur et à mesure que se rapproche la période finale de remboursement.

Une obligation, remboursable en quatre-vingt-dix-neuf ans, donnant un intérêt de 15 fr., coûtera moins cher à la Compagnie que si elle était remboursable en cinquante ans et donnant le même intérêt.

Il en résulte que, si l'amélioration du crédit des Compagnies leur a permis, presque d'année en année, de placer leurs obligations à un prix plus élevé, cette amélioration se trouve atténuée, diminuée, par la charge croissante de l'annuité nécessaire au remboursement.

On sait comment s'opère l'amortissement ou remboursement d'un emprunt contracté sous forme d'obligations.

L'établissement débiteur affecte, chaque année, pendant toute la durée de l'emprunt, une somme égale, appelée « annuité d'amortissement », au remboursement d'un certain nombre d'obligations désignées par voie de tirage au sort, et au paiement des intérêts sur les titres restant en circulation.

Pour rembourser, par exemple, en vingt années, en capital et en intérêts, au moyen de 20 annuités égales, un emprunt de 1 million de francs, au taux de 4 p. 100, on calcule, à l'aide de formules spéciales, qu'il faut déboursier tous les ans une somme de 73 851 fr. (nous négligeons les centimes). C'est l'annuité affectée au remboursement de l'emprunt et au paiement des intérêts.

D'après le système en vigueur, cette annuité sera, chaque année, partagée en deux fractions inégales, l'une servant à payer aux obligataires l'intérêt convenu de 4 p. 100, l'autre à rembourser les obligations sorties au tirage.

Ce système communément employé se résume de la façon suivante :

- 1° *Intérêt constant servi aux obligataires pendant la durée de l'emprunt ;*
- 2° *Augmentation progressive de la portion de l'annuité appliquée au remboursement du capital ;*
- 3° *Diminution annuelle de la portion affectée au paiement des intérêts.*

Ce système est-il absolu, invariable ? Nous ne le pensons pas et nous croyons qu'il est temps de s'en occuper. Il serait à désirer — et ce serait le moyen le plus simple — que les obligations à émettre ultérieurement eussent une durée d'amortissement plus longue que celle qui leur reste à courir. Ce serait un moyen efficace d'alléger les charges d'emprunt et, en même temps, la garantie d'intérêt.

XV.

On peut supposer aussi un autre mode d'amortissement plus favorable encore aux porteurs de titres et qui ne coûterait pas plus cher aux Compagnies ; ce serait la création d'*obligations que nous appellerons à intérêts progressifs*.

Nous supposons, par exemple, qu'une annuité totale constante est affectée au service de l'emprunt, mais les fractions respectives appliquées, d'une part, au remboursement du capital, d'autre part, au paiement des intérêts, sont également constantes, c'est-à-dire que, tous les ans, pendant toute la durée de l'emprunt, on affectera une même fraction de l'annuité au remboursement du capital et une même fraction de l'annuité au paiement des intérêts. Comme, tous les ans, le nombre des titres restant en circulation diminue, tous les ans, la part d'intérêt applicable à chaque titre augmentera suivant une progression très rapide.

Reprenons notre exemple de l'emprunt de 1 000 000 amortissable en vingt ans.

Au taux fixe de 4 p. 100, l'annuité nécessaire pour rembourser cet emprunt, d'après la méthode ordinaire, serait, nous l'avons vu, de 73 581 fr.

Supposons que l'établissement débiteur veuille limiter à ce chiffre ses déboursés annuels, mais qu'il adopte la méthode nouvelle des intérêts progressifs.

Tous les ans, il remboursera $\frac{1}{20}$ de l'emprunt, soit 50 000 fr. Par conséquent, le partage de l'annuité totale de 73 581 fr. s'effectuera de la manière suivante :

Part affectée au remboursement du capital	50 000 fr.
— au paiement de l'intérêt	23 581
Total égal au montant de l'annuité.	<u>73 581 fr.</u>

La première année, on disposera, pour le paiement des intérêts, d'une somme de 23 581 fr., ce qui représente, sur un capital de 1 million de francs, un taux d'intérêt de 2,35.

La deuxième année, il n'y aura plus que pour 950 000 fr. d'obligations en circulation, qui se partageront une même somme de 23 581 fr. et toucheront, par conséquent, 2,48 p. 100.

La troisième année, on sera en mesure de donner aux obligataires 2,62 p. 100, puis 2,77 p. 100, 2,94 p. 100, etc., etc. La dixième année, ils toucheront déjà 4,29 p. 100 et, la dernière, il ne restera plus qu'un capital de 50 000 fr. à servir et les heureux porteurs de ces 50 000 fr. de titres se partageront une somme de 23 581 fr. d'intérêts, ce qui correspond au revenu de 47,16 p. 100.

XVI.

On voit immédiatement la différence qui existe entre les deux systèmes.

Avec le premier, — obligations rapportant 4 fr. et remboursables à 100 fr. en

vingt ans, — le souscripteur recevra uniformément 4 fr. et sera remboursé à 100 fr.

Avec le second, — obligations à intérêts progressifs rapportant un minimum s'élevant chaque année, et remboursables à 100 fr. dans la même période de vingt ans, — le souscripteur recevrait :

La première année.	Fr.	2,35 p. 100
La cinquième année		2,94 —
La dixième année		4,29 —
La quinzième année		7,86 —
La vingtième année		47,16 —

et serait toujours remboursé à 100 fr. Plus longtemps il conserverait son titre, plus son revenu s'élèverait, tandis qu'à l'heure actuelle, plus longtemps il garde son titre, plus son revenu menace d'être diminué si le titre dépasse le pair et est appelé à la conversion ou à un remboursement anticipé.

Pour préciser nos calculs et nos explications, nous avons dressé les deux tableaux suivants :

**Tableau d'amortissement d'un emprunt de 1 million de francs en 20 années,
au taux d'intérêt fixe de 4 p. 100.**

Annuité fixe : 73 581 fr.

Années	Portion de l'annuité		Annuité totale (somme des deux colonnes ci-contre).
	attribuée au remboursement du capital.	attribuée au paiement des intérêts	
—	—	—	—
1	33 581	40 000	73 581
2	34 925	38 656	73 581
3	36 322	37 259	73 581
4	37 774	35 807	73 581
5	39 285	34 296	73 581
6	40 857	32 724	73 581
7	42 491	31 090	73 581
8	44 191	29 390	73 581
9	45 958	27 623	73 581
10	47 797	25 784	73 581
11	49 709	23 872	73 581
12	51 697	21 884	73 581
13	53 765	19 816	73 581
14	55 916	17 665	73 581
15	58 152	15 429	73 581
16	60 478	13 103	73 581
17	62 897	10 684	73 581
18	65 413	8 168	73 581
19	68 030	5 551	73 581
20	70 751	2 830	73 581
999 989			

**Tableau d'amortissement d'un emprunt de 1 million de francs en 20 années,
avec intérêts progressifs.**

*Annuité fixe : 73 581 fr., identique à celle que nécessiterait l'amortissement de cet emprunt,
suivant la méthode ordinaire, au taux d'intérêt fixe de 4 p. 100.*

Annees.	Portion de l'annuité		Taux d'intérêt servi aux porteurs de [titres.	Annuité totale.
	attribuée au remboursement du capital	attribuée au paiement des intérêts		
—	—	—	—	—
1	50 000	23 581	2,35	73 581
2	50 000	23 581	2,48	73 581
3	50 000	23 581	2,62	73 581
4	50 000	23 581	2,77	73 581
5	50 000	23 581	2,94	73 581
6	50 000	23 581	3,27	73 581
7	50 000	23 581	3,37	73 581
8	50 000	23 581	3,63	73 581
9	50 000	23 581	3,93	73 581
10	50 000	23 581	4,29	73 581
11	50 000	23 581	4,71	73 581
12	50 000	23 581	5,24	73 581
13	50 000	23 581	5,89	73 581
14	50 000	23 581	6,74	73 581
15	50 000	23 581	7,86	73 581
16	50 000	23 581	9,43	73 581
17	50 000	23 581	11,79	73 581
18	50 000	23 581	15,72	73 581
19	50 000	23 581	23,58	73 581
20	50 000	33 581	47,16	73 581

*
* *

J'aurais encore, Messieurs, bien des renseignements et chiffres à vous fournir; mais il est tard.

J'aurais pu vous montrer, à côté des résultats financiers, les résultats matériels réalisés par les Compagnies au point de vue de la vitesse des transports, de la réduction des prix, des améliorations diverses apportées dans les services : permettez-moi de m'en tenir, pour ce soir, au cadre que je me suis fixé pour cette communication et de vous remercier de la bienveillance avec laquelle vous l'avez entendue, bienveillance à laquelle vous m'avez accoutumé depuis si longtemps et dont je vous suis profondément reconnaissant.

Alfred NEYMARCK.