JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

HENRI ULMER

Quelques données concernant l'épargne en France depuis la guerre

Journal de la société statistique de Paris, tome 70 (1929), p. 185-211
<http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1929__70__185_0>

© Société de statistique de Paris, 1929, 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

Quelques données concernant l'épargne en France depuis la guerre

Avant tout, en tête de cet exposé, on serait en droit d'attendre une définition de l'épargne. On sera sans doute déçu de n'en point trouver.

En ce qui concerne la complexité de la notion d'épargne et la diversité des conceptions des économistes en cette matière, nous ne pourrons que renvoyer au récent ouvrage de M. Divisia (1).

On a dit, par exemple, que l'épargne était une consommation différée, mais cela ramène à définir la consommation.

L'épargne, pour d'autres, consiste en la transformation du revenu en capital, mais ces deux notions de revenu et de capital sont, elles-mêmes, assez malaisées à préciser.

A titre documentaire citons encore :

L'épargne est une dépense destinée à former un capital productif.

L'épargne est la conservation de certaines richesses en vue des besoins futurs des hommes.

Le vrai but de l'épargne est non de soustraire une valeur à la consommation, mais de substituer une consommation plus utile à une moins utile; l'épargne est un ordre introduit dans les consommations suivant leur degré d'utilité.

(1) F. Divisia, *L'Epargne et la Richesse collective.*

L'épargne est la différence entre l'excédent du revenu sur la consommation et le montant de l'amortissement et de l'assurance des capitaux proprement dits.

Nous ne pénétrerons pas dans ce maquis touffu de définitions, pensant, avec M. Divisia, qu'en entraînant plus avant nos auditeurs « sur le chemin ardu et sinueux de l'analyse de l'épargne nous risquerions fort de nous donner et de leur donner le vertige ».

On peut retenir cependant que, dans l'étude de l'épargne, deux points de vue se présentent : l'un individuel et psychologique et l'autre collectif et économique. On peut considérer soit la formation de l'épargne, soit son utilisation. C'est ce qui a conduit M. Rist à distinguer nettement les deux notions d'*épargne réserve* et d'*épargne créatrice* de nouvelles sources de revenu.

Entre les deux points de vue, nous n'aurons pas à choisir, car la médiocre documentation dont on dispose ne permet qu'une observation bien imparfaite de l'épargne. Nous devrons nous borner à recueillir et présenter des données statistiques de natures diverses, ayant toutes un rapport certain avec l'épargne, mais qui ne pourront être coordonnées de manière satisfaisante. Certains de ces renseignements, comme ceux relatifs aux dépôts dans les caisses d'épargne, concerneront des aspects particuliers de la formation de l'épargne; d'autres comme les statistiques d'émissions de valeurs mobilières, renseigneront sur divers modes d'utilisation de l'épargne, mais aucun tableau d'ensemble ne pourra être dressé.

Pour donner une idée de la complexité du problème, nous mentionnerons l'évaluation présentée par le Dr Erich Welter au Congrès des Caisses d'épargne allemandes, qui s'est tenu à Cassel en septembre dernier. Les éléments entrant dans son estimation de la « formation des capitaux » en Allemagne en 1927 sont les suivants :

Excédents des versements aux caisses d'épargne sur les remboursements	1.500	millions de mark
Accroissement des dépôts des mutualités	370	—
Accroissement des dépôts des coopératives	75	—
Accroissement des dépôts des banques populaires	50	—
Excédents des versements de primes sur les prestations dans les assurances sur la vie	265	—
Accroissement de la fortune des assurances sociales	600	—
Part de l'impôt sur les loyers consacrée à la construction de logements	850	—
Placements hypothécaires particuliers	250	—
Emissions de valeurs mobilières (pour éviter les doubles emplois, 3/5 des émissions réalisées)	2.600	—
Accumulation interne des capitaux dans les sociétés	2.500	—
Au total	9.000	—

On voit l'incertitude qui affecte les deux postes les plus importants de cette évaluation : les émissions de valeurs mobilières, pour lesquelles les deux cinquièmes du montant résultant des statistiques directes ont été arbitrairement retranchés afin d'éviter des doubles emplois, et l'accumulation interne des capitaux dans les sociétés, qui par essence, échappe à toute mesure précise.

Étant donné que les matériaux statistiques disponibles sont encore beaucoup moins complets en France qu'en Allemagne, nous devrons nous borner à présenter des données assez fragmentaires.

Dépôts de Banques

Une première indication intéressant la formation de l'épargne est donnée par le mouvement des dépôts de banques.

Quatre grandes sociétés de crédit (Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir National d'Escompte, Crédit Industriel et Commercial) publient régulièrement leurs situations mensuelles. Voici comment a évolué le montant des dépôts et comptes courants créditeurs de ces quatre établissements depuis 1919.

DATES	DÉPOTS ET COMPTES COURANTS créditeurs de		CIRCULATION des billets
	4 grands établissements de crédit	15 autres banques	
	milliards de francs		
1913 31 décembre	5,4	1,2	5,7
1919 31 décembre	11,9	7,5	37,5
1920 —	13,2	7,9	37,8
1921 —	13,3	7,7	36,5
1922 —	14,0	8,7	36,4
1923 —	15,0	9,0	37,9
1924 —	14,8	8,7	40,6
1925 —	19,9	11,4	51,1
1926 30 juin	22,4	—	53,1
— 31 décembre	22,5	11,9	52,9
1927 30 juin	25,1	—	52,8
1927 31 décembre	26,4	13,5	56,6
1928 30 mars	28,0	—	58,6
— 30 juin	33,3	—	58,8
— 30 septembre	33,0	—	62,6
31 décembre	34,0	—	63,9

Dans les années précédant immédiatement la guerre, les dépôts marquaient un accroissement de 300 à 400 millions par an. Depuis 1919, le mouvement des dépôts et comptes courants créditeurs suit assez bien celui de la circulation des billets. L'augmentation a été particulièrement sensible en 1925 et au cours du premier semestre 1926, elle s'est ralentie à la fin de 1926, pour reprendre en 1927 et 1928.

A côté des dépôts dans les quatre grands établissements de crédit, nous avons indiqué la situation au 31 décembre des dépôts et comptes courants créditeurs de 15 banques importantes publiant également leur bilan, mais une fois par an seulement. Le mouvement depuis 1919 est analogue à celui indiqué pour les quatre grandes sociétés, mais l'accroissement des dépôts depuis 1913 est beaucoup plus considérable pour ces établissements secondaires : au 31 décembre 1927, le coefficient d'augmentation par rapport à l'avant-guerre est de 5 à peine pour les quatre grands établissements de crédit et de plus de 10 pour les 15 autres banques.

Il est impossible d'établir d'une manière un peu précise le montant total des dépôts et comptes courants créditeurs pour l'ensemble des banques françaises, car, même si on disposait des situations de toutes les banques, il faudrait, dans les bilans de certains établissements, discriminer les dépôts provenant d'autres banques. Par suite de l'extrême réduction des taux alloués par le Trésor, ces dépôts entre banques ont certainement marqué, ces derniers temps une tendance à se développer. Nous citerons cependant une évaluation de

M. Jean Loriot qui estime (1) le montant total des dépôts des banques à 53 milliards à la fin de 1927, contre 7 milliards au 31 décembre 1913. Il n'a pas été fait état, dans cette évaluation, des dépôts à la Banque de France, dans lesquels les soldes des comptes des banques entrent pour une très large part.

Caisses d'épargne

Avant la guerre, les dépôts dans les caisses d'épargne ne marquaient pas une progression très rapide. Le solde dû aux déposants était passé, entre 1900 et 1910, de 3.200 à 3.900 millions dans les caisses ordinaires et de 1 milliards à 17.00 millions à la Caisse Nationale d'épargne. Assez fréquentes étaient les années où les remboursements l'emportaient sur les versements.

Il est remarquable de constater que, depuis 1919, malgré les vicissitudes monétaires, toutes les années, sauf 1923 et 1924, ont été marquées par un excédent considérable des versements sur les remboursements. La confiance en cette catégorie de placements, sauf en de courtes périodes, comme en juillet 1926, a subsisté chez les épargnants français.

Le tableau suivant donne, pour chaque année depuis 1910, l'excédent des versements sur les remboursements à la Caisse Nationale d'une part, dans les caisses ordinaires de l'autre. Pour les années de guerre, les statistiques publiées n'englobant qu'un nombre incomplet de caisses ordinaires, on n'a fait figurer que les données relatives à la Caisse Nationale.

Caisses d'épargne: excédents des versements sur les remboursements ou excédent de remboursements (—).

ANNÉES	CAISSE Nationale	CAISSES ordinaires	ENSEMBLE
	millions de francs		
1910	41	— 15	26
1911	— 34	—142	—176
1912	— 1	— 76	— 77
1913	29	— 53	— 24
1914	— 57	—	—
1915	—194	—	—
1916	—266	—	—
1917	— 15	—	—
1918	112	—	—
1919	418	999	1.417
1920	197	545	742
1921	258	802	1.060
1922	258	597	855
1923	115	121	236
1924	36	— 2	34
1925	385	901	1.286
1926	331	967	1.298
1927	2.056	2.800	4.856
1928	2.138	2.782	4.920

Pour les années récentes, l'augmentation des versements nets a une cause particulière, c'est l'élévation du maximum des dépôts qui, fixé à 5.000 francs depuis 1919, est passé à 7.500 francs en avril 1925 et à 12.000 francs en août 1926. De plus, depuis 1925, certaines sociétés ont été admises au bénéfice d'un maximum spécial, fixé d'abord à 40.000 francs et qui fut porté à 50.000 francs en 1926.

(1) Voir Jean Loriot, *Les Banques*, dans la *Revue d'Économie Politique* de mai-juin 1928.

On explique parfois l'abondance des dépôts dans les caisses d'épargne au cours de la période récente par le fait que certains commerçants ou artisans utiliseraient de plus en plus ces organismes comme de petites banques de dépôts. Il est intéressant à ce sujet de voir comment a évolué la vitesse de circulation des fonds déposés dans les caisses, en comparant à la masse moyenne des dépôts au début et à la fin de chaque année, le montant total des versements et remboursements au cours de l'année.

Caisse Nationale et Caisses d'épargne ordinaires.

ANNÉES	SOLDE moyen des dépôts au début et à la fin de l'année a	TOTAL des versements et des remboursements b	RAPPORT $\frac{a}{b}$
	milliards de francs		%
1918	5,5	3,0	55
1920	7,7	5,2	68
1921	8,8	5,4	61
1922	10,2	5,8	57
1923	11,2	6,1	54
1924	11,8	6,3	53
1925	12,9	8,0	62
1926	14,9	9,9	66
1927	18,7	14,5	78
1928	24	19	79

La liquidité des fonds des caisses d'épargne, représentée par le rapport du montant des opérations des déposants au solde moyen de leurs dépôts au début et à la fin de l'année, marque nettement depuis 1925 une tendance à s'accroître.

L'examen des données mensuelles concernant les années 1927 et 1928 nous montre que l'afflux des capitaux dans les caisses d'épargne est passé par un maximum au début de 1928 et s'est sensiblement ralenti dans les derniers mois de l'année, abstraction faite des variations saisonnières normales. Le rythme mensuel des dépôts dans les caisses marque, en effet, assez régulièrement deux maxima, en janvier-février et en août, et deux minima vers avril et novembre.

Excédents des versements sur les remboursements.

	CAISSE NATIONALE D'ÉPARGNE Opérations des déposants		CAISSES D'ÉPARGNE ORDINAIRES Opérations avec la Caisse des Dépôts et Consignations	
	1927	1928	1927	1928
	millions de francs			
Janvier	160	407	119	241
Février	124	309	358	663
Mars	107	229	197	382
Avril	81	145	137	230
Mai	121	41	166	120
Juin	149	129	214	113
Juillet	157	184	232	190
Août	198	184	235	271
Septembre	196	135	273	211
Octobre	253	139	292	119
Novembre	275	79	257	85
Décembre	242	156	263	87

On peut penser que la suppression des bons de la Défense Nationale à court terme a rendu disponible, en 1927, une masse importante de capitaux qui s'est portée vers les caisses d'épargne. En 1928, une fois réalisée la stabilisation légale,

les disponibilités se sont dirigées plus volontiers vers les investissements à long terme.

Toutes les données qui précèdent renseignent uniquement sur la formation de l'épargne dans les caisses. L'utilisation en sera envisagée plus loin, quand nous étudierons l'emploi des fonds de la Caisse des Dépôts et Consignations.

Institutions d'assurances et de prévoyance

On discute souvent pour savoir si les opérations d'assurance présentent le caractère d'épargne. Comme l'a montré M. Rist, l'assurance ne fait que substituer une dépense collective à une dépense individuelle, cette dépense peut être soit de reconstitution, soit de consommation, soit d'épargne suivant l'objet de l'assurance. Elle n'est une dépense d'épargne que s'il s'agit d'une assurance ayant pour but la création d'une source nouvelle de revenu (assurance vie, assurance dotale). Mais, en pratique, l'assurance se trouve amenée à faire des réserves, qui sont placées à long terme et fonctionnent comme de l'épargne créatrice de revenu. Elles peuvent être tout à fait assimilées aux fonds des caisses d'épargne.

Nous mentionnerons donc les renseignements concernant les primes encaissées et les sommes payées aux assurés, dans diverses catégories d'assurances.

Opérations de certaines organisations d'assurance et de prévoyance.
(millions de francs).

	ASSURANCES SUR LA VIE			SOCIÉTÉS de capitalisation			ASSURANCES contre les accidents du travail		
	Primes payées	Sommes versées aux assurés	Excédent des primes	Cotisations	Sommes versées aux cotisants	Excédent des cotisations	Primes payées	Sommes versées aux assurés	Excédent des primes
1913	360	361	— 1	61	11	50	162	215	— 53
1920	418	389	29	125	32	93	579	398	181
1921	436	358	78	179	40	139	649	447	202
1922	555	375	180	227	54	173	675	491	184
1923	588	385	203	274	70	204	770	568	202
1924	654	394	260	316	95	221	898	673	225
1925	721	417	304	359	132	227	1.020	633	387
1926	810	430	380	420	153	267	1.126	724	402

On ne possède de données d'ensemble que sur les opérations contrôlées d'assurance vie, d'assurance accidents du travail et de capitalisation et les renseignements les plus récents ne sont pas postérieurs en 1926.

Pour les dernières années on peut cependant juger de l'évolution de l'assurance vie en suivant la production d'une vingtaine de compagnies importantes.

	CAPITAUX ASSURÉS dans l'année milliards de francs	RENTES constituées dans l'année millions de francs
1924	2,4	14,3
1925	2,6	12,2
1926	2,8	13,6
1927	3,8	17,0
1928	4,8	23,9

L'incertitude monétaire avait amené une stagnation des opérations de 1923 à 1926; la clientèle se détournait des contrats à long terme en francs papier dont les avantages apparaissaient très aléatoires. En 1927 et 1928 la stabilité de la monnaie a amené un redressement rapide de la situation.

Quant à l'utilisation des fonds réunis par les assurances soumises au contrôle de l'État, on en aura une idée par la répartition au 31 décembre 1913 et au 31 décembre 1926 des placements des entreprises d'assurance vie et de capitalisation :

	1913	1926
	millions de francs	
Fonds d'État français	310	1.133
Emprunts des départements, communes et autres collectivités publiques	121	87
Valeurs garanties par l'État	1.064	2.056
Valeurs françaises diverses	130	292
Valeurs étrangères	672	428
Placements hypothécaires	301	365
Immeubles	746	893
Autres placements	276	359
TOTAL	3.620	5.613

Nous mentionnerons, comme forme particulière d'épargne, les cotisations versées aux sociétés de secours mutuels qui sont passées de 60 millions en 1913 à 110 en 1925, tandis que les secours payés augmentaient de 50 à 100 millions.

Les versements à la Caisse nationale des Retraites qui étaient de 178 millions en 1913, se sont élevés à 300 millions en 1924, 325 en 1925, 400 en 1926 et près de 500 millions en 1927.

La fortune des sociétés de secours mutuels ainsi que celles de la Caisse des Retraites et des caisses d'épargne est administrée par le Caisse des Dépôts et Consignations. Nous examinerons rapidement l'emploi des fonds gérés par cet organisme.

Caisse des Dépôts et Consignations.

Donnons d'abord une idée de l'importance des fonds administrés par cet organisme.

Au 31 décembre 1913, le total des placements de la Caisse des Dépôts et Consignations et des caisses gérées par elle s'élevait à 9 milliards; au 31 décembre 1928, le montant correspondant était de 35 milliards environ, c'est-à-dire 7 milliards de francs-or seulement. L'afflux des fonds drainés par les divers organismes déposants, n'a donc pas compensé la dépréciation de la monnaie.

La répartition des placements entre les diverses caisses était la suivante à la fin de 1913 et de 1927.

	Placements au 31 décembre	
	1913	1927
	(millions de francs)	
Caisse des Dépôts		
Fonds propres	423	2.232
Fonds des sociétés de secours mutuels.	392	412
Fonds de garantie des caisses d'épargne ordinaires	231	817
Fonds des caisses d'épargne ordinaires	4.019	14.506
Caisse nationale des retraites. . .	2.091	5.512
Caisse d'assurance décès	10	341
Caisse d'assurance accidents. . .	12	42
Caisse des dépôts d'Alsace . . .	—	392
Caisse Nationale d'Épargne . . .	1.816	6.800

Les placements nets au cours de l'année (ventes et remboursements déduits) s'étaient élevés à 350 millions en 1913, ils ont atteint 6 milliards en 1927, dont 5 milliards pour le compte des caisses d'épargne (nationale et ordinaires). La majeure partie de ces placements est effectuée sous forme d'acquisition de rentes sur l'État ou autres valeurs à revenu fixe, soit en Bourse, soit à l'émission. L'achat en Bourse ne constitue pas, du point de vue général, un investissement réel, car aux fonds placés par l'acheteur correspond un montant égal de capitaux libérés pour le vendeur. Il n'y aurait donc pas lieu, dans une évaluation d'ensemble de l'épargne, de tenir compte des capitaux ainsi employés. Quant au montant des souscriptions de titres nouvellement créés, il sera compris dans les statistiques d'émissions, sauf le cas exceptionnel de tranches d'emprunts exclusivement réservées à la Caisse des Dépôts.

Mais, à côté de ces investissements en valeurs mobilières négociables, se développent de plus en plus des placements d'un caractère particulier. En premier lieu, la Caisse des Dépôts et Consignations, sur ses fonds propres ou sur ceux de la Caisse des Retraites, effectue des prêts directs aux départements et communes. Les emprunts ainsi réalisés par les collectivités publiques se sont élevés à 108 millions au cours de l'année 1913 et 141 millions en 1927; au cours des mêmes années, le montant des remboursements a été respectivement de 36 et 67 millions. Le montant total des prêts en cours au 31 décembre 1927 dépasse 1.400 millions. Les chiffres précédents ne comprennent pas les avances consenties en 1927 à trois départements sinistrés, pour un montant total de 130 millions de francs.

En dehors de ces prêts directs, on voit se généraliser la participation de la Caisse au mécanisme d'avances à intérêt réduit accordées par l'État à diverses catégories de bénéficiaires. L'État prête à un taux qui, à l'heure actuelle ne dépasse en aucun cas 3 %, des sommes que lui-même emprunte à la Caisse des Dépôts à un taux très supérieur (7 à 8 % en 1927) et déterminé par le rendement moyen du portefeuille de la caisse.

Les organismes ayant pour but de favoriser la construction d'habitations à bon marché qui, au cours de 1913, avaient reçu des avances pour un montant de 9 millions, ont bénéficié en 1927 de 275 millions de prêts à intérêt réduit. Le montant des avances en cours au 31 décembre 1927 s'élevait à 950 millions environ. L'application de la loi du 13 juillet 1928, dite loi Loucheur, va encore

intensifier les prêts de la Caisse; le maximum des avances que l'État est autorisé à contracter auprès d'elle en 1929 atteint 1 milliard de francs, dont 700 millions pour les habitations à bon marché et 300 pour les logements à loyer moyen.

La Caisse des Dépôts fournit d'une manière analogue les fonds mis à la disposition des communes ou des syndicats intercommunaux en vue de l'électrification des campagnes, en application de la loi du 2 août 1923. Les sommes ainsi prêtées en 1927 ont atteint 39 millions; le montant total des avances en cours au 31 décembre 1927 s'élevait à 56 millions.

D'autre part, une loi du 15 juillet 1928, ayant pour but de faciliter l'attribution par la Caisse nationale de Crédit agricole de prêts à moyen terme, a prévu en faveur de cet établissement, jusque-là alimenté presque uniquement par des fonds prélevés sur les redevances de la Banque de France au Trésor, des avances de l'État pouvant atteindre 500 millions. Les sommes ainsi prêtées en 1928 se sont élevées à 150 millions, celles prévues pour 1929 sont de 200 millions. La source des crédits accordés est, encore dans ce cas, la Caisse des Dépôts et Consignations.

Signalons enfin que, dans le but d'aider les communes à améliorer les chemins vicinaux et à pousser les travaux d'adduction d'eau potable, l'article 142 de la loi de finances du 30 décembre 1928 a autorisé l'État à consentir aux départements, au cours de la période 1929-1933, une avance de 500 millions, dans la limite d'un maximum annuel de 100 millions. Les fonds nécessaires seront prêtés par la Caisse des Dépôts.

Il peut être intéressant de réunir en un tableau les sommes que l'État est autorisé à prélever à des titres divers, en 1929, à la Caisse des Dépôts et Consignations.

	(millions de francs)
Loi du 13 juillet 1928 : habitations à bon marché	700
logements à loyer moyen	300
Loi du 2 août 1923 et article 193 de la loi de finance du 30 décembre 1928 : électrification des campagnes	100
Loi du 15 juillet 1928 et article 194 de la loi de finance du 30 décembre 1928 : prêts à moyen terme du crédit agricole	200
Article 142 de la loi de finances du 30 décembre 1928 : chemins vicinaux et adduction d'eau potable	100
TOTAL	1.400

ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES.

Observations générales.

D'après l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907, au moment de l'émission, de l'exposition, de la mise en vente, ou de l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations ou de titres, de quelque nature qu'ils soient, de sociétés françaises ou étrangères, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs sont tenus, préalablement à toute mesure de publicité, de faire insérer une notice dans un bulletin spécial publié par l'administration du *Journal officiel.* Ce bulletin a paru jusqu'en février 1912 sous le nom de *Bulletin annexe au Journal officiel.* Ce titre avait l'inconvénient de pouvoir

faire croire à un caractère officiel des annonces publiées et à une garantie, au moins morale, de l'État. Aussi, en exécution du décret du 3 février 1912, il fut modifié en celui de *Bulletin des Annonces légales obligatoires à la charge des Sociétés financières.*

Les renseignements fournis par cette publication ont permis l'établissement d'une statistique des émissions de valeurs mobilières. En 1919 et 1920, la Statistique générale de la France a procédé au dépouillement du bulletin depuis sa création et, en janvier 1921, elle a pu faire paraître un relevé complet des émissions publiques en France, de 1907 à 1919, par grandes catégories d'industries. Depuis janvier 1922, des résultats mensuels paraissent régulièrement au *Bulletin de la Statistique générale de la France.*

Il faut d'abord signaler les nombreuses imperfections de la statistique basée sur le dépouillement du *Bulletin des Annonces légales.*

En premier lieu, l'obligation de l'annonce ne s'applique qu'aux sociétés françaises et étrangères; elle ne touche donc pas les emprunts de l'État, des départements, communes et autres collectivités publiques. Signalons, d'ailleurs, que le projet de loi sur la réglementation de la publicité financière, en instance devant le Parlement, tend à compléter la loi de 1907, en astreignant à une insertion les émetteurs d'emprunts de collectivités publiques d'un montant supérieur à 500.000 francs. D'un autre côté, les grandes compagnies de chemins de fer français, émettant leurs obligations à guichets ouverts, dans les limites fixées par les lois de finances, les insertions auxquelles elles sont tenues n'indiquent que le type des titres à émettre sans en fixer d'avance le montant. Il sera donc nécessaire, en ce qui concerne les émissions de l'État, des collectivités publiques et des grands réseaux, de recourir à des moyens particuliers d'information.

D'autre part, d'après la loi de 1907, seule l'introduction des valeurs mobilières sur le *marché public* entraîne l'obligation de l'insertion. Par suite, les nombreuses émissions réalisées à l'intérieur d'un cercle restreint, sans donner lieu à une offre publique, y échappent et leur importance reste inconnue. Certaines, d'ailleurs, de ces émissions donneront lieu plus tard à une annonce au moment où les titres seront négociés dans le public, ou introduits à la cote. Les données fournies par le Bulletin des Annonces légales, concernant les négociations ou introductions de titres émis à une date antérieure ont été, jusqu'en 1921, bloquées avec le montant des émissions proprement dites, par le dépouillement de la Statistique générale de la France. On assimilait ainsi aux titres dont la création était annoncée, au cours de la période considérée, des valeurs existant parfois depuis un grand nombre d'années, et que leurs possesseurs n'avaient pas encore cru devoir présenter au marché public. Depuis 1922, le dépouillement est conduit de manière à mettre à part le montant des titres ayant donné lieu à une insertion pour négociation ou cotation; on distingue également les actions d'apport et les titres remis gratuitement aux actionnaires, dont l'émission ne correspond à aucun investissement de numéraire. Les données concernant les émissions proprement dites laissent donc de côté les titres placés sans appel au public et dont la création n'a pas été précédée d'une annonce au Bulletin des Annonces légales.

L'importance de ces émissions privées peut être grossièrement évaluée, grâce

à des renseignements obligeamment communiqués par les services de renseignements financiers d'une grande société de crédit, qui élabore une statistique d'émissions basée sur le dépouillement d'une vingtaine de journaux d'annonces légales, dont le bulletin officiel. Il est essentiel, dans ce travail, d'éliminer les doubles emplois résultant d'annonces paraissant en même temps dans plusieurs publications; remarquons que si cette tâche est possible aux services d'une banque possédant, pour les sociétés, un système complet de fiches et de dossiers, elle dépasserait de beaucoup les moyens matériels actuels de la Statistique générale de la France.

La comparaison des données de la statistique officielle à celles de la statistique privée font voir d'abord une coïncidence très satisfaisante en ce qui concerne les émissions d'obligations, qui s'effectuent presque toujours sur le marché public. Mais, pour les actions, les chiffres des *Annonces Légales* apparaissent très inférieurs à ceux de l'autre série. La différence est surtout considérable en ce qui concerne les constitutions de société, pour lesquelles les données de la statistique privée atteignent, en 1928, un montant quadruple de celui résultant du simple dépouillement du Bulletin des Annonces légales. En cette matière, on dispose d'ailleurs de renseignements d'une troisième source qui peuvent, eux, être considérés comme complets, ce sont les donnéesde la statistique judiciaire (Compte de la Justice civile et commerciale) obtenues par centralisation des archives des tribunaux de commerce. Malheureusement, ces renseignements sont publiés avec un grand retard, les derniers parus étant relatifs à l'année 1924. Nous donnerons les résultats obtenus par les trois sources: statistique judiciaire, statistique privée, Bulletin des Annonces légales, en ce qui concerne le capital social des sociétés par actions constituées en 1922, 1923 et 1924.

Capital social des sociétés par actions créées
(millions de francs)

ANNÉES	STATISTIQUE judiciaire	STATISTIQUE privée	BULLETIN des annonces légales
1922.	2.530	1.458	488
1923.	3.729	1.689	606
1924.	4.502	3 624	919

Pour les augmentations de capital, les écarts entre les deux séries dont on dispose sont sensiblement moins considérables que pour les constitutions de société : les données de la statistique privée présentent, sur celles de la Statistique générale, un excès de l'ordre de 50 %.

La statistique basée sur le dépouillement du B. A. L. O., est donc, incontestablement, très incomplète; elle présente cependant l'avantage de s'appliquer à un objet défini avec précision : émissions sur le *marché public.* D'autre part, elle permet des comparaisons rétrospectives remontant assez loin en arrière.

Un autre reproche que l'on peut faire à la statistique officielle est de prendre en considération les émissions annoncées et non les émissions réalisées. En particulier, il arrive parfois qu'une société procède en bloc à l'annonce d'émissions à faire par tranches successives et réparties sur plusieurs années; au cas

où elle renoncerait à la réalisation de certaines de ces tranches, elle ne serait astreinte à aucune insertion rectificative. Pour échapper complètement à l'influence de cette source d'erreur, il faudrait entretenir une correspondance avec toutes les sociétés faisant paraître des annonces au B. A. L. O., ce qui n'est pas praticable pour la Statistique générale.

Pour les émissions les plus importantes d'ailleurs, la consultation des journaux financiers permet, la plupart du temps, d'échapper à des erreurs grossières.

Une dernière imperfection grave de la statistique considérée, consiste à ne faire entrer en ligne de compte que le capital nominal des titres émis, en négligeant les primes d'émission, positives dans le cas des actions, négatives dans celui des obligations. Pour cette dernière catégorie de titres, la différence entre le prix d'émission et le nominal atteint rarement le dixième de celui-ci, sauf en certaines périodes exceptionnelles, comme par exemple le premier semestre de 1926 où l'on vit des obligations de 500 francs émises aux environs de 400 francs. Mais, pour les actions, les sommes demandées aux souscripteurs peuvent dépasser considérablement le nominal, par exemple, lorsque les titres anciens de la société émettrice sont cotés très au-dessus du pair.

La statistique pourrait tenir compte des sommes effectivement souscrites si les insertions au B. A. L. O. faisaient toutes connaître le prix d'émission des titres offerts, mais un grand nombre d'annonces ne renseignent aucunement sur ce point, pas plus d'ailleurs que sur les conditions de libération des titres. Là encore une correspondance avec les sociétés serait nécessaire.

Un dépouillement spécial a d'ailleurs été fait, pour l'année 1928, portant sur les émissions d'actions pour lesquelles le prix de souscription était indiqué au B. A. L. O.; à un capital nominal total de 3.700 millions correspondait un montant total à verser de 5.600 millions, c'est-à-dire supérieur de 50 %. Cette majoration, contrairement à ce qu'on aurait pu croire, ne semble pas beaucoup plus élevée qu'avant la guerre : une évaluation faite pour 1913 la montre, en effet, supérieure à 40 % (pour un nominal de 490 millions, montant à souscrire de 700 millions).

Malgré les nombreuses critiques que l'on peut lui adresser, la statistique des émissions de la *Statistique générale* a au moins le mérite d être publiée régulièrement par une feuille qui fournit, vers le 10 de chaque mois, les données essentielles relatives au mois précédent :

Montant des actions et obligations émises par des sociétés anciennes;

Montant des actions émises par des sociétés nouvellement constituées;

Montant des actions d'apport dont la création est annoncée;

Montant des titres ayant donné lieu à une insertion pour cotation ou négociation.

Une indication, enfin, est fournie concernant le taux des obligations émises. Nous reviendrons plus loin sur cette question.

Tous les trois mois, le Bulletin de la Statistique générale de la France publie des données plus complètes, en fournissant, en particulier, une répartition des émissions suivant l'objet des entreprises émettrices.

Mouvement des émissions de sociétés françaises.

Le tableau de la page fournit les données résultant du dépouillement du B. A. L. O. en ce qui concerne les émissions de sociétés françaises, auxquelles ont été assimilées les sociétés fonctionnant sous les législations marocaine et tunisienne.

Les émissions d'obligations du Crédit National et des groupements de sinistrés, qui constituent en réalité des emprunts indirects de l'État ont été mises à part.

Émissions annoncées au Bulletin des annonces légales des Sociétés françaises
(Montant nominal en millions de francs).

ANNÉES	SOCIÉTÉS nouvelles	SOCIÉTÉS ANCIENNES		TOTAL des actions	TOTAL général(1)	EN OUTRE, OBLIGATIONS	
	Actions	Actions	Obligations (1)			du Crédit national	des groupements de sinistrés
	a	*b*	*c*	$d = a + b$	$e = a + b + c$	*f*	*g*
1° Y compris actions d'apport et titres ayant donné lieu à une insertion aux *B. A. L. O.* pour cotation ou négociation.							
1907	704	347	551	1.051	1.602	—	—
1908	665	234	1.222	899	2.121	—	—
1909	644	557	525	1.201	1.726	—	—
1910	886	520	864	1.406	2.270	—	—
1911	1.001	443	1.547	1.444	2.991	—	—
1912	1.054	953	1.362	2.007	3.369	—	—
1913	916	564	1.158	1.480	2.638	—	—
1914	478	282	512	760	1.272	—	—
1915	21	14	34	35	69	—	—
1916	80	65	170	145	315	—	—
1917	42	444	1.054	486	1.540	—	—
1918	99	586	649	685	1.334	—	—
1919	798	1.511	1.778	2.309	4.087	4.000	—
1920	1.233	3.956	3.832	5.162	8.994	4.000	2.116
1921	1.695	1.825	3.234	3.520	6.756	3.000	2.328
1922	965	1.188	2.682	2.153	4.835	8.000	694
1923	1.371	2.346	2.780	3.717	6.497	5.000	3
1924	1.919	3.503	1.321	5.422	6.743	1.633	—
1925	1.324	2.499	1.108	3.823	4.931	—	39
1926	1.595	2.640	1.909	4.235	6.144	—	429
1927	2.401	3.821	3.009	6.222	9.231	—	613
1928	4.881	5.921	3.448	10.802	14.250		
2° Non compris actions d'apport et titres ayant donné lieu à une insertion au *B. A. L. O.* pour cotation ou négociation.							
Moyenne 1907-1913 (évaluation)	**300**	**450**	**1.000**	**750**	**1.750**	—	—
1921	532	1.643	3.220	2.175	5.395	3.000	2.116
1922	389	956	2.599	1.345	3.944	8.000	2.328
1923	458	1.867	2.678	2.325	5.003	5.000	694
1924	701	3.194	1.244	3.895	5.139	1.633	3
1925	510	2.144	1.035	2.654	3.689	—	—
1926	572	2.312	1.883	2.884	4.767	—	39
1927	706	3.350	2.939	4.056	6.995	—	429
1928	1.002	5.494	3.404	6.496	9.900	—	613

(1) Non compris obligations du Crédit National et des groupements de sinistrés.

Immédiatement après les hostilités on a assisté, de 1918 à 1920, à une envolée des émissions de sociétés, aussi sensible pour les obligations que pour les actions. La crise de 1920 a amené, de 1920 à 1922, une baisse, rapide pour les émissions d'actions, plus lente pour les obligations. Les sociétés, à ce moment avaient plutôt besoin de fonds d'entretien et de roulement que de moyens d'expansion et le public, dans la situation défavorable des affaires, montrait plus de goût pour les valeurs à revenu fixe que pour celles à revenu variable. Sous

l'influence du facteur monétaire, cette situation s'est renversée en 1924, qui fut marquée par une augmentation sensible des émissions d'actions et par une forte diminution des placements d'obligations. C'est au début de 1924 en effet que la baisse des cours des valeurs à revenu fixe a commencé à se précipiter; rappelons également l'échec de l'emprunt du Crédit National de janvier 1924, qui, au lieu des 3 milliards demandés, ne produisit que 1.632 millions. L'année 1925, caractérisée par un fléchissement de l'activité économique, est également marquée par une diminution des émissions d'actions. Les émissions d'obligations restent à un niveau très bas, sensiblement égal à celui d'avant-guerre, en francs papier.

Les émissions des sociétés marquent ensuite une reprise qui, amorcée en 1926, s'accentue en 1927 et 1928, particulièrement pour les placements d'actions. Si l'on ne prend en considération que les émissions proprement dites (données de la seconde partie du tableau de la p.), on voit que, pour les émissions d'actions, le coefficient d'augmentation par rapport à l'avant-guerre atteint, en 1928, 8,7; pour les obligations, le coefficient correspondant n'est que de 3. En or, le montant des actions émises serait ainsi supérieur de 75 % environ à ce qu'il était avant la guerre; le montant des obligations placées aurait par contre diminué de 40 %.

Ces résultats ne doivent être admis qu'à titre purement indicatif, car la comparaison présentée ne porte que sur les capitaux nominaux et, comme nous l'avons vu, les capitaux effectivement souscrits peuvent, pour les actions surtout, en différer sensiblement.

Mouvement mensuel. — Lorsqu'on suit, mois par mois, le montant des émissions des sociétés françaises, on se trouve en présence de courbes très irrégulières. Indépendamment des variations saisonnières (deux maxima, l'un en mai-juin, l'autre en décembre-janvier; creux en août-septembre, correspondant à la période des vacances), l'influence de certains facteurs accidentels vient souvent masquer l'allure générale du mouvement.

On a essayé d'obtenir des séries plus continues en faisant, pour chaque mois, la moyenne des émissions du mois et des cinq précédents. Sur le graphique de la page 211 on a fait figurer la courbe représentant ces moyennes, pour les actions.

A côté de la courbe des émissions d'actions on a tracé celle de l'indice de la production industrielle, de l'indice des cours des valeurs à revenu variable et du cours du dollar.

Après avoir baissé jusqu'au milieu de 1922, au moment de la liquidation de la crise de 1920, les émissions d'actions ont repris jusqu'au milieu de 1923, puis ont marqué, dans les mois suivants, un fléchissement passager qui correspond assez bien à un ralentissement observé pour la production industrielle. A la période de montée des changes et des cours des valeurs à revenu variable de la fin de 1923 et des premiers mois de 1924 correspond une augmentation rapide des émissions d'actions; elles se maintiennent au niveau atteint, sans variations importantes, jusqu'au début de 1925.

L'année 1925, marquée par une stabilité relative des cours des valeurs à revenu variable et par un certain fléchissement de la production industrielle, a vu le montant des émissions d'actions baisser d'une manière continue. On a

observé, en effet, en 1925, à côté d'une très grande abondance d'argent à court terme, révélée par le grossissement des dépôts de banques et l'abaissement du taux d'escompte hors banque, un resserrement extrême des fonds de roulement des entreprises industrielles et commerciales.

Dès le début de 1926, une reprise nette se manifeste et, depuis, le mouvement des émissions d'actions suit assez bien celui des cours des valeurs à revenu variable : montée au début de 1926, interrompue dans les derniers mois de l'année, nouvel essor dans les premiers mois de 1927, ralentissement correspondant à la stagnation boursière de la fin de 1927, puis, au cours de 1928, hausse presque ininterrompue.

Émissions d'obligations, taux.

Nous n'avons pas parlé de la courbe représentative des émissions d'obligations. Malgré les moyennes portant sur six mois, elle conserve des irrégularités provenant de certaines émissions massives, comme celles du Crédit Foncier ou de grandes entreprises de services publics : électricité, transports. Comme pour les actions, on note une certaine concordance entre les mouvements des émissions d'obligations et des cours des valeurs à revenu fixe.

On a parfois soutenu l'opinion paradoxale que les obligations étaient les titres les plus spéculatifs qui soient, car leurs possesseurs n'étaient aucunement couverts des risques attachés aux variations des prix ou de la monnaie, tandis que les actionnaires voyaient leurs dividendes suivre plus ou moins les fluctuations monétaires.

Il est certain que, durant la période d'inflation qui a suivi la guerre, il était d'une belle ironie de qualifier les obligations de valeurs à revenu fixe. Aussi, l'épargne a-t-elle marqué pour les placements en obligations une désaffection croissante, depuis 1924 jusqu'à la stabilisation de fait; les émissions de titres de cette catégorie furent considérablement restreintes et les conditions imposées aux emprunteurs de plus en plus draconiennes, les taux pratiqués incorporant, outre la rémunération normale du capital, une prime d'assurance contre la dépréciation monétaire.

L'Association Nationale des Porteurs de Valeurs Mobilières a calculé, jusqu'en décembre 1924, date à laquelle elle a cessé d'établir ses statistiques d'émissions, le rendement moyen des obligations émises, en rapportant le taux nominal au prix d'émission. Depuis 1925, la Statistique générale de la France a repris ce calcul, par une méthode plus poussée. Il était en effet nécessaire, vu la grosse proportion d'obligations à court terme émises à cette époque, de tenir compte de la durée d'amortissement. Le calcul, tel qu'il est conduit actuellement, n'est d'ailleurs pas tout à fait rigoureux, car il néglige la semestrialité du coupon.

Les taux publiés jusqu'en juillet 1923 sont entièrement nets pour le prêteur; depuis, vu les dispositions de la loi du 30 juin 1923, interdisant aux emprunteurs de prendre à leur charge la taxe de transmission, ils sont nets de tous impôts sauf le droit de transmission.

ANNÉES	JANVIER	FÉVRIER	MARS	AVRIL	MAI	JUIN	JUILLET	AOUT	SEPTEMBRE	OCTOBRE	NOVEMBRE	DÉCEMBRE
						Taux entièrement nets						
1921	—	—	6,70	6,65	6,70	6,75	6,85	6,60	6,65	6,70	6,80	6,65
1922	6,65	6,60	6,55	6,45	6,40	6,30	6,00	6,30	6,35	6,40	6,60	6,20
1923	6,55	6,10	6,25	6,30	6,40	6,15						
						Taux nets d'impôts sauf la taxe de transmission (1)						
1923							7,00	7,20	6,70	6,85	6,70	6,60
1924	6,85	7,00	7,50	7,30	7,25	7,40	7,40	7,50	7,75	7,45	7,70	8,10
1925	8,30	8,05	8,45	8,35	8,10	8,20	8,45	8,10	8,60	8,85	8,85	8,25
1926	10,20	10,30	9,05	9,80	9,40	9,80	10,10	—	9,75	9,80	9,85	9,15
1927	9,20	—	8,75	8,05	7,55	7,60	7,60	7,70	7,75	7,10	7,40	7,15
1928	7,25	6,85	6,70	6,75	6,65	6,55	6,35	6,25	6,40	6,30	6,25	6,05

(1) Le taux de la taxe de transmission était de 0,60 % en juillet 1923, il est passé à 0,72 % en mars 1924 0,84 % en juillet 1925 et a été ramené à 0,50 % en janvier 1927.

La courbe du graphique de la page 211 représente pour toute la période étudiée, des taux entièrement nets; pour les mois postérieurs à juin 1923, on a évalué les rendements nets équivalents aux taux demi-nets du tableau précédent. Les taux calculés n'ont d'ailleurs pas toujours une grande signification, car ils résultent de moyennes portant parfois sur un nombre très réduit d'éléments. Pour éliminer certaines variations purement accidentelles, on a tracé la courbe des moyennes des taux relatifs au mois considéré et aux deux mois qui l'encadrent.

On voit que le rendement net des obligations émises s'est maintenu aux environs de 6 1/2 % de 1921 à la fin 1923; une hausse, à peu près continue, interrompue seulement par un palier au milieu de 1925, l'a porté à 9 % en 1926. Depuis, la chute a été rapide : les taux pratiqués à la fin de 1928 ne sont guère supérieurs à 5 1/2 %. La courbe du taux d'émission des obligations suit assez bien celle du rendement moyen des valeurs à revenu fixe, calculé par la Statistique Générale de la France (52 valeurs réparties en 12 groupes), sauf toutefois en 1925 où on observe, entre les deux séries de taux, des écarts allant jusqu'à deux points. Il faut noter qu'en 1925 les émissions d'obligations ont été extrêmement restreintes et se sont faites en majorité sous forme d'emprunts à assez court terme.

En comparant les taux des obligations émises aux taux d'escompte hors banque, on voit que l'écart entre le loyer de l'argent à court terme et celui de l'argent à long terme, de l'ordre de deux points de 1921 à 1925, a atteint cinq points au début de 1926, ainsi qu'à la fin de 1927. Il est encore actuellement de 2 points et demi.

Une évolution caractéristique depuis le rétablissement de la stabilité monétaire a été l'allongement de la durée des obligations. On peut avoir, depuis 1925, la répartition du montant des obligations émises d'après la durée de l'amortissement.

Répartition du montant des émissions d'obligations d'après la durée de l'amortissement
(pour 1.000)

ANNÉES	5 ans et moins	PLUS DE 5 ANS jusqu'à 10 ans compris	PLUS DE 10 ANS jusqu'à 15 ans compris	PLUS DE 15 ANS jusqu'à 20 ans compris	PLUS DE 20 ANS jusqu'à 25 ans compris	PLUS DE 25 ANS jusqu'à 30 ans compris	PLUS DE 30 ANS jusqu'à 35 ans compris	PLUS DE 35 ANS jusqu'à 40 ans compris	PLUS DE 40 ANS	ENSEMBLE
1925	30	695	86	31	97	58	3	—	—	1.000
1926	31	273	195	118	55	37	6	17	268 (1)	1.000
1927	14	95	127	80	86	476	57	9	56	1.000
1928	3	31	92	76	145	300	284	33	36	1.000

(1) Dont Crédit Foncier, 260.

En 1925, les sept dixièmes des obligations et bons émis avaient un terme éloigné de dix ans au plus. En 1926, si l'on fait abstraction d'une émission du Crédit Foncier, le sixième seulement des obligations émises étaient d'une durée supérieure à 20 ans. Depuis 1927, ce sont les échéances voisines de 30 ans que l'on rencontre le plus fréquemment.

Nous signalons une catégorie particulière de titres qui s'est créée à la faveur de la dépréciation monétaire, ce sont les obligations émises avec clauses assurant aux porteurs, en dehors de l'intérêt fixe, des avantages supplémentaires variables (superintérêt proportionnel au dividende ou au chiffre d'affaires, garantie de change, etc.). Les émissions de titres de cette sorte ont atteint le montant de 390 millions en 1926; elles n'ont plus été que de 123 millions en 1927 et 75 millions en 1928. Pour cette dernière année, on n'a pas tenu compte d'une somme de 170 millions, montant de bons de participation dont l'émission a été annoncée, mais non réalisée, par cinq sociétés ayant toutes la même *présidente.*

Actions à vote plural.

En 1927, 71 sociétés ont procédé en France à l'émission d'actions à vote plural pour un montant nominal de 206 millions de francs. En 1928, le montant correspondant a atteint 694 millions émis par 231 sociétés. La crainte de voir passer en des mains étrangères le contrôle d'entreprises françaises, ainsi que la conscience que les dirigeants des sociétés ont prise des facilités offertes par les titres de cette espèce, ont multiplié, depuis la fin de 1926, les créations d'actions à vote plural, jusque là assez peu fréquentes.

Une étude un peu précise à ce sujet n'a pu être faite que pour les sociétés figurant au dernier Annuaire des Agents de change de Paris.

Sur un total de 734 sociétés, 45 seulement, en avril 1927, avaient émis des actions à vote plural. A ces 45 sociétés sont venues s'en ajouter 24 qui ont émis des actions à vote plural au cours des neuf derniers mois de 1927, et 58 pendant l'année 1928.

La situation au 31 décembre 1928 des sociétés dont les titres figurent à la cote des agents de change de Paris et dont le capital comporte des actions à vote plural peut, approximativement, être établie de la manière suivante,

DATE DE CRÉATION DES ACTIONS à vote plural	NOMBRE des sociétés	CAPITAL nominal total	CAPITAL nominal des actions à vote plural
		millions de francs	
Antérieure à 1926	26	972	153
1926	11	1.304	68
1927	33	1.799	167
1928	58	4.363	400
ENSEMBLE	128	8.438	788

On voit que, depuis 1925, le nombre des sociétés ayant émis des actions à vote plural a quintuplé. Le capital nominal des actions à vote plural n'atteint pas, dans ces sociétés, le dixième du capital nominal total. La comparaison des capitaux nominaux n'a d'ailleurs pas grande signification. Si, en effet, pour chaque société, on comparait le capital réellement investi en actions à vote plural à la valeur boursière du capital total au moment de l'émission de ces actions, on arriverait à des proportions beaucoup plus faibles. En effet, en dehors de leur droit de vote privilégié, les actions à vote plural ont l'avantage d'être généralement émises avec une prime d'émission peu importante et parfois de ne pas être entièrement libérées. C'est ainsi qu'une grande compagnie gazière a pu, en 1928, émettre des titres possédant toute l'efficacité d'actions à vote plural, bien qu'ayant, à capital nominal égal, le même nombre de voix que les actions ordinaires.

La proportion des voix attribuées dans les assemblées aux actions à vote plural est généralement voisine de la moitié de l'ensemble.

Répartition des émissions d'après l'objet des sociétés émettrices.

Le tableau suivant fait connaître, pour les années 1913, 1921, 1927 et 1928 la répartition des émissions de sociétés françaises suivant l'objet des sociétés émettrices.

Émissions de sociétés françaises (non compris Crédit National et groupements de sinistrés)
(répartition p. 1.000)

OBJET DES SOCIÉTÉS	1913	1921	1927	1928
Pêche, forêts, agriculture	5	12	36	19
Mines et carrières	47	45	61	75
Pétrole	5	59	8	54
Alimentation	28	27	31	26
Gaz	48	20	37	13
Autres industries chimiques	25	38	47	47
Caoutchouc	8	—	10	12
Papier, imprimerie	12	16	16	14
Textiles	20	24	35	74
Travail des étoffes, plumes, crins	2	2	3	3
Cuirs et peaux	5	5	8	19
Industries du bois	8	8	8	7
Travail des métaux ordinaires	101	178	111	138
Travail des métaux fins	3	—	—	1
Construction, travaux publics	13	21	12	18
Énergie électrique	55	70	197	107
Terres et pierres au feu	13	23	23	17
Télégraphie et radiotélégraphie	—	15	—	—
Transports par terre ou par air	84	38	30	76
Transports par eau	31	46	16	36
Commerce	58	70	121	77
Crédit Foncier	68	215	72	—
Sociétés immobilières et banques	360	57	109	155
Assurances	7	8	6	7
Autres ou objets non spécifiés	3	3	3	5
TOTAL	1.000	1.000	1.000	1 000

Les groupes suivants figurent toujours parmi les plus importants : « Mines et carrières »; « métaux ordinaires », « électricité »; « commerce »; « Sociétés immobilières et banques ».

On notera que l'importance relative des émissions de banques (non compris le Crédit Foncier) a sensiblement diminué depuis 1913; elle marque d'ailleurs depuis 1925, une tendance à augmenter de nouveau.

Les émissions de sociétés productrices d'énergie électrique ne constituaient guère que les 5 centièmes du total des émissions en 1913; cette proportion s'est nettement accrue depuis la guerre, atteignant 20 % en 1927, elle a d'ailleurs fléchi à 11 % en 1928.

Un dépouillement spécial permet de distinguer les émissions de sociétés françaises exploitant hors de la métropole, soit aux colonies, soit à l'étranger.

Le tableau suivant fait connaître le montant total des émissions de ces deux catégories, pour l'année 1913 d'une part, les années 1920 à 1928 de l'autre. Il n'a pas été tenu compte des actions d'apport ni des titres ayant donné lieu à une insertion au *Bulletin des Annonces Légales* pour cotation ou négociation.

Émissions des sociétés françaises exploitant hors de la métropole.

ANNÉES	SOCIÉTÉS exploitant aux colonies	SOCIÉTÉS exploitant à l'étranger
	millions de francs	
1913	118	338
1920	514	582
1921	270	135
1922	424	69
1923	513	81
1924	497	161
1925	194	263
1926	633	75
1927	973	296
1928	1.236	851

Tandis que les émissions de l'ensemble des sociétés françaises autres que les grandes compagnies de chemins de fer ont seulement sextuplé depuis la guerre, les émissions de sociétés coloniales ont été multipliées par dix de 1913 à 1928. Par contre les émissions de sociétés françaises exploitant à l'étranger n'ont pas triplé. Les entreprises de cette dernière catégorie se trouvent souvent, en effet, depuis la guerre, dans une situation peu favorable, par suite des exigences simultanées des fiscs français et étranger et en raison également des mesures protectrices grâce auxquelles de nombreux pays se sont efforcés de défendre leur indépendance économique, en réservant la mise en valeur de leur territoire aux sociétés nationales.

Au contraire, dans la période d'après guerre, de nombreux capitalistes français ont cherché dans l'acquisition de titres de sociétés exploitant les vastes ressources en matières premières de nos colonies, un refuge contre l'inflation.

Les émissions de sociétés françaises exploitant hors de la métropole ont pu être réparties d'après l'objet de la société d'une part, son siège d'exploitation de l'autre; voici cette répartition pour les années 1913 et 1928 :

Émissions de sociétés françaises exploitant hors de la métropole.
(millions de francs).

1913	CULTURES	MINES	INDUSTRIES	TRANSPORTS	COMMERCE	BANQUES	ENSEMBLE
I. — Sociétés exploitant aux colonies.							
Algérie et Tunisie	3	14	6	1	—	48	72
Maroc	1	—	2	3	3	16	25
Afrique occidentale et équatoriale	1	1	—	—	7	—	9
Madagascar et Afrique orientale	1	1	—	—	—	—	2
Indochine	—	1	2	3	—	—	6
Autres et mal désignés	—	2	—	—	2	—	4
TOTAL	6	19	10	7	12	64	118
II. — Sociétés exploitant à l'étranger.							
Europe	10	37	25	—	—	34	106
Afrique et Asie	1	1	—	—	—	57	59
Amérique	5	1	11	43	—	113	173
TOTAL	16	39	36	43	—	204	338
1928							
I. — Sociétés exploitant aux colonies.							
Algérie et Tunisie	37	52	33	2	2	75	201
Maroc	4	10	12	279	87	26	418
Afrique occidentale et équatoriale	71	57	7	24	132	6	297
Madagascar et Afrique orientale	2	2	27	3	18	—	52
Indochine	42	82	12	21	5	9	171
Autres et mal désignés	18	43	—	12	15	9	97
TOTAL	174	246	91	341	259	125	1.236
II. — Sociétés exploitant à l'étranger.							
Europe	—	484	37	—	2	29	552
Afrique et Asie	—	—	—	10	—	23	33
Amérique	—	40	—	—	—	226	266
TOTAL	—	524	37	10	2	278	851

On remarquera pour les sociétés coloniales, l'importance prise par les émissions des groupes : « cultures » et « transports », au détriment des émissions de sociétés immobilières et banques.

Avant la guerre, parmi les possessions françaises, c'était surtout l'Afrique du Nord qui attirait les capitaux; depuis, la part de l'Algérie et de la Tunisie a très sensiblement diminué. Des capitaux considérables sont encore investis au Maroc, en particulier dans les entreprises de transports, mais on a vu surtout s'accroître l'importance prise par les émissions de sociétés exploitant dans les pays tropicaux : Afrique occidentale, équatoriale et Indochine.

Pour les sociétés françaises exploitant à l'étranger, la disparition des sociétés exploitant en Russie a été compensée par l'ouverture d'entreprises importantes en Pologne et en Roumanie, notamment pour l'exploitation de gisement pétrolifères.

Obligations émises par les grands réseaux de chemins de fer.

En ce qui concerne l'étude détaillée des émissions des grands réseaux concédés, on ne peut que renvoyer aux très précieux articles publiés, chaque année, dans le *Rentier* par MM. Alfred et Pierre Neymarck. Nous signalerons également l'important rapport présenté par M. Marcel Peschaud au Conseil National Economique sur « l'Épargne et les chemins de fer ».

Depuis 1925, la Statistique Générale de la France peut connaître, sans trop de retard, le montant des obligations placées chaque mois par les compagnies, grâce à la communication des situations mensuelles dressées par les réseaux.

Pour les émissions des chemins de fer de l'État, on devait, jusqu'à la fin de 1926, avoir recours à des renseignements transmis par le ministère des Finances, mais, depuis les décrets des 16 novembre et 1er décembre 1926, qui ont pleinement assimilé, en ce qui concerne les émissions d'obligations, les réseaux d'État aux réseaux concédés, on dispose, pour les chemins de fer de l'État et d'Alsace et Lorraine, de situations mensuelles analogues à celles dressées par les cinq compagnies.

La situation des émissions des grands réseaux s'établit ainsi, depuis 1910 :

ANNÉES	RÉSEAUX concédés	RÉSEAUX d'État	ANNÉES	RÉSEAUX concédés	RÉSEAUX d'État
1911	313	—	1920	1.057	—
1912	338	303	1921	3.350	—
1913	424	100	1922	2.114	—
1914	348	196	1923	2.193	—
1915	253	—	1924	2.434	—
1916	313	—	1925	1.227	199
1917	493	—	1926	1.735	557
1918	490	—	1927	2.071	1.776
1919	1.397	659	1928	2.956(1)	607

(1) Dont titres échangés contre titres anciens : 683.

Ces donnés laissent de côté le montant des titres placés par les réseaux à l'étranger.

On voit que les émissions d'obligations de chemins de fer ont marqué une pointe très accusée en 1921 et que, comme les émissions de sociétés, elles ont fortement fléchi en 1925. En 1928, le montant des titres placés par les compagnies a été grossi par certaines opérations de conversion, rendues possibles par la baisse du taux de l'intérêt.

D'une manière générale, d'ailleurs, le montant des remboursements d'obligations de chemins de fer a fortement augmenté dans ces dernières années, en raison du jeu normal de l'amortissement, d'une part, et de la création depuis la guerre de types de bons à court terme, de l'autre. De 200 millions environ avant la guerre, le montant annuel des amortissements des grands réseaux a atteint 500 millions en 1925, 900 millions environ en 1926 et 1927 et 1.700 millions en 1928.

Emprunts par souscription publique de départements, villes, colonies et autres collectivités publiques.

Les emprunts de cette catégorie n'étant pas, jusqu'à présent, soumis à l'obligation de l'annonce, il faut, pour les connaître, recourir à des sources assez incertaines et ne fournissant que des résultats incomplets : journaux financiers, prospectus de banques, etc. Depuis la fin de 1925, les collectivités publiques doivent soumettre à l'approbation du ministère des Finances les modalités de leurs émissions, chaque fois que le montant en dépasse 500.000 francs. Un

relevé des demandes d'autorisation fournit un moyen un peu plus sûr d'évaluation.

Le tableau suivant met à part les émissions publiques effectuées par les villes et départements sinistrés, sur le gage d'annuités dues par l'État pour réparation de dommages de guerre. Ces émissions, dont le montant total entre 1921 et 1928 a atteint 2.600 millions, ne sont en effet, que des emprunts indirects de l'État. On a distingué également les emprunts placés par la ville de Paris et le département de la Seine, ainsi que les émissions des gouvernements coloniaux.

Emprunts, par souscription publique, de collectivités publiques

(produit effectif en millions de francs)

	EMPRUNTS DE COLLECTIVITÉS publiques métropolitaines			EMPRUNTS des gouvernements coloniaux.
	gagés sur annuités de l'Etat	non gagés		
		Ville de Paris et département de de la Seine	Autres	
1914	—		—	73
1915	—		—	—
1916	—	—	—	—
1917	—	632	—	—
1918	—	—	—	—
1919	—	1.500 (1)	—	—
1920	—	—	—	—
1921	345	1.800	—	272
1922	115	49	4	14
1923	374	46	—	347
1924	—	42	—	77
1925	—	436	50	—
1926	854	85	220	31
1927	729	—	200	105
1928	116	332	280	70

(1) Dont 452 échangés contre bons 1917.

Nous signalerons l'importance prise, dans ces dernières années, par les émissions de syndicats intercommunaux pour l'électrification des campagnes.

Les données qui précèdent laissent de côté les emprunts contractés par les départements et les communes auprès du Crédit Foncier ou de la Caisse des Dépôts et Consignations. Nous avons vu tout à l'heure que les prêts aux collectivités publiques accordés par la Caisse des Dépôts, qui s'étaient élevés à 108 millions au cours de 1913, ont atteint en 1927, 141 millions, auxquels il faut ajouter 39 millions mis à la disposition des communes pour l'électrification des campagnes. La Caisse a en outre souscrit entièrement certains emprunts gagés sur annuités de l'État, émis par des départements sinistrés : 240 millions ont été ainsi avancés en 1926 et 140 en 1927.

Les prêts communaux du Crédit Foncier, contrepartie, en même temps que les prêts hypothécaires, des émissions publiques de cet établissement, s'élevaient à 150 millions en 1913. En 1920 et 1921, ils ont atteint 960 et 1.200 millions; ils ont fléchi depuis, tombant à 150 millions en 1925. En 1927, le montant des prêts communaux accordés a été de 288 millions.

Emprunts de l'État.

Les appels massifs de l'État à l'épargne, depuis la guerre, ont affecté les formes les plus diverses. L'étude détaillée des modalités d'emprunts successivement utilisées nous entraînerait hors du cadre de cette étude, aussi nous bornerons-nous à suivre la balance des émissions et remboursements de titres du Trésor, année par année.

Depuis 1925, des situations trimestrielles fournies à la Statistique Générale de la France par la Direction du Mouvement général des Fonds permettent d'établir assez facilement cette balance. Pour les années antérieures la tâche est parfois plus malaisée.

Étant donnée l'impossibilité de faire, parmi les bons de la Défense Nationale, la distinction entre ceux qui constituaient des placements prolongés et ceux qui ne représentaient qu'un emploi tout temporaire de disponibilités, nous avons dû faire entrer en bloc dans nos évaluations d'ensemble, la balance des émissions de ces titres.

Pour l'établissement des données qui suivent, on a pris en considération, dans la mesure du possible, le produit effectif des emprunts et non leur montant nominal. Les émissions indirectes de l'État pour réparation de dommages de guerre (Crédit National, groupements de sinistrés, ville et départements sinistrés) ont été mentionnées à part, mais les remboursements massifs de titres du Crédit National entrent dans l'établissement de la balance des émissions directes de l'État. Précisons, d'autre part, que seuls les remboursements massifs, opérations de trésorerie, entrent ici en ligne de compte, à l'exclusion des amortissements contractuels prévus par les budgets, dont le montant pour 1929, par exemple, est de l'ordre de 2 milliards.

Emprunts de l'État.
(millions de francs).

ANNÉES	EMPRUNTS directs (balance des émissions et des remboursement)	EMPRUNTS INDIRECTS (produit effectif)	ENSEMBLE
1914	2.300	—	2.300
1915	17.900	—	17.900
1916	15.500	—	15.500
1917	17.200	—	17.200
1918	25.200	—	25.200
1919	25.600	3.960	29.500
1920	37.500	3.880	41.400
1921	11.400	5.361	16.700
1922	6.900	10.299	17.200
1923	8.800	5.991	14.800
1924	1.600	1.571	3.200
1925	—12.000 (1)	—	—12.000 (1)
1926	1.000	888	1.800
1927	5.700	1.126	6.800
1928	8.000	696	8.700

(1) Excédent de remboursements.

Après avoir dépassé 40 milliards en 1920, le montant des appels de l'État au crédit public est resté voisin de 15 milliards au cours de chacune des trois années suivantes. A partir de 1924, la désaffection de l'épargne pour les valeurs à revenu fixe réduit d'une manière brusque les émissions de l'État. En 1925, la

dépréciation de plus en plus menaçante de la monnaie, ainsi que les inquiétudes provoquées par la situation politique entraînent un excédent de remboursements de 12 milliards. Il ne faut pas négliger d'ailleurs l'influence de l'accroissement des impôts qui a contribué à resserrer les disponibilités du public : les recouvrements budgétaires au profit de l'État sont passés de 20 milliards en 1920 à 30 milliards en 1925. Après le redressement financier de la fin de 1926 et une fois rétablie la stabilité de la monnaie, l'État a retrouvé facilement des prêteurs. Les opérations successives d'assainissement monétaire et d'aménagement de la dette se sont traduites par un excédent d'émissions de 6 milliards en 1927 et de 8 milliards en 1928.

***

On peut dresser un tableau d'ensemble des émissions de valeurs française sur le marché français en les répartissant en trois catégories : emprunts de l'État et des autres collectivités publiques; émissions d'obligations d'entreprises industrielles et commerciales y compris celles des grands réseaux; émissions d'actions.

Emissions de valeurs françaises sur le marché français
(millions de francs)

	EMPRUNTS DE L'ÉTAT et des collectivités publiques (produit effectif)	OBLIGATIONS industrielles et de chemins de fer (produit effectif évalué	ACTIONS (capital nominal).
Moy. 1907-1913	100	1.400	750
1919	31.000	3.800	1.450
1920	41.400	4.700	3.200
1921	18.800	6.300	2.200
1922	17.300	4.600	1.300
1923	15.200	4.800	2.300
1924	3.300	3.600	3.900
1925	—11.500 (1)	2.400	2.650
1926	2.100	3.900	2.900
1927	7.100	6.500	4.050
1928	9.400	6.800	6.500

(1) Excédent de remboursements.

On voit que, jusqu'en 1924, les émissions de l'État étaient de beaucoup prépondérantes. Depuis, l'importance relative des émissions d'actions a sensiblement augmenté.

Il n'est pas possible de faire les totaux des éléments figurant au tableau ci-dessus, car ils représentent des produits effectifs pour les émissions de valeurs à revenu fixe et des capitaux nominaux pour les actions.

Le montant total des émissions de valeurs françaises sur le marché français semble cependant avoir été, en 1928, environ dix fois plus élevé qu'avant la guerre. Mais si on mettait à part les emprunts de l'État, qui ne constituent que pour une faible part, un emploi de l'épargne directement productif, on obtiendrait un coefficient de majoration sensiblement inférieur. En ce qui concerne les actions, grâce à la multiplication des émissions qui s'est produite dans les derniers mois, le montant des placements apparaît près de 9 fois plus considérable,

en 1928, que dans les années précédant la guerre. Pour les obligations, au contraire, le montant des émissions n'atteint pas le quintuple de ce qu'il était en 1913.

Les habitudes spéculatives nées de l'inflation sont loin d'avoir disparu depuis la stabilisation et, à la faveur des récentes hausses boursières, le public continue à marquer sa prédilection pour les valeurs à revenu variable, tandis que certaines préventions subsistent à l'égard des obligations. De leur côté, les émetteurs éventuels d'obligations, espérant une baisse plus accentuée du taux de l'intérêt, restent encore sur une certaine réserve.

Un élément qui peut venir fausser les comparaisons avec les années précédant la guerre résulte des investissements intérieurs aux entreprises dont on ne peut aucunement évaluer l'importance. Il est possible qu'à l'heure actuelle un assez grand nombre de sociétés, restreignant leurs répartitions, affectent au développement de leur outillage et de leur fonds de roulement une portion de leurs bénéfices plus importante qu'avant la gurere.

Il faut considérer, d'autre part, que l'année 1928 a été marquée par des rapatriements importants de capitaux français qui avaient émigré dans la période d'inflation. Au cours des années 1924, 1925 et 1926, l'épargne apparente de la France avait été fortement diminuée par ces exportations clandestines. En 1928, au contraire, une fraction importante des émissions nouvelles a été couverte par des capitaux rapatriés qu'il n'est pas possible de distinguer de ceux réellement épargnés dans l'année.

A côté, d'ailleurs des capitaux français ainsi réintroduits en France, des capitaux étrangers importants ont été investis, ces derniers temps, en valeurs mobilières françaises.

***

Dans tout ce qui précède, nous n'avons envisagé que les émissions sur le marché français de valeurs françaises. Or, avant la guerre, les capitalistes français investissaient une part importante de leurs disponibilités en fonds d'Etat et titres industriels étrangers. D'après les évaluations faites, pour 1912, par M. Alfred Neymarck, le montant des valeurs étrangères comprises dans le portefeuille français s'élevait à 40 milliard (fonds d'Etat, 30 milliards; autres valeurs, 10 milliards), dépassant le tiers de la fortune mobilière totale française estimée à 115 milliards.

Ces placements extérieurs que certains déploraient, en parlant de « désertion », voire de « trahison » des capitaux, se justifiaient par l'application d'un des principes fondamentaux qui doivent présider à la gestion des portefeuilles, celui de la division des risques. D'autre part, des participations françaises bien choisies dans les entreprises des autres pays ont l'avantage de mettre à la disposition de la nation une réserve de change qui peut, en certains cas, lui être fort précieuse. Ainsi, au cours de la guerre et jusqu'en 1920, une fraction notable de notre portefeuille étranger fut réalisée. Malheureusement, une partie encore plus importante de ce portefeuille fut à peu près anéantie du fait de la guerre, de la révolution russe et de l'inflation dans les Etats centraux et balkaniques.

Depuis la guerre, diverses mesures législatives ont considérablement réduit les émissions ou introductions de valeurs étrangères en France. La loi du 3 avril 1918, prohibant l'exportation des capitaux, avait interdit l'importation en France de tous titres étrangers, sauf autorisation spéciale accordée par le ministre des Finances. D'autre part, l'article 32 de la loi de finances du 31 décembre 1920 a maintenu pour « l'émission, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France des effets publics émis par les gouvernements étrangers, ainsi que des titres, quels qu'ils soient, de villes, corporations et sociétés étrangères » le régime restrictif que la loi du 31 mai 1916 avait institué pour toutes les collectivités et sociétés, aussi bien françaises qu'étrangères. Un décret du 10 janvier 1928 a suspendu l'application de la loi du 3 avril 1918, mais la loi de 1920 reste, à l'heure actuelle, toujours en vigueur.

Au cours des dernières années le nombre des emprunts par souscription publique contractés en France par des gouvernements étrangers a été très restreint. En 1923 cependant le montant des émissions de cette catégorie s'est élevé à 740 millions de francs (emprunt roumain 4 % 1922; emprunt autrichien, 6 1/2 %; emprunt extérieur belge 6 1/2 %). Depuis, on note seulement les tranches françaises de l'emprunt extérieur allemand 7 % 1924 (235 millions de francs), de l'emprunt de stabilisation polonais 1927 (46 millions) et de l'emprunt bulgare 1928 (128 millions). Signalons en outre le placement récent de 220.000 obligations de l'emprunt roumain de stabilisation, dont le montant effectif s'élève à 517 millions de francs.

En ce qui concerne les émissions de sociétés étrangères, il est malaisé de se rendre compte des sommes placées en France. En effet, les sociétés autorisées à introduire des titres sur le marché français sont bien soumises à l'obligation de l'insertion au *Bulletin des Annonces Légales*, avant toute autre mesure de publicité, mais il n'est pas toujours possible de reconnaître quelle part de l'émission annoncée est effectivement destinée au marché français. Quoiqu'il en soit, depuis la fin de la guerre, le nombre des sociétés étrangères ayant inséré des notices au *B. A. L. O.* est très restreint; une dizaine par an en moyenne, alors qu'il s'est élevé à 190 pour l'année moyenne de la période 1907-1913.

Les placements français en valeurs étrangères, sous une forme visible et licite, ont donc été, ces dernières années, très peu importants. C'est par des procédés détournés et dissimulés que, depuis 1924, de nombreux Français, voulant fuir les risques d'inflation et échapper aux exigences croissantes du fisc, ont fait passer la frontière à leurs capitaux, achetant par exemple, des valeurs à change qu'ils laissaient en dépôt dans des banques étrangères. Les sommes ainsi investies à l'étranger échappent à toute mesure précise. Cependant l'étude de la balance des comptes de la France, par l'excédent de crédits que font apparaître les éléments susceptibles d'une détermination directe, permet d'estimer l'ordre de grandeur des exportations de capitaux. C'est ainsi que M. Pierre Meynial a évalué à 40 milliards de francs environ le montant des capitaux exportés au cours des trois années 1924, 1925 et 1926.

Les fonds fugitifs ont parfois, d'ailleurs, retrouvé, dans leur exil, des possibilités de placements en valeurs nationales : les émissions francaises à l'étranger ont atteint, en effet, 1.500 millions de francs en 1926 et 2 milliards en 1927, la

majeure partie de ces capitaux ayant été empruntée par les grands réseaux de chemins de fer.

A l'heure actuelle, la France est revenue à une situation financière et monétaire normale; l'État cesse d'absorber une partie notable des fonds en quête d'emploi, il va, au contraire, par le jeu de l'amortissement du Trésor et de la Caisse autonome, rendre disponibles des masses importantes de capitaux. Il est donc naturel que l'épargne française se dirige, comme avant la guerre, simultanément vers des investissements intérieurs et extérieurs. Mais parmi les placements qui se présentent aux capitalistes français, il est nécessaire d'opérer un choix et de proscrire les affaires hasardeuses. Pour favoriser cette sélection, en ce qui concerne les valeurs étrangères, il faut espérer que le régime des valeurs mobilières étrangères en France sera prochainement amélioré, de manière à ramener au marché de Paris les titres de premier ordre qui en sont actuellement détournés par des prélèvements fiscaux exagérés. Cette réforme n'est d'ailleurs qu'une partie de l'ensemble de modifications que beaucoup voudraient voir apporter au régime fiscal des valeurs mobilières en France. Mais cette question, fort complexe, sortirait du cadre de la présente étude.

Henri Ulmer.