

1838|2011

DES OBLIGATIONS  
POUR CENTENAIRES

PAR PIERRE-CYRILLE HAUTCŒUR\*

L'essor des compagnies de chemin de fer privées au XIX<sup>e</sup> siècle a fait émerger les emprunts à très longue maturité. Un mode de financement très rare aujourd'hui.

GdF Suez a annoncé récemment avoir réalisé « la première émission d'obligations à cent ans jamais réalisée sur le marché euros ». De fait, rares sont les émissions dont la maturité dépasse trente ans. S'agit-il donc d'une révolution ? Est-ce une bonne idée ? Nouveautés aujourd'hui, les maturités longues étaient la norme au XIX<sup>e</sup>, notamment pour la dette publique, actif financier dominant durant tout le siècle. Pour des raisons historiques, celle-ci était en général perpétuelle. Comme le principal n'était pas remboursé,

ce contrat sortait de la catégorie juridique et religieuse du crédit, ce qui a permis à la papauté de l'autoriser à partir du XIV<sup>e</sup> siècle.

Un véritable marché obligataire privé, échappant à l'intermédiation coûteuse des notaires, naît après 1830 avec le développement des compagnies de chemin de fer. Avant d'encaisser le moindre revenu, celles-ci doivent construire des réseaux coûteux qui constituent de bonnes garanties pour les prêteurs. Si les fondateurs des premières compagnies – des industriels du bassin minier de la Loire – investissaient en fonds propres dans un objectif industriel, les financiers voulaient, eux, bénéficier d'un effet de levier. Pionnière, la Compagnie du chemin de fer de Paris à Saint-Germain émet, en 1838, 8 000 obligations de 1 000 francs à vingt ans au prix

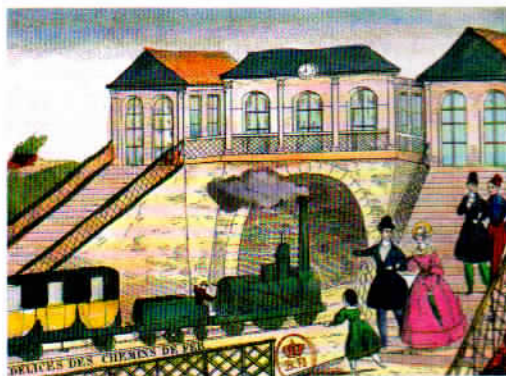
de 1 120 francs, remboursables à 1 250 francs et payant 50 francs de coupon annuel (soit un taux actuariel de 4,8%). C'est la première émission organisée par la haute banque parisienne, à l'initiative des frères Pereire. Bientôt, les fonds empruntés représenteront couramment quatre à cinq fois les fonds propres.

Leurs montants s'accroissent après la loi de 1841 qui définit les grandes lignes du réseau, et la maturité atteint parfois quatre-vingts ans. Avec la crise de 1847 et la Révolution de 1848, les cours baissent et les émissions se raréfient. Le Second Empire rassure les épargnants par l'octroi de garanties sur les intérêts et en obtenant de la Banque de France l'ouverture d'avances sur les obligations de chemins de fer. Une phase de consolidation suit : des montants élevés sont émis



1837

Inauguration de la ligne Paris-Saint-Germain-en-Laye, concédée le 9 juillet 1835. Longue de moins de 20 km, elle a été construite par l'ingénieur Eugène Flachat à l'initiative des frères Pereire (photos : Emile, à gauche, et Isaac).



1838

Premier emprunt obligataire par la Compagnie de chemin de fer de Paris à Saint-Germain (gravure : la ligne vers 1840). Il porte sur 8 000 obligations d'une durée de vingt ans.



1840

Octroi par l'Etat de la première garantie d'intérêt à un emprunt de la Compagnie de chemin de fer de Paris à Orléans. En 1842, la loi Guizot confie à l'Etat la prise en charge des infrastructures. Illustration : la gare d'Orléans, quai d'Orsay, à Paris.

pour permettre tant les fusions entre compagnies constituant les grands réseaux régionaux que leur développement. Ainsi, dès 1852, la Compagnie du Nord emprunte 183 millions à soixante-quinze ans. Peu après la Paris-Strasbourg inaugure les émissions à quatre-vingt-dix-neuf ans destinées à devenir la norme des grandes compagnies.

De 1852 à 1870, les obligations de chemins de fer deviennent le principal instrument du marché financier parisien – et londonien. Les montants émis représentent en moyenne 1% du PIB par an, plus qu'aujourd'hui si l'on considère les émissions nettes de remboursements. A partir des années 1860, les obligations privées contribuent à environ un tiers de la capitalisation boursière de la place de Paris, devançant les actions et même, après 1890, la dette publique. En 1900, les obligations privées non financières équivalent à 65% du PIB, contre 8% aujourd'hui dans la zone euro. Selon Amir Rezaee, chercheur en histoire de la finance, seules 40% des centaines d'émissions cotées en Bourse ont alors une maturité inférieure à soixante-quinze ans, et 20% dépassent les quatre-vingt-quinze ans.

Pourquoi les entreprises émettaient-elles si long terme au XIX<sup>e</sup> siècle? La première raison est d'ordre technique. A partir du Second Empire, la durée habituelle des concessions de chemins de fer est de quatre-vingt-dix-

neuf ans. Comme celles-ci octroient un monopole local, elles garantissent en partie les revenus des compagnies. Leur durée et stabilité sont donc cruciales pour l'épargnant, mais aussi un obstacle à la concurrence.

### Les émissions se raréfient à partir de 1914

La deuxième raison réside dans le bas niveau des taux d'intérêt de l'époque. En effet, l'allongement de la maturité permet de réduire davantage les annuités lorsque le taux d'intérêt est faible que lorsqu'il est élevé. Au XIX<sup>e</sup> siècle, les taux payés par les bons emprunteurs privés sont de l'ordre de 5% vers 1850, inférieurs à 4% en 1900 (aujourd'hui, GdF Suez paye 5,95%). Les taux bas de l'époque s'expliquent par une fiscalité minime et la protection contre l'inflation fournie par l'étalon-or. Au XX<sup>e</sup> siècle, quand les taux augmentent du fait des guerres et des poussées inflationnistes, les maturités se réduisent. Les émissions à plus de trente ans se raréfient à partir de 1914. Aujourd'hui, l'objectif de la BCE est (à juste titre) une inflation modérée mais pas nulle et, en cas de crise majeure, l'inflation serait préférée à la déflation, ce qui rend les émissions à long terme incertaines pour le souscripteur.

D'autres facteurs s'ajoutent au succès des obligations au XIX<sup>e</sup> siècle. Leur simplicité permet à des millions d'épargnants modestes de les acquérir directement pour préparer leur

retraite. Les banques paient les coupons au porteur, ce qui assure une grande discrétion sur les patrimoines. La cotation des obligations à la Bourse garantit la transparence des cours et la sécurité des transactions même à de petits épargnants, à la différence du marché interbancaire dominant aujourd'hui.

Le marché obligataire est ainsi le lieu d'une alliance durable entre l'Etat et les classes moyennes qui sont assurées, tant par les politiques monétaire et budgétaire que par les dispositifs plus spécifiques mentionnés précédemment, de revenus réguliers. Au XX<sup>e</sup> siècle, la ruine des rentiers par l'inflation et le développement consécutif des systèmes de retraite par répartition ont bouleversé cette alliance mais réduit les inégalités. Un nouveau pacte politique garantissant les droits des rentiers du capital sans réduire ceux des rentiers sociaux – en général plus modestes – serait la condition d'un succès durable des titres de longue maturité, mais il ne semble pas près d'être défini. Faute de cela, les obligations à long terme risquent surtout de révéler un désir de reporter sur le futur un endettement croissant – public et privé – au prix de taux d'intérêt trop élevés pour être soutenables. Ce qui peut déboucher sur une alternative désagréable entre inflation et défaut de paiement. ■

\* Directeur des études à l'EHESS et professeur à l'Ecole d'économie de Paris.



1852

Inauguration de la voie ferrée Paris-Strasbourg. La compagnie est la première à lancer une émission à quatre-vingt-dix-neuf ans. Ci-dessus, la gare de Strasbourg, aujourd'hui gare de l'Est.



1910

La loi du 5 avril institue une « retraite de vieillesse » par capitalisation pour les ouvriers et les paysans.



1914

Début de la longue inflation du XX<sup>e</sup> siècle.



1945

Création de la Sécurité sociale et mise en place d'une assurance vieillesse pour tous les salariés : c'est le début de la retraite par répartition.