



HAL
open science

Crise financière et choc institutionnel : une comparaison des crises anglaise de 1866 et thaïlandaise de 1997

David Foucaud

► **To cite this version:**

David Foucaud. Crise financière et choc institutionnel : une comparaison des crises anglaise de 1866 et thaïlandaise de 1997. domain_other. Université Paris VIII Vincennes-Saint Denis, 2006. Français. NNT: . tel-00174116

HAL Id: tel-00174116

<https://theses.hal.science/tel-00174116>

Submitted on 21 Sep 2007

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITE PARIS 8 – VINCENNES – SAINT-DENIS

U. F. R. 11 : ECONOMIE, GESTION, AES

N° attribué par la bibliothèque

□□□□□□□□□□

CRISE FINANCIÈRE ET CHOC INSTITUTIONNEL :
UNE COMPARAISON
DES CRISES ANGLAISE DE 1866 ET THAÏLANDAISE DE 1997

THESE POUR L'OBTENTION DU GRADE DE
DOCTEUR EN SCIENCES ÉCONOMIQUES DE L'UNIVERSITE PARIS 8

PRESENTEE ET SOUTENUE PUBLIQUEMENT LE 6 DECEMBRE 2006 PAR

DAVID FOUCAUD

DIRECTEUR DE RECHERCHE M. GHISLAIN DELEPLACE, PROFESSEUR A L'UNIVERSITE PARIS 8

JURY M. FRANÇOIS FOURQUET, PROFESSEUR A L'UNIVERSITE PARIS 8

M. PIERRE-CYRILLE HAUTCOEUR, DIRECTEUR D'ETUDES A L'EHESS (PSE), RAPPORTEUR

MME ESTHER JEFFERS, MAITRE DE CONFERENCES A L'UNIVERSITE PARIS 8

M. DOMINIQUE PLIHON, PROFESSEUR A L'UNIVERSITE PARIS 13

M. PHILIPPE SAUCIER, PROFESSEUR A L'UNIVERSITE D'ORLEANS, RAPPORTEUR

L'Université Paris 8 n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

REMERCIEMENTS

J'exprime ma profonde gratitude au Professeur Ghislain Deleplace sans qui cette thèse n'aurait jamais atteint le résultat présent. Son suivi très régulier et très efficace m'a permis d'approfondir l'analyse de ces deux crises et d'en tirer – je l'espère – des éléments de compréhension. Enfin, ses critiques et remarques, toujours empreintes d'une grande rigueur scientifique et de fortes exigences intellectuelles, m'ont obligé à préciser ma pensée et à valider – ou non – mes hypothèses. Ce fut une direction d'une grande qualité.

Ont également été importants dans l'amélioration de mon travail les différents rapporteurs qui m'ont apporté des éléments de critique lors de mes présentations dans les colloques ou les journées d'études. Je pense notamment à Jérôme de Boyer, Sylvie Diatkine ou François Fourquet.

Enfin, je pense également à Marie-Thérèse Boyer-Xambeu qui fut, en quelque sorte, à l'origine de l'objet de cette thèse. Quand, au début de mon DEA à Paris 7, je lui précisais mon intention d'étudier une crise financière dans le cadre de mon mémoire, elle me mit sur la piste de la crise anglaise de 1866, « qui n'était pas vraiment comprise par les économistes ». C'était il y a tout juste cinq ans.

Le Laboratoire d'Economie Dionysien – Equipe Pensée Économique et Economie Historique (LED-EPEH) – m'a fait bénéficier d'un environnement de recherche favorable et m'a soutenu dans mon apprentissage de chercheur en économie.

Je remercie aussi les enseignants de l'Université Paris 7 pour m'avoir fait confiance en me chargeant d'animer des travaux dirigés : Philippe Moati, Bernard Chavance et Eric Magnin.

Un merci à Claire qui m'a incité à mieux justifier la comparaison des crises. Enfin, je remercie tous les membres de ma famille qui m'ont aidé, notamment pour le fastidieux travail de relecture, ou encouragé à un moment ou à un autre de cette entreprise de longue haleine : mon père, ma mère... Au quotidien, ma femme Quynh Chi me fut d'un grand soutien en me remettant dans le droit chemin lorsque ma motivation faiblissait.

SOMMAIRE

CRISE FINANCIÈRE ET CHOC INSTITUTIONNEL : UNE COMPARAISON DES CRISES ANGLAISE DE 1866 ET THAÏLANDAISE DE 1997

INTRODUCTION GENERALE	5
PREMIERE PARTIE : LA CRISE ANGLAISE DE 1866.....	23
INTRODUCTION DE LA PREMIERE PARTIE	24
CHAPITRE 1 - LA CRISE ANGLAISE DE 1866 NE S'EXPLIQUE PAS COMME CELLES DE 1847 ET 1857 PAR UN CHOC REEL	25
CHAPITRE 2 - LA LOI DE 1862 : UN CHOC INSTITUTIONNEL A L'ORIGINE DE LA CRISE ANGLAISE DE 1866	65
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE.....	120
SECONDE PARTIE : LA CRISE THAÏLANDAISE DE 1997.....	124
INTRODUCTION DE LA SECONDE PARTIE	125
CHAPITRE 3 - MODELES DE CRISES DE CHANGE ET CHOC INSTITUTIONNEL.....	126
CHAPITRE 4 - LA CRISE DE SOLVABILITE DES SOCIETES FINANCIERES	164
CHAPITRE 5 - LA CRISE DE LIQUIDITE EXTERNE DES BANQUES COMMERCIALES	198
CONCLUSION DE LA SECONDE PARTIE.....	231
CONCLUSION GENERALE : UNE SEQUENCE SPECIFIQUE DE CRISE FINANCIÈRE.....	237
ANNEXES.....	264
BIBLIOGRAPHIE	270
TABLES ET INDEX.....	286

INTRODUCTION GENERALE

Le retour des crises financières internationales, à la fin du XXème siècle, notamment avec la crise mexicaine de 1994 puis la crise asiatique de 1997, a engendré une forme de recherche en économie dont l'objectif est de comparer ces crises à d'autres beaucoup plus anciennes. Ces travaux, dont le nombre est encore relativement restreint, tentent de donner un éclairage original sur les crises contemporaines à travers une mise en perspective historique. Dans cette optique, les événements du passé servent à améliorer la compréhension du présent.

Deux raisons majeures peuvent être invoquées pour expliquer l'apparition de ce type de recherche comparative. D'une part, la multiplication des crises dans la période récente et la nécessité de les expliquer ont conduit les économistes à développer des outils nouveaux ; cette méthode en étant un, en complémentarité de ceux éprouvés de longue date, comme la modélisation. D'autre part, le caractère inédit de la crise asiatique de 1997 a appelé la mobilisation d'explications originales, les théories plus anciennes ne permettant pas toujours de la comprendre dans tous ses aspects.

Les méthodes d'analyse des crises financières : développer des modèles, déterminer des indicateurs avancés de crises, faire des études descriptives ou regarder « dans le rétroviseur de l'Histoire »

Rajan [2001] rappelle que la crise asiatique de 1997 et celles qui l'ont suivie ont provoqué un nombre important de travaux théoriques et empiriques. Cette littérature est structurable en trois catégories. La première regroupe les travaux empiriques visant à développer des indicateurs avancés des crises bancaire et de change. La deuxième est composée de théories modélisant les particularités de ces crises (garanties gouvernementales, rôle du secteur financier dans les économies émergentes, par exemple). Enfin, la troisième est

constituée par les études descriptives de la crise asiatique ou, plus spécifiquement, d'un pays touché. Chacune de ces orientations présente des inconvénients. Quand la crise asiatique est analysée dans son ensemble, les particularités nationales sont gommées. Inversement, les études par pays sont critiquables car elles ne sont pas nécessairement reliées aux théories des crises de change. Concernant les développements théoriques dans le champ des crises financières, il semble que, régulièrement, une crise impose un nouveau modèle, limitant dans la durée la capacité explicative de ces théories. La crise asiatique a engendré la troisième génération de modèles de crise et l'on parle même d'une quatrième génération pour le krach lent subi par les Etats-Unis après 2001 [Boyer, Dehove et Plihon, 2005]. Cette approche se traduit par une course sans fin entre les crises et les modélisations. En conséquence, la science économique donne l'impression de produire « des générations de modèles qui semblent toujours en retard d'une crise » [Cartapanis, 2004, p. 274].

Cependant, dans la structuration de la littérature effectuée par Rajan [2001], une catégorie est éludée. Cette autre méthode consiste à proposer une grille de lecture constituée à partir d'un historique le plus vaste possible des crises passées. En se fondant sur l'existence de travaux d'histoire financière, c'est ce que suggèrent, parmi d'autres solutions pour comprendre les crises financières, Boyer, Dehove et Plihon [2004, p. 162], dans le rapport n°50 du Conseil d'Analyse Economique. Constatant que les modèles successifs ont un faible pouvoir prédictif, certains ne pouvant par exemple pas être testés du fait de leurs hypothèses, les auteurs préconisent, entre autres, de « détecter les crises financières dans le rétroviseur de l'Histoire ». Il ne s'agit pas seulement de raisonner sur quelques années – horizon des acteurs intervenant sur les marchés financiers – mais de proposer une analyse sur plusieurs dizaines voire centaines d'années. On pourrait ainsi isoler des séquences typiques qui constitueraient des invariants et développer des instruments pour mieux les repérer. Cette méthode consiste à opérer une mise en perspective des crises financières sur un temps très long. Ces travaux fondés sur des comparaisons de crises récentes à d'autres plus anciennes correspondent bien à cet intérêt d'utiliser l'Histoire afin d'identifier des séquences conduisant à des crises financières.

Les travaux visant à comparer les crises contemporaines à des crises anciennes

Plusieurs types de travaux d'inspirations théoriques diverses tentent de comparer les crises contemporaines – celles de la fin du XX^{ème} siècle – à des crises plus anciennes – celles de la période de l'étalon-or, de l'entre-deux-guerres ou encore de la période de Bretton-

Woods. Une grande partie de ces analyses comparatives est postérieure à la crise asiatique. Sans prétendre présenter l'ensemble des travaux existant dans ce domaine de recherche, nous pouvons souligner que plusieurs approches sont possibles : une *méthode qualitative* visant à comparer un nombre réduit de crises anciennes et contemporaines, une *méthode quantitative* par laquelle est étudiée la fréquence de différents types de crise (bancaire, monétaire ou jumelles), une *approche théorique* qui cherche à isoler des séquences récurrentes.¹

Eichengreen [1999], un des premiers à développer ce type d'analyse, compare deux crises financières distantes d'un siècle : la crise argentine de 1890 (qui a provoqué une quasi-faillite de la banque anglaise Baring) et la crise mexicaine de 1994. Il veut nuancer une opinion communément admise selon laquelle la crise mexicaine est la première du XXIème siècle. Son argument pour justifier une telle comparaison tient dans le fait que ces deux événements de l'histoire financière ont de multiples points communs, même s'il reconnaît que des différences existent. Par ailleurs, Eichengreen soutient qu'une bonne compréhension de cette crise ancienne peut aider à formuler une opinion sur les causes et les conséquences des crises financières modernes. Sans entrer dans les détails de son analyse, il convient de préciser qu'il la déroule selon neuf axes : les flux de capitaux, le rôle de la finance internationale, l'investissement privé et les garanties publiques, les finances publiques, les banques d'Etat, la consommation et l'investissement, le taux de change et la politique monétaire, l'arrivée de la crise et les conséquences de la crise. Il est alors pertinent de comparer deux crises si l'on en précise bien les points communs et les différences et si l'on peut tirer des enseignements généraux de cet exercice.

Delargy et Goodhart [1999], dans une approche plus étendue que celle de Eichengreen [1999] mais toujours de nature qualitative, proposent une comparaison des crises de la période d'étalon-or (avant 1914) et de la crise asiatique de 1997². Ils y étudient principalement les crises de 1873 (Autriche, Etats-Unis), 1890 (Argentine, Etats-Unis), 1893 (Australie, Italie, Etats-Unis) et 1907 (Italie, Etats-Unis), qu'ils mettent en regard des crises des différents pays touchés en Asie en 1997-1998. Pour justifier ce type d'approche fondé sur une mise en perspective historique de nature comparative, les auteurs font remarquer que les crises financières du XXème siècle ont très souvent eu comme cause une expansion massive du crédit dans le secteur public durant des décennies. Inversement, d'après eux, la crise asiatique, prenant ses racines dans l'expansion du crédit au secteur privé, ne peut s'expliquer de la sorte,

¹ Les travaux seront brièvement présentés dans cette introduction et davantage détaillés dans la première partie de la conclusion générale.

² Ici nous utilisons la version « longue » de cette étude. Il en existe une version courte : Goodhart et Delargy [1998].

ce qui la rend plus proche des crises de la période antérieure à 1914. D'autres facteurs sont identiques : le développement rapide des pays émergents qui induit des flux de capitaux générant des hausses de prix des actifs, les liens entre le boom de la propriété et des systèmes bancaires fragiles dans les pays émergents, des éléments de contagion financière. La période pré-1914 avait ces mêmes caractéristiques : c'est pour cette raison qu'il est pertinent d'effectuer ce type de comparaison. Les auteurs analysent les différences entre les régimes monétaires et en tirent des conclusions quant aux possibilités de stabilisation, puis de retour à l'équilibre initial.

Eichengreen et Bordo [2001], dans une analyse de la mondialisation en perspective longue, s'interrogent sur ce qui peut être retenu de la dernière ère de la finance globale, à la fin du XIX^{ème} siècle et au début du XX^{ème} siècle. En allant au-delà de l'observation de Delargy et Goodhart [1999] selon laquelle la crise asiatique rappelle les crises de la période précédente de mondialisation sur plusieurs points (implication du secteur privé, importance des flux internationaux de capitaux ...), les auteurs tentent d'élargir ces recherches en considérant un nombre de crises nettement plus élevé. Dans une analyse de type quantitatif, ils présentent 32 crises (bancaires, de change, ou mixtes) de la période antérieure à 1914 et les comparent avec celles de la période suivant la seconde guerre mondiale. Quant à la partie qualitative de leur étude, elle est limitée à l'analyse de la crise argentine de 1890-1891, « un épisode qui a des particularités révélant des parallèles avec les années 1990 ». D'un point de vue méthodologique, cette approche combine deux méthodes distinctes, même si elle reste principalement quantitative.

Boyer, Dehove et Plihon [2005], dans une publication visant à mettre en perspective les crises financières contemporaines, mobilisent les analyses quantitatives de Bordo et *alii* [2001] et de Boucher [2003] pour montrer la multiplication des crises dans la période contemporaine. Mais, reconnaissant que chaque nouvelle crise (ou presque) provoque une nouvelle série de travaux, parce que chacune est unique et ne peut être correctement comprise qu'une fois déclenchée, les auteurs préconisent une autre stratégie, qu'ils jugent plus efficace d'un point de vue opérationnel : il s'agit de mettre à jour « un petit nombre de mécanismes dont on trouve trace, en des proportions variables, dans l'ensemble des crises financières ». Ce type d'analyse vise à faire ressortir des tendances sur une base historique de longue durée. Il s'agit donc d'isoler un certain nombre de faits stylisés que l'on retrouve dans chacune des crises avec plus ou moins d'importance. On comprend immédiatement l'intérêt de ce type d'analyse : au lieu d'expliquer la crise *ex post*, il devient possible de prévoir – ou, au moins,

de mettre en garde contre – une situation porteuse de risques, ce qui revient à anticiper les crises et donc à agir *ex ante*. Sans être de nature comparative, comme les trois travaux précédemment décrits, cette recherche mobilise cette approche pour proposer un angle d'étude original des crises.

Une grande partie de ces travaux est postérieure à la crise asiatique de 1997 puisque celle-ci en est pour beaucoup à l'origine. Cette crise est également importante pour l'évolution récente de la science économique dans la mesure où elle a engendré un renouvellement profond de la littérature relative aux crises financières.

La crise asiatique de 1997 et le renouveau de la littérature sur les crises financières : une prise en compte des facteurs institutionnels

La crise thaïlandaise, et plus généralement la crise asiatique, par l'ampleur et l'originalité de leurs causes et de leur déroulement, ont provoqué un renouveau de la théorie économique relative aux crises financières internationales, essentiellement du fait de l'incapacité à expliquer cette crise à partir des modèles déjà existants. Ces nouvelles théories sont qualifiées de modèles de troisième génération, ou de modèles inter-générationnels. Leur principe consiste à regrouper des séquences de crises bancaires et de crises de change.

Avant la crise asiatique, deux séries de modèles existaient pour expliquer les crises de change. Cette littérature fut initiée à la fin des années 1970 sous l'impulsion de Krugman [1979], qui voulait modéliser les crises de balance des paiements consécutives à l'utilisation de politiques macroéconomiques inadaptées. D'après cette littérature, les contraintes budgétaire et monétaire imposées par le régime de change fixe ne sont pas respectées par les autorités, si bien que les réserves censées permettre le maintien de la fixité du change deviennent insuffisantes. Comme les spéculateurs ont connaissance de cette information, ils lancent des attaques sur la monnaie. Une des principales caractéristiques de ces modèles est le déterminisme de la séquence : des attaques spéculatives se produisent car l'arrivée de la crise est certaine. Les attaques ne font que rapprocher le moment où la crise se produit. Dans ce type de modèle, la crise résulte d'une contradiction *objective* entre deux aspects *macroéconomiques* : le déficit des paiements courants et la fixité du change.

La crise du Système monétaire européen a marqué un tournant dans la littérature sur les crises de change : elle n'était pas explicable par les modèles de première génération [Obstfeld, 1994 ; Eichengreen et Wyplosz, 1994]. Les modèles de deuxième génération reposent alors

sur la perception *subjective* d'une contradiction entre deux aspects *macroéconomiques* : le soutien à la croissance et la fixité du change. La notion d'équilibres multiples est la principale nouveauté de ce type de modèle. A une situation économique donnée peuvent correspondre plusieurs équilibres différents. Des sauts entre ces différents équilibres potentiels interviennent en fonction des anticipations des acteurs de marché. Les motivations des spéculateurs pour attaquer une monnaie ne se fondent plus seulement sur l'observation objective des variables macroéconomiques habituelles (monétaires ou budgétaires) mais incluent d'autres types de facteurs comme le niveau du chômage et les politiques pour l'emploi. Le maintien de la fixité du change est évalué à l'aune d'un panel de variables beaucoup plus large, ce qui rend d'ailleurs difficile l'évaluation empirique de cette théorie. En outre, la décision d'attaquer une monnaie peut être prise sans modification *ex ante* des fondamentaux : un simple retournement des opinions à l'égard d'un pays suffit à faire basculer du *statu quo* à l'attaque.

La crise asiatique n'est pas explicable par ces deux premières générations de modèles [Cartapanis, 2004, p. 276]. Même si certains pays connaissaient des situations sensiblement défavorables, il semble que les variables macroéconomiques n'étaient plus au centre de l'analyse, rendant alors peu opérants les modèles de première et deuxième générations. En outre, ces modèles ne tenaient pas compte des facteurs institutionnels, tels que la nature du système bancaire et financier.

La crise asiatique a donc engendré une littérature volumineuse fondée sur le développement d'un nouvel ensemble théorique (pas forcément unifié). Le principal clivage structurant cette nouvelle littérature est constitué par les causes trouvées à la crise asiatique : certains modèles mettent en avant une crise de liquidité bancaire externe résultant d'une panique des créanciers étrangers [Radelet et Sachs, 1998] tandis que d'autres invoquent des fragilités bancaires internes concomitantes à une dégradation des fondamentaux [Corsetti, Pesenti et Roubini, 1998a]. Pour les premiers, les pays asiatiques subirent un *run* externe provoqué par la panique des investisseurs étrangers. Les fondamentaux économiques ne sont pas remis en cause et c'est l'illiquidité d'origine externe, provoquée par le reflux des capitaux étrangers, qui est la cause de la crise asiatique. Les banquiers étrangers, dans un mouvement de panique lié à une coordination défectueuse, décidèrent simultanément de ne pas renouveler leurs prêts. Les autres modèles, tout en reconnaissant l'existence d'un *run*, soulignent davantage la vulnérabilité des économies asiatiques, plus spécifiquement dans le domaine

bancaire. Le retrait des capitaux étrangers est interprété comme la conséquence de la dégradation des conditions internes.

En réalité, ces deux types de modèles ne se focalisent pas sur le même temps dans le déroulement de la crise et c'est pour cette raison qu'ils sont souvent mis en opposition. Même si chacun reconnaît l'existence d'un *run* ou de vulnérabilités internes, ce n'est pas dans une mesure identique. Tandis que les premiers supposent que la crise asiatique débute en 1997 avec le reflux des capitaux étrangers, les autres mettent en avant des facteurs structurels présents pendant une période plus longue. Il peut très bien exister un *run* international touchant des pays vulnérables depuis un certain nombre d'années. Les tenants de la crise de liquidité d'origine externe identifient seulement une cause qui a brutalement réduit la confiance des étrangers dans une économie.

Pour réconcilier ces deux approches, nous pouvons faire appel à Kindleberger [1994, p. 143] qui, à propos des crises financières, identifie systématiquement deux causes : la *causa remota*, qui « est la spéculation et l'étendue du crédit », et la *causa proxima* naissant « de n'importe quel incident qui écorne la confiance dans le système conduit les gens à envisager une possibilité de faillite, et les pousse à liquider leurs positions sur les biens, les actions, l'immobilier, les lettres de change, les billets à ordre, les devises étrangères ». Enfin, « la *causa proxima* peut être banale : une faillite, un suicide, une fuite à l'étranger, une révélation, un crédit refusé, une personne en vue qui change d'opinion et se désengage ». A partir de cet incident, un processus auto-entretenu s'installe, caractérisé notamment par une chute des prix des actifs, des renversements d'anticipation... De même Sgard [2002, p. 36] estime qu'il n'y a « pas lieu de donner une importance majeure à l'opposition entre d'une part les analyses de la crise en Asie qui soulignent les faiblesses structurelles des économies, au plan microéconomique [...] et, de l'autre, celles qui insistent sur la dimension de panique autoréalisatrice [...] ».

Selon nous, cette nouvelle série de modèles, au-delà des oppositions quant aux causes trouvées à la crise, propose des pistes essentielles pour comprendre la crise asiatique. Trois enseignements peuvent être tirés de l'analyse de cette littérature. Premièrement, ces théories imposent de prendre en compte les facteurs institutionnels ayant concouru au déclenchement de la crise, comme la structure des systèmes bancaires et financiers ou les mécanismes de libéralisation financière. Deuxièmement, parler de *la crise asiatique* comme les particularités nationales et renvoie l'image d'une seule et même crise pour l'ensemble des pays. Troisièmement, en analysant le cas thaïlandais, il apparaît une importance des acteurs

financiers non bancaires (les sociétés financières) mais leur rôle n'est pas suffisamment précisé dans la genèse de la crise. Ce point est spécifique à la Thaïlande ; il ne se retrouve pas pour les autres pays touchés.

Un rôle particulier des acteurs financiers non bancaires dans la crise thaïlandaise de 1997

Rajan [2001], en s'interrogeant sur les raisons de s'intéresser à la Thaïlande, avance deux points. La dévaluation du baht est considérée comme le début de la crise asiatique, ce qui fait de ce pays un cas particulier dans la mesure où il ne fut pas atteint par un processus de contagion. En effet, la crise asiatique, comme celle du Système monétaire européen, fut marquée par un processus de contagion régionale [Desthieux et Saucier, 2002]. Par ailleurs, comme ce pays fut le premier à être touché, il existe un débat pour déterminer si les fondamentaux étaient en jeu ou s'il s'agissait d'un *run* international. En outre, nous pouvons avancer un autre facteur qui semble justifier l'étude de ce pays. Un aspect de la crise thaïlandaise de 1997 a régulièrement été évoqué mais peu expliqué : l'existence d'une profonde divergence entre le comportement des sociétés financières et celui des banques commerciales avant le début de la crise de change en juillet 1997, notamment dans la capacité à octroyer du crédit au secteur immobilier.

La crise thaïlandaise de 1997, dont l'un des épisodes majeurs fut l'effondrement du change en juillet, a marqué le début de ce qui a été appelé la *crise asiatique*. La Thaïlande, premier pays touché par cette crise régionale, a vu sa monnaie, alors ancrée au dollar, se déprécier de quelque 20% en l'espace d'une semaine. En moins de trois mois, plusieurs pays alentour, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Corée du Sud, furent atteints par des symptômes *a priori* identiques : chute brutale du taux de change, fuite des capitaux étrangers... Même des pays aux économies considérées comme robustes, tels Hong-Kong ou Singapour, ont vu leur monnaie déstabilisée par des mouvements de capitaux et des attaques spéculatives.

On ne peut s'empêcher de remarquer le contraste saisissant entre la période précédant la crise, avant l'année 1997, pendant laquelle la Thaïlande était considérée comme un exemple réussi de développement économique, avec une croissance du PIB très soutenue et un haut niveau d'exportations, au moins jusqu'en 1995, et le temps de marasme dans lequel s'est retrouvé ce pays à partir de juillet 1997.

C'est dans un contexte d'ouverture internationale, financière et commerciale, que la crise a pris son essor. La Thaïlande a totalement fini de libéraliser les secteurs financier et bancaire en 1994 à la suite d'un processus de déréglementation lancé avec la collaboration du FMI en 1990. En quelques années, le royaume est devenu une destination de choix pour les capitaux étrangers en quête de rendements élevés. Ces capitaux prenaient majoritairement la forme de prêts bancaires (50% des entrées nettes en moyenne sur la période 1992-1996 [Krongkaew, 1999, p. 399]). Entre 1992 et 1996, le pays a reçu une masse considérable de capitaux dont le volume annuel représentait environ 10% du PNB.

Néanmoins, attribuer l'origine de la crise thaïlandaise à la déréglementation financière mise en place par les autorités monétaires locales et le FMI au début des années 1990 soulève plusieurs questions. Soutenir que la libéralisation financière est seule responsable de la crise thaïlandaise exclut de l'analyse toute dynamique préexistante propre à ce pays. Ce cadre restreint consiste à faire reposer la crise sur les relations entretenues avec l'extérieur en niant toute possibilité causale strictement interne.

Lorsque l'on analyse le déroulement de la crise thaïlandaise, un élément ressort avec beaucoup d'insistance : une profonde divergence entre la dynamique des banques commerciales et celle des sociétés financières. Celles-ci paraissaient avoir connu des difficultés en premier, et ce dès le second semestre 1996. Initialement, elles semblaient connaître des problèmes de liquidité, mais au second semestre 1996, un nombre croissant de sociétés financières a connu une situation d'insolvabilité. *A contrario*, les banques commerciales n'ont pas fait état de telles difficultés, jusqu'à la crise de change de juillet 1997. En conséquence, analyser de façon identique la trajectoire des banques commerciales et celle des sociétés financières semble inadapté à une compréhension complète de la crise thaïlandaise. Ce constat soulève plusieurs questions. Pourquoi les sociétés financières ont-elles montré des signes d'insolvabilité plus d'un an avant la crise de change alors que les banques commerciales apparaissaient toujours solvables ? Y-a-t-il réellement un lien entre le processus de déréglementation et les difficultés de ces acteurs ? Quelle a été la cause de cette situation d'insolvabilité ? En quoi la dynamique des sociétés financières et celle des banques commerciales ont-elles divergé ? Il semble qu'une meilleure compréhension de cette crise passe par une analyse plus fine des comportements de ces deux types d'acteurs dans les années 1990, en montrant notamment en quoi l'insolvabilité des agents financiers non bancaires fut une cause majeure de la crise thaïlandaise et en déterminant quels facteurs ont pu induire une telle divergence d'évolution entre ces deux types d'acteurs.

La crise thaïlandaise de 1997 comme conséquence du choc institutionnel de 1990

En vue d'une analyse approfondie du déroulement de la crise thaïlandaise, nous considérons donc deux catégories d'acteurs constituant deux secteurs différents : le secteur bancaire, qui est composé des banques commerciales, et le secteur financier non bancaire, regroupant le marché boursier, le marché des obligations de sociétés, les compagnies d'assurances, les fonds de pension et organismes de placement collectif en valeurs mobilières, les sociétés financières... Ces dernières ont la particularité d'être des intermédiaires : à la différence des banques, elles ne concourent pas à créer de la monnaie, mais elles reçoivent des dépôts du public (plus précisément, elles empruntent auprès du public en émettant des billets à ordre) et empruntent auprès d'autres institutions financières ou bancaires et, de l'autre côté, distribuent du crédit et achètent des titres. Nous faisons cette distinction parce que c'est celle qui est usuelle et également parce que la réglementation émise par la Banque de Thaïlande diffère pour ces deux acteurs.

Il apparaît que certains facteurs institutionnels peuvent être désignés comme causes de la crise thaïlandaise. Plus précisément, c'est la contrainte réglementaire imposée par la Banque de Thaïlande aux acteurs bancaires et non bancaires à partir de 1990 qui sera ici analysée. En effet, la réglementation différenciée imposée par la Banque de Thaïlande aux banques commerciales et aux sociétés financières concernant la répartition sectorielle des prêts eut pour conséquence majeure deux crises différentes et relativement indépendantes l'une de l'autre : les sociétés financières entrent en crise de solvabilité en 1996 à la suite de la crise immobilière, initiée en 1995, tandis que les banques commerciales, nettement moins exposées à ce secteur à cause de la réglementation contraignante de la Banque de Thaïlande mais beaucoup plus concernées par les emprunts contractés à l'étranger, sont entrées en crise de liquidité externe du fait du non renouvellement des prêts à partir du second trimestre 1997, avant la crise de change de juillet 1997. En résumé, les premières ont connu une crise de solvabilité tandis que les secondes ont subi une crise de liquidité d'origine externe. Ensuite, à partir de l'été 1997, du fait de la défaillance généralisée des entreprises thaïlandaises, les banques commerciales ont connu une crise de solvabilité. Il ne s'agit pas ici de proposer une nouvelle théorie de la crise thaïlandaise mais plutôt d'isoler un facteur institutionnel en lien avec les différents modèles de crise. Ainsi, ce qui fonde cette analyse est l'identification de la réglementation comme cause de la crise thaïlandaise, sans qu'elle soit définie comme cause unique, et son influence sur le comportement des acteurs bancaires et financiers non bancaires.

Cette modification de la réglementation sera ici qualifiée de *choc institutionnel*. Cette expression permet de préciser la nature de cet élément en l'opposant à d'autres concepts couramment employés en économie : *choc monétaire* et *choc réel*. Même si cette notion est plus souvent employée en science politique qu'en économie, on en retrouve l'idée chez Kaminsky et Reinhart [1999] qui présentent la libéralisation financière comme un « choc affectant les institutions financières »³ ou comme un « choc financier »⁴. Dans ce cas de figure, il s'agit d'un choc externe modifiant le rapport entre les institutions financières domestiques et l'étranger. Antérieurement, Sgard [1996] qualifia de « choc institutionnel » la mise en place de nouvelles réglementations des banques et des faillites (en Hongrie, à partir de 1992)⁵. Cette définition se situe dans l'esprit de ce que nous avons identifié comme une modification réglementaire. Nous appellerons donc *choc institutionnel* toute modification brutale et exogène de l'environnement juridique des entreprises, et plus particulièrement des acteurs bancaires et financiers. Il ne s'agit donc pas d'une évolution incrémentale ou d'une modification mineure d'une loi ou d'une réglementation.

Ce qui nous intéresse spécifiquement dans le cas thaïlandais est l'impact du choc institutionnel, constitué par une innovation réglementaire, sur le comportement des banques commerciales et des sociétés financières. Ce choc est de nature exogène car il est provoqué par la Banque de Thaïlande en réaction au comportement des banques commerciales vis-à-vis de sa politique de développement économique. En ce sens, il ne s'agit pas d'un choc endogène, qui aurait pu être la conséquence de comportements risqués des banques commerciales que la Banque de Thaïlande aurait voulu corriger.

A ce stade, il convient de s'interroger sur la possibilité de généraliser l'analyse appliquée au cas thaïlandais : un choc institutionnel induisant une modification du comportement d'une

³ « In both types of crises [crises de la balance des paiements ou bancaire], a shock to financial institutions (possibly financial liberalization and/or increased access to international capital markets) fuels the boom phase of the cycle by providing access to financing » [p. 474, souligné par nous]. Dans la version de 1996 [Kaminsky et Reinhart, 1996, p. 3], les auteurs ne qualifient pas la libéralisation financière de choc : « Financial liberalization can also generate similar boom-bust dynamics. As formalized in McKinnon and Pill (1994), macroeconomic distortions, such as implicit deposit insurance, can fuel the lending boom that leads to the eventual collapse of the banking system. »

⁴ « In both types of crises, a financial shock, possibly financial liberalization or increased access to international capital markets, appears to activate a boom-bust cycle by providing easy access to financing. » [p. 491, souligné par nous].

⁵ D'après Sgard [1996, p. 22] : « There is little doubt indeed that, together with the 'institutional shock' brought upon that year by new banking and bankruptcy regulations (Bonin and Schaffer, 1995; Sgard, 1995a), financial distress in the enterprise sector played a critical role in the banking crisis which started in April 1992. » Cependant, Sgard [1995a, p. 482] ne parle pas de *choc institutionnel* mais évoque « [...] l'évolution de la réglementation bancaire, et plus généralement du cadre institutionnel régulateur de la nouvelle relation banque/entreprise [...] ». En revanche, Bonin et Schaffer [1995, p. 1] parlent bien d'un « choc législatif » : « The Hungarian case is of particular interest because the Hungarian authorities adopted a strategy of "legislative shock therapy" (Ábel and Bonin, 1994), a strategy sometimes advocated but rarely actually employed. » Mais Ábel et Bonin [1994, p. 118] insistent davantage sur un « choc financier » subi par les banques, consécutif aux modifications concernant la classification de la qualité des crédits. Ce changement résulta de la *New Bankruptcy Law*, qui fut mise en place en 1992.

partie des acteurs bancaires ou financiers non bancaires conduisant à une crise de solvabilité sectorielle, puis à une crise financière, constitue-t-il une séquence classique de crise financière ou est-ce une particularité de la crise thaïlandaise de 1997 ? En d'autres termes, peut-on retrouver cette séquence dans une autre crise ?

L'objet de la thèse : identifier la séquence de crise présente dans la crise thaïlandaise de 1997 en opérant une comparaison avec une crise plus ancienne

Notre approche se situe dans la lignée des travaux précédemment évoqués sur la comparaison des crises dans l'histoire financière. Elle s'inscrit alors dans une démarche comparative visant à isoler une séquence de crise financière présente dans le cas thaïlandais et déjà rencontrée dans une crise de la seconde moitié du XIX^{ème} siècle. Même si Eichengreen et Bordo [2001] affirment que les progrès dans l'étude de l'histoire se produisent en négligeant les détails⁶, il nous semble pertinent de comparer ces crises dans le détail. La démarche choisie est donc de nature qualitative et non quantitative : il s'agit de déterminer une cause originale de crise financière que l'on retrouve également dans une crise plus ancienne.

Il apparaît que la crise anglaise de 1866 présente de nombreux points communs avec la crise thaïlandaise de 1997, notamment par l'existence d'un choc institutionnel induisant une modification des comportements d'une partie des acteurs bancaires et financiers non bancaires, conduisant à une crise de solvabilité sectorielle, puis à une crise financière, comme dans la crise thaïlandaise de 1997. La comparaison des deux crises s'en trouve alors justifiée.

La crise anglaise de 1866 en regard de la crise thaïlandaise de 1997

Nous montrerons que la crise anglaise de 1866 s'explique par un choc exogène de nature institutionnelle : la déréglementation qu'a constitué l'assouplissement brutal des lois relatives aux conditions de formation des sociétés. Ce processus, initié en 1856, s'acheva en 1862 lorsque le législateur anglais supprima quasiment toutes les contraintes relatives à l'application du régime de la responsabilité limitée. L'Angleterre passa d'un régime restrictif au système le plus permissif d'Europe. Si la crise de 1866 est bien induite par la loi de 1862, il s'agit d'explicitier les conséquences de cette loi sur le comportement des entrepreneurs anglais, en particulier sur les actionnaires et dirigeants des banques commerciales et des

⁶ « Progress in the study of history occurs by quibbling over details », p. 2.

sociétés financières. A la suite du vote de cette loi, un emballement dans la création de sociétés fut observé dans tout le pays. L'ensemble des secteurs profita de cette déréglementation mais trois d'entre eux furent plus dynamiques que les autres : la banque, la finance et les chemins de fer. La crise de 1866 est principalement une crise bancaire et financière consécutive à une crise ferroviaire.

Pour cette crise, nous faisons la même distinction que pour la Thaïlande, entre secteur bancaire et secteur financier non bancaire, même si cette nomenclature n'était pas en vigueur à l'époque, en 1866. En Angleterre, on appelait alors *secteur bancaire* l'ensemble formé par les banques, les maisons d'escompte et les sociétés financières, pour trois raisons : (1) même si l'une des activités dominait et permettait de qualifier chaque société, toutes pouvaient accepter des dépôts, faire des prêts et escompter, (2) les auteurs de l'époque raisonnaient plutôt en fonction de l'activité principale de l'entreprise, (3) les sociétés financières venaient de se développer et leur mode de fonctionnement n'était pas encore étudié par les économistes. Pour illustrer cette ambiguïté, citons Feaveryear : « About the year of 1863 a new species of banking institutions, generally known as finance companies, began to develop ; and so unsound were the principles upon which they worked that in a very short time they brought about another crisis and a third suspension of the Bank Act » [Feaveryear, 1932, p. 277].

Des institutions financières non bancaires sont spécifiquement impliquées dans l'origine de la crise : les sociétés financières. Elles sont apparues en 1863 et se sont multipliées en 1864 et 1865, profitant toutes du régime de la responsabilité limitée. En 1864, avec les difficultés croissantes du secteur ferroviaire pour trouver des capitaux, elles sont devenues une source de financement pour ces entreprises. Bénéficiant de la responsabilité limitée et à cause du manque d'expérience des dirigeants, elles ont financé les sociétés de chemins de fer de manière hasardeuse. Quant aux banques, à cause de la prudence issue de la longue période pendant laquelle les actionnaires opéraient sous le régime de la responsabilité illimitée, elles se sont gardées de spéculer dans les chemins de fer. En conséquence, on a constaté une divergence d'évolution dans les comportements des sociétés financières et des banques commerciales, conduisant alors les premières à l'insolvabilité.

Méthodologie : la méthode historique versus la méthode analytique, et les données utilisées

Les deux crises choisies pour la comparaison ne relèvent pas de la même période historique, l'une s'étant déroulée au XIX^{ème} siècle et l'autre à la fin du XX^{ème}, ce qui induit deux méthodes d'approche différentes, l'une historique, l'autre théorique. Il ne s'agit pas réellement d'un choix mais d'une contrainte imposée par les crises étudiées.

La crise anglaise de 1866 fait partie d'une succession de crises, avec celles de 1825, 1837, 1847 et 1857 notamment, intervenues dans le courant du XIX^{ème} siècle. L'approche adoptée pour étudier ces événements est généralement de type historique, c'est-à-dire davantage descriptive qu'analytique. Même si certaines théories sont mobilisées ici pour expliquer la crise anglaise de 1866, il reste que les crises du XIX^{ème} siècle s'analysent davantage d'un point de vue descriptif que théorique. Les sources d'information disponibles pour cette crise étant constituées en grande partie par les écrits de l'époque et par une minorité d'articles ou d'ouvrages plus récents, la méthode descriptive s'en trouve justifiée. Néanmoins, la démarche adoptée ici se veut plus que descriptive. Partant du fait que les sources provenant des témoins de la crise de 1866, notamment celles des économistes de l'époque ou celles provenant de la presse, fournissaient des éléments plus souvent complémentaires que contradictoires, il a été nécessaire d'épurer et d'agréger toutes ces informations de manière à présenter une version cohérente de la crise. En outre, d'autres éléments concernant la structure et le fonctionnement du système bancaire et financier ont dû être approfondis pour comprendre comment la crise s'était propagée entre les différents acteurs. Même si, comme dans l'approche historique, moult détails sont évoqués dans le but de pallier le manque de données agrégées et synthétiques, il reste que la thèse exposée ici vise à identifier les faits stylisés de cette crise.

En revanche, pour la crise thaïlandaise de 1997, la méthode choisie consiste à partir des modèles de crises de change développés à cette occasion. Les deux premières générations de modèles n'offrant pas la possibilité d'expliquer cette crise de manière satisfaisante, nous partirons des nouvelles théories et nous en montrerons les limites, notamment dans leur capacité à rendre compte de la divergence d'évolution entre les sociétés financières et les banques commerciales. L'approche n'est donc pas identique à celle de la crise anglaise de 1866, même si de nombreux détails seront fournis pour comprendre le déroulement des crises pour ces deux types d'acteurs.

Dans la mesure du possible, les hypothèses avancées dans la thèse sont étayées par des données chiffrées ou des faits clairement établis. L'utilisation de données chiffrées répond à un double souci. D'une part, cette thèse s'inscrivant davantage dans une optique d'économie historique, voire même d'étude de cas, il importe de se fonder sur des informations précises, les chiffres étant une des possibilités offertes. D'autre part, notamment en ce qui concerne la crise thaïlandaise, de nombreuses théories ont été développées pour l'expliquer et notre objectif consistant, pour partie, à approfondir certains points, le recours aux données numériques est apparu nécessaire. En fait, il ne s'agit pas de faire une revue de la littérature des théories des crises financières mais d'extraire de ce corpus un ensemble d'hypothèses à confronter aux faits. Ainsi, l'utilisation de données numériques répond à ce souci de précision dans la démonstration aussi bien pour la crise anglaise de 1866 que pour la crise thaïlandaise de 1997.

Ces deux crises s'opposent fondamentalement sur un point : celui de l'information disponible. Ce qui contraint le travail d'enquête pour la crise de 1866 est sa pénurie. Hormis les comptes de la Banque d'Angleterre, aucune donnée chiffrée ne nous est apparue directement disponible. Plusieurs séries de données reconstituées ultérieurement par des historiens ou des économistes ont heureusement pu venir à l'appui de la démonstration en confirmant – ou en infirmant – un certain nombre d'hypothèses. Par exemple, les séries des taux de change entre le franc et la livre, fournies par Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard [1995], et utilisées dans la théorie des arbitrages, ont permis de démontrer la défiance des acteurs continentaux vis-à-vis de l'Angleterre. En Angleterre, le concept d'indice boursier n'existant pas et les seules données disponibles étant les cours des actions, le problème de la mesure de l'évolution boursière globale se posait. Heureusement, les travaux de Hayek (exposés dans le chapitre 2) sont venus combler cette lacune, mais seulement en partie, car sur l'année 1866, à notre connaissance, il n'existe pas d'indice sectoriel disponible.

Pour la Thaïlande, la situation est plus contrastée : autant il existe pléthore de théories, autant disposer des données chiffrées précises devient plus difficile à mesure que l'on affine la recherche. Par exemple, les données sur des bilans des banques commerciales et des sociétés financières sont agrégées et, à notre connaissance, il n'existe pas de données individuelles facilement accessibles. Pour le secteur immobilier, le grand nombre et l'extrême diversité des entreprises (groupes, entreprises familiales, petits entrepreneurs...) font qu'on ne trouve pas de données agrégées pour les bilans. Nous devons nous contenter de ce qui est publié dans la presse ou dans des articles.

Comment présenter une comparaison entre deux crises ?

Un des points méthodologiques qu'il a fallu résoudre une fois choisies les deux crises à comparer a été la structure du plan. A cet égard, deux options ont été envisagées pendant le déroulement de la thèse, l'une pendant le travail d'analyse et de recueil des données et l'autre pendant le travail d'écriture. Dans un premier temps, il avait été envisagé de dérouler un plan en deux parties, la première concernant le choc institutionnel et ses conséquences sur le système bancaire et financier pour les deux crises, la seconde comprenant le déroulement de celles-ci. Ce choix avait plusieurs avantages : d'une part, il permettait d'effectuer directement, dans chacune des parties, une comparaison entre les cas anglais et thaïlandais, et, d'autre part, il donnait la possibilité d'insister sur plusieurs traits saillants, notamment sur le processus de modification institutionnelle et ses conséquences sur le comportement des banques commerciales et des sociétés financières. Ces deux parties auraient alors été complétées par une conclusion générale insistant sur les enseignements que l'on pouvait tirer de la juxtaposition des crises. Mais, au final, tel n'est pas notre choix.

A la fin du travail d'analyse et d'écriture, il a semblé beaucoup plus efficace de consacrer une partie à chacune des crises étudiées. Il est vrai que l'on pourrait émettre des doutes quant à la pertinence de ce choix de plan qui apparaît plus simple à mettre en œuvre dans une perspective de comparaison entre « seulement » deux crises. Pourquoi comparer deux crises en analysant chacune d'elles séparément ?

Notre objectif consiste à analyser avec précision, tout en gardant la manière de travailler de l'économiste – celle visant à généraliser et à théoriser – plus que celle de l'historien, dont la méthode consiste davantage à décrire et à montrer les interactions entre les acteurs. Néanmoins, il est apparu nécessaire – au moins dans un premier temps – de suivre la méthode des historiens en présentant un plan composé de deux parties, chacune analysant le déroulement d'une crise. L'objectif final de la thèse étant d'identifier précisément une séquence de crise financière, il a semblé plus efficace et plus pertinent du point de vue de la qualité de la démonstration de développer chacune des crises séparément. Une rupture dans l'explication aurait nui à la compréhension des enchaînements et de l'intégralité de la séquence. C'est la raison qui nous a poussé à faire ce choix. Ne perdant pas de vue la nature de la thèse, la conclusion générale reprendra les divers éléments précédemment exposés et tentera un exposé plus épuré.

Plan de la thèse

La thèse se compose de deux parties : la première est consacrée à la crise anglaise de 1866 tandis que la seconde traite de la crise thaïlandaise de 1997. Enfin, dans un but de mise en perspective de cette double analyse, une conclusion reprendra les éléments des deux parties en organisant une comparaison selon des thèmes communs aux deux crises.

Selon une approche historique comparative, la première partie de la thèse vise à effectuer une analyse comparée des crises de 1847, 1857 et 1866, pour faire ressortir les particularités de cette dernière. Dans un premier chapitre, il sera établi que celles de 1847 et 1857 résultent d'un choc réel interne pour la première et d'un choc réel externe pour la seconde. On s'interrogera également sur la manière d'interpréter les événements de 1866 : le même type d'analyse en termes de chocs réels est-il pertinent ? Le second chapitre vise à déterminer les causes de la crise anglaise en l'expliquant par les conséquences du vote de la loi de 1862 qui précisa les modalités d'application de la responsabilité limitée pour l'ensemble des entreprises. Il sera alors montré que la crise anglaise de 1866 résulte en grande partie d'un choc institutionnel initié en 1856 et achevé en 1862. Les dynamiques divergentes entre les banques et les sociétés financières seront détaillées afin de montrer que ces acteurs ont connu deux crises différentes : liquidité pour les premières, solvabilité pour les secondes.

La seconde partie de la thèse sera consacrée à l'étude de la crise thaïlandaise de 1997. Dans le chapitre 3, les différentes théories des crises de change seront analysées sous l'angle d'un choc institutionnel. Il sera notamment montré que les théories de la crise thaïlandaise prennent en compte de manière incomplète la divergence des comportements des banques commerciales et des sociétés financières. En conséquence, les chapitres 4 et 5 seront consacrés au déroulement de la crise thaïlandaise de 1997 avec, d'une part, les sociétés financières (4), qui ont connu une crise de solvabilité liée au retournement du marché immobilier à partir de 1996 et, d'autre part, les banques commerciales (5) qui entrent en crise de liquidité d'origine externe dès avril 1997, puis connaissent une crise de solvabilité à la suite de la récession consécutive à la crise de change.

Enfin, dans la conclusion générale, après avoir décrit les travaux comparatifs évoqués dans cette introduction, les deux crises seront mises en parallèle selon les critères suivants : le choc institutionnel et ses effets, la structure du système bancaire et financier, la gestion de la crise par la Banque centrale, la défiance des étrangers. Enfin, nous proposerons un schéma récapitulatif commun aux deux crises.

PREMIERE PARTIE : LA CRISE ANGLAISE DE 1866

INTRODUCTION DE LA PREMIERE PARTIE

Cette première partie, fondée sur une comparaison des crises de 1847, 1857 et 1866, a comme objectif d'établir les particularités de cette dernière. Celles de 1847 et 1857, qui résultent d'un choc réel interne pour la première et d'un choc réel externe pour la seconde, seront étudiées dans les deux premières sections du premier chapitre. Il ne s'agit pas d'apporter de nouveaux éléments dans l'analyse de ces deux crises qui ont déjà fait l'objet de nombreux travaux mais de les comprendre dans leur complexité afin de faire ressortir, par la suite, les particularités de la crise de 1866. Une troisième section de ce premier chapitre sera consacrée à la manière de comprendre les événements de 1866. Plus précisément, on s'interrogera pour savoir si le même type d'analyse s'applique à la crise de 1866. Ceci consiste à déterminer si elle résulte également d'un choc réel ou si une autre cause peut être avancée pour expliquer ce qui s'est déroulé en Angleterre à cette époque.

Le second chapitre de cette partie veut souligner les caractéristiques de la crise anglaise en la rattachant à la loi de 1862 qui précisa les conditions d'application de la responsabilité limitée. En effet, même si elle était autorisée entre 1856 et 1858, selon la nature des entreprises, elle est devenue vraiment applicable à partir de 1862. Selon nous, la crise anglaise de 1866 résulte en grande partie d'un choc institutionnel de type législatif commencé en 1856 et achevé en 1862. Il sera ainsi montré que cette loi a provoqué des modifications des comportements des entrepreneurs dans le système financier, notamment avec l'apparition de nouveaux acteurs qui ont mis en place des pratiques douteuses voire frauduleuses, principalement dans le financement du secteur ferroviaire, alors en plein essor. Ces modifications dans le secteur financier seront explicitées et l'on montrera comment une fraction de ce secteur s'est retrouvée en crise de solvabilité à la suite du retournement d'une bulle spéculative. En revanche, bien que bénéficiant des mêmes avantages législatifs, les acteurs du système bancaire, les banques et maisons d'escompte, n'ont pas profité de cette opportunité pour investir de manière hasardeuse dans les chemins de fer, sans doute à cause des comportements de prudence suivis sous le régime de la responsabilité illimitée avant 1862.

CHAPITRE 1 - LA CRISE ANGLAISE DE 1866 NE S'EXPLIQUE PAS COMME CELLES DE 1847 ET 1857 PAR UN CHOC REEL

Ce premier chapitre a comme objectif de montrer que la crise anglaise de 1866 ne correspond pas au schéma des deux précédentes.

La crise de 1847 a comme cause principale un choc réel interne, une mauvaise récolte en 1846 ayant provoqué une pénurie alimentaire. Deux périodes se détachent nettement dans l'analyse de ces perturbations : dans les premiers mois de l'année 1847, les importations massives de céréales produisirent un déséquilibre commercial de grande ampleur dont le résultat fut un drainage métallique externe imposant une intervention de la Banque d'Angleterre pour respecter le *Bank Charter Act* alors que le second épisode fut un *run* bancaire consécutif à une restriction de la liquidité décidée par la Banque d'Angleterre dans un contexte de faible liquidité.

La crise de 1857 prit son origine aux Etats-Unis, pays qui, dans le début des années 1850, avait connu une expansion rapide de l'industrie ferroviaire, dont le financement avait été assuré par un système bancaire nourrissant indirectement une bulle boursière. Le retournement des cours de la Bourse provoqua la ruine des spéculateurs puis des banques. Les importations américaines en provenance d'Angleterre s'interrompirent brutalement, ce qui fit naître un déséquilibre commercial entre l'Angleterre et les Etats-Unis. Les conséquences de la crise de 1857 sur les arbitrages entre la France et l'Angleterre seront analysées à travers la théorie des arbitrages développée par Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard [2001].

Deux séries de théories sont à considérer pour comprendre la crise de 1866. La première, défendue principalement par Kindleberger [1989, 1994] et, dans une certaine mesure, par Hawtrey [1970 (1932) ; 1965 (1938)], voit dans la crise de 1866 une résultante des troubles monétaires de 1864 touchant l'ensemble de l'Europe à la suite de la guerre civile américaine qui affecta le commerce du coton. Pour ces auteurs, il ne s'agit pas à proprement parler d'une crise anglaise mais d'une crise européenne. En revanche, la majorité des auteurs britanniques explique la crise de 1866 comme étant presque exclusivement anglaise et sans grand rapport avec les perturbations commerciales et monétaires de 1864. On montrera que cette dernière version permet d'expliquer mieux la gravité des événements de 1866 en Angleterre tandis que la première a tendance à éluder les particularités anglaises.

SECTION 1 LA CRISE ANGLAISE DE 1847 RESULTE D'UN CHOC REEL INTERNE

La crise de 1847, qui s'est déroulée en deux temps, en avril puis en octobre-novembre, a comme origine première un choc réel interne, les mauvaises récoltes de 1846 ayant provoqué une insuffisance de produits alimentaires [MacLeod, 1876 ; Andreades, 1924 ; Acres, 1931 ; Clapham, 1945 ; Dornbusch et Frankel, 1984]. De ce fait, les importations de céréales connurent une brusque hausse dans le début de l'année 1847, d'autant plus que les perspectives sur la récolte à venir s'avéraient assez mauvaises. Ces perturbations commerciales induisirent des dysfonctionnements monétaires dans la mesure où ces importations accrues se traduisirent par un déséquilibre de la balance commerciale.

Ce choc réel interne produisit un autre effet : un phénomène de spéculation de grande ampleur sur les céréales. En effet, du fait de la pénurie alimentaire en Angleterre, les prix se mirent à monter fortement à partir d'octobre 1846, phénomène incitant un certain nombre de négociants à se lancer dans les importations de céréales. Ce mouvement se trouva conforté durant tout le premier semestre de 1847, alors que les anticipations sur la récolte à venir n'incitaient pas à beaucoup d'optimisme. Ainsi, une part considérable des importations était motivée par de simples considérations spéculatives. C'est en mai 1847 que le prix des céréales atteignit son maximum puisqu'il avait pratiquement augmenté de 40% depuis le début de janvier. Mais, lorsque la récolte s'avéra bien meilleure que prévue, le mouvement spéculatif s'essouffla d'un seul coup. Entre mai et août, le prix diminua de moitié. Cette fièvre spéculative conduisit à un certain nombre de faillites parmi les entreprises de commerce qui avaient misé sur une hausse persistante du prix des céréales. Ainsi, au début du mois d'août, on commençait à voir quelques difficultés chez les négociants. Ensuite, les escompteurs furent touchés par une illiquidité totale.

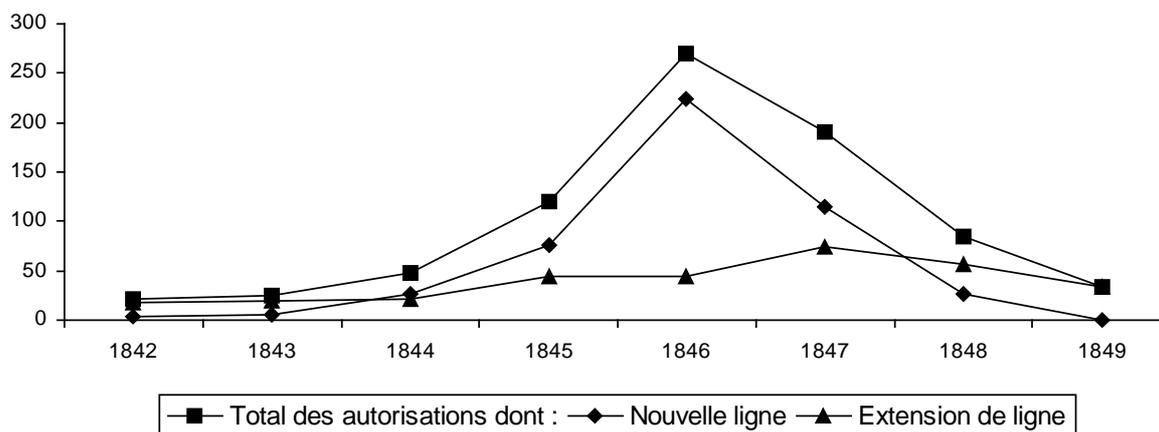
Une question alimente le débat chez les économistes : l'impact sur la crise de 1847 de la spéculation dans les chemins de fer depuis le milieu des années 1840. Tandis que certains jugent qu'elle y a tenu un rôle considérable [Levi, 1880, p. 309 ; Clapham, vol. 2, p. 199], d'autres estiment que ses implications directes furent nulles [Andreades, 1924]. Cependant, on peut accorder les opinions sur un élément : la spéculation ferroviaire a fortement réduit les liquidités disponibles en Angleterre en 1847 dans la mesure où les banques avaient prêté massivement à cette industrie.

1 Un boom ferroviaire : une des origines de l'illiquidité bancaire du second semestre 1847

Les chemins de fer ont une part de responsabilité indirecte dans la crise de 1847 dans la mesure où la débâcle de ce secteur a contribué à une forte baisse de la liquidité des banques, à cause de l'augmentation de la part des prêts dans le bilan, sans toutefois provoquer une crise de solvabilité bancaire.

Alors qu'au début de 1843, on comptait seulement 2000 miles de voies ferrées en Angleterre, plus de 6000 étaient en service au début de la décennie suivante, tandis que 1000 étaient en construction. Ces trois chiffres résument bien le formidable développement de l'industrie ferroviaire dans les années 1840, décennie qui vit, en Angleterre, le passage des chemins de fer du stade d'industrie naissante à celui d'industrie majeure. Au sommet de son développement, le secteur ferroviaire absorbait environ 60% de l'investissement brut interne. Ce n'est pas l'ensemble des années 1840 qui fut marqué par un développement ferroviaire soutenu mais plutôt la seconde moitié de la décennie, à partir de 1845 notamment, année qui vit le nombre d'autorisations parlementaires multiplié par plus de deux, celui du capital autorisé par trois et celui de l'investissement brut par trois (Graphique 1).

Graphique 1 - Nombre d'autorisations d'établissement de compagnie ferroviaire votées par le Parlement anglais, 1842-1849



Source : données d'après Gayer, Rostow et Schwartz [1953, vol. 1, p. 316].

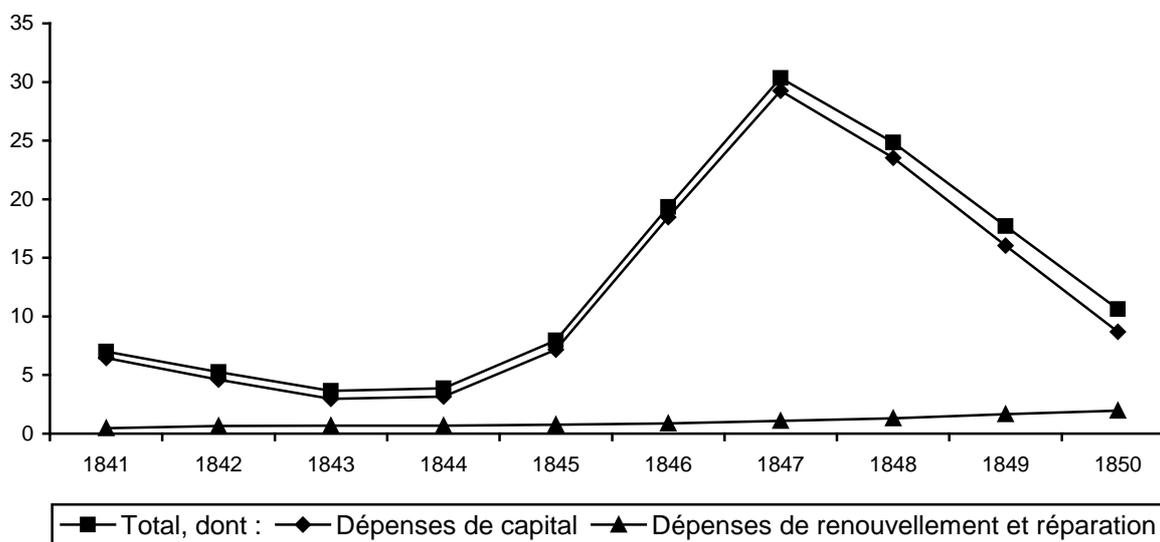
Avant 1843, l'économie anglaise connaissait une croissance faible, dont les répercussions sur le secteur ferroviaire se traduisaient par un trafic déprimé, ce qui pénalisait les entreprises de chemins de fer dont la majorité peinait même à couvrir les frais de fonctionnement. En outre, la majorité des 2000 miles en service avait été achevée dans les deux années

précédentes, ce qui imposait une pression considérable sur les entreprises qui devaient rembourser les emprunts et satisfaire les actionnaires. En octobre 1842, l'indice boursier des valeurs ferroviaires, sans réellement donner des résultats plus médiocres que l'ensemble des valeurs, atteignait un point bas, avec une décote de 23% par rapport à juin 1840.

En conséquence, trouver des capitaux pour investir dans de nouvelles constructions relevait bien de la gageure en ce début des années 1840. C'est à cause de ces deux éléments, la difficulté à lever du capital et les contraintes financières pesant sur les lignes nouvellement lancées, que l'on explique le manque de dynamisme de l'investissement brut du secteur avant 1843 (Graphique 2).

Graphique 2 - Dépenses annuelles du secteur ferroviaire, 1841-1850

unité : million de livres



Source : données d'après Kenwood [1965, p. 322].

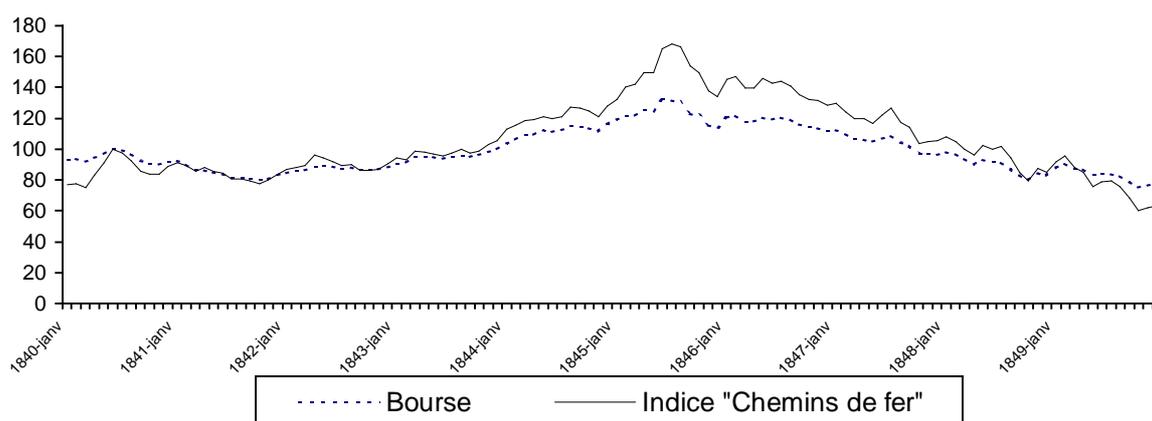
En 1843, la croissance économique se fit plus forte, ce regain d'activité entraînant une hausse du trafic et, par conséquent, du chiffre d'affaires du secteur. En outre, pendant cette période, il apparaît que le coût des matériaux de construction était assez bas, tout comme celui de la main d'œuvre. Outre les 2000 miles déjà construits et constituant l'ossature d'un réseau national, de nombreuses opportunités restaient à saisir, notamment en matière de connexions secondaires. A partir de 1844, tous ces éléments favorisèrent le développement de nouveaux projets dans l'esprit des entrepreneurs de chemins de fer. Dans la plupart des cas, il s'agissait d'ouverture de nouvelles lignes, plus que d'extension de lignes déjà existantes.

Le cours de Bourse des titres ferroviaires fut peu affecté par le krach de 1837 et, à la fin de 1843, il commençait à croître rapidement grâce aux gains générés par les entreprises de ce secteur [Kenwood, 1965, p. 316]. Ainsi, la spéculation dans les chemins de fer s'amorça durant cette période.

Dès la fin de 1843, à partir du mois de novembre précisément, les perspectives de profit du secteur ferroviaire rendaient les titres attractifs aux yeux des investisseurs, qui prirent le chemin de la Bourse et commencèrent à acquérir massivement ces actifs. Entre octobre 1843 et octobre 1844, tandis que la Bourse progressait de 17%, l'indice ferroviaire, quant à lui, affichait une hausse de 26%. Ainsi, la croyance des investisseurs en des jours plus favorables à l'industrie ferroviaire était de nouveau d'actualité, sans doute aidée par des taux d'intérêt peu élevés et des conditions propices à lancer des travaux de construction. Signe de la popularité croissante du secteur ferroviaire dans le grand public, la presse se faisait très régulièrement l'écho de telle ou telle entreprise affichant de bonnes performances. On signale aussi que 13 Bourses de province furent spécialement créées en vue d'échanger les titres des compagnies récemment établies [Boot, 1984, p. 7].

Dès 1844, le caractère spéculatif des actions des entreprises ferroviaires apparaît assez nettement. La motivation du rendement du capital, facteur ayant pu conduire les investisseurs à revenir vers la Bourse à partir de la fin de 1843 lorsque les actions ferroviaires ont commencé à s'apprécier, s'est très probablement effacée devant celle des gains purement boursiers liés à la hausse des cours, à la fin de 1844. Le marché est devenu hautement spéculatif durant l'année 1845, lorsque la valeur des titres augmenta de 28% entre janvier et juillet (Graphique 3). Ainsi, les actions nouvellement émises lors de cette courte période étaient très prisées par les investisseurs, qui avaient comme objectif un investissement boursier rapidement valorisable. En outre, le fait que les actions soient mises sur le marché pour seulement une fraction de leur valeur nominale, le reste devant être payé au fur et à mesure de la construction, a très certainement contribué à alimenter cette ruée vers les titres ferroviaires. De ce fait, les compagnies de chemins de fer pouvaient, sans grandes difficultés, lever le capital, ou du moins une partie suffisante pour entreprendre les premiers travaux et lancer le projet. Il n'est pas surprenant qu'une bonne partie des opérations effectuées dans les différentes Bourses de province et à celle de Londres ait eu comme seule motivation des gains spéculatifs.

Graphique 3 - Evolution de l'indice de la Bourse de Londres, 1840-1849



Source : données d'après Gayer, Rostow et Schwartz [1953, vol. 1, p. 368 et 375]. Base 100 en juin 1840.

Etant donné le caractère très spéculatif de l'investissement ferroviaire, on ne s'étonne pas non plus de voir qu'un certain nombre de projets de nouvelles lignes ait été lancé par des entrepreneurs véreux ayant pour seule motivation de faire monter le cours des actions de leur entreprise avant que celle-ci ne finisse par périr avant même d'avoir posé le premier rail. L'année 1845 fut marquée par le plus haut niveau de spéculation de cette *railway mania*.

Même si la Bourse commença à reculer dès 1845 – rappelons que les cours des valeurs ferroviaires avaient quasiment doublé entre octobre 1842 et juillet 1845 – le montant des investissements dédiés à ce secteur a crû très largement en 1846 et 1847, comme conséquence des nombreux projets lancés lors des deux années précédentes. Au début de 1847, les cours des actions de chemins de fer étaient inférieurs de 30% au pic de juillet 1845, mais ils apparaissaient nettement plus élevés qu'au début de l'année 1843.

Entre octobre 1845 et août 1846, malgré des dépenses considérables, il n'y eut aucune difficulté pour trouver du capital, comme le montre le montant très faible des appels de marge non payés [Boot, 1984, p. 8]. C'est à partir du mois d'août 1846 que la situation se compliqua pour les entreprises de ce secteur quand une part grandissante d'actionnaires n'honora plus les appels de capital. Alors que le montant total du capital levé resta globalement stable et élevé, une part croissante apparaissait non payée, alors même que, pour financer les projets, les entreprises faisaient davantage appel aux actionnaires qu'à l'emprunt bancaire. Depuis que le marché boursier était favorable aux entreprises ferroviaires, en 1843, il leur était plus avantageux de séduire de nouveaux actionnaires que de trouver des emprunts bancaires.

En 1847, alors que 3907 miles étaient en construction, le financement des infrastructures – 4,3 millions de livres étaient levés chaque mois, soit en actions, soit par

emprunt bancaire – se compliquait. Avec la chute durable du cours des titres ferroviaires, notamment depuis la mi-1846, la possibilité de trouver du capital à la Bourse diminuait. De ce fait, devant les difficultés pour se procurer des fonds par émission d’actions et alors que le marché boursier poursuivait sa baisse, les entreprises durent se tourner vers l’emprunt bancaire. Des valeurs ferroviaires beaucoup moins attractives aux yeux des investisseurs et des montants toujours aussi considérables à dépenser : voilà l’équation impossible des entreprises de chemins de fer au début de l’année 1847. Si les taux d’intérêt restaient bas, se tourner vers l’emprunt bancaire ne devait pas poser de difficultés et, d’ailleurs, c’est ce qu’ont fait ces entreprises au premier semestre de 1847.

A partir du mois d’avril 1847, les compagnies ferroviaires dépensaient plus qu’elles ne trouvaient du capital, position comptable inconfortable qui put être maintenue seulement grâce aux fonds mis en réserve lors de l’année 1846. En août 1847, ces réserves étaient épuisées, ce qui conduisit plusieurs grandes compagnies à annoncer une diminution drastique des dépenses et une concentration sur les projets les plus rapidement rentables.

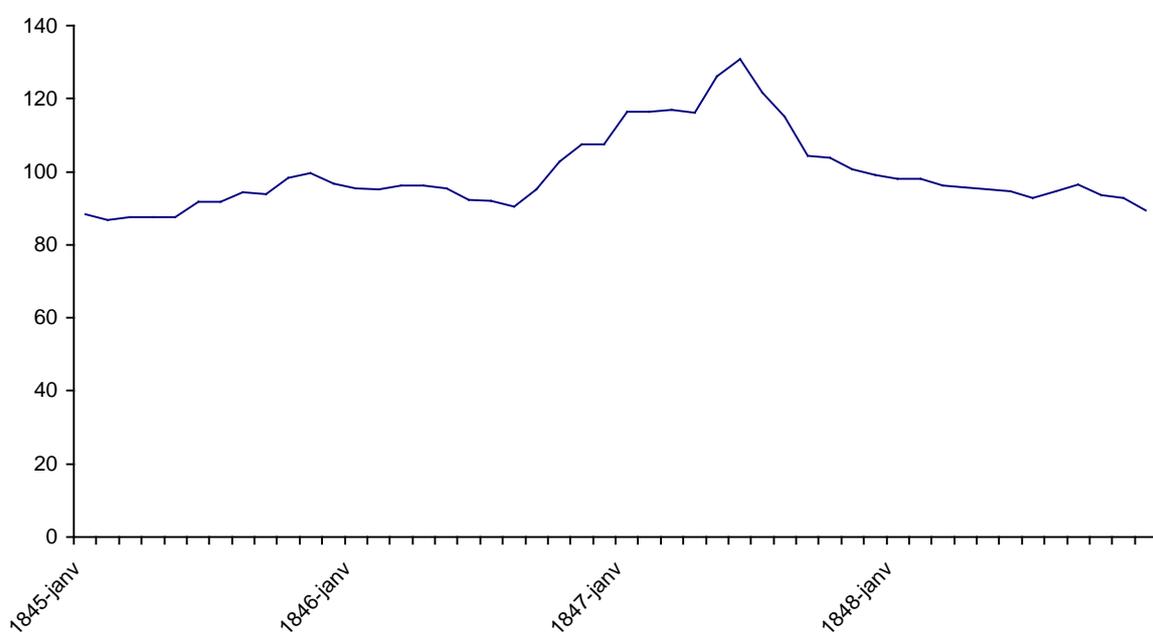
En revanche, cette source alternative de financement, l’emprunt bancaire, semble s’être progressivement tarie à partir du mois d’août, très certainement à la suite de la hausse des taux d’intérêt qui la rendait moins attractive. Le second semestre de 1847 fut marqué par un déclin de l’investissement des entreprises ferroviaires, notamment en raison de la difficulté pour se procurer des capitaux, que ce soit par l’intermédiaire de la Bourse ou de l’emprunt bancaire. Ainsi, cette industrie marqua le pas assez nettement à partir du mois d’août 1847.

Le boom ferroviaire eut donc une double conséquence. Le mois de septembre 1847 fut marqué par une hausse des difficultés de recouvrement des crédits bancaires sous l’effet de la dégradation de la position des compagnies ferroviaires. Néanmoins, le recul de cette industrie ne provoqua pas une crise bancaire généralisée ; elle mit simplement en évidence une dépendance accrue des banques vis-à-vis de l’industrie ferroviaire. Pour les détenteurs de titres, il paraît clair que le recul de la Bourse a considérablement réduit leur capacité à disposer de liquidités. En 1850, une loi facilitant les procédures de faillite et d’abandon de concessions solda les comptes de ce développement exceptionnel : sur les 8592 miles autorisés par le Parlement sur la période 1845-47, 1560 furent abandonnés [Kenwood, 1965, p. 317].

2 Avril 1847 : une crise de la balance commerciale causée par un choc réel interne

La cause directe de la crise d'avril 1847 est un choc réel interne. En Irlande, une pénurie alimentaire liée à de mauvaises récoltes en 1845 et 1846 provoqua une forte augmentation des importations. En Angleterre aussi, une série de mauvaises récoltes induisit une hausse durable des prix à partir d'août 1846, qui dura jusqu'en juin 1847 (Graphique 4). Une grande ouverture commerciale n'a pas pu empêcher une forte hausse des prix [Gayer, Rostow et Schwartz, 1953, vol. 1, p. 508] ; l'essentiel de cet excédent d'importations venait des Etats-Unis, pays avec lequel l'Angleterre enregistrait, à cette époque, un déficit commercial significatif.

Graphique 4 - Indice des prix intérieurs anglais, 1845-1848



Source : données d'après Gayer, Rostow et Schwartz [1953, vol. 1, p. 469]. Base 100 en juin 1840.

La farine et le blé connurent des hausses de prix considérables compte tenu de la pénurie (Tableau 1). Les importations enregistrèrent un boom : en valeur, elles furent multipliées par 4 entre 1845 et 1847.

Tableau 1 - Prix du blé en Angleterre entre 1842 et 1850

	Prix du blé (shillings par livre)	Importations de blé et farine de blé (en millier de livres)
1842	57,2	2940
1843	50,2	1030
1844	51,1	1339
1845	50,9	1110
1846	54,6	2291
1847	69,3	4366
1848	50,5	2987
1849	44,2	4660
1850	41,8	4692

Source : Gayer, Rostow et Schwartz [1953, vol. 1 p. 307].

A partir de la mi-1846, une quantité importante de bullion commença à sortir des réserves de la Banque mais celle-ci ne toucha pas à son taux d'escompte [Macleod, 1889-1891, vol. 3, p. 797]. Le métal servait à effectuer les paiements à l'étranger pour les importations des céréales [Macleod, 1889-1891, vol. 3, p. 793]. Comme depuis 1844, la Banque d'Angleterre devait respecter le *Bank Charter Act*, qui lui imposait le maintien d'un niveau de réserve métallique dans le département d'émission assurant la convertibilité des billets⁷, c'est en janvier 1847 qu'elle se trouva contrainte d'augmenter le taux à 3,5%, puis rapidement à 4%. Par son action, la Banque d'Angleterre avait l'objectif de limiter le niveau de l'escompte⁸ pour préserver la réserve de billets [Ward-Perkins, 1950, p. 265].

⁷ Le *Bank Charter Act* de 1844 visait à rendre impossible tout risque d'émission incontrôlée de monnaie par la Banque d'Angleterre. En conditionnant l'émission de billets à la quantité de métal détenue dans ses caisses, les autorités politiques tentaient de déposséder les dirigeants de la Banque de tout pouvoir sur l'émission de monnaie.

Le *Bank Charter Act* de 1844 sépara la Banque d'Angleterre en deux entités indépendantes, deux départements, le département d'émission et le département de banque (Juglar, 1862 ; MacLeod, 1866 ; Wolowski, 1867 ; Noel, 1888 ; Conant, 1915 ; Andreades, 1924 ; Hawtrey, 1932 ; Clapham, 1945 ; Morgan, 1965). Le principe fondateur de cette loi était la protection absolue de la convertibilité des billets de la Banque d'Angleterre. Ceux-ci étaient gagés sur les réserves métalliques de la Banque. Chaque billet émis en plus du montant déjà en circulation en 1844 (environ 28 millions de livres) devait être couvert par une quantité d'or équivalente, la masse initiale étant couverte par le stock d'or et d'argent, la dette publique et les titres publics déjà en possession de la Banque d'Angleterre. L'accroissement de la masse monétaire était donc limité par la quantité d'or s'accumulant dans la réserve métallique du département d'émission. Le département de banque, à travers les opérations commerciales qu'il effectuait, mettait en circulation les billets émis par le département d'émission. Mais, en aucun cas, il ne pouvait disposer d'une quantité supplémentaire de billets si ceux-ci n'étaient pas gagés sur une quantité identique de métal arrivant dans la caisse du département d'émission. En somme, la variation de l'émission de billets était identique à celle de l'encaisse métallique.

⁸ Le maniement du taux d'escompte a été utilisé de plus en plus couramment par la Banque d'Angleterre à partir du *Bank Charter Act* de 1844. Sur la période allant de 1844 à 1878, soit 35 ans, il y eut 264 modifications (126 hausses et 138 baisses), soit une moyenne de 7,5 par an [Palgrave, 1880, p. 78]. Le maniement du taux d'escompte n'a cessé de gagner en importance au fur et à mesure des années, le nombre annuel de changements n'ayant quasiment pas cessé de croître après 1844 : peu après la mise en application du *Bank Charter Act*, il n'était pas rare de voir des années en comportant un seul, voire même aucun comme ce fut le cas pour 1851, tandis qu'à partir de 1870, presque toutes les années en comportèrent au moins une dizaine.

Entre 1844 et le tout début des années 1860, le maniement du taux d'escompte avait comme unique objectif de limiter la quantité d'effets escomptés mais seulement dans un cas bien précis : lors d'une crise monétaire. Une telle situation pouvait se traduire par une forte augmentation de la demande d'escompte, provoquant une sortie importante de billets et une diminution de la réserve du département de banque. Les billets pouvaient être convertis en or, ce qui se traduisait par une baisse

Cependant, malgré cette action, l'or continua à sortir de la réserve métallique, et le taux fut élevé à 5% le 10 avril (Tableau 2). A ce moment, lorsque la crise atteignit un point critique, les paiements en or pour les Etats-Unis provoquèrent une chute significative de la réserve métallique [Tooke, 1848, vol. 4, p. 74].

Tableau 2 - Les principaux postes du bilan de la Banque d'Angleterre

	Billets détenus par le public (en livre)	Billets en réserve (en livre)	Montant total de bullion (en livre)	Taux d'escompte (en %)
9 janvier 1847	20 837 000	6 715 000	14 308 000	3
16 janvier	20 679 000	6 546 000	13 949 000	3,5
30 janvier	20 469 000	5 704 000	12 902 000	4
20 février	19 482 000	5 917 000	12 215 000	4
6 mars	19 279 000	5 715 000	11 596 000	4
20 mars	19 069 000	5 419 000	11 232 000	4
3 avril	19 855 000	3 700 000	10 246 000	4
10 avril	20 243 000	2 558 000	9 867 000	5

Source : Macleod [1866, vol. 2, p. 135].

Mais, grâce au maintien d'un taux d'escompte élevé et malgré la persistance d'un haut niveau d'importations, la pression commença à reculer vers la fin du mois d'avril, lorsque le bullion commença à reconstituer les réserves métalliques de la Banque d'Angleterre. Jusqu'à la fin du mois de juin, il apparaît une amélioration sensible de sa position. Cependant, en juillet, les sorties d'or vers les Etats-Unis reprirent et, en même temps, la livre se déprécia fortement vis-à-vis des monnaies du continent [Tooke, 1848, vol. 4, p. 74]. En août, après une hausse du taux d'escompte, même si la situation avec les Etats-Unis restait légèrement défavorable à l'Angleterre, on constata une amélioration des changes avec le continent [Tooke, 1848, vol. 4, p. 76]. De ce fait, pendant ce mois, la quantité de bullion resta presque stable.

En revanche, la spéculation sur le coton américain, qui avait commencé à la fin 1846 mais s'était rapidement arrêtée au début de 1847, n'a pas joué un rôle significatif [Tooke, 1848, vol. 4, p. 334]. La pénurie de coton a provoqué une crise industrielle localisée : la baisse des importations de coton en Angleterre a conduit à une crise industrielle dans certaines régions. Elle a accentué les difficultés des maisons de commerce et des banques dans le Lancashire et à Glasgow [Ward-Perkins, 1950, p. 271].

importante de la réserve métallique du département d'émission. C'est donc seulement en période de crise ou de tension sur le marché du crédit que la Banque d'Angleterre faisait varier son taux d'escompte avec comme objectif une limitation de l'activité de l'escompte.

3 Octobre 1847 : une crise de liquidité causée par la hausse du taux d'escompte dans un contexte de faible liquidité bancaire

Au début de l'année 1847, du fait de la forte hausse des prix agricoles intérieurs, certains commerçants se lancèrent dans des opérations spéculatives. La mauvaise récolte de 1846 avait provoqué une hausse continue du prix des céréales, ce qui avait incité bon nombre de spéculateurs (les maisons de commerce) à importer [Macleod, 1889-1891, vol. 3, p. 797]. Durant les mois de mai, juin et juillet 1847, les importations étaient devenues très importantes sous l'impulsion de ce phénomène. Les spéculateurs estimaient même qu'ils rendaient un service au public. Ils se mirent à acheter des céréales dans toutes les parties du monde, ce qui provoqua une hausse des prix dans les autres pays [Ward-Perkins, 1950, p. 270].

Les perspectives d'une bonne récolte conduisirent à une baisse continue du prix des céréales à l'approche de l'été 1847 [Macleod, 1889-1891, vol. 3, p. 798]. Aussi, les conditions météorologiques très favorables en Angleterre à partir de la fin de mai, combinées à la hausse des importations, provoquèrent une baisse des prix du blé du début de juin à la mi-juillet [Tooke, 1848, vol. 4, p. 32]. En août, avec le début d'une excellente récolte, les prix se mirent à chuter très fortement.

Certaines maisons de commerce de moyenne importance qui avaient spéculé sur les céréales se retrouvèrent ruinées dès le mois d'août⁹ [Tooke, 1848, vol. 4, p. 77 ; Macleod, 1889-1891, vol. 3, p. 798].

Le mois d'août marqua aussi le début d'un processus de raréfaction de la liquidité dans le pays. Les entreprises de commerce, notamment celles en rapport avec le commerce des céréales aux Etats-Unis, quand elles ne firent pas faillite, connurent des difficultés pour assurer le remboursement de leurs emprunts aux banques ou les paiements des traites de commerce. Une défaillance d'une entreprise peut avoir deux conséquences pour les banques et les maisons d'escompte : une créance douteuse s'il s'agit d'un emprunt bancaire, ou une défaillance sur le paiement des effets de commerce.

La spéculation dans le commerce des céréales s'est muée en une crise sectorielle dans les entreprises de commerce lorsque le prix des céréales connut une baisse substantielle. Dans un second temps, cette crise toucha modérément le système bancaire (les banques et les maisons d'escompte) par l'intermédiaire de l'actif. Néanmoins, les banques ont été peu touchées par

⁹ Le 9 août, la première faillite se produisit avec *Leslie, Alexander & Co* (500 000 livres de passif), puis le 11, ce fut au tour de *Coventry & Sheppard* (200 000 livres).

les faillites des entreprises de commerce : ce sont davantage les escompteurs qui ont subi les défauts de paiement des négociants, même si peu de faillites de maisons d'escompte eurent lieu. Il convient donc de noter que le nombre total de faillites dans le système bancaire fut très faible, ce qui permet d'affirmer que cette crise fut davantage une crise de liquidité bancaire qu'une crise de solvabilité.

La première contagion des escompteurs eut lieu au milieu du mois de septembre lorsqu'une maison d'escompte renommée et fortement impliquée avec les grandes maisons de commerce spécialisées dans les céréales se déclara insolvable [Macleod, 1889-1891, vol. 3, p. 798]. A ce moment, les banques étaient plus réticentes à faire des prêts ou à autoriser les découverts puisqu'elles privilégiaient la sauvegarde de leur réserve de billets tandis que les maisons d'escompte étaient dans l'incapacité d'escompter car elles n'avaient plus la liquidité nécessaire (suite aux défauts de paiement de certaines maisons de commerce). Du fait de leur activité différente, ces deux types d'acteurs du système bancaire ne connurent pas les mêmes symptômes lors de la crise d'octobre-novembre.

Les difficultés pour se procurer du capital en Angleterre provoquèrent de nombreuses faillites dans le commerce et l'industrie. Certaines firmes ayant des fonds investis pour le long terme dans les plantations de sucre ou commerçant avec les Indes, et dont le crédit était de durée plus longue que pour le commerce avec les autres pays développés, furent mises en crise de liquidité [Macleod, 1889-1891, vol. 3, p. 799]. Du fait d'une raréfaction généralisée de la liquidité, il devenait naturel de se tourner vers la Banque d'Angleterre, seule institution encore capable de fournir ce bien collectif.

Le 23 septembre, la Banque d'Angleterre commença à limiter le crédit à cause de la pression sur sa réserve de billets. Le 2 octobre, elle avait 8 565 000 livres de réserve métallique, 18 712 000 livres de billets émis et 3 409 000 livres de réserve de billets. La Banque d'Angleterre fit monter le taux d'escompte à 6%. A partir du mois d'août, il semble que les sorties de métal n'étaient plus réellement un motif d'inquiétude car le niveau de la réserve était resté quasiment stable entre le début de ce mois et la fin d'octobre ; seule une très légère baisse pouvait être remarquée en septembre. En réalité, le problème était le stock et non le flux : la Banque d'Angleterre n'était pas en mesure de fournir de la liquidité à cause du faible stock de métal qui limitait l'émission de billets. La hausse du taux d'escompte avait alors pour seul objectif de limiter l'escompte en le renchérissant de manière à conserver une quantité satisfaisante de billets.

Au début d'octobre, la panique se diffusa à l'ensemble du pays. Pour tout le monde, l'objectif était de trouver de la liquidité quand les banques ou les maisons d'escompte n'en fournissaient plus. Aucune institution ne semblait pouvoir procurer cette denrée devenue rare : la majorité des banques était réticente, les maisons d'escompte étaient dans l'incapacité de le faire et la Banque d'Angleterre avait élevé son taux d'escompte.

Le 2 octobre également, la Banque d'Angleterre refusa de faire des avances sur les titres et les emprunts d'Etat [Macleod, 1866, vol. 2, p. 138]. Ce refus provoqua une panique sur les places boursières du pays : pour obtenir de la liquidité, de nombreux banquiers provinciaux en furent réduits à vendre leurs titres, provoquant de manière mécanique une chute importante des différentes Bourses. Par cette politique volontairement restrictive, la Banque d'Angleterre aggrava la panique : elle annonçait une restriction dans la fourniture de liquidité alors qu'elle était la seule à pouvoir encore en mettre à disposition des banques, des maisons d'escompte ou du public. Ceci fut d'autant plus inquiétant pour les banquiers et escompteurs que la Banque d'Angleterre avait abondamment pratiqué ces avances en avril et mai 1847 [Tooke, 1848, vol. 4, p. 75].

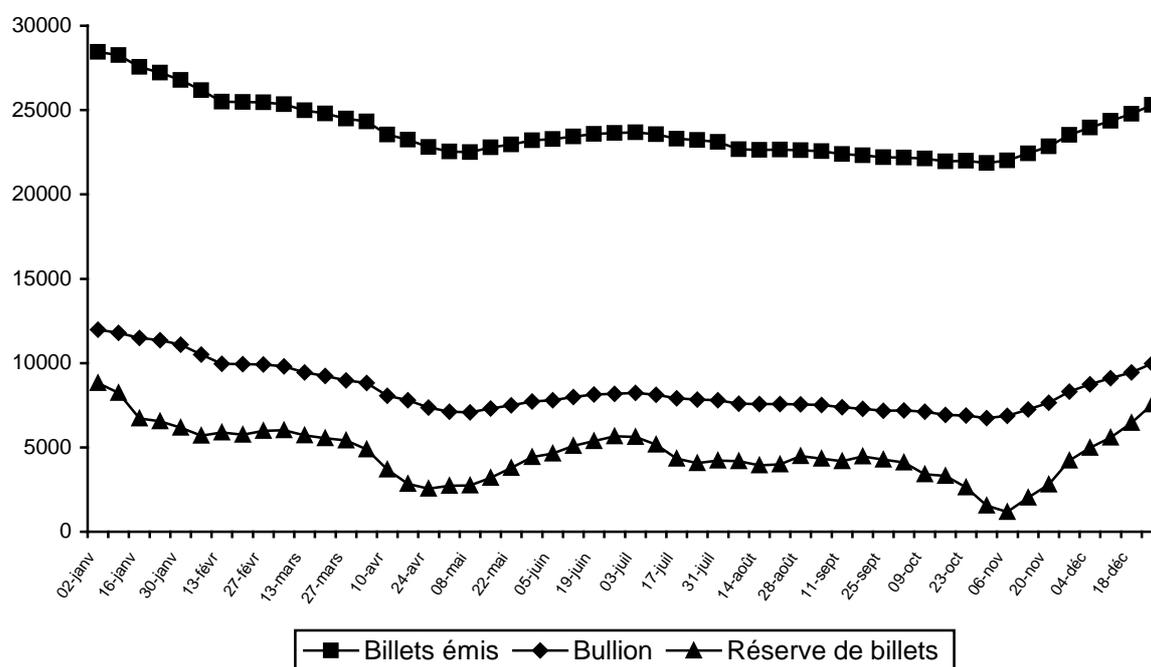
La semaine commençant le 18 octobre fut celle de la grande crise [Macleod, 1889-1891, vol. 3, p. 800]. Le taux d'escompte fut porté à 9% pour l'escompte à trois mois. Le bullion se montait à 8 431 000 livres, l'émission de billets à 19 359 000 livres et la réserve de billets à 2 630 000 livres (Graphique 5). De nombreuses banques subirent un *run* et quelques-unes firent faillite, notamment dans la région de Liverpool, alors très liée au commerce avec les Etats-Unis¹⁰. Mais, au total, les faillites de banques et maisons d'escompte furent peu nombreuses. La réserve de billets du département de Banque fut complètement vidée. Le marché de l'escompte fut asséché. Plus personne ne voulait escompter les effets et seuls les billets de la Banque d'Angleterre et le métal étaient encore acceptés.

Le samedi 23 octobre, une autorisation ministérielle permit à la Banque d'émettre des billets au-delà de ce qui était autorisé par le *Bank Charter Act*. La Banque recommença à mettre des billets en circulation, tout en imposant un taux d'escompte à 8%. La panique dura encore trois semaines et la réserve de billets recommença à croître dans la semaine commençant le lundi 8 novembre. A la fin de ce mois, la situation était redevenue normale pour la Banque d'Angleterre.

¹⁰ La *Royal Bank of Liverpool* fit faillite. Elle fut suivie par la *North and South Wales Bank* (Liverpool), la *Liverpool Bank*, la *Union Bank of Newcastle*.

Graphique 5 - Bilan de la Banque d'Angleterre en 1847

Unité : millier de livres



Source : *The Economist* (1847), diverses éditions.

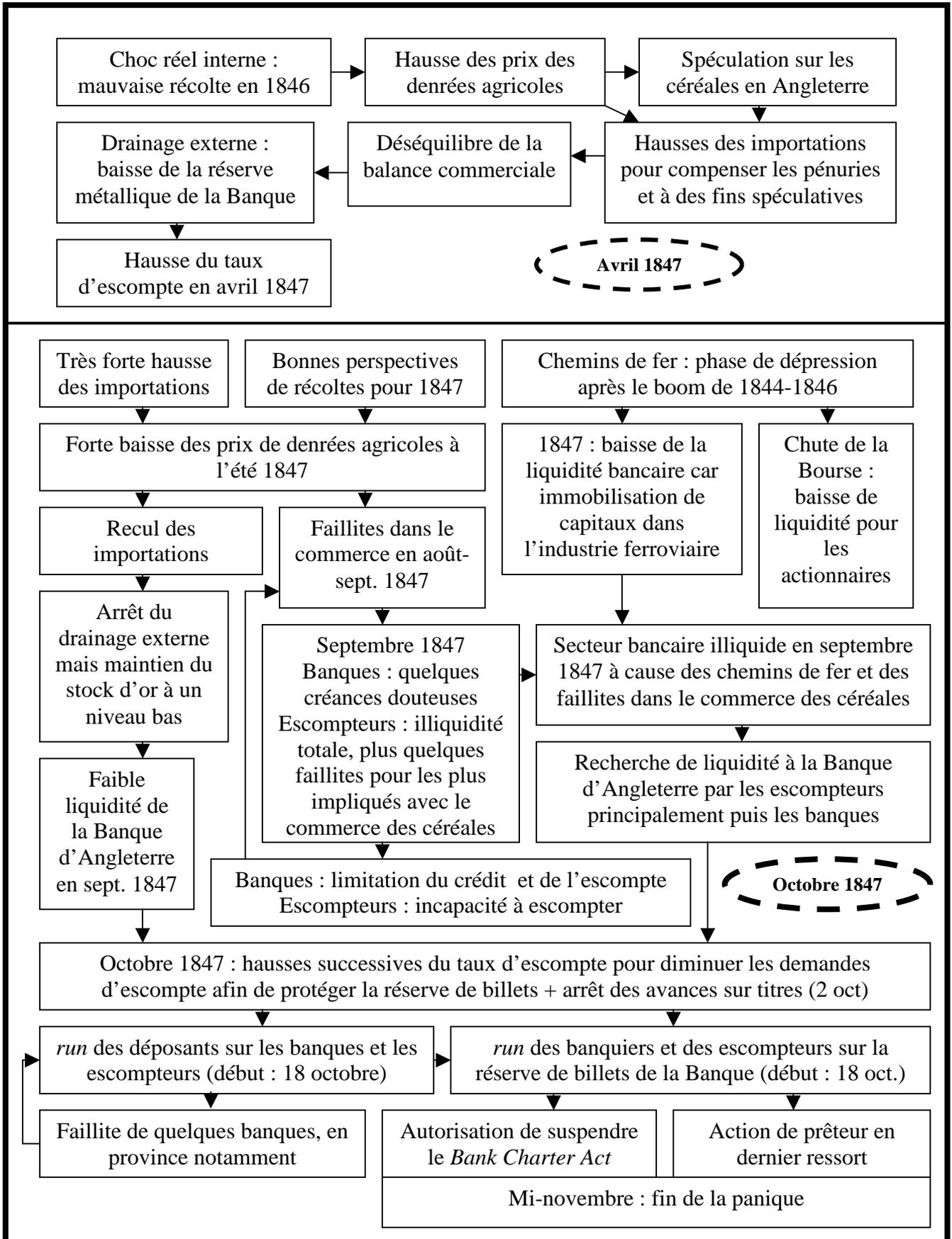
La Banque a assisté un certain nombre de banques, maisons d'escompte ou entreprises en difficulté, en pratiquant une politique d'aide conditionnée à la fourniture de collatéraux de bonne qualité [Acres, vol. 2, p. 507]. Les avances fournies par la Banque d'Angleterre furent considérables sur la période allant du 15 septembre au 15 novembre¹¹ [Macleod, 1889-1891, vol. 3, p. 800].

¹¹ 150 000 livres à une grande entreprise de Londres sur des obligations, 50 000 à une banque provinciale sur des actions immobilières, 120 000 à une mine, 300 000 à la *Royal Bank* de Liverpool sur des lettres de change, 100 000 à une banque provinciale par actions, 130 000 à une grande maison de commerce de Londres sur des garanties immobilières, 50 000 à une maison de commerce, 50 000 à une banque d'émission par actions qui fit faillite peu après, 15 000 à une maison de commerce de Londres sur des garanties immobilières, 100 000 à une grande entreprise de Liverpool, 800 000 à une grande banque par actions, 100 000 à une banque provinciale, 200 000 à une banque écossaise, 100 000 à une autre banque écossaise, 100 000 à une maison de commerce de Londres, 40 000 à une maison de commerce de Manchester, 30 000 à une banque provinciale sur des garanties immobilières, ainsi qu'à de très nombreuses maisons de commerce ou banques dans l'ensemble du pays.

La crise anglaise de 1847 est remarquable en plusieurs points. Concernant ses causes, on constate que les deux épisodes, en avril et en octobre-novembre, relèvent de facteurs finalement assez différents : alors que le premier est exclusivement la conséquence d'un déséquilibre commercial en défaveur de l'Angleterre, consécutif à une série de mauvaises récoltes, le second peut davantage être expliqué comme une panique. Le seul élément qui relie les deux événements réside dans les importations massives de céréales mais, lors de la première crise, l'effet fut direct – à travers un déséquilibre commercial – tandis que lors de la seconde l'impact fut indirect car ces mouvements commerciaux contribuèrent, pour partie seulement, à un recul des prix, qui mit plusieurs entreprises de commerce en faillite.

Un second point à souligner est le rôle apparemment ambigu de la Banque d'Angleterre lors du second épisode. Il paraît assez clair que sa responsabilité est engagée dans le *run* sur la liquidité puisque, dans un contexte de forte illiquidité des banques et des maisons d'escompte, sa stratégie fut de hausser davantage le taux d'escompte (ce qui pouvait s'expliquer par le souci de protéger sa réserve de billets), mais surtout d'annoncer un arrêt des avances sur titres, même sur ceux réputés les plus sûrs. En voulant protéger sa propre liquidité, la Banque d'Angleterre envoya un signal très négatif : elle annonçait que la seule institution encore en mesure de fournir ce bien en cours de raréfaction refusait de le faire. Néanmoins, une fois la panique déclenchée, il semble que sa stratégie changea radicalement d'orientation dans la mesure où son action face à la crise fut très efficace, comme en témoigne l'importance des avances consenties aux banques et aux maisons d'escompte, voire même aux maisons de commerce. Hawtrey [1970 (1932), p. 124] explique pourquoi la Banque d'Angleterre s'est comportée de la sorte : sa priorité était de respecter strictement le *Bank Charter Act* de 1844, ce qui l'empêchait de procéder à une émission non couverte supplémentaire de billets. Le salut est venu du Gouvernement qui, sur sa propre initiative, autorisa la Banque à prêter sans limite. C'est le premier cas de « *crisis letter* », autorisation écrite du Gouvernement permettant à la Banque d'Angleterre de procéder à une émission de billets supplémentaire non couverte par du métal. Finalement, nous synthétisons la crise de 1847 dans la Figure 1.

Figure 1 – La crise de 1847



SECTION 2 LA CRISE ANGLAISE DE 1857 EST PROVOQUEE PAR UN CHOC REEL EXTERNE

La crise anglaise de 1857 est d'une nature radicalement différente de celle de 1847. Du fait de l'absence de signe précurseur, elle n'avait pas été anticipée [Macleod 1866, vol. 2, p. 150]. Les événements de 1857 interviennent quand la situation de la Banque d'Angleterre était satisfaisante (avec un niveau élevé de métal en réserve). Par ailleurs, aucun mouvement spéculatif, ni déséquilibre commercial, n'était à signaler. Dans les quelques mois précédant la panique, rien ne laissait présager ce qui allait arriver.

La crise anglaise de 1857 est également marquée par une ampleur exceptionnelle, à en juger notamment par le niveau auquel a été porté le taux d'escompte. Même lors de celle de 1847, la Banque d'Angleterre n'avait pas été contrainte de hausser le taux d'escompte à 10%. Outre le niveau atteint par le taux d'escompte, la rapidité avec laquelle il y est arrivé et la durée pendant laquelle la Banque d'Angleterre l'a maintenu font de la crise de 1857 un événement tout à fait remarquable de l'histoire monétaire anglaise.

Dans les années 1850, les Etats-Unis connurent une expansion rapide dans le domaine de la construction ferroviaire. Comme dans l'Angleterre des années 1840, cette industrie fut prise d'une frénésie de développement. Il en résulta une crise bancaire majeure.

La transmission à l'Angleterre passa par deux canaux : d'une part, les faillites des négociants se traduisirent par une baisse des importations américaines, ce qui provoqua un déficit commercial de grande ampleur pour l'Angleterre, dont la principale conséquence fut un drainage externe d'or, et, d'autre part, ce même ralentissement du commerce mit de nombreuses sociétés de commerce anglaises en grande difficulté, voire en faillite. Pour préserver sa réserve de métal, la Banque d'Angleterre n'eut pas d'autre choix que de faire monter le taux d'escompte. Les faillites des maisons de commerce atteignirent les banques mais surtout les maisons d'escompte par le biais de l'actif. Au final, le système bancaire ne pouvait plus compter que sur la Banque d'Angleterre pour se procurer de la liquidité. La faillite de deux banques majeures provoqua un *run* des déposants sur les banques et maisons d'escompte, suscitant un drainage interne massif de la réserve métallique de la Banque d'Angleterre, diminuant encore sa liquidité sous forme de billets. La suspension du *Bank Charter Act* lui permit de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort.

1 Une crise industrielle puis bancaire aux Etats-Unis

La principale cause de la crise américaine réside dans l'expansion massive des chemins de fer. Environ 21000 miles avaient été construits entre 1849 et 1857, sur une période de 9 ans, pour un montant d'investissement de 700 millions de dollars. L'ensemble des capitaux dont disposait cette industrie était de 900 millions de dollars, ce qui veut dire que 7/9 des capitaux avaient été investis en moins de 9 ans [Rhodes, 1893-1906, vol. 3, p. 53].

La cause de la crise fut une dépréciation importante des actions ferroviaires aux Etats-Unis à la suite d'un phénomène de spéculation [Macleod, 1866, vol. 2, p. 151]. Le 24 août marqua le début de la crise aux Etats-Unis avec la faillite de l'*Ohio Life Insurance*, entreprise qui avait beaucoup investi dans les chemins de fer. L'annonce de cette faillite provoqua une dépréciation des actions sur le *New York Stock Exchange* [Rhodes, 1893-1906, vol. 3, p. 45]. La crise boursière atteignit ensuite le système bancaire par l'intermédiaire des possesseurs de titres. Durant le mois de septembre 1857, il y eut une violente baisse à la Bourse de New York sur les actions des compagnies de chemins de fer, alors qu'elles avaient précédemment enregistré une longue période de hausse [Ormesson, 1933, p. 39]. En septembre, la baisse cumulée fut de 30% sur les chemins de fer [Ormesson, 1933, p. 44]. L'ensemble des valeurs cotées à la Bourse souffrit de la désaffection des investisseurs car toutes reculèrent.

Il y avait à l'époque 1416 banques fondées avec ou sans charte aux Etats-Unis. Il existait deux types de banques mais toutes pouvaient émettre de la monnaie : les unes agissaient librement à condition de respecter la loi, les autres, dites à charte, devaient déposer au Trésor de leur Etat une caution égale à la quantité de billets mise en circulation. En 1856, environ un quart du capital déclaré l'était par les banques sans charte (125 millions USD sur 496).

La crise boursière s'est propagée aux banques par l'intermédiaire de l'actif. Ce violent krach boursier eut pour conséquence de mettre les banques commerciales en crise de solvabilité à cause des actionnaires individuels. Ces derniers, pour spéculer à la Bourse sur les titres ferroviaires, avaient emprunté des sommes considérables aux banques en utilisant les actions comme collatéraux. Du fait de la baisse continue de la Bourse en septembre 1857, les détenteurs de titres n'ont pu les vendre pour rembourser les banques [Ormesson, 1933, p. 45]. Celles-ci ne pouvaient pas utiliser ces collatéraux pour récupérer leurs prêts. Les emprunteurs ont donc fait faillite et ont mis les banques commerciales en crise de solvabilité. La crise boursière s'est donc transformée en crise de solvabilité bancaire à cause de l'incapacité des spéculateurs à rembourser leurs emprunts.

C'est ensuite par le biais du passif que les banques virent la panique les atteindre : elles furent sollicitées par les déposants et restreignirent le crédit. L'intensification du *run* se déroula en trois étapes : au début de septembre, avec une faible intensité sur certaines banques impliquées dans le financement des chemins de fer, puis, à partir du 25 septembre, sur l'ensemble des banques après que la Banque de Pennsylvanie eut annoncé sa faillite [Rhodes, 1893-1906, vol. 3, p. 45], et, enfin, à partir du 13 octobre, lorsque toutes les banques annoncèrent la suspension de la convertibilité [Macleod, 1866, vol. 2, p. 152]. En effet, lorsque les banques de New York décrétèrent un *bank holiday*, à la mi-octobre, le *run* déjà en cours s'intensifia encore et les déposants demandèrent la conversion des billets. Le 17 octobre, 150 banques avaient suspendu la convertibilité aux Etats-Unis [Macleod, 1866, vol. 2, p. 151], dont 62 sur 63 à New York [Coullet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 16].

Quand les banques suspendirent les paiements en espèces, le montant de leur encaisse métallique pouvait encore couvrir les demandes de conversion. De plus, les billets en circulation n'avaient pas été décotés. Même s'il affaiblissait les banques, le *run* pouvait être contenu [Rhodes, 1893-1906, vol. 3, p. 47]. Les banques limitèrent le crédit partout dans le pays si bien que de nombreux industriels et commerçants firent faillite. Au début d'octobre, certaines compagnies de chemins de fer ne purent plus rembourser leurs emprunts [Rhodes, 1893-1906, vol. 3, p. 46]. En effet, les faillites commencèrent dans le secteur ferroviaire, notamment du fait de l'interruption des travaux causée par le manque de capitaux disponibles [Ormesson, 1933, p. 47].

Les commerçants et les industriels commencèrent à éprouver des difficultés de la même manière à la suite de l'effondrement de la demande et des limitations du crédit bancaire. Les produits alimentaires enregistrèrent une chute de leur prix, comprise entre 25% et 75% [Rhodes, 1893-1906, vol. 3, p. 47]. Le recul de l'activité industrielle provoqua un chômage de masse avec près de 30 000 à 40 000 chômeurs rien qu'à New York [Rhodes, 1893-1906, vol. 3, p. 48]. Les Etats manufacturiers du Nord voyaient les entreprises fermer les unes après les autres ou licencier une grande partie des ouvriers [Ormesson, 1933, p. 50].

A la mi-novembre, la situation semblait se détendre, l'or recommençait à venir à New-York, principalement en provenance d'Angleterre. Le cours des actions des compagnies de chemins de fer remontait. Les Anglais achetaient du coton du sud et payaient avec des métaux précieux.

2 Une transmission à l'Angleterre causée par une crise de change et des faillites de maisons de commerce anglaises.

Un des aspects les plus frappants de la crise de 1857 est la surprise des pays touchés en Europe. En août 1857, il n'y avait aucun motif d'inquiétude : les récoltes étaient bonnes et l'on ne voyait pas de spéculation se développer... De même, les comptes de la Banque d'Angleterre apparaissent bons tant pour la réserve métallique que pour celle de billets. La Banque d'Angleterre négociait même l'envoi d'un million de livres de métal argent (qui devait être acheté sur le continent) avec la Compagnie des Indes Orientales [Macleod, 1866, vol. 2, p. 151 ; Couillet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 15]. Cette opération, commencée le 17 août, a finalement abouti, preuve que la situation monétaire anglaise n'inspirait aucun motif d'inquiétude au début du mois de septembre.

La crise américaine s'est transmise à l'Angleterre par deux canaux distincts. En premier lieu, les entreprises de commerce américaines stoppèrent leurs commandes aux entrepreneurs étrangers [Ormesson, 1933, p. 57]. Ainsi, le commerce entre les deux pays se trouva fortement perturbé par la chute des importations américaines, les faillites des entreprises commerciales américaines ayant un impact considérable. En outre, la chute de la demande provoquée par un chômage devenu important, notamment à New York, faisait reculer la nécessité d'importer. Cette interruption brutale des exportations anglaises provoqua un déséquilibre commercial majeur entre les deux pays. Ainsi, les marchés des changes furent perturbés puisque les Américains demandaient beaucoup moins de livres qu'en temps normal, lorsqu'ils devaient payer les importations. Au lieu d'utiliser les lettres de change pour payer ses importations, l'Angleterre s'est vue contrainte d'utiliser le métal, ce qui ponctionna les réserves d'or de la Banque d'Angleterre. C'est environ à la mi-octobre que les Anglais constatèrent les premières sorties de métal précieux.

Le second mode de transmission passait par les entreprises de commerce. Celles qui faisaient du commerce international avec les Etats-Unis subirent de manière très violente la quasi-interruption des exportations anglaises si bien qu'un certain nombre d'entre elles fit faillite. Les banques, et surtout les maisons d'escompte avec qui elles entretenaient des relations, constatèrent l'apparition de créances douteuses et de défauts de paiement sur les effets de commerce à la suite des faillites de ces entreprises de commerce. Les défaillances commencèrent à devenir nombreuses vers la fin du mois d'octobre, même si certaines ont été signalées dès le début de ce mois.

Le taux d'escompte anglais fut porté à 6% le 8 octobre, après les mauvaises nouvelles en provenance des Etats-Unis mais rien ne laissait présager un avenir pénible pour l'Angleterre. A ce moment-là, l'action de la Banque d'Angleterre apparaissait davantage préventive. Cependant, peu après (au moment de la suspension généralisée des paiements aux Etats-Unis), elle monta son taux à 7% car la dégradation de la situation américaine provoquait une certaine inquiétude. C'est la hausse du taux d'escompte à Hambourg, et encore plus celle aux Etats-Unis, qui amena la Banque d'Angleterre à élever le sien [Coullet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 18 ; Macleod, 1866, vol. 2, p. 152]. Le 19 octobre, les nouvelles étaient toujours aussi mauvaises et la hausse des taux d'escompte en Europe incita la Banque d'Angleterre à persévérer [Coullet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 19]. La Banque d'Angleterre était d'autant plus motivée pour agir de la sorte que le drainage externe de ses réserves métalliques commençait à devenir intense à cette période [Macleod, 1866, vol. 2, p. 151]. En résumé, la hausse du taux d'escompte anglais peut être interprétée de deux manières selon la période : dans un premier temps, entre les 8 et 15 octobre, elle devait prévenir les risques de sorties de métal puis, ensuite, il s'agissait de répondre à un choc externe, c'est-à-dire de lutter effectivement contre les flux se dirigeant vers les Etats-Unis.

Avant d'atteindre les banques et les maisons d'escompte, la crise anglaise toucha les maisons de commerce. On les trouvait dans les régions de Liverpool, Glasgow et Londres [Coullet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 16] mais, on signala aussi de nombreuses faillites, en octobre, dans les régions de Manchester, Birmingham et Bradford [Ormesson, 1933, p. 76]. A partir du 28 octobre, les faillites commencèrent à devenir plus importantes en Angleterre. Au 2 novembre, 85 firmes y avaient fait faillite [Ormesson, 1933, p. 73], et d'autres encore, la semaine suivante. Le 7 novembre, ce fut au tour de la maison *Vickers* de Sheffield, une des plus importantes et anciennes d'Angleterre [Ormesson, 1933, p. 77].

Un nombre croissant de banques refusait de faire de l'escompte de peur de ne pas pouvoir récupérer la créance. Finalement, l'ensemble des banques diminua l'escompte en le réservant aux meilleurs clients [Coullet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 17]. Ces mesures conduisirent à un assèchement progressif de la liquidité à travers tout le pays. Les banques ont récupéré les capitaux mis en dépôt chez les escompteurs, les obligeant à fonctionner sans aucune réserve et à attendre l'échéance des lettres pour disposer de capitaux [Coullet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 17]. Ils comptaient aussi sur l'escompte auprès de la Banque d'Angleterre. Au début de novembre, l'ensemble des banques avait stoppé l'escompte et seule la Banque d'Angleterre continuait à le faire [Macleod, 1866, vol. 2, p. 153]. Il s'agit donc

principalement d'une crise de l'escompte, en tout cas, plus qu'une crise bancaire au sens propre du terme.

Les banques et les maisons d'escompte furent initialement atteintes par l'actif à mesure de l'accroissement des faillites de maisons de commerce¹². Mais les banques et maisons d'escompte les plus atteintes se situaient essentiellement dans les régions dans lesquelles le commerce avec les Etats-Unis était développé. En conséquence, les banques réellement menacées d'insolvabilité étaient peu nombreuses et surtout très localisées géographiquement.

Les escompteurs furent donc davantage touchés que les banques, même si plusieurs d'entre elles durent demander une aide temporaire de la Banque d'Angleterre. Les escompteurs, du fait même de leur mono-activité, couraient beaucoup plus de risques. A la fin d'octobre, la plus grande maison d'escompte demanda une aide illimitée à la Banque d'Angleterre, ainsi que plusieurs banques qui sollicitèrent une avance [Couillet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 21]. La Banque d'Angleterre était donc la dernière source de liquidité du pays mais sa capacité à fournir ce bien était entravée par le niveau de sa réserve métallique, qui avait considérablement diminué à cause du drainage externe vers les Etats-Unis, notamment à la fin du mois d'octobre.

La situation était sérieuse mais ne nécessitait apparemment pas encore une suspension du *Bank Charter Act* : le drainage externe devenait moins intense et la réserve de billets, bien que sérieusement ponctionnée, laissait encore apparaître une marge de manœuvre. Les faillites touchaient principalement les maisons de commerce et la plus grande partie des banques semblait les soutenir sans trop de peine, tandis que les escompteurs, bien qu'en grande difficulté, pouvaient tenir grâce à l'action de la Banque d'Angleterre. Il suffisait de laisser passer la tempête en contenant la panique.

A mesure que les faillites commerciales et industrielles s'intensifiaient au début de novembre, l'inquiétude commença à se propager chez les déposants qui voulaient récupérer leurs dépôts [Couillet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 22]. Les banques étaient aussi motivées pour récupérer les capitaux prêtés aux escompteurs dans le but de répondre au *run* des déposants. Celui-ci avait comme principale cause la raréfaction de la liquidité dans tout le pays. Obtenir des fonds à la Bourse devenait même difficile du fait de la forte baisse des cours. Les transactions sur les actions commençaient à devenir considérables [Macleod, 1866,

¹² La banque *Borough*, à Liverpool, qui avait prêté des capitaux à des entreprises commerçant avec les Etats-Unis, fit faillite car les prêts n'avaient pu être recouvrés. Ensuite, ce fut au tour de la maison d'escompte *Dennistown*, impliquée avec les négociants internationaux [Ormesson, 1933, p. 72].

vol. 2, p. 152], ceci dans le but de se procurer de la liquidité. Les fonds publics ont enregistré des volumes de vente exceptionnels [Ormesson, 1933, p. 77 ; Couillet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 22].

Lorsque le taux d'escompte fut porté à 9%, le 5 novembre, puis à 10%, le 9, le drainage de métal vers l'Europe était nul et celui vers les Etats-Unis minime. La réserve de billets, bien qu'amoindrie, semblait suffisante [Couillet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 27]. Un événement marqua un tournant et provoqua une nette aggravation de la crise : alors que la situation semblait contenue au début du mois de novembre, deux faillites bancaires intervinrent, ce qui produisit une panique majeure. Les faillites de la *Western Bank* d'Ecosse et de la *City Bank* de Glasgow provoquèrent un *run* du public en Irlande et en Ecosse. Ces banques avaient prêté des montants considérables à des affaires commerciales en rapport avec les Etats-Unis [Ormesson, 1933, p. 73]. La *Western Bank* était insolvable car trois gros clients, des entreprises commerçant avec les Etats-Unis, avaient fait faillite [Couillet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 33].

Le lundi 9 après-midi, toutes les succursales de la *City Bank* de Glasgow furent envahies par des déposants soucieux de récupérer leurs dépôts sous forme d'or. Plus personne ne voulait des billets de banque car les autres banques avaient précédemment refusé de convertir ceux de la *Western Bank*, alors devenue insolvable. Finalement, la justice obligea les banques à convertir les billets en or dans le but de limiter la panique. Elles obéirent mais demandèrent l'aide de la Banque d'Angleterre [Couillet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 33].

Ainsi, une quantité très importante de métal fut nécessaire à ces demandes de paiement. Deux millions de livres en or y furent envoyés pour faire face au *run* sur les banques car les déposants, n'ayant plus confiance dans les monnaies émises par les banques, demandaient à être remboursés en or et non en billets privés. Pour la seule semaine du 5 au 12 novembre, un million de livres en or fut envoyé par la Banque d'Angleterre en Ecosse [Couillet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 27]. Les 11 et 12 novembre, des quantités d'or très importantes arrivaient à Glasgow dans un climat de panique, voire d'émeute [Couillet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 33].

Mais la panique fut de courte durée. Dès que le public vit l'or arriver, elle disparut. Déjà, elle se calmait le mercredi 11 après midi puis elle s'arrêta le 12. Dès le mercredi, vers deux heures, dans les locaux de l'*Union Bank*, une banque qui avait subi le *run*, « il ne restait pas dans la banque plus d'une demi-douzaine de personnes » [Couillet et Juglar, 1865, vol. 8,

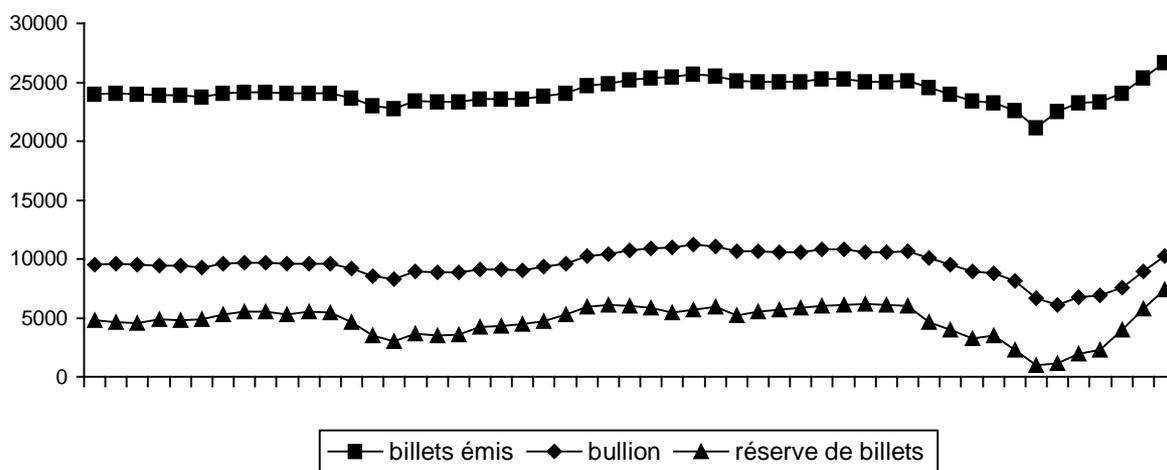
Paragraphe 33]. Finalement, à Londres, aucune banque ne fit faillite [Coulet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 43].

Cette ponction massive de la réserve métallique¹³ se traduit mécaniquement par une diminution de la réserve de billets et, par conséquent, induisit une forte baisse de la liquidité disponible dans le département de banque. Cela provoqua une panique du public avec pour conséquence un *run* sur l'ensemble des banques, qui cherchaient des liquidités à la Banque d'Angleterre (Graphique 6).

Le 12 novembre, le *Bank Charter Act* fut suspendu de manière à permettre une émission supplémentaire non couverte de billets par la Banque d'Angleterre. Tout comme en 1847, l'action de la Banque d'Angleterre fut appropriée puisqu'elle fit beaucoup d'avances sur l'escompte : au 21 novembre, celles-ci s'établissaient au triple du mois de juillet et au double de la fin d'octobre. La moitié des avances était le fait des escompteurs et fut faite sur des valeurs que la Banque d'Angleterre ne prenait habituellement pas [Coulet et Juglar, 1865, vol. 8, Paragraphe 25].

Graphique 6 - Evolution des postes du bilan de la Banque d'Angleterre en 1857

Unité : millier de livres



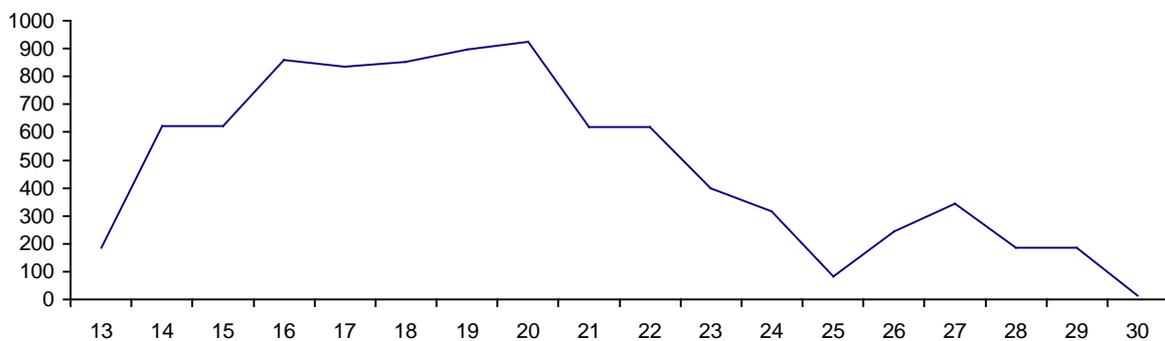
Source : *The Economist* (1857), diverses éditions.

¹³ Il s'agit de préciser ici ce qu'on entend par *drainage interne*. Au début de la crise, le métal servait à payer les importations anglaises en provenance des Etats-Unis : dans ce cas, le métal sort de l'Angleterre. C'est un *drainage externe*. En ce qui concerne l'Ecosse, comme les billets de la Banque d'Angleterre n'y sont pas utilisés, le métal a été transporté pour fournir de la liquidité aux banques. Mais, en aucun cas, il ne s'est agi d'une défiance du public à l'égard des billets de la Banque d'Angleterre. Une demande de conversion de ceux-ci conduit aussi à une baisse des réserves métalliques et à un accroissement de la circulation de métal, ce qui correspond à un drainage interne *stricto sensu*. Mais ce n'est pas ce qui s'est passé dans le cas de l'Ecosse. Cette opération a répondu à une double logique : *externe* car les billets de la Banque d'Angleterre n'ont pas été utilisés et *interne* car l'opération s'est déroulée dans la zone d'influence de la Banque d'Angleterre.

Le Graphique 7 détaille le niveau de l'émission supplémentaire de billets de la Banque d'Angleterre à partir de la suspension du *Bank Charter Act*. Ces données sont particulièrement intéressantes dans la mesure où elles indiquent une évolution quotidienne alors que les comptes de la Banque d'Angleterre sont habituellement disponibles sur une base hebdomadaire. Très rapidement, le montant de billets émis sans contrepartie métallique prend des proportions importantes puisqu'il atteint presque un million de livres. A partir du 21 novembre, la surdemande de liquidité recule pour devenir presque nulle à partir du 25. Finalement, au début de décembre, la panique est contenue.

Graphique 7 - Emission supplémentaire non couverte de billets de la Banque d'Angleterre durant le mois de novembre 1857

Unité : millier de livres



Source : données d'après Couillet et Juglar [1865, vol. 8, paragraphe 26].

Même si la France a connu des sorties de métal en direction des Etats-Unis [Macleod, 1866, vol. 2, p. 152], il reste que le principal vecteur de transmission de la crise à la France réside dans la guerre de taux que se sont livrées la Banque de France et la Banque d'Angleterre. C'est ce que va montrer la section suivante en mettant en évidence les opérations d'arbitrage entre les deux pays à l'aide de la théorie des arbitrages développée par Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard [2001] et appliquée aux conditions monétaires entre la France et l'Angleterre en 1857 au moment de la crise.

3 Les arbitrages entre la France et l'Angleterre en 1857

La théorie de l'arbitrage cherche à expliquer les comportements des agents sur les marchés monétaires et des changes. L'arbitrage est un comportement rationnel mettant en concurrence deux opérations. Pour montrer la bonne intégration des marchés monétaires de Paris et Londres, la théorie des arbitrages sera ici développée puis appliquée aux conditions de la crise de 1857. La bonne intégration financière entre les places de Paris et Londres à l'époque de la crise de 1857 permet d'affirmer que les opérations d'arbitrage étaient courantes et faisaient partie du quotidien des acteurs des marchés monétaires et des changes.

La théorie de l'arbitrage

Parmi tous les flux de capitaux internationaux, certains étaient de court terme. Parmi ceux-ci, certains étaient motivés par la spéculation tandis que d'autres étaient occasionnés par des opérations d'arbitrage [Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard, 2001]. Ce sont ces derniers que nous allons prendre en compte dans l'analyse de la crise. Durant les années 1850, ils étaient nombreux, notamment entre Paris et Londres, deux des principaux centres financiers mondiaux.

Sur les marchés des changes sont cotés deux types de papier, court et long : le premier aux fins de règlement immédiat et le second en vue de placements. Le fonctionnement de ces marchés implique un paiement immédiat quelle que soit l'échéance alors que la livraison se fait à la maturité du papier. Le taux d'intérêt implicite (IL et IP) prend en compte l'existence de ces deux types de papier et met en lumière le comportement des arbitragistes¹⁴.

Trois arbitrages existent (Tableau 3). Deux de placement sont possibles : l'achat d'une lettre domestique à l'étranger (I) ; l'achat d'une lettre de change longue (II). Il existe également un arbitrage de courte durée (environ une semaine) visant à se procurer de la liquidité sur la place étrangère (III)¹⁵.

¹⁴ Nous reprenons les définitions données par Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard [2001, p. 114] :

IL : taux d'intérêt implicite à Londres, égal à l'écart relatif entre les taux de change court et long à Paris. Sur une base annuelle et avec un change long à trois mois, $IL = 4(PLc - PLl) / PLl$ (avec L : Londres ; P : Paris et c : change à vue ; l : change à trois mois) ; IP : taux d'intérêt implicite à Paris, égal à l'écart relatif entre les taux de change court et long à Londres. Sur une base annuelle et avec un change long à trois mois, $IP = 4(LPl - LPc) / LPl$; ajoutons que, le change étant coté au certain à Londres et à l'incertain à Paris, $PLc > PLl$ et $LPl > LPc$

EP : taux d'escompte de la Banque de France ;

EL : taux d'escompte de la Banque d'Angleterre.

¹⁵ On trouvera en annexe 2 les effets attendus des trois types d'arbitrage.

Tableau 3 - Les trois types d'arbitrage

	Marchés en arbitrage	Couvert	Critères	Flux de capital	Anticipation
I	Deux marchés monétaires domestiques	Non	$EL > EP$	Paris → Londres	Change court à trois mois
			$EP > EL$	Londres → Paris	
II	Un marché monétaire domestique et un marché du change long sur la même place	Non	$IL > EP$	Paris → Londres	Change court à trois mois
			$IP > EL$	Londres → Paris	
III	Un marché monétaire domestique sur une place et le marché du change long d'une autre place	Oui	$IL > EL$	Paris → Londres	Non
			$IP > EP$	Londres → Paris	

Source : Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard [2001].

Les arbitrages lors de la crise de 1857

Ici, sera reprise l'analyse de Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard [2001] sur la crise de 1857. Une analyse monétaire de la crise de 1857 doit se faire à partir de l'évolution des taux d'escompte de la Banque d'Angleterre et de la Banque de France. Durant la majeure partie de cette année, les deux Banques vont pratiquer des taux assez similaires dans leur niveau : à partir de la fin de la crise, en décembre 1857, on observera seulement un différentiel d'escompte conséquent, de 2 ou 3 points (et aussi du 10 au 12 novembre). De ce fait, les deux seuls types d'arbitrage possibles lors de la crise sont les II et III. Le type I, fondé sur une comparaison entre les taux d'escompte des deux Banques, n'a pas pu être mis en œuvre durant cette période critique. Mais, étant donné le niveau proche des deux taux d'escompte et les durées d'ajustement des opérations, c'est principalement le type III qui sera mis en jeu lors de la crise d'octobre-novembre 1857.

Une première indication du caractère perturbé de l'année 1857 apparaît avec le nombre de modifications du taux d'escompte en France et en Angleterre : dans chacun des deux pays, 9 changements interviennent. En Angleterre, hormis l'année 1847, jamais une telle variabilité n'avait été observée. Globalement, sur l'ensemble de l'année 1857, le taux parisien reste toujours inférieur à celui de Londres, exception faite des deux semaines (13 au 27 novembre) durant lesquelles les deux Banques vont se livrer à une véritable guerre. Pendant cette période, de chaque côté de la Manche, le taux d'escompte sera porté à 10%.

C'est le 3 avril que les premières modifications interviennent du côté anglais, avec une élévation de 0,5 point, le taux anglais (EL) passant de 6% à 6,5%. Une hausse anglaise devrait

conduire les cambistes anglais à chercher de la liquidité à Paris (arbitrage de type III) du fait de son moindre coût, le taux parisien restant à 6%. Cependant, ce choc monétaire anglais n'incite pas les arbitragistes à agir, en France comme en Angleterre. Comme les Anglais ne semblent pas intéressés par la recherche de liquidité à Paris, LPI ne bouge quasiment pas et IP reste stable (alors qu'on aurait pu s'attendre à une baisse du fait de l'accroissement de la demande de francs longs à Londres). Le différentiel IP-EP reste positif sur la période, ce qui signifie que les Anglais n'épuisent pas les possibilités d'arbitrage de type III. On peut imaginer que cet écart reste insuffisant pour inciter les Anglais à arbitrer. De même, les Français ne semblaient pas mettre en œuvre les arbitrages de type I de Paris vers Londres, selon le critère EL-EP qui reste positif, donc en faveur de Londres. On le remarque par l'absence de modifications de PLc. Les Français ne pratiquent pas l'arbitrage car le différentiel EL-IL, qui était initialement à parité, a pris des valeurs positives durant une longue suite de cotations. Plus d'un mois sera nécessaire pour retrouver l'égalité, et cela arrivera pour des raisons qui ne sont pas imputables à des opérations d'arbitrage.

La Banque d'Angleterre abaisse son taux le 19 juin, à 6%, pour retrouver la parité avec Paris mais, une semaine plus tard, la Banque de France diminue le sien de 0,5 point, à 5,5%, laissant un différentiel de taux identique à celui affiché depuis le début du mois d'avril (0,5 point). Cette fois-ci, les Anglais réagissent et vont chercher de la liquidité à Paris, ce qui se manifeste par une baisse de LPI (une appréciation du franc long contre la livre). Mais sans modification de LPc (car les arbitragistes n'opèrent pas une bascule complète), IP baisse moins que EP. De ce fait, le différentiel EP-IP, qui était négatif, le devient davantage. Ces arbitrages de type III se font généralement sur une durée d'une semaine. Une fois lancées les opérations à Londres, on aurait dû observer rapidement une hausse de PLc (due à une demande accrue de livres courtes contre francs à Paris) et, par contrecoup, une hausse de IL. Cependant, ce mouvement n'est pas perceptible. Le différentiel EL-IL, négatif avant le choc, se rapproche de la valeur nulle, alors qu'il devrait monter et s'en éloigner. Le retour des placements anglais ne permet pas d'opérer le mouvement de bascule entre les deux marchés. Finalement, la Banque d'Angleterre abaissera son taux un mois plus tard, rétablissant la parité avec Paris.

Le 9 octobre, avec une hausse d'un demi-point, la Banque d'Angleterre rétablit un différentiel de 0,5 point. Le 13 octobre, les deux Banques haussent chacune leur taux d'un point, laissant le différentiel inchangé. La même opération se reproduit une semaine plus tard, le 20 octobre, de chaque côté de la Manche. A ce moment, le différentiel de taux est toujours

d'un demi-point. C'est le début de ce que l'on a appelé la « guerre des taux » entre les deux Banques, chacune répondant immédiatement à une augmentation de l'autre. Il semble que les Anglais ne réagissent pas à cette course à la hausse. On aurait pu s'attendre à ce qu'ils aillent chercher de la liquidité à Paris, alors moins coûteuse, mais LPI ne se modifie presque pas (alors qu'il aurait dû baisser, traduisant une appréciation du franc long contre la livre), ce qui induit une stabilité de IP (alors qu'on aurait pu s'attendre à une baisse). En conséquence, le différentiel EP-IP, qui était presque à l'équilibre, ne prend pas la valeur positive, ce qui aurait traduit un positionnement sur le change long à Londres. De même, les rapatriements de capitaux de Paris vers Londres auraient dû provoquer une hausse de PLc mais des mouvements de grande envergure n'ont pas eu lieu comme en témoigne la stabilité de PLc. Une demande accrue de livres à Paris devrait se traduire par une hausse de PLc et par conséquent de IL. Le différentiel EL-IL, qui était négatif avant ces hausses de taux, n'est pas devenu davantage négatif comme on aurait pu s'y attendre. Cette non conformité avec les prédictions doit s'expliquer prioritairement par l'attentisme des cambistes qui, devant une telle situation de concurrence entre la Banque d'Angleterre et la Banque de France, préféreraient attendre de voir se stabiliser le différentiel. Cette absence de mise en œuvre des arbitrages traduit une mauvaise intégration des marchés monétaires anglais et français.

C'est la semaine du 6 au 13 novembre qui consacre la guerre des taux des deux côtés de la Manche, avec l'augmentation du taux d'escompte anglais à 10%, valeur jusque-là inconnue. Durant quelques jours, le différentiel franco-anglais s'envola au niveau de 2,5 points. Les cambistes anglais vont immédiatement chercher de la liquidité à Paris, ce qui se traduit par une baisse de LPI (une appréciation du franc long contre la livre) et une baisse de IP. De ce fait, la valeur initialement négative du différentiel EP-IP tend vers zéro. A Paris, on ne constate pas le niveau de IL auquel on pourrait s'attendre car la demande de livres courtes à Paris (PLc) s'accroît assez peu. Ainsi, le différentiel EL-IL passe de négatif à positif.

Le 27 novembre, Paris réduit son taux d'escompte d'un point, à 9%. Les cambistes anglais vont immédiatement se procurer de la liquidité à Paris, ce qui fait baisser IP. Le différentiel EP-IP devient négatif alors qu'il était positif (car EP a baissé plus que IP). Pour la première fois, la bascule sur le change court LPc se produit bien : les Anglais rapatrient leurs capitaux sur le change court. En conséquence, IL s'accroît pendant deux semaines sous l'effet de la hausse du change court et de la baisse du change long. Sous l'effet de ce choc monétaire, le différentiel EL-IL, initialement négatif, devient davantage négatif.

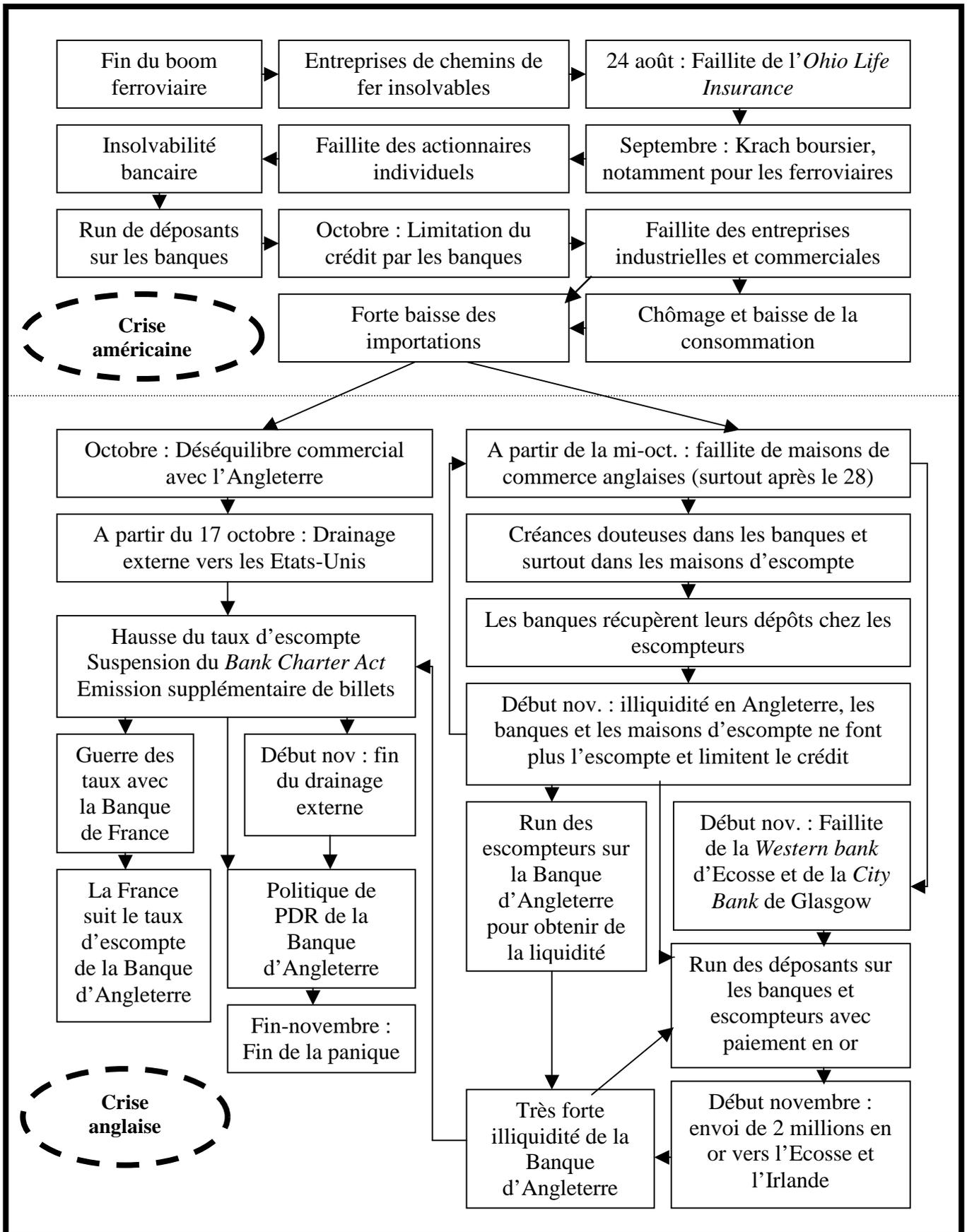
La Banque de France réduit son taux le 8 décembre, creusant un différentiel de deux points. Des deux côtés de la Manche, on réduit les taux le 24 décembre, laissant inchangé l'écart. Puis la Banque de France passe à 5%, instituant un écart de 3 points pendant 10 jours. Le marché londonien profite de cette nouvelle opportunité, provoquant une baisse de IP. L'effet de bascule se retrouve à Paris une semaine plus tard.

Les causes de la crise de 1857 ne sont pas propres à l'Angleterre comme en 1847. Aucun dysfonctionnement lié au système productif ou au système bancaire ne peut être mis en évidence. Ce sont bien les Etats-Unis qui ont exporté leur crise vers l'Angleterre et plus généralement l'Europe occidentale. Mais, plus liée aux Etats-Unis par le commerce international, il apparaît que la première puissance mondiale fut touchée en premier et de manière plus violente que le reste de l'Europe. La Figure 2 synthétise cette crise.

La gestion de la crise par la Banque d'Angleterre est particulièrement intéressante. Tout en scrutant avec un maximum d'attention l'évolution de la situation de l'autre côté de l'Atlantique, elle utilisa son taux d'escompte de manière préventive, au début du mois d'octobre, en tenant compte de la stratégie des autres banques européennes, comme on le vit lors de la « guerre des taux » avec la Banque de France. Une fois la crise déclarée en Angleterre, à la fin d'octobre, elle mit en place une stratégie de prêteur en dernier ressort visant à offrir une quantité illimitée de liquidité aux banques et aux maisons d'escompte, et ceci fut appliqué durant tout le mois de novembre. Surtout, les erreurs de la crise de 1847 ne furent pas répétées : elle n'annonça jamais refuser de faire des avances sur les titres et les emprunts d'Etat. Cet épisode avait vraisemblablement constitué un tournant dans la crise de 1847, même si, rapidement, les administrateurs avaient appliqué une politique de prêteur en dernier ressort. Il fut, cette fois-ci, nécessaire de procéder à une émission supplémentaire pour répondre à l'ensemble des demandes de liquidité.

En outre, la Banque d'Angleterre dut faire face à un événement qu'elle n'avait jamais connu depuis l'instauration du *Bank Charter Act* : entre le 10 octobre et le 21 novembre, la réserve métallique baissa de 40% ! Cette diminution d'une ampleur exceptionnelle résultait, au mois d'octobre, d'un drainage externe vers les Etats-Unis puis, à partir du début de novembre, d'un *run* du public, principalement sur les banques d'Irlande et d'Ecosse.

Figure 2 – La crise de 1857



SECTION 3 LA CRISE ANGLAISE DE 1866 PEUT-ELLE ETRE EXPLIQUEE PAR UN CHOC REEL, COMME CELLES DE 1847 ET 1857?

La crise de 1866 reste toujours en partie une énigme car ses différents aspects n'ont jamais été réunis ensemble pour dresser un modèle cohérent et complet. Le plus souvent, seule une de ses facettes a été analysée, l'aspect bancaire [Andreades, 1924 ; Clapham, 1945], l'aspect industriel [Cottrell, 1980], le mode de financement des chemins de fer [Cottrell, 1975], ou encore les modalités des arbitrages [Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard, 2001]. Déjà, trente ans après le déroulement de ces événements, MacLeod [1896, vol. 2, p. 163] signalait le manque d'intérêt des autorités pour la recherche d'explications : « In consequence of there having been no Parliamentary inquiry, as might have been expected, the circumstances of this panic have never been fully explained. »

La crise anglaise se déclenche dans un climat tendu, quand les rumeurs de guerre entre la Prusse et l'Autriche se font de plus en plus pressantes et que de nombreuses Bourses européennes connaissent des reculs significatifs. Le 1^{er} mai 1866, le Gouvernement italien suspend la convertibilité en or de la lire. En Angleterre, « le marché londonien reste fragile à la mi-avril à cause des rumeurs de guerre » [Kindleberger, 1994, p. 170]. La Bourse de Berlin connaît aussi une panique le 2 mai, lorsque la mobilisation est décrétée, et le 12, avec la déclaration de guerre avec l'Autriche. Les tensions européennes du mois de mai 1866 signent la fin de la détresse financière et le début de la crise pour l'Angleterre.

Kindleberger [1989, p. 379] pense que « le schéma de [la crise] de 1866 est particulièrement touffu car elle a associé la fin de la Guerre Civile aux Etats-Unis à des effets fortement dépressifs sur les prix du coton en Europe, à des conséquences négatives aux Indes, en Egypte, en Grèce, etc., et à la mobilisation en Prusse pour la guerre contre l'Autriche ». En ce sens, la crise de 1866 aurait une dimension européenne et serait de nature complexe si bien que « les liens entre les crises financières locales sont difficiles à retrouver, mais ils n'en existent pas moins ». Kindleberger [1994, p. 142] oppose deux manières de concevoir la crise de 1866 : alors que sa propre analyse se fonde sur un contexte d'instabilité en Europe installé depuis 1864, « l'interprétation qu'en donnent les Britanniques tourne davantage autour de l'expansion spéculative affectant particulièrement les maisons d'escompte depuis 1863, et des exemples inspirés du Crédit Mobilier ».

1 Une crise de dimension européenne qui prend racine dans les perturbations monétaires du milieu des années 1860 liées au commerce du coton

Les mécanismes de transmission de la crise à travers les pays européens passent par des ruptures des flux de capitaux. Kindleberger [1989, p. 379] comprend la crise de 1866 comme relevant d'un cycle impliquant toute l'Europe. La crise de 1857 avait montré un processus de contagion d'un pays à l'autre [Juglar, 1866 ; Andreades, 1924, Kindleberger, 1994]. En la qualifiant de crise « complexe », il précise aussi qu'il « est futile de chercher à assigner de façon précise à l'un ou à l'autre des pays la responsabilité du cycle tout entier ou de ses différentes phases ».

Comme le souligne Kindleberger, la majorité des auteurs anglais voit dans la crise anglaise le résultat de contraintes internes insurmontables et ils ne prennent pas en compte la situation européenne, à l'exception notable de Hawtrey [1979 (1919), p. 149] pour qui « la crise de mai 1866, une des plus sévères jamais vécues, bien qu'apparemment isolée, était en réalité une séquelle de la crise d'automne 1864, qui se déroula sur le Continent, mais qui n'était pas si aiguë dans l'ensemble des centres ». En 1864, en Angleterre et en France, les taux d'escompte passèrent à 9 et 8%. En France, cette hausse fut suffisante pour réduire l'expansion monétaire mais pas en Angleterre. La principale explication tient dans l'aspect spéculatif d'un grand nombre d'opérations en Angleterre alors qu'en France, le crédit servait davantage au commerce.

En conséquence, Kindleberger [1994, p. 171] affirme qu'il « est impossible de conclure que 1866 est un événement exclusivement britannique ». En effet, selon lui, « l'année 1866 s'inscrit réellement dans un processus de crise élargie, débutant en 1864 » [p. 170]. Il précise également que « la date de 1864 ne permet pas de soutenir que la crise soit strictement britannique ». Même, « la crise de 1866 peut être interprétée comme le résultat différé de l'effondrement du prix du coton en 1864, qui provoque la panique en France cette même année » [p. 141]. En ce qui concerne la thèse d'une crise purement anglaise, il estime qu'il est « difficile d'accepter cette [...] thèse, en particulier parce que *Overend & Gurney* effectuait des transports vers la Grèce, était liée à la Turquie par un système d'effets de complaisance qui permettait à ce pays de financer la guerre de Crimée, et avait des engagements à l'égard de la firme espagnole de négoce *Pinto Perez*, qui tomba en faillite le 7 avril à cause de ses liens avec Paris » [1989, p. 379].

La crise de 1866 serait due à « une responsabilité d'ensemble », précédée d'une spéculation sur le coton et les compagnies maritimes [Kindleberger, 1994, p. 292]. Deux périodes de détresse financière ont lieu en 1864 : la première en janvier, lors de l'effondrement du prix du coton et la seconde durant le dernier trimestre. Il convient donc de prendre la crise de 1866 comme le résultat d'un choc dans le commerce du coton.

A partir de 1862, les importations de coton en provenance des Etats-Unis commencèrent à diminuer, à la suite au déclenchement de la Guerre Civile [Ackerman, 1957, p. 322]. A partir d'octobre 1863, la chute de la production de coton dans les Etats du Sud provoqua une forte hausse de son prix [MacLeod, 1866, vol. 2, p. 156]. La guerre civile américaine avait fortement désorganisé le commerce entre les Etats-Unis et l'Angleterre, obligeant le pays à trouver d'autres sources d'approvisionnement. Des quantités considérables furent importées des Indes, de l'Egypte et du Brésil [Macleod, 1866, vol. 2, p. 156]. Mais comme il fallait payer avec de l'argent (en lieu et place de l'or), des perturbations monétaires s'ensuivirent. Il fallait vendre de l'or contre de l'argent à Paris et Hambourg. La Banque de France connut une fuite de sa réserve métallique. En 1863, le marché monétaire subit de nombreuses perturbations, notamment à cause de variations importantes dans le prix du coton (Tableau 4).

Tableau 4 - Importations de coton en Angleterre, 1860-1867

	1860	1861	1862	1863	1864	1865	1866	1867
Volume des importations de coton	100	90	38	48	64	70	99	91
Prix	100	130	274	390	427	257	240	170
Valeur	100	117	104	187	273	180	238	155

Source : D'après Kuznets [1930, p. 435 (quantités) et p. 439 (prix)] ; valeur calculée par Ackerman [1957, p. 322]. Base 100 en 1860.

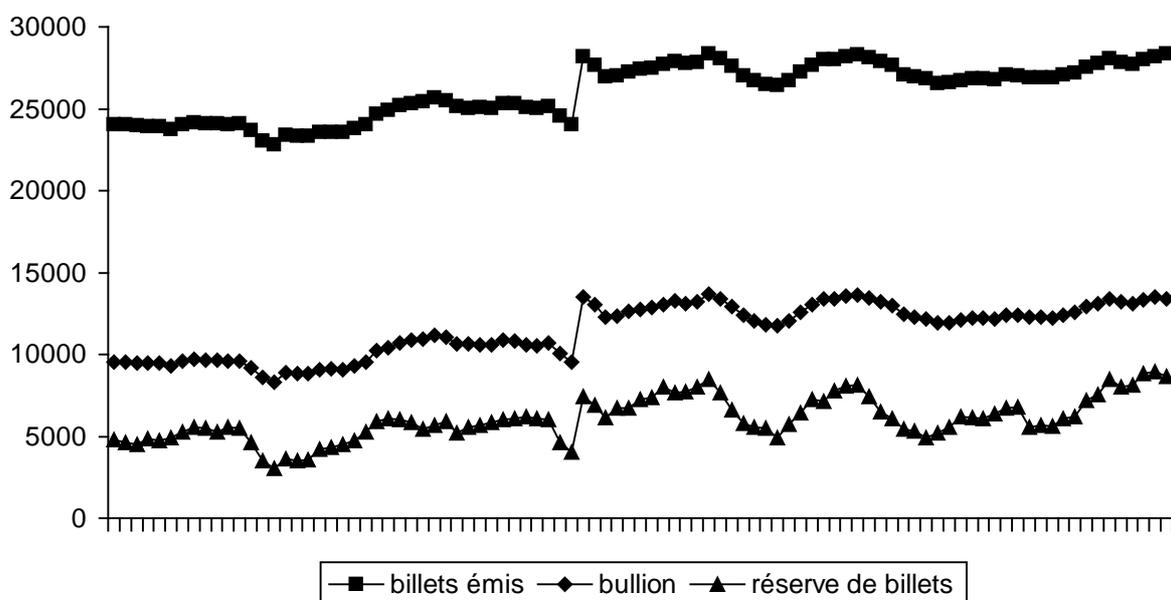
Tous les pays d'Europe, l'Angleterre exceptée, ont connu de graves difficultés monétaires dans les années 1864 et 1865. En 1864, la Banque de France a fait varier son taux d'escompte 11 fois : c'est le maximum annuel pour la période 1844-1878 [Palgrave, 1880]. Pendant 32 jours, il a été maintenu à 8% alors qu'en 1857 le cumul des jours dépassant 8% avait été de 25. Par ailleurs, pour cette même année, il a été porté à 7% pendant 148 jours, et à 6% pendant 163 jours. En France, son niveau anormalement élevé dénotait des difficultés pour l'année 1864. L'Angleterre a connu aussi une année 1864 assez chaotique, mais moins difficile que pour les autres pays, malgré 15 modifications. Le taux d'escompte a été maintenu à 9% pendant 77 jours, à 8% pendant 81 jours et le reste du temps à 6% ou 7%, sans y

dégénérer en crise aiguë (Graphique 8). Il s'agissait d'une « avant-crise purement monétaire » [Ackerman, 1957, p. 322].

En 1865 et 1866, la fin de la Guerre de sécession a entraîné des modifications du prix du coton, à la baisse dès le premier semestre de 1865, par anticipation de la reprise du commerce avec les Etats-Unis [Palgrave, 1880, p. 92]. A Liverpool, dès le début de l'année 1866, plusieurs entreprises furent confrontées à de graves difficultés du fait de la baisse persistante du prix du coton [Anonyme, 1866, p. 231]. Cette guerre avait réduit à néant le commerce entre les Etats-Unis et l'Angleterre, si bien que lorsqu'il reprit, les fortes importations firent pression à la baisse sur le prix. Ceci provoqua un fort déséquilibre commercial entre les deux pays, faisant pression sur le taux de change.

Graphique 8 - Evolution des postes du bilan de la Banque d'Angleterre en 1864

Unité : millier de livres



Source : *The Economist* (1864), différentes éditions.

2 Une crise anglaise montrant des caractéristiques spécifiques et différentes de celles des autres pays d'Europe

Un des éléments les plus marquants de la crise de 1866 fut la défiance généralisée des investisseurs étrangers vis-à-vis de l'Angleterre. En effet, la Banque d'Angleterre s'était trouvée contrainte de maintenir son taux d'escompte à 10% pendant une période de trois mois, situation inédite pour ce pays. Même les crises précédentes n'avaient pas nécessité une telle action. Normalement, un taux si élevé aurait dû provoquer des mouvements de capitaux en direction de l'Angleterre mais ces opérations n'ont pas été mises en œuvre par les investisseurs du continent malgré de très bonnes perspectives de profit. Depuis le début des années 1860, la Banque d'Angleterre avait appris à manier le taux d'escompte en vue de conserver un niveau acceptable de métal dans la réserve du département d'émission et elle connaissait son action sur le taux de change. Mais cet instrument, qui fonctionnait bien dans des circonstances habituelles, n'a pas donné les résultats attendus en 1866. Pour les Anglais, cette situation était inédite. Pourquoi le risque perçu par les étrangers sur l'Angleterre a-t-il pris une telle ampleur en si peu de temps ? D'ailleurs, Hawtrey [1970 (1932), p. 188] reconnaît cette incapacité de la Banque d'Angleterre à manier efficacement son taux d'escompte lors de la crise de 1866 : « Dans la période allant de 1819 à 1914, la prééminence de Londres en tant que centre financier simplifiait la tâche de la régulation du crédit. La Banque d'Angleterre imprimait la direction, et les conditions dans les autres centres s'ajustaient rapidement sur la position de Londres. En de très rares occasions, la prédominance de Londres s'est trouvée altérée. Le seul exemple évident de cela arriva après la crise d'*Overend & Gurney* en 1866, quand le taux de la Banque fut maintenu à 10% pendant trois mois avant que le pouvoir d'attirer de l'or de l'étranger ne se ressente ». MacLeod [1866, vol. 2, p. 160] fait la même remarque quand il précise que « en général, ces dernières années les taux d'escompte de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre sont exactement les mêmes. La loi est toujours vraie mais en certaines circonstances d'autres effets contrecarrent ses effets ». Une analyse portant sur les arbitrages entre la France et l'Angleterre à l'époque de la crise fait dire à Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard [2001, p. 141] que « manifestement, il s'agit principalement d'une crise interne à l'Angleterre [...] ».

Ce trait particulier semble donc indiquer que les événements anglais de 1866 avaient une origine interne propre à l'Angleterre et que les structures économiques et financières avaient été modifiées suffisamment en profondeur pour provoquer une défiance d'une telle ampleur.

Selon Collins et Baker [2003, p. 85], la crise de 1866 marqua un tournant dans l'activité économique anglaise : elle fut précédée d'un cycle de croissance, entamé en 1858, et suivie d'une longue période de stagnation. Il est vrai que cette phase d'expansion économique a correspondu à un accroissement sans précédent du nombre de compagnies créées et cotées à la Bourse, sans commune mesure avec ce que le pays avait connu lors de précédentes phases de croissance.

En 1862, une loi clarifiant les conditions d'application de la responsabilité limitée fut adoptée par le Parlement. Selon Cottrell [1980, p. 54], les événements de 1866 sont dus à la libéralisation des lois relatives aux conditions de formation des sociétés, celle de 1862 ayant marqué le point culminant d'une série de changements avec lesquels « toutes les barrières sur la formation des compagnies [furent] levées ». En effet, le législateur anglais a, en six ans, supprimé quasiment toutes les contraintes législatives : l'Angleterre est passée d'une situation très restrictive au système le plus permissif d'Europe. L'hypothèse qui sera faite ici est que la crise de 1866 est pour partie la conséquence de la loi de 1862 généralisant le régime de responsabilité limitée à l'ensemble des entreprises. Il s'agirait donc d'une crise de déréglementation qui pourrait être comprise et expliquée seulement par l'analyse des effets de cette loi sur le comportement des entrepreneurs anglais, en particulier sur les actionnaires et dirigeants des entreprises du secteur bancaire et financier. Selon notre point de vue, il convient de démontrer que la crise de 1866 résulte d'un choc institutionnel de nature législative.

D'ailleurs, les conséquences de cette loi en matière de créations d'entreprise ont marqué les esprits de l'époque et même ceux des observateurs postérieurs à ces événements. King qualifia cet épisode de « limited liability mania » [King, 1936, p. 230] en faisant référence à une autre phase mémorable du développement industriel anglais : la « Railway mania ». Goschen [1865, p. 1], constatant cette frénésie, indiquait : « les années 1863 et 1864 ont été témoins d'un extraordinaire développement du principe de la responsabilité limitée ». Au début des années 1860, on a constaté un emballement dans la création de sociétés à travers tout le pays. Tous les secteurs de l'économie – mines, acier, construction de bateaux, transport maritime international...- ont profité de cet assouplissement législatif et le nombre de créations d'entreprises a atteint un niveau considérable. Mais trois secteurs se distinguèrent par leur rôle particulier dans l'origine de la crise : la banque, la finance et les chemins de fer. En effet, d'après ces nombreux observateurs, il semble bien que la crise de 1866 soit avant

tout une crise financière résultant d'une crise industrielle, principalement dans le secteur des chemins de fer.

De nombreux entrepreneurs opérant dans le secteur bancaire et financier, protégés par la nouvelle loi, se sont lancés dans ce métier fort lucratif et, profitant d'une vague d'expansion générale, ont massivement nourri en capital le secteur des chemins de fer. On a alors constaté l'apparition de nouveaux acteurs utilisant un mode de fonctionnement très risqué dans une industrie hautement spéculative.

Plus précisément, une partie du secteur financier semble directement impliquée de la crise : les sociétés financières (*credit and finance company* ou *finance company* ou *credit company*). Apparues pour la première fois en Angleterre en 1863, elles ont vu leur nombre augmenter très rapidement en 1864 et 1865. Toutes étaient établies sous le régime de la responsabilité limitée. Initialement, elles n'avaient pas une fonction déterminée très précisément : elles devaient servir à financer des activités industrielles ou commerciales, à acheter des titres d'Etat... Elles étaient en fait des banques d'investissement. En 1864, lorsque les sociétés ferroviaires ont commencé à éprouver des difficultés à lever du capital par le biais d'émissions de titres, ces nouveaux acteurs sont devenus une source massive de financement pour ce secteur, bien davantage que les banques commerciales ou les maisons d'escompte. Protégés par la responsabilité limitée et du fait de leur inexpérience, voire de leur âpreté aux gains, les dirigeants des sociétés financières ont alors mis en pratique des méthodes de financement douteuses que les banques n'utilisaient pas du fait de leur prudence issue de la longue période pendant laquelle les actionnaires opéraient sous le régime de la responsabilité illimitée. Selon Giffen [1886, p. 10], « en 1867 et 1868, le pays était en train de liquider un grand nombre de mauvaises finances en relation avec la formation de sociétés à responsabilité limitée et la construction faites par les entrepreneurs de travaux publics dans les chemins de fer ».

Même s'il conteste l'idée d'une crise purement anglaise, Kindleberger [1989, p. 379] retient l'argument selon lequel « les sociétés financières fondées en Angleterre à l'imitation du Crédit Mobilier ont elles aussi contribué à la crise de 1866, en suggérant une possibilité d'expansion spéculative ». Jevons [1909, p. 145] soutient également l'existence d'une hausse du crédit et d'une spéculation excessive en Angleterre. Même d'autres auteurs adeptes de l'interprétation cyclique de la crise reconnaissent cette particularité anglaise. Pour Ackerman [1957, p. 323], la crise de 1866 peut être rattachée à trois éléments. Le premier est la stabilité de la masse monétaire anglaise depuis 1844 alors que la valeur des exportations progressait

rapidement. Le deuxième point tient aux variations du prix du coton à l'importation, phénomène attribuable à la fin de la guerre civile américaine. Enfin, il faut considérer le surinvestissement dans les chemins de fer et les méthodes de « *financiering* », naturellement très risquées car reposant sur le court terme. Pour Hawtrey [1979 (1919), p. 149], seul Anglais (d'après Kindleberger) à reconnaître la crise de 1866 comme de dimension européenne, les sociétés financières ont joué un rôle tout à fait particulier en Angleterre : « Sous l'influence de la nouvelle législation, il y eut un immense développement des compagnies à responsabilité limitée. En particulier, il y eut nombre de nouvelles sociétés financières qui ont adopté une pratique très dangereuse consistant à faire des avances temporaires aux constructeurs ferroviaires sur les titres des nouvelles compagnies de chemins de fer ». Pour MacLeod [1866, vol. 2, p. 157], « ces sociétés financières ont prêté des sommes considérables, aux chemins de fer notamment ». D'ailleurs, cette crise vit la naissance d'un terme nouveau, « dont la langue des affaires vient de s'enrichir tristement de l'autre côté du détroit : financer » [Wolowski, 1867, p. 124].

Même si l'on retient l'idée d'une crise européenne résultant d'un choc exogène de nature commerciale lié à la modification du commerce du coton, il apparaît que les sociétés financières anglaises ont joué un rôle bien particulier dans la partie anglaise de la crise et qu'un choc exogène ne peut à lui seul expliquer l'ampleur de la crise britannique.

En résumé, le choc institutionnel de type législatif de 1862 aurait involontairement accéléré le développement d'un nouvel acteur – la société financière – utilisant des pratiques non éprouvées par la tradition de bonne conduite de la banque anglaise et qui s'est développé grâce à un élément conjoncturel, la difficulté croissante du financement des travaux ferroviaires par émissions de titres. Cette loi a été mise à profit par des hommes d'affaires peu scrupuleux. Ces nouveaux intermédiaires financiers se sont imposés dans le paysage anglais grâce à leur capacité à nourrir en capital les compagnies de chemins de fer : ils leur assuraient de disposer de tous les fonds nécessaires pour leur développement. Les banques et les maisons d'escompte ne sont pas exemptes de toute faute mais leur implication est de moindre ampleur. Hormis quelques cas notoires de maisons d'escompte et de banques qui ont contribué au développement de la spéculation dans les chemins de fer, il reste que la majorité d'entre elles n'a pas pris des risques inconsidérés. Que se serait-il passé si cette loi avait été adoptée lors d'une récession économique ? Nul ne peut le dire mais le fait qu'elle fut votée lors d'un boom a très certainement contribué à une nette aggravation de la spéculation. Un point doit être précisé : l'application de la responsabilité limitée au système bancaire et financier a-t-elle

engendré l'existence des sociétés financières ou en est-elle concomitante ? Il ressort que les milieux d'affaires réclamaient l'application de la responsabilité limitée au secteur bancaire et financier pour développer ces entreprises, en se fondant sur l'expérience réussie du Crédit Mobilier en France qui opérait sous ce régime¹⁶.

Nous supposerons alors que la crise de 1866 est la combinaison de trois éléments se déroulant sur des temps différents. Le premier, de long terme, qui est l'instauration du régime de la responsabilité limitée, généralisé en 1862. Le second, de moyen terme, consiste en une innovation financière – la société financière – importée de France sur le modèle du Crédit Mobilier et soutenue dans son développement par le régime de responsabilité limitée. Le troisième, de court terme, est la spéculation dans les chemins de fer dans les années 1860 (aggravée, il est vrai, par les créations d'entreprises ferroviaires sous le régime de la responsabilité limitée) conduisant à des relations particulières entretenues par les sociétés financières et les sociétés ferroviaires à partir de l'été 1864. Il semble que la loi de 1862 a très nettement encouragé le développement des sociétés financières avec leur fonctionnement douteux, ce qui a permis un financement massif de l'industrie ferroviaire. Sans cette loi, si la crise avait quand même eu lieu en Angleterre, il est probable qu'elle n'aurait pas pris une telle ampleur.

Avec la fin de la spéculation dans les chemins de fer en Angleterre, vers la fin de 1865, deux crises différentes sont à considérer : une crise de solvabilité des sociétés financières et une crise de liquidité des banques et maisons d'escompte, celles-ci étant beaucoup moins exposées au secteur ferroviaire. L'insolvabilité des sociétés financières fut presque totale puisque seules cinq majeures survécurent à la crise, tandis que celles de second et troisième rangs disparurent quasiment toutes [Cottrell, 1975, p. 34].

¹⁶ La Société Générale de Crédit Mobilier a été fondée le 20 novembre 1852 par les frères Pereire. A la Bourse, elle fut dès le début de sa cotation considérée comme spéculative. L'objectif des initiateurs du projet était de fournir des capacités de financement plus importantes pour les industries ou les opérations commerciales. Alors que le Crédit Foncier était spécialisé dans des opérations foncières ou immobilières, moins sujettes aux variations de prix, le Crédit Mobilier finançait toutes sortes de projet. En 1853, il commença à prendre part à des opérations de fusions dans les chemins de fer puis s'impliqua dans le financement de plusieurs projets. En outre, l'entreprise proposait des services financiers aux entreprises tels que la mise en vente des titres, les opérations de paiement des intérêts et des dividendes. Dès sa création, le Crédit Mobilier avait des soutiens et des détracteurs. En 1855, il avait atteint un niveau exceptionnel de rentabilité mais dès les premiers mois de 1857, il commença à décliner sans jamais parvenir à retrouver le niveau de développement de 1855-1856 [Aycard, 1867]. Selon Paulet [1999, p. 112], la faillite du Crédit Mobilier, en 1867, ne serait pas liée à la crise de 1866 et à ses conséquences en France. Elle est un événement isolé car la crise française se déroula principalement en 1864.

CHAPITRE 2 - LA LOI DE 1862 : UN CHOC INSTITUTIONNEL A L'ORIGINE DE LA CRISE ANGLAISE DE 1866

Caractérisée par l'insolvabilité d'une partie du système financier et par l'illiquidité totale du système bancaire, la crise anglaise de 1866 sera analysée en deux étapes. Dans une première section, il s'agit de mettre en évidence le processus ayant conduit les sociétés financières à une situation d'insolvabilité à cause du comportement de leurs dirigeants qui profitèrent de la responsabilité limitée, à l'inverse de ceux des banques et maisons d'escompte qui respectaient une tradition de bonne conduite. On montrera comment les relations entre les sociétés financières et ferroviaires se sont très fortement intensifiées au point de spécialiser ces nouveaux intermédiaires financiers dans la fourniture de capital au secteur des chemins de fer. Quand le phénomène spéculatif entretenant l'industrie ferroviaire s'est interrompu, notamment du fait de l'incapacité des sociétés financières à drainer de nouveaux capitaux pour prêter aux entreprises ferroviaires ou aux entreprises de travaux publics responsables de la construction, ces sociétés financières les ont vues faire faillite les unes après les autres. Ces acteurs financiers furent alors eux aussi entraînés dans une crise de solvabilité.

Ensuite, nous nous intéresserons au déroulement de la crise des banques et des maisons d'escompte, qui ont subi une situation d'illiquidité. Pour elles, la crise commence le 10 mai 1866 avec un *run* soutenu du public, alors inquiet de voir les sociétés financières fermer les unes après les autres. Les banques et les maisons d'escompte se sont comportées de manière plus rigoureuse si bien qu'elles ne connurent pas de crise de solvabilité. Pour subvenir à leur besoin en liquidité, la Banque d'Angleterre est intervenue en leur faveur en tant que prêteur en dernier ressort. Pour celles qui disposaient de collatéraux de bonne qualité, elle a avancé des fonds dès les premières heures de la panique. Au niveau interne, la crise s'est rapidement calmée mais les relations avec les étrangers furent empreintes de suspicion. La Banque a tenté d'agir sur le taux de change, par le maniement de son taux d'escompte, mais n'obtint pas les résultats qu'elle pouvait espérer. Le niveau de l'escompte a été maintenu à 10% pendant trois mois. La défiance généralisée des étrangers se comprend plus aisément si l'on considère qu'il existait une crise systémique en Angleterre. C'est la raison pour laquelle la Banque d'Angleterre ne parvint pas à résoudre rapidement la crise par l'utilisation du taux d'escompte.

SECTION 1 LES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES ONT CONNU UNE CRISE DE SOLVABILITÉ GÉNÉRALISÉE À L'ENSEMBLE DU SECTEUR EN 1866

L'apparition des sociétés financières en Angleterre, qui remonte à 1863, est la conséquence d'un long processus d'assouplissement de la législation.

Deux phases de déréglementation ont modelé l'histoire de la législation anglaise de l'entreprise au XIX^{ème} siècle. La première touche au statut même des sociétés puisqu'il s'agit de l'émergence des sociétés par actions. Un siècle – du début du XVIII^{ème} siècle au début du XIX^{ème} – a été nécessaire au législateur pour rendre facilement accessible la constitution des entreprises sous ce statut. Mais avant 1850, il n'était pas encore question d'introduire le régime de la responsabilité limitée, même si cette idée était généralement soutenue par les milieux d'affaires. Elle ne sera accordée qu'en 1856 à la majeure partie des entreprises puis à toutes en 1858. La loi de 1862 rendra applicables ces précédentes lois. En seulement six ans, les conditions de création des sociétés anglaises furent complètement bouleversées, ce qui a conduit à l'apparition de nouveaux comportements dans la conduite des affaires. L'Angleterre, en passant d'un régime très restrictif à un régime permissif, a expérimenté un choc institutionnel. Les trois secteurs ayant le plus profité de ces innovations juridiques furent la banque, la finance et les chemins de fer, les créations d'entreprises atteignant des sommets.

Le secteur ferroviaire connut un développement très fort dans le début des années 1860. Le financement de ces entreprises passait principalement par l'émission d'actions mais aussi par l'emprunt bancaire, dans une moindre mesure. Alors que ces compagnies ne rencontraient aucune difficulté pour trouver du capital à cette période, l'instauration de la nouvelle loi et ses conséquences en matière de créations d'entreprise (un boom dans tous les secteurs) provoqua une concurrence défavorable au secteur ferroviaire quant à la possibilité de placer les titres à la Bourse : les investisseurs préféraient acheter les actions et les obligations d'industries jugées plus rapidement rentables et surtout moins risquées telles que celles du secteur bancaire et financier.

En 1864, pour répondre à cette difficulté, le secteur ferroviaire expérimenta de nouvelles pratiques pour le financement des projets : les sociétés financières devinrent fournisseurs de capitaux pour l'entrepreneur de travaux publics responsable de la construction de la ligne. On explique ainsi qu'elles furent entraînées dans la faillite avec de nombreuses compagnies de chemins de fer, au moment du retournement de la spéculation.

1 La déréglementation, prudemment initiée en 1826, est brutalement achevée en novembre 1862, en provoquant un choc institutionnel

L'Angleterre du XIX^{ème} siècle connut un long processus menant à l'instauration de la responsabilité limitée pour l'ensemble des entreprises.

Une première étape : la création des sociétés par actions (joint stock companies)

En Angleterre, la question du statut des entreprises se posait depuis les débuts de la première Révolution Industrielle avec l'apparition des entreprises de grande taille, les manufactures. Mais la débâcle de la Compagnie des Mers du Sud, en 1720, avait fait subir un préjudice très lourd au développement des entreprises par actions, celles-ci étant jugées par nature douteuses et suspectes par la grande majorité des hommes politiques de l'époque. La *South Sea Company* avait été fondée en 1711 et disposait du monopole du commerce avec la partie de l'Amérique colonisée par les Espagnols. Grâce au commerce, alors en plein essor, l'entreprise affichait à ses débuts une grande réussite. Cependant, la guerre avec l'Espagne porta atteinte aux affaires de l'entreprise si bien que ses dirigeants décidèrent de recentrer son activité sur le financement de la dette publique anglaise. En janvier 1720, un parlementaire annonça qu'elle pouvait l'acquérir en totalité, ce qui, par ailleurs, ne devait pas être fait avant le mois d'avril. Cette annonce provoqua une hausse de la valeur du titre de la compagnie, qui passa de 128 livres en janvier à 187 livres à la mi-février [Micklethwait, 2003, p. 32]. En juillet, lorsque les investisseurs étrangers se mirent à acheter massivement ce titre, il coûtait 950 livres. Les dirigeants de la Compagnie des Mers du Sud affichèrent une telle réussite qu'un certain nombre d'entrepreneurs aspiraient à développer le même type d'entreprise mais, forts de leurs appuis politiques, ses administrateurs réussirent à faire voter le *Bubble Act* du 11 juin 1720, loi qui durcissait les conditions d'établissement pour les compagnies par actions et qui, par la même occasion, protégeait la Compagnie de la concurrence. En octobre, le titre ne cotait plus que 170 livres et rapidement la Compagnie fut nationalisée pour éviter la liquidation. La législation anglaise a tôt fait de décourager les entreprises par actions [Walpole, 1904, vol. 2, p. 163].

Par la suite, la suspicion au sujet des compagnies par actions fut renforcée par de nombreux scandales (*the Charitable Corporation* et *the York Building Company*). La loi réglementant les conditions d'établissement des compagnies par actions (*South Sea Bubble Act*) était très restrictive : chaque entreprise devait obtenir une charte spéciale du Parlement

pour être constituée, ce qui imposait des coûts considérables et, en conséquence, limitait les candidats. Pour contourner ces complications juridiques, de nombreux hommes d'affaires préféraient d'autres formes d'entreprises non enregistrées comme le partenariat, configuration qui tentait de reproduire les qualités des compagnies par actions mais qui permettait d'éviter de passer devant le Parlement.

Entre 1758 et 1803, seules 165 compagnies par actions furent établies, essentiellement pour le développement de canaux. Mais, sur la longue période, l'insuccès de ce mode d'organisation était flagrant, les industriels préférant développer des partenariats de manière à contourner les obstacles juridiques. D'ailleurs, dans les deux secteurs les plus dynamiques de l'époque, la traite des esclaves et l'industrie, ce mode de formation pour les entreprises n'était pas utilisé. On peut expliquer ce choix par des raisons pratiques : le montant des capitaux nécessaire à l'établissement des premières manufactures n'était pas considérable et l'arbitrage entre la complexité de la constitution sous le régime de la compagnie par actions et la difficulté de lever suffisamment de capital était clairement en défaveur du premier.

Mais le développement continu des industries dans l'Angleterre du début du XIX^{ème} siècle, avec la nécessité de disposer de capitaux de plus en plus importants pour financer des projets sans cesse plus grands, posait des difficultés croissantes aux entrepreneurs, qui ne pouvaient alors plus se satisfaire du partenariat, d'autant que la mort d'un des partenaires signifiait le plus souvent la fin de l'entreprise. Cette forme d'organisation était fragile puisqu'elle n'était pas régulée selon des principes juridiques établis. De même, le régime de la responsabilité illimitée associé à cette forme d'organisation limitait la capacité à lever du capital. Ainsi, au début du XIX^{ème} siècle, sous la pression des milieux d'affaires, les hommes politiques anglais commencèrent progressivement à changer d'opinion à propos des conditions d'établissement des entreprises, l'impulsion venant des Etats-Unis où deux changements majeurs intervinrent à cette période. Le premier, d'ordre juridique, fut la reconnaissance de la possession de droits privés pour les entreprises, ce qui signifiait que l'Etat ne pouvait pas changer à sa guise les statuts des entreprises. La deuxième évolution fut de nature politique : le milieu politique américain, notamment en Nouvelle Angleterre, observant que certains Etats élaboraient une législation de plus en plus permissive pour les entreprises, prit conscience de la difficulté de garder leurs propres entrepreneurs. Au début du XIX^{ème} siècle, la concurrence législative entre les différents Etats des Etats-Unis s'est lentement propagée à une Angleterre encore marquée par le souvenir de la déconfiture de la Compagnie des Mers du Sud.

En 1825, une première tentative fut lancée par les réformateurs, qui voulaient faire reconnaître le statut des entreprises non enregistrées (comme les partenariats), mais les conservateurs s'opposèrent à tout changement. Un des éléments décisifs dans l'évolution vers plus de permissivité fut le développement des chemins de fer à partir des années 1830. A cause des besoins massifs en capitaux, les entreprises de chemins de fer devaient se constituer en sociétés par actions et donc obtenir une validation du Parlement. De cinq par an entre 1827 et 1836, on est passé à presque 40 au début des années 1840. Le Parlement prit des mesures pour limiter l'inflation des projets ferroviaires (limitation des emprunts...), vota une loi (*Railway Act*, en 1844) mais rien ne parvint à calmer la « railway mania ».

Pour les hommes politiques du début des années 1840, ce formidable développement des chemins de fer devenait incompatible avec les difficultés d'établissement imposées par la loi. En 1844, fut votée la *Joint Stock Company Act*, loi qui assouplissait les conditions d'établissement des compagnies par actions : dorénavant, on pouvait se passer de la charte spéciale et constituer l'entreprise par une simple déclaration. Mais rien n'était encore envisagé à propos de la responsabilité limitée.

Le régime de la responsabilité limitée apparut en 1856 en Angleterre et fut généralisé en 1862

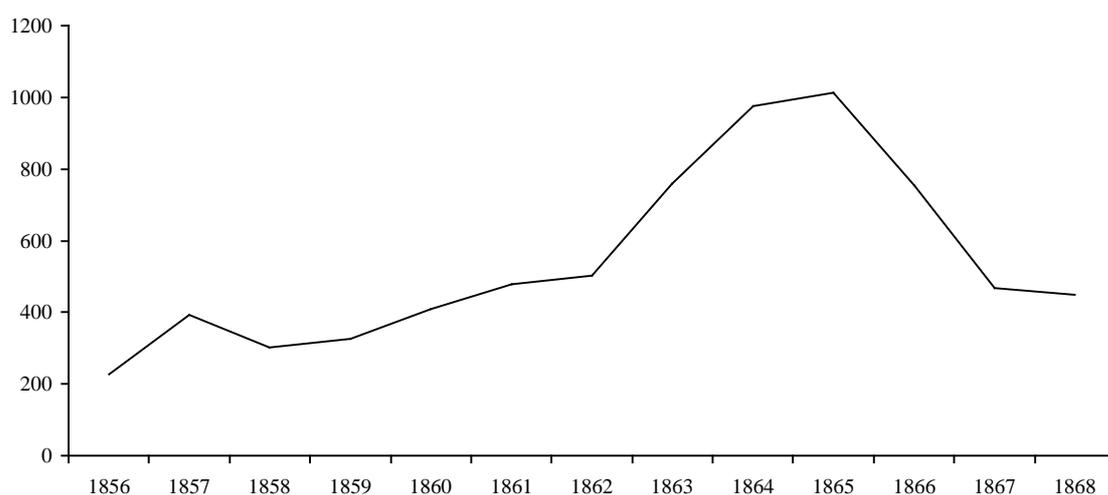
La responsabilité limitée s'oppose à la responsabilité totale ou illimitée. Ainsi, dans le premier cas, lors d'une faillite, l'entrepreneur n'est pas complètement solidaire des dettes de son entreprise, ce qui limite l'exposition de son capital personnel. Avant l'instauration de ce nouveau régime pour constituer les entreprises, le chef d'entreprise se trouvait dans l'obligation de rembourser la totalité des dettes contractées par sa société lors d'une faillite. On comprend pourquoi, avec le développement des chemins de fer, industrie lourde extrêmement gourmande en capital, il devenait nécessaire d'assouplir la loi.

Les débats sur l'instauration du régime de la responsabilité limitée, forme particulière de sociétés par actions, n'ont pas cessé de prendre de l'ampleur durant tout le début des années 1850. C'est en 1856 que ce régime fut accordé à toutes les entreprises hormis les compagnies d'assurance, les banques et les maisons d'escompte [Lyon-Caen et Renault, 1892]. En 1858, toutes pouvaient en profiter mais la mise en œuvre restait difficile car les conditions d'établissement n'étaient pas vraiment claires, tout comme le niveau de responsabilité des actionnaires.

Appliquées à partir de novembre 1862, les *Companies Acts* réformèrent la nature des sociétés : toute entreprise, respectant certaines conditions simples et dont les statuts avaient été déposés, était reconnue comme personne civile, constituée de parts cessibles sans limite et faisait bénéficier les associés de la responsabilité limitée. Les entreprises formées sous ce nouveau régime étaient appelées *joint stock companies* ou plus simplement *companies* (on ne faisait pas nécessairement apparaître le terme « limited » puisqu'il devenait évident qu'avec la généralisation de la responsabilité limitée, les entreprises prendraient toutes cette forme juridique). Cette loi ne concernait pas les entreprises de moins de sept associés qui gardaient leur ancien statut. Celles de huit à vingt personnes pouvaient choisir leur régime tandis que celles de plus de vingt associés devaient impérativement prendre ce nouveau statut [Pulbrook, 1862].

Entre 1856 et 1868, pas moins de 6960 entreprises à responsabilité limitée furent constituées (création ou changement de statut) en Angleterre¹⁷. Le Graphique 9 montre clairement l'accroissement très rapide du nombre d'entreprises de ce type à partir de 1862. Le maximum fut atteint en 1865 avec 1002 constitutions. Soulignons que peu d'entreprises furent lancées sans la responsabilité limitée car, sur la période, 7056 sociétés par actions furent créées et, parmi celles-ci, seulement 96 ne bénéficiaient pas de ce régime.

Graphique 9 - Nombre de constitutions annuelles de société à responsabilité limitée en Angleterre, 1856-1868



Source : données d'après Levi [1870, p. 14].

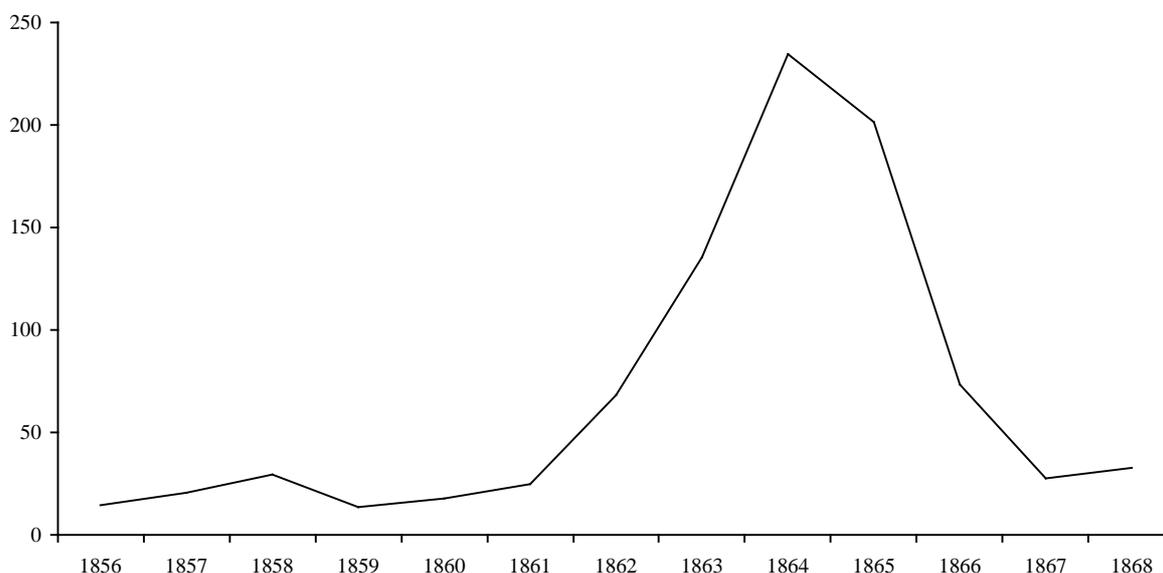
¹⁷ Mais, selon Hunt [1936], sur ces quelque 7000 enregistrements, seulement 3000-3500 étaient de « taille importante ». Shannon [1932] et Todd [1932] ont montré que de nombreuses sociétés formées n'ont jamais été en activité ou ont rapidement fait faillite.

En 1865, Goschen [1865, p. 12], en voyant le développement de ces nouvelles entreprises, se demandait si, profitant de la responsabilité limitée, elles allaient se comporter comme celles déjà établies, alors guidées « par les lois de la prudence ». Selon Wolowski [1867, p. 114], la qualité de ces nouvelles entreprises était sujet à caution : « On a vu éclore par centaines des compagnies de toute espèce, parmi lesquelles il en est de bonnes et utiles, mais beaucoup aussi de véreuses et d'imprudentes. »

Le nombre d'entreprises à responsabilité limitée constituées est déjà impressionnant. Mais le capital investi dans ce type de structure l'est plus encore : entre 1861 et 1864, il a été multiplié presque 10 fois (Graphique 10). Entre 1856 et 1862, les 2500 sociétés à responsabilité limitée constituées ont absorbé environ 30 millions de livres, alors que pour la période 1863-1866, le nombre de déclarations était d'environ 3500 pour un montant de 650 millions de livres.

Graphique 10 - Capital investi annuellement dans les compagnies à responsabilité limitée en Angleterre, 1856-1868

Unité : million de livres



Source : données d'après Levi [1870, p. 14].

Le nombre d'entreprises offrant des titres aux investisseurs a pris des proportions considérables. Entre 1863 et 1866, 876 sociétés à responsabilité limitée ont offert des titres au public pour un montant de 268 millions de livres [Hunt, 1936, p. 148].

Parallèlement à ce puissant mouvement en faveur des compagnies à responsabilité limitée, la Bourse de Londres a connu une période de forte hausse, traduisant l'attrait pour les

titres qui, le plus souvent, voyaient leur valeur progresser régulièrement (Graphique 11). La hausse est très nette, surtout sur la période 1862-1863, qui laisse apparaître un véritable boom.

Graphique 11 - Evolution de l'indice de la Bourse de Londres, 1862-1868



Source : données d'après Gayer, Rostow et Schwartz¹⁸ [1953, vol. 1, p. 456]. Base 100 en 1841.

Finalement, Marriott [1942, p. 342], en évoquant les événements de 1866, résume bien les conséquences des différentes lois votées durant les quelques années précédant la crise : « The crash was due to over-speculation stimulated by the facilities afforded by the legalization of the principle of limited liability. Between 1855 and 1862 there were passed a series of *Joint Stock Companies Acts* which have done much to revolutionize the conditions of English commerce and finance. Few Acts passed in the Victorian era have had more far-reaching and in some sense more unexpected results. The first effect was an immense stimulus of the speculation. »

¹⁸ Cet indice, qui couvre la période 1820-1868, a été construit par Hayek dans le but de combler le « trou » entre 1850 et 1867, période de 18 ans pour laquelle on n'avait pas de données mensuelles. Ce travail n'a jamais été publié par son auteur mais celui-ci a accepté que Gayer, Rostow et Schwartz le reproduisent dans leur ouvrage [1953, vol. 1, p. 456]. L'indice présenté ne prend pas en compte les valeurs de banque et d'assurance mais inclut toutes les valeurs industrielles. Etant donné le recul important des actions bancaires et financières à la Bourse, cet indice sous-estime assez certainement la baisse réelle mais donne une bonne idée du mouvement global.

2 Le secteur bancaire et financier a particulièrement profité de la déréglementation à partir de 1862

Le secteur bancaire et financier s'est transformé sous l'effet du processus de déréglementation à l'œuvre au XIX^{ème} siècle. Les conditions d'établissement étaient encore plus restrictives que pour les autres industries, le législateur tentant sans doute de se prémunir contre tout risque de comportements inappropriés de la part des entrepreneurs de ce secteur ; en 1862, toutes les entreprises sans exception étaient sur un pied d'égalité.

L'évolution de la réglementation concernant les banques et les maisons d'escompte dans l'Angleterre du XIX^{ème} siècle

Les banques et les maisons d'escompte connurent deux grandes vagues d'expansion sous l'effet de deux phases de déréglementation, la première de 1826 à 1844 et la seconde à partir de 1862.

Les premières banques et maisons d'escompte prenant la forme de sociétés par actions ont vu le jour à partir de 1826 grâce au vote du *Banking Co-partnerships Act* [Anderson et Cottrell, 1974, p. 250]. Ce type de banque était une nouvelle forme d'entreprise bancaire qui remplaçait les banques particulières dont le mode de fonctionnement différait radicalement. Celles-ci prêtaient à des particuliers de grosses sommes par un contrat fondé sur une bonne connaissance du client et donc de sa capacité à assurer le remboursement. Les informations dont disposait le banquier sur l'emprunteur lui permettaient d'évaluer sa solvabilité. Mais l'expansion internationale de la place de Londres, induisant un développement de l'activité bancaire, a rendu ces pratiques difficiles à mettre en œuvre pour les banques particulières. Il ne s'agissait plus de connaître quelques clients avec qui les relations étaient privilégiées mais, au contraire, de faire affaire avec un grand nombre d'emprunteurs. Les banques d'émission constituées sous cette forme étaient autorisées à opérer au-delà de 65 miles de Londres [MacLeod, 1866, vol. 2, p. 325].

La constitution des premières banques par actions a suscité la méfiance de bon nombre d'observateurs de l'époque qui voyaient en elles un danger. Elles étaient soupçonnées de pouvoir provoquer des crises bancaires du fait de faillites résultant de la concurrence à laquelle elles se livraient. Le *Joint Stock Banking Act* de 1844, en imposant la taille des actions à 100 livres, a limité le développement de ces banques. La faible liquidité des titres visait à empêcher une expansion boursière [Bagehot, 1873, p. 238].

Quoi qu'il en soit, aucune des banques, particulières ou par actions, ne pouvait profiter de la responsabilité limitée. En outre, la complexité des démarches juridiques était de nature à limiter les créations, même pour la période 1826-1844. Pour les banques par actions, le nombre d'associés ne pouvait pas dépasser six et ils étaient soumis à une responsabilité illimitée. Beaucoup hésitaient à se lancer dans ce type d'activité, mais ceux qui le faisaient devaient prendre de nombreuses précautions.

Les maisons d'escompte ont, elles aussi, connu une certaine expansion à partir de 1826, à la suite de l'instauration du *Banking Co-partnerships Act*, mais c'est surtout dans les années 1850 que ce type d'activité enregistra un essor considérable. Les escompteurs sont des négociants spécialisés dans une seule sorte de commerce : ils empruntent aux banques, sur dépôt de titres car ils constituent une bonne garantie, acceptent les dépôts sur des comptes de la part du public, et, en contrepartie, prêtent à ceux qui viennent présenter des lettres de change. On peut résumer l'activité de l'escompteur en une intermédiation entre un demandeur de capital, le possesseur de la lettre de change, et un offreur de capital, la banque ou le public, qui n'a pas le temps ou les connaissances pour sélectionner judicieusement les emprunteurs. Le bénéfice de l'escompteur provient de la différence d'intérêt entre les emprunts contractés par eux-mêmes (chez les banquiers ou par dépôts des particuliers) et les emprunts effectués par les clients, c'est-à-dire l'escompte des lettres.

A partir des années 1850, les maisons d'escompte devinrent des acteurs importants dans le secteur bancaire. Durant cette période, sur le marché londonien de l'escompte, il y avait quatre grandes maisons : *Overend & Gurney*, *Alexander & Co*, *Bruce, Buxton & Co* [King, 1936, p. 117]. *Overend & Gurney* était de loin la plus importante par la quantité d'affaires traitées, environ la moitié du marché.

Des lois précédant celle de 1862 furent votées dans les années 1850. En 1856, on autorisa toutes les entreprises, hormis les banques, les maisons d'escompte et les compagnies d'assurance, à se constituer en utilisant le régime de la responsabilité limitée. En 1858, les banques et les maisons d'escompte eurent la possibilité d'opérer sous ce régime mais le montant des actions ne devait pas être inférieur à 100 livres, dernier vestige de la loi de 1844 [MacLeod, 1866, vol. 2, p. 333 ; Anonyme, 1866, p. 232 ; Jenks, 1927, p. 237 ; Anderson et Cottrell, 1974, p. 304]. La responsabilité limitée ne pouvait pas être utilisée par les banques d'émission qui continuaient à opérer sous le régime de la responsabilité illimitée. Néanmoins, ces lois ne permettaient pas d'établir précisément les conditions d'établissement des entreprises et le niveau des responsabilités des actionnaires.

La loi de 1862 mettait sur un pied d'égalité toutes les entreprises. En instaurant la responsabilité limitée pour tous types d'entreprises, elle prévoyait un régime quelque peu différent pour les banques : toute banque de plus de dix associés, si elle n'était pas autorisée par une loi ou une charte royale, devait être constituée conformément à cette loi. Celles de moins de sept associés n'étaient pas concernées par la loi de 1862 et restaient sous l'ancien statut, les banques de huit à dix associés ayant le choix entre l'ancien ou le nouveau statut [Pulbrook, 1882]. La restriction concernant la taille des actions fut levée.

Bagehot [1873, p. 231] définit trois types de sociétés par actions ayant bien réussi : celles employant du capital, non pour faire des affaires mais pour les garantir, comme les banques ou les compagnies d'assurance, celles jouissant d'un privilège exclusif, celles faisant à la fois des affaires simples et considérables. Cette définition a le mérite d'expliquer l'engouement pour la création de nouvelles banques ou maisons d'escompte car, pour Bagehot, elles appartenaient aux trois catégories. Certes, elles ne disposaient pas à proprement parler d'un privilège mais plutôt d'un prestige qui leur assurait une certaine confiance du public. Un établissement établi depuis plusieurs années, voire depuis des dizaines d'années, disposait d'un avantage considérable sur ses concurrents.

Avant l'instauration de la responsabilité limitée, en 1862, développer une banque pouvait assurer des revenus confortables. Le dividende versé par les entreprises de ce secteur était bien plus élevé que celui des autres secteurs : 25% du capital employé dans les cent dix plus grandes banques d'Angleterre, d'Ecosse et d'Irlande rapportait plus de 15% d'intérêt, et 62,5% plus de 10% [Bagehot, 1873, p. 234]. C'était le commerce par actions le plus rentable. Le retour sur investissement de l'ensemble des banques était de 20% à cette époque. Celles installées depuis longtemps rapportaient entre 15% et 20% et toutes celles qui rapportaient plus de 20% étaient établies depuis plus de 25 ans. D'après Wolowski [1867, p. 118], à la suite de cette nouvelle loi, « on créa à l'envie de nouvelles sociétés de banque et des maisons d'escompte ».

Les conséquences du processus de déréglementation sur la structure du secteur bancaire et la naissance des sociétés financières

Le secteur bancaire et financier a été l'un des premiers bénéficiaires de l'assouplissement de la réglementation concernant la formation d'entreprises. Les créations ont fortement augmenté dès le début des années 1860, et plus particulièrement à partir de 1862. En outre, comme conséquence de cette déréglementation, on ne peut manquer de mettre en évidence les modifications intervenues dans les pratiques bancaires, modifications certes antérieures à 1862 mais renforcées par le phénomène de déréglementation.

Le Tableau 5 montre l'importance prise par le secteur bancaire et financier (banques, maisons d'escompte et sociétés financières) à partir de la déréglementation générale de 1862. A partir de 1863, les sociétés financières ont profité de cette modification de la loi.

Tableau 5 - Nombre de banques et sociétés financières constituées sous le régime de la responsabilité limitée entre 1856 et 1865 en Angleterre

	1856-1859	1860-1862	1863-1865
Finance	2	2	47
Banque	0	21	50
Sur un total général de ¹⁹	741	834	1529

Source : Hunt [1936, p. 144 et 149].

De nombreuses banques, maisons d'escompte ou sociétés financières ont mis des titres sur le marché boursier pour lever du capital à partir de 1863. Sur 268 millions de livres absorbés dans 876 sociétés cotées, près de 100 millions ont été investis par le public en actions dans les banques, les sociétés financières et les maisons d'escompte en seulement quatre ans (Tableau 6).

¹⁹ Hunt ne considère que les entreprises de taille relativement « importante », soit environ 3000, ce qui explique la différence avec les presque 7000 de Levi.

Tableau 6 - Nombre de banques, maisons d'escompte et sociétés financières à responsabilité limitée offrant des titres entre 1863 et 1865 en Angleterre et capital levé par ces entreprises

	Nombre	Capital offert (livres)	Capital levé (livres)
Banque	58	72 950 000	51 950 000
Finance/Escompte	50	69 350 000	45 750 000
Sur un total de :	876	373 230 500	268 156 500

Source : Hunt [1936, p. 150].

Au sujet d'une éventuelle crise bancaire consécutive à l'accroissement du nombre d'établissements de crédit, les doutes ne semblaient pas d'actualité en 1862, comme le prouve ce court extrait écrit par Bagehot et paru dans *The Economist* [«The new banks », 13 December 1862] : «Le nombre de nouvelles banques, qui se créent quotidiennement avec l'aide de l'argent bon marché et du *Limited Liability Act*, suscite beaucoup de remarques. D'un côté, des personnes craintives anticipent que ces banques, de toutes façons bientôt en faillite, vont, avec la conjonction d'autres affaires, produire une panique ou une crise [...]. Une panique peut se produire de deux manières. Premièrement, par un drainage tel de bullion de la Banque qu'elle entre dans une position dangereuse, et ainsi restreint les conditions du crédit. [...] Deuxièmement, une panique peut se produire à cause d'un soudain changement dans l'utilisation habituelle du capital. Indubitablement, la création soudaine des chemins de fer avant 1847 a eu cet effet. Un grand nombre de personnes a détourné des grandes sommes de leurs affaires habituelles et les ont investies dans l'achat de titres ferroviaires.» Pour Bagehot, les conditions d'une crise bancaire consécutive à la création de tous ces nouveaux établissements de crédit n'étaient pas réunies. Dans la suite de l'article, il démontre que les bonnes implantations géographiques sont peu nombreuses et que les anciennes banques sont solides, génèrent des profits et ne peuvent pas réellement être concurrencées par ces nouveaux entrants.

La déréglementation de 1862 accéléra la constitution d'un nouveau type d'entreprise qui, dès lors, se développa rapidement : la société financière. Plusieurs établissements de crédit n'ayant pas fonctionné ou étant simplement mort-nés, l'appétit de création des entrepreneurs se trouva temporairement stoppé au début de 1863. Mais, au cours de cette même année, fut lancé le premier grand projet de « *credit company* » (c'est aussi le nom donné aux sociétés financières) dont la fonction n'était pas vraiment bien définie : elle devait financer les chemins de fer dans toutes les régions du monde, soutenir des entreprises de travaux publics, assister l'Etat, faire des hypothèques immobilières... A la suite de la réussite de ce projet

fondateur, une seconde vague de créations commença à l'automne 1863. A la fin de 1863, 62 banques étaient référencées par *Bankers' Magazine* contre seulement 22 trois ans plus tôt [King, 1936, p. 230]. Goschen [1865, p. 25] indiquait que de nombreux entrepreneurs développèrent des sociétés financières avec une confiance fondée sur le succès de ce type d'entreprise, l'attraction de dividendes élevés et le risque réduit pour les actionnaires.

Levi [1880, p. 461] fait remonter la volonté farouche des milieux d'affaires anglais de faire appliquer la responsabilité limitée à la naissance de la Société de Crédit Mobilier, société dont l'activité consistait à prendre des parts dans des entreprises de chemins de fer ou de canaux, à conduire le processus d'émission d'obligations de compagnies et à pratiquer également des avances sur titres. Comme elle avait montré une rentabilité hors du commun pendant quelques années, des esprits imaginatifs crurent avoir découvert un mode révolutionnaire d'organisation et de management d'entreprise.

Ces sociétés financières proposaient une rémunération élevée, ce qui leur permettait de drainer facilement des dépôts²⁰. Elles ne pouvaient pas émettre de billets et elles se procuraient des capitaux par les dépôts ou par émissions de titres. Ce phénomène était exacerbé par la concurrence consécutive au grand nombre de créations. Mais pour honorer ce haut rendement, il fallait placer le capital dans des investissements très rentables. De manière générale, les nouvelles sociétés financières se sont lancées dans un processus de financement massif des chemins de fer. Pour faire plus de bénéfices, elles ont accepté de faire des crédits plus risqués. En outre, pour faire monter le cours de leur action, elles proposaient des dividendes toujours plus importants.

Overend & Gurney, maison d'escompte dont le statut changea en août 1865 (après une quasi-faillite, elle se transforma en société à responsabilité limitée), s'était spécialisée dans le financement des chemins de fer.

²⁰ Ce fut aussi le cas de certaines banques ayant fait faillite. On peut citer le cas de *The National Savings' Bank Association*, fondée en 1856 avec un capital de 100 000 livres, qui a fait faillite dans la crise de mai 1866. En moins de dix ans, cette banque était devenue une des principales banques en Angleterre, avec 174 succursales dont 37 à Londres. Elle rémunérait les comptes à hauteur de 6% alors que les Caisses d'Épargne proposaient une rémunération de 3% [Wolowski, 1867, p. 125].

3 L'industrie des chemins de fer dans l'Angleterre du XIX^{ème} siècle et le boom des années 1860

En Angleterre, au XIX^{ème} siècle, le secteur ferroviaire est caractérisé par une très forte instabilité de l'investissement, alternant les périodes de spéculation intense avec des moments d'atonie dans les dépenses. Généralement, on considère que cette industrie est née dans les années 1830 avec l'ouverture de la ligne Liverpool-Manchester. Les années 1840 ont été marquées par une frénésie dans la construction des chemins de fer : on a parlé de la « Railway Mania ». A la suite d'un phénomène de spéculation sur les chemins de fer, un nombre considérable de faillites et un léger recul de cette industrie s'ensuivit dans le début des années 1850.

Plus généralement, les investissements dans les chemins de fer ont connu trois grandes périodes d'expansion qui ont atteint des pics en 1840, 1847/48 et 1865/66. Dans les chemins de fer, deux facteurs semblent avoir joué un rôle déterminant dans les fluctuations de l'investissement : la rentabilité sectorielle et la perception positive des actions de chemins de fer par les marchés [Cottrell, 1975, p. 20]. Après le boom des années 1840, les chemins de fer n'ont plus attiré les investisseurs particuliers essentiellement à cause du faible dividende versé. En 1855, sur l'ensemble des compagnies ayant un capital supérieur à 22 millions de livres, seules 5 ont assuré un dividende supérieur à 5% tandis que 28 ne payaient rien. Cette situation a conduit à une nette désaffection pour les titres de chemins de fer si bien que nombre de Bourses de province, formées à l'occasion de la « Railway mania », n'ont pas survécu et durent fermer faute d'activité dans les années 1850. En fait, l'arbitrage semblait se faire avec le taux d'escompte : quand il était trop bas comme entre 1851 et 1853 et en 1855-1856, les investisseurs revenaient aux titres ferroviaires. Cette forte instabilité de l'investissement du public dans le secteur ferroviaire explique que, dans les années 1850, ces compagnies durent se tourner vers des sources alternatives de financement, notamment vers les compagnies d'assurance, dont 8% de l'actif total étaient constitués de prêts à ce secteur, ainsi que vers les banques. Les banques et les compagnies d'assurance étaient des sources de financement privées. Dans ces années, même si cette pratique restait assez marginale, plusieurs maisons d'escompte avaient fait des prêts sur des actions ou des obligations de chemins de fer. Par exemple, *Overend & Gurney* avait prêté 3,5 millions de livres entre 1857 et 1861 [Cottrell, 1975, p. 22].

Les entreprises pionnières du « Railway Age », dans les années 1830 et 1840, ne connaissaient pas de standardisation au niveau de l'organisation de la direction et il a fallu attendre les années 1850 pour que ces compagnies se structurent selon un modèle de direction puissante, centrée autour d'une forte personnalité. Le développement rapide des chemins de fer vers la fin de cette décennie, après le recul lié à la crise de 1847, a conduit à une standardisation du management autour d'un homme puissant, provenant la plupart du temps des classes supérieures, entouré de cadres ayant déjà une longue expérience dans ce secteur [Gourvish, 1973]. Parallèlement à l'affirmation du statut social du directeur de chemins de fer, à partir de la seconde moitié du XIX^{ème} siècle, l'entrepreneur de travaux publics (le *contractor*) est lui aussi devenu un élément central dans la construction des chemins de fer [Pollins, 1957, p. 42]. Le rôle qu'il jouait dépassait largement ce que peut laisser penser son titre : il s'est transformé en une dizaine d'années en centre décisionnel dans le développement de cette industrie.

En conséquence, le manque récurrent de financement par le marché dans les années 1850 (hormis quelques années favorables) a conduit à l'émergence d'une autre pratique de financement, plus originale, qui était l'implication du *contractor* dans la mise à disposition de capitaux²¹. Cette pratique avait déjà été mise en oeuvre avant les années 1850 mais de manière très peu étendue. En effet, comme la demande en capital de la part des chemins de fer était encore peu importante dans la première moitié de cette décennie, les *contractors* ont peu mis en place cette forme de subvention. Seules 80 nouvelles compagnies de chemins de fer ont été constituées entre 1850 et 1857 et la majorité d'entre elles ne dépassait pas 500 000 livres de capital.

Avant 1858, avant de lancer le projet, les compagnies de chemins de fer devaient obtenir l'autorisation du Parlement en présentant des actionnaires garantis de telle sorte que, une fois le vote acquis, elles pouvaient trouver sans difficulté le financement nécessaire. Celui-ci se faisait par émission des titres, le plus souvent, ou auprès des établissements de crédit, par emprunt bancaire. Comme les lignes existantes généraient des profits, le secteur bancaire pouvait soutenir les nouveaux projets. Souvent, les établissements de crédit préféraient l'achat d'actions, ce qu'on explique par le fait que les actions préférentielles avaient la caractéristique de délivrer un dividende fixe. Qui plus est, pour une banque ou une institution financière, détenir une partie du capital sous forme d'actions est plus rentable que le prêt bancaire en cas de marché boursier haussier. Les investissements en actions avaient un certain succès auprès

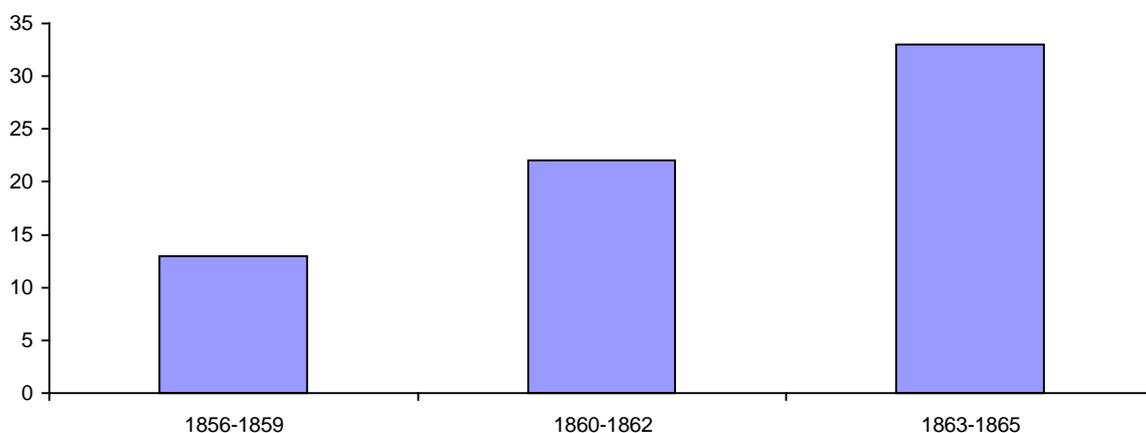
²¹ Marginalement, on trouve aussi des cas où le fabricant de locomotives ou d'acier a joué ce rôle.

du secteur bancaire car ils permettaient de faire une plus-value et de profiter des dividendes. En 1858, le Parlement abolit cette loi au motif qu'il ne s'agissait pas d'une preuve de solidité suffisante puisque, de toutes façons, les *contractors* pouvaient jouer le rôle de garantie financière : aux yeux de beaucoup cette loi n'était plus adaptée et son existence ne se justifiait plus [Pollins, 1957, p. 47].

A partir de 1859, de nouveau, le financement des chemins de fer se fit par le marché [Cottrell, 1975, p. 23], c'est-à-dire par la mise en vente de titres directement auprès du public. Cette nouvelle situation rompait avec une longue période de désaffection. Ce rapide retour en grâce signifiait un regain d'intérêt pour les actions de chemins de fer de la part du public. Le fort développement de cette activité à la fin des années 1850 s'explique essentiellement par le bénéfice du régime de la responsabilité limitée dont jouissaient ces entreprises depuis 1856.

En effet, la responsabilité limitée a été accordée en 1856 aux entreprises ferroviaires, ce qui a conduit à une forte augmentation du nombre de créations de société dans ce secteur : 33 sur la période 1863-1866, contre seulement 13 entre 1856 et 1859 (Graphique 12).

Graphique 12 - Nombre de compagnies de chemins de fer constituées sous le régime de la responsabilité limitée en Angleterre, 1856-1865



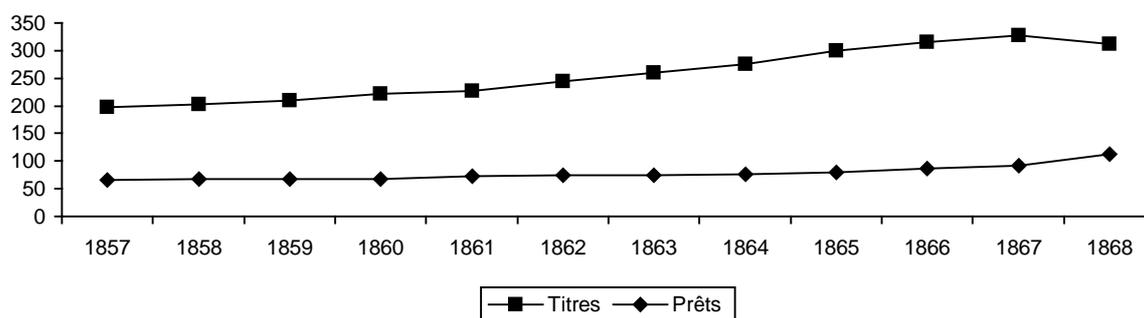
Source : Hunt [1936, p. 144 et 149].

L'analyse des sources de financement du secteur ferroviaire donne une première indication : la majorité du capital est levée grâce à l'émission de titres (actions ou obligations). Sur la période 1857-1868, c'est le plus souvent grâce à l'émission de titres que les compagnies de chemins de fer obtiennent des fonds (Graphique 13). *A contrario*, les prêts bancaires (effectués par les banques, maisons d'escompte ou sociétés financières) représentent toujours une part nettement moindre du financement.

Jusqu'en 1867, l'émission de titres affiche un taux de croissance nettement plus fort que celui des prêts : le stock passe de 197 millions de livres en 1857 à 315 millions de livres en 1866, ce qui traduit une hausse de près de 60%. Les prêts enregistrent une croissance moindre puisqu'ils passent de 66 millions de livres en 1857 à 87 millions de livres en 1866, ce qui fait une hausse de 32%.

Graphique 13 - Sources de financement du secteur des chemins de fer en Angleterre et en Ecosse, 1857-1868

Unité : million de livres



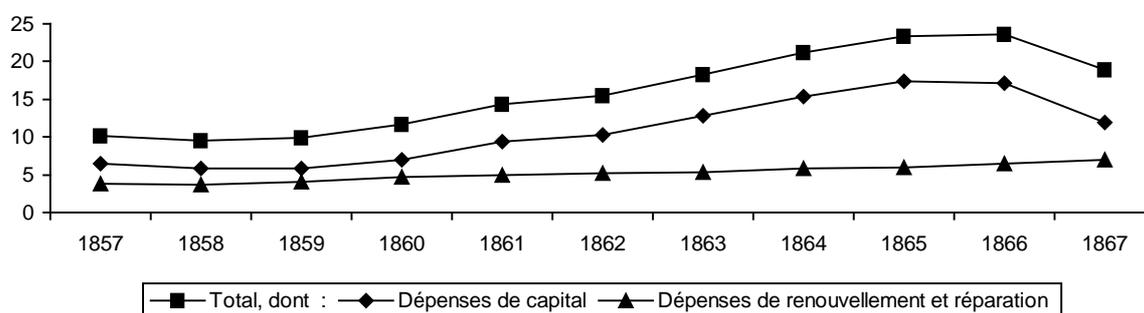
Source : données d'après Hawke et Reed [1969, p. 270].

Le Graphique 14 détaille l'investissement des compagnies de chemins de fer et montre comment ont été utilisées les ressources obtenues par ces entreprises. L'investissement brut inclut : la construction de la ligne, les usines de fabrication, le matériel roulant et, une fois la ligne en activité, les coûts de renouvellement et de réparation des voies et des équipements. Les dépenses de capital ne prennent pas en compte les coûts d'établissement de la société, les coûts d'expropriation, la location des terrains, et le paiement des intérêts.

Sur la période 1857-1867, l'investissement brut total du secteur a connu un creux en 1858 avec environ 10 millions de livres investies. Puis les dépenses ont crû très fortement pour atteindre un pic en 1865/66 (plus de 23 millions de livres). Une analyse en termes d'investissement net ou de renouvellement donne une indication très intéressante : l'essentiel de la hausse provient de l'investissement net qui passe de 6 à 17 millions de livres tandis que les dépenses de renouvellement ne progressent que beaucoup plus lentement et régulièrement. On peut interpréter aisément cette divergence d'évolution : une grande partie de fonds utilisés sert à financer les nouvelles constructions, ce qui est une preuve supplémentaire du boom enregistré par ce secteur au début des années 1860.

Graphique 14 - Dépenses annuelles du secteur ferroviaire, 1857-1867

unité : million de livres



Source : données d'après Kenwood [1965, p. 322].

A la toute fin des années 1850, avec le retour en grâce des titres ferroviaires, les compagnies de chemins de fer ont pu faire de nouveaux investissements et la contrainte du financement s'est nettement desserrée. Mais la hausse globale de l'investissement ne dit rien sur ses modalités et c'est dans ce domaine que l'on trouve les origines de la crise de 1866. En 1862, elles perdirent leur « avantage comparatif » car toutes les entreprises avaient la possibilité de se constituer facilement sous le régime de la responsabilité limitée et, de ce fait, c'est vers les actions bancaires et financières que se sont majoritairement tournés les investisseurs, délaissant les titres des compagnies ferroviaires. Entre 1862 et 1866, 130 compagnies par actions nouvellement cotées sur 1041 étaient des banques, des maisons d'escompte ou des sociétés financières. Durant cette période, elles ont compté pour 36,4% du capital offert au public et pour 27,1% du capital accumulé [Cottrell, 1975, p. 24].

En conséquence, il s'est opéré une concurrence défavorable entre les titres ferroviaires et ceux des établissements de crédit, ces derniers ayant beaucoup plus de facilité à trouver des capitaux. Dès 1863, certaines compagnies de chemins de fer bien établies comme la *London & North Western* eurent des difficultés à trouver des capitaux. Entre 1863 et le début de 1864, les sociétés financières ont été utilisées comme intermédiaires pour mettre en vente les titres des compagnies ferroviaires auprès du public. La hausse de la Bourse, de 1863 à mi-1864, a sans doute provisoirement aidé les investisseurs à reprendre confiance dans les titres des compagnies ferroviaires car ils étaient soutenus par les sociétés financières [Cottrell, 1975, p. 27]. Cependant, à partir de 1864, le public marqua une profonde désaffection pour l'investissement dans ces entreprises.

4 Les racines de la crise : la généralisation d'un mode de financement douteux des chemins de fer par les sociétés financières *via* les *contractors*.

Une des manières traditionnelles de lever des capitaux à travers une succession de meetings locaux attirant les souscripteurs continuait à se pratiquer mais perdait en intensité en comparaison de modes de financement plus innovants. Au cours des années 1850, lorsque le public n'appréciait plus vraiment les titres ferroviaires, la difficulté pour se procurer du capital poussa les nouvelles compagnies à se joindre aux anciennes de manière à faciliter les modalités de financement. Cela pouvait passer par des prêts de la part de celles déjà bien établies. Mais le jeu n'était pas si simple dans la mesure où les entrepreneurs déjà en place ne voulaient pas prendre le risque de permettre à de futurs concurrents de voir le jour.

En résumé, au début des années 1860, le financement d'une ligne de chemin de fer pouvait s'effectuer selon trois types de schéma : assistance d'une entreprise existante à une nouvelle, financement à travers une succession de meetings locaux permettant de récolter des fonds pour une entreprise établie, assistance directe du *contractor* à une nouvelle compagnie [Pollins, 1957, p. 45]. C'est ce dernier point qui va particulièrement nous intéresser dans l'apparition de la crise de 1866, les deux premiers modes de financement étant relativement classiques, à l'époque, d'un point de vue industriel. L'intervention du *contractor* dans l'apport du capital va remettre en cause la logique habituelle. Pour Jenks [1927, p. 252], « les sociétés de chemins de fer étaient les créatures des *contractors* ».

Le principe de ce nouveau type de financement consistait en l'acceptation d'actions de la compagnie de chemins de fer par le *contractor* en lieu et place du paiement en monnaie (immédiat ou différé). Des contrats entre une compagnie de chemins de fer et un *contractor* pouvaient être conclus selon les modalités suivantes : un tiers en dette et deux tiers en actions. Cette collusion entre les entreprises de chemins de fer et les *contractors* devenait si courante que l'on peut finir par se demander qui des deux décidait du lancement du projet.

Même si on en trouve quelques exemples au début des années 1860, c'est à partir de 1864 que ce nouveau mode de partenariat devint la norme. Jusqu'à cette année, les nouveaux titres ferroviaires émis sur le marché étaient achetés par les particuliers ou par les institutions bancaires pour leur propre compte, les *contractors* se contentant le plus souvent de faire les travaux. On était dans une phase de financement par le marché. Mais les titres ferroviaires reculèrent d'avril à novembre 1864, obligeant les entreprises à trouver d'autres moyens de financement pour continuer les projets en cours : elles se tournèrent alors vers les *contractors*

pour financer leurs travaux. Et c'est à partir de l'été 1864 que ce mode de financement indirect devint plus avantageux que sur celui consistant à placer les titres ferroviaires directement sur les marchés boursiers anglais.

Cette méthode de financement convenait aussi bien à la compagnie ferroviaire qu'au *contractor* : la première pouvait construire la ligne en avançant un minimum de fonds (voire rien comme cela arriva couramment dans les deux ans précédant la crise) tandis que le second obtenait facilement des contrats, ce qui lui permettait de faire tourner son entreprise. Les *contractors* ne pouvaient pas réellement éviter cette pratique sous peine de se faire évincer du marché. Plus précisément, on distingue les *contractors* majeurs des autres. En bons termes les uns avec les autres, ils ont mis au point un système d'entente pour la répartition des marchés grâce auquel chacun profitait de cette industrie florissante. Il arrivait même fréquemment qu'ils se groupent entre eux pour certains chantiers. Le secteur de la construction était dominé par seulement quelques entreprises en position de force. Le contrat portait moins sur le prix que sur la capacité à apporter des fonds. Ces puissantes sociétés pouvaient se permettre d'accepter le paiement en actions car elles avaient beaucoup de liquidités et pouvaient attendre que le projet soit fini et que les titres soient cessibles. La question qui se pose évidemment est la manière dont les *contractors* pouvaient faire fonctionner leur entreprise, dans la mesure où ils ne touchaient que rarement de l'argent de la part des compagnies de chemins de fer pour lesquelles ils travaillaient. Souvent, les *contractors* opéraient dans d'autres secteurs d'activité que le rail, ce qui leur procurait des revenus. Sinon, ils recherchaient de l'argent auprès des sociétés financières.

L'intervention du *contractor* dans la décision de développer la ligne devenait habituelle : les deux tiers du capital autorisé lors des sessions parlementaires de 1864 à 1866 étaient liés à des lignes directement promues par eux. En dernière analyse, les *contractors* jouèrent le rôle de promoteur, de constructeur et d'exploitant, à travers des entreprises de paille dont elles étaient actionnaires et détenaient les dettes. Elles pouvaient aussi se charger de l'acquisition des terrains ou du paiement des employés de la compagnie ferroviaire, et se voir attribuer le rôle de payer les dividendes sur les actions de la compagnie de chemins de fer pendant le temps de la construction.

Le *contractor* pouvait « acheter » les actions à un prix décoté. Par exemple, un projet évalué à 400 000 livres pouvait être payé en monnaie 400 000 livres ou alors donner droit à des actions pour un montant de 500 000 livres. Il s'agit pour le *contractor* de pouvoir les

revendre plus tard avec une marge plus importante et de se prémunir contre une baisse inopportune.

Le plus souvent, les sociétés financières ont été pourvoyeuses de capital pour les *contractors*. Elles ont massivement financé des entrepreneurs de travaux publics qui spéculaient [Anonyme, 1866, p. 230]. La technique de financement consistait en l'utilisation par les *contractors* des actions des compagnies de chemins de fer comme collatéraux pour emprunter auprès des sociétés financières. Ces dernières fournissaient des capitaux de la manière suivante : elles recevaient des dépôts du public moyennant un intérêt élevé et elles fournissaient un crédit bancaire aux *contractors* avec les titres des sociétés de chemins de fer comme collatéraux. Les sociétés financières s'occupaient des actions ferroviaires qui paraissaient « inacceptables » pour les banques [Robb, 1992, p. 70].

Dès la fin de 1864, le financement du secteur ferroviaire fonctionnait majoritairement sur ce modèle. Notons qu'il s'agissait d'un fonctionnement générant des désajustements d'échéance : les sociétés financières empruntaient à court terme et prêtaient pour un temps très long. Les actions détenues par le *contractor* et déposées en caution à la société financière ne généraient aucun revenu avant que la compagnie ne dégage de bénéfices. Les plus gros *contractors* qui avaient une certaine solidité financière étaient en mesure d'attendre que la compagnie soit rentable mais beaucoup n'avaient pas cette possibilité.

Les *contractors* se virent imposer des conditions de crédit très défavorables, avec des taux d'intérêt très élevés, mettant en péril la réalisation du projet [Wolowski, 1867, p. 125]. La solvabilité des certains dépendait de la prolongation des avances consenties par les sociétés financières [Goschen, 1868, p. 49]. Grâce à leur capacité à apporter du capital à une industrie de moins en moins attrayante pour les investisseurs, les sociétés financières connurent leur plus forte période d'expansion à partir de 1864. Souvent, les *contractors* et les directeurs des sociétés financières se connaissaient bien : il existait une certaine connivence entre les deux milieux, qui avaient déjà travaillé ensemble dans les années 1840 et 1850.

Une manière illégale de se procurer des capitaux s'est aussi développée. De nombreux billets de complaisance (lettres de change sans contrepartie réelle, les *finance bills*) avaient également été émis par des étrangers puis apportés sur le marché monétaire anglais [Anonyme, 1866, p. 232]. Les hommes de paille étaient situés en Allemagne, au Japon, en Espagne, aux Etats-Unis et dans d'autres petites places de moindre importance. Ils émettaient des lettres de change sur des *contractors* anglais et celles-ci se retrouvaient sur le marché anglais. On estimait à huit ou dix millions de livres le papier de ce type. Il s'agissait ici d'un

cas de spéculation car la lettre de change n'avait aucune contrepartie réelle, le but étant de créer de la liquidité. Le fonctionnement était le suivant : un *contractor* anglais va voir une compagnie étrangère et lui demande une somme de 50 000 livres sur 12 mois garantis sur des titres de compagnies de chemins de fer en cours de construction et dont on prévoit une ouverture intervenant rapidement. La compagnie étrangère accepte mais ne donne pas d'argent : elle émet une lettre de change. Ainsi, le *contractor* peut faire escompter cette lettre de change sur le marché pour obtenir de l'argent. En fin de compte, le prêteur n'a pas l'argent en caisse mais anticipe d'en disposer dans les six mois pour honorer sa dette en vendant des actions ou des obligations de la société ferroviaire en développement. Finalement, c'est la maison d'escompte qui détient le papier. Le prêteur peut donc revendre les actions de chemins de fer dont le cours devait monter. Bien que très répandue, cette pratique était complètement illégale.

En matière de développement ferroviaire, la période la plus active fut celle des années 1864 et 1865 durant lesquelles fut autorisée la construction de 7369 miles, chiffre très important en comparaison de ce qui existait déjà. Sur ces derniers, seulement 2427 provenaient de compagnies opérant déjà, les autres émanant d'entreprises en cours de création ou fraîchement créées. Entre 1860 et 1866, on dénombra 687 autorisations de construction [Hunt, 1936, p. 151]. La spéculation avait atteint son comble dans les deux années précédant la crise, et notamment dans les douze derniers mois.

L'assouplissement de la réglementation, en 1858, a conduit à un problème de gestion important : le projet n'était plus financé dans sa totalité mais seulement par tranches. Par exemple, on pouvait, dans un premier temps, trouver des capitaux pour six mois puis, une fois épuisées les ressources de la nouvelle entreprise, procéder à un nouvel appel d'investissement. Mais il arrivait souvent que le projet n'aboutisse pas car les tranches successives n'étaient pas menées à leur terme.

La pression sur les sociétés financières croissait à mesure de l'avancement du projet. Abandonner l'investissement en renonçant à engager de nouveaux fonds devenait de plus en plus difficile avec l'avancement effectif des travaux. En effet, renoncer au début limite les pertes mais abandonner alors que de gros montants ont déjà été investis était une décision difficile à prendre étant donné le volume de la créance douteuse. Ainsi, la tentation était grande de se lancer dans une fuite en avant dont l'ampleur finale était inimaginable au début. En cas de faillite de la compagnie ferroviaire ou du *contractor*, les établissements de crédit devenaient propriétaires d'une partie d'une entreprise qui ne valait rien car elle n'avait pas été

menée à son terme. Il arrivait souvent que la totalité de la somme engagée fût perdue [Anonyme, 1866, p. 231].

Au final, les actions des compagnies de chemins de fer nouvellement créées se retrouvaient le plus souvent dans les mains des sociétés financières. Lorsque le *contractor* ou son donneur d'ordre se retrouvait en faillite et que le projet n'aboutissait pas, la société financière se retrouvait avec des titres sans valeur et une créance douteuse. Les banques et les maisons d'escompte ont pu participer à ce genre d'opérations mais sans doute de manière moins systématique que les sociétés financières.

Et c'est dès le milieu de 1865 que les sociétés financières ont commencé à éprouver des difficultés pour fournir du capital, la confiance des déposants diminuant rapidement. Les *contractors* ou les compagnies de chemins de fer se sont retrouvés au milieu de la tourmente avec des dettes de plus en plus grandes et sans moyen d'obtenir du capital frais pour financer les travaux. Les actionnaires n'ont pas manqué d'anticiper les répercussions futures sur les établissements de crédit fortement impliqués dans le financement des chemins de fer : durant l'année 1865, les titres des nouvelles compagnies à responsabilité limitée, notamment les maisons d'escompte et les sociétés financières, ont chuté de 75%. Les déposants ne se sont pas trompés non plus : le montant des dépôts dans les sociétés financières en particulier et dans les nouvelles banques par actions a commencé à décliner à partir de la fin de 1865 [Collins et Baker, 2003, p. 86], traduisant la crainte de ceux qui avaient cru dans ces nouvelles formes d'établissement.

Les sociétés financières ont connu de graves problèmes de solvabilité pour cause de mauvaise gestion des échéances des crédits : elles empruntaient à court terme et prêtaient à long terme, pour une période pratiquement illimitée [Anonyme, 1866, p. 231]. A cause de ces pratiques, il n'était pas rare que certaines fassent faillite en un ou deux ans.

Les sociétés financières ayant prêté aux *contractors* ou aux compagnies de chemins de fer ont connu des moments difficiles lorsque les entreprises de travaux publics ont commencé à faire faillite, faute de financement pour continuer les travaux, et à ne pas pouvoir rembourser leurs emprunts²². Les collatéraux détenus par ces établissements de crédit, les actions des nouvelles sociétés ferroviaires, auraient dû être vendus pour récupérer le crédit.

²² Comme le souligne Cleveland-Stevens [1915, p. 229] : « Speculation of a more or less reckless type was prominent in the boom of the sixties as it had been in the forties, but at the later date the railways and their backer were mainly damaging themselves, and could not be accused as they had been in 1847 of dealing a blow to the commercial world in general. »

Mais vu la nature et la qualité de ces titres, leur réalisation s'avéra impossible ou se fit dans des conditions très désavantageuses.

En 1865, les chemins de fer européens connaissaient des destinées divergentes. En Espagne, tout comme en Italie, ils étaient dans une situation des plus préoccupantes car ces entreprises dans leur ensemble étaient au bord de la faillite et les gouvernements de ces pays les abandonnaient à leur sort. Seuls les chemins de fer de l'Angleterre, de la France et de l'Allemagne se portaient correctement. En Angleterre, les lignes anciennes étaient rentables car installées depuis longtemps et générant un trafic en augmentation. En France, le cadre réglementaire strict avait évité un développement anarchique. Les interrogations quant à la rentabilité des nouvelles lignes commençaient à se faire insistantes, comme le montraient régulièrement les articles de *The Economist*. A partir du milieu de l'année 1865 en Angleterre, le climat autour de l'investissement dans le secteur ferroviaire commençait à se dégrader. Des doutes commençaient aussi à apparaître quant à la capacité de remboursement de certaines sociétés [*The Economist*, 28 octobre 1865].

Le cours des actions, en moyenne, était monté jusqu'en août 1865. Dans les mois suivants, les cours baissèrent continuellement. Au début de septembre, on apprit que la demande était encore forte pour les meilleures valeurs de chemins de fer, considérées comme des placements de long terme alors que les autres relevaient de la spéculation [*The Economist*, 2 septembre 1865]. Mais, à partir de ce moment, les cours commencèrent à devenir beaucoup plus volatils. En décembre 1865, de nombreuses mises en garde contre la spéculation dans les compagnies de chemins de fer avaient été publiées dans la presse.

A la fin de 1865, la situation de certaines sociétés financières commençait à devenir préoccupante. La hausse à 6% du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, en octobre 1865, a sûrement provoqué des problèmes de liquidité pour les plus faibles d'entre elles [Cottrell, 1975, p. 32]. Par exemple, l'*International Financial Society*, assez active dans le domaine du financement des chemins de fer, s'est retrouvée à court de liquidité à l'automne 1865 et a dû emprunter des capitaux auprès des banques commerciales et de la Banque d'Angleterre pour éviter la crise de liquidité. Mais, en réalité, ce problème temporaire en cachait un autre bien plus profond : la majorité de ces entreprises était devenue insolvable, les actions qu'elles possédaient comme collatéraux n'ayant plus aucune valeur, pour certaines, ou étant trop dépréciées, pour d'autres.

Le début de l'année 1866 s'est traduit par une accélération des faillites parmi les *contractors* et les sociétés financières. Les avances faites aux *contractors* ne valaient plus rien

car les collatéraux ne pouvaient pas être vendus sur le marché. En février toujours vint la faillite de la *Joint Stock Discount Company*. En mars, ce fut au tour de la *Barned's Bank* de Liverpool de disparaître, avec un passif de 3,5 millions de livres [MacLeod, 1866, vol. 2, p. 157]. D'autres liquidations eurent lieu : celle de l'*English Joint-stock Bank*, et celle de l'*Imperial Mercantile Credit Association*. Sur le marché boursier, les titres des sociétés financières surtout, mais aussi ceux des banques et maisons d'escompte, connurent des baisses remarquables en peu de temps, ce qui conduisit à des retraits massifs de dépôts de la part des particuliers dans les premiers mois de 1866.

On constata des faillites de *contractors* quand les sociétés financières ne pouvaient plus fournir de capitaux [Cottrell, 1975, p. 32]. En contrepartie, la faillite du *contractor* rendait insolvable la société financière à cause de la dépréciation des actifs. Au moment du déclenchement de la crise, la majorité des *contractors* et sociétés financières était insolvable et les banques étaient moins liquides qu'en 1860, mais ces dernières ne connaissaient vraisemblablement pas de problème de solvabilité puisqu'elles étaient restées à l'écart de ce processus de spéculation, pour des raisons de bonne conduite. En effet, ces acteurs bancaires avaient pris l'habitude de fonctionner sous le régime de la responsabilité illimitée.

On ne connaît pas en détail le fonctionnement des sociétés financières mais il n'y a pas de doutes quant au niveau important de leur activité [Pollins, 1957, p. 106]. On ne peut pas faire une mesure, ni même une estimation prudente, des montants obtenus par les entreprises de chemins de fer et les *contractors* auprès des sociétés financières [Cottrell, 1975, p. 31]. Toutes les sociétés financières se sont comportées en tant que banques ferroviaires (*Railway banks*) dans une certaine mesure. Marginalement, de nouvelles banques par actions ou maisons d'escompte ont également pu jouer ce rôle.

SECTION 2 LES BANQUES COMMERCIALES ET LES MAISONS D'ESCOMPTE ENTRENT EN CRISE DE LIQUIDITE EN MAI 1866

Les banques et les maisons d'escompte n'ont pas connu une crise identique à celle des sociétés financières. Contrairement à ces dernières, la question de la solvabilité ne s'est pas posée car elles n'avaient pas adopté les mêmes pratiques que les sociétés financières, notamment pour le financement de l'industrie ferroviaire. On explique ce résultat par la tradition de prudence acquise pendant la longue période durant laquelle elles opéraient sous le régime de la responsabilité illimitée. L'application de la nouvelle loi de 1862 n'a pas bouleversé les pratiques bancaires anglaises fondées sur la prudence.

En revanche deux éléments aggravèrent la crise des banquiers et des escompteurs. Ces derniers avaient pris l'habitude de recevoir la réserve des premiers car elle était rémunérée. Quand la crise éclata, les banquiers, confrontés à un *run* des déposants, reprirent cette réserve aux escompteurs, diminuant leur capacité à faire face au *run* dont ils étaient aussi victimes. En outre, avec le développement soutenu du début des années 1860, les banques sont devenues beaucoup moins liquides, ce qui a limité leur capacité à fournir de la liquidité en mai 1866.

La crise de mai 1866 sera étudiée selon sept étapes : un krach boursier de grande ampleur, un *run* du public sur les banques, maisons d'escompte et sociétés financières provoquant une crise de liquidité, des faillites en chaîne parmi les entreprises de commerce et les entreprises industrielles à la suite de la restriction du crédit, une pression des banquiers sur les escompteurs, une forte pression des banquiers et des escompteurs (mais pas du public) sur la réserve de billets de la Banque d'Angleterre, une crise de solvabilité bancaire limitée, une crise de change.

Enfin, la théorie des arbitrages sera de nouveau mobilisée afin de montrer que les arbitrages n'ont pas fonctionné durant cette période malgré un différentiel d'escompte considérable entre la France et l'Angleterre. Cela permet de conclure que les étrangers avaient clairement conscience de la nature systémique de la crise anglaise.

1 Les modifications du système bancaire anglais durant les années 1860

Le secteur bancaire connut deux principales modifications dans les années 1860. Leurs conséquences seront déterminantes pour le déroulement de la crise, à partir de mai 1866. D'une part, les banques et les maisons d'escompte ont intensifié leurs relations, notamment par le dépôt de la réserve des banquiers chez les escompteurs. D'autre part, les banques sont devenues plus illiquides dans la première partie de la décennie 1860, à cause des modifications dans les comportements d'investissement.

Les modifications du fonctionnement du système bancaire anglais après 1856 et le rapprochement des banques et des maisons d'escompte

On nota des modifications importantes dans les relations entre les banquiers et les escompteurs. Les banquiers prirent l'habitude de déposer leur réserve chez les escompteurs. Cela présentait un sérieux avantage : sa disponibilité (virtuelle) immédiate, le banquier ne pouvant pas se retrouver pris de court, combinée à la rémunération offerte par les maisons d'escompte. Pour les banquiers, cette réserve constituait un placement sans risque à un taux rémunérateur faible, mais quand même supérieur à zéro.

Pratiquant la rémunération des dépôts, les maisons d'escompte devaient verser un intérêt sur toutes les sommes confiées que ce soit par les banques (le plus souvent) ou les particuliers. Pour payer cet intérêt, elles devaient prêter le maximum de capitaux et ne pas laisser de l'argent inactif, c'est-à-dire avoir une encaisse faible. La réserve de l'escompteur se réduisait au risque de le rendre incapable de faire face à des demandes de retraits inhabituellement élevées. En fait, l'escompteur pratiquant de plus en plus régulièrement l'activité de prêt, sa profession s'est progressivement transformée au cours du temps pour se rapprocher de celle du banquier.

Le *Joint Stock Banking Act* de 1844 avait autorisé les banques à rémunérer les comptes et c'est ce qu'elles se sont mises à faire dans un premier temps. Il existait deux types de comptes : les comptes courants, qui n'étaient en général pas rémunérés mais donnaient droit à un carnet de chèques et permettaient les retraits fractionnés, et les comptes de dépôts qui étaient rémunérés mais étaient aussi plus contraignants car, en général, il fallait retirer la somme en une seule fois et cela demandait un certain délai. Les premières banques ayant commencé à verser un intérêt sur les comptes de dépôts à partir de 1844 se sont rapidement arrêtées ou l'ont abaissé à 1% ou 2%, cette pratique commerciale ayant été jugée non rentable

[Wolowski, 1867, p. 116]. Le niveau de rémunération devenait très faible, voire le plus souvent nul, et sans danger pour l'équilibre financier des banques.

Les dépôts chez les escompteurs étaient remboursables à vue alors que les prêts au commerce avaient une maturité beaucoup plus longue (de trois à six mois généralement). En théorie, pour se couvrir des problèmes d'échéance de maturité, l'escompteur aurait dû disposer d'une réserve conséquente. Enfin, l'intensification de la concurrence entre les maisons d'escompte faisait diminuer l'intérêt pratiqué sur les prêts et augmenter celui appliqué aux dépôts, réduisant les marges au minimum [Bagehot, 1873, p. 276].

Malgré l'application possible de la responsabilité limitée aux banques et maisons d'escompte, si l'on en croit Jenks [1927, p. 247-248], les principes de prudence anglais n'ont pas été bouleversés. La tradition de précaution acquise pendant des décennies de pratique par les institutions en place n'a pas été modifiée avec cette possibilité offerte aux entrepreneurs de ce secteur. D'ailleurs, Jenks précisa qu'il n'y avait pas besoin d'une telle innovation puisque le système bancaire anglais était déjà performant par rapport à ceux des pays du Continent. La majorité des banquiers de Londres n'a pas changé de pratiques et n'a pas développé d'affaires avec les entreprises douteuses. Les banques établies se sont comportées d'une manière radicalement différente de celle des sociétés financières. En fait, même à la fin des années 1850, les banques bien établies n'ont jamais été tentées par l'application de la responsabilité limitée : elles pensaient que le fait de rester sous le régime de la responsabilité illimitée donnerait davantage confiance aux clients. Même les nouvelles banques hésitaient, de peur de ne pas pouvoir concurrencer les anciennes [Robb, 1992, p. 69]. Ainsi, la majorité des banquiers s'est maintenue à distance des opérations spéculatives [Seyd, 1879, p. 505].

Des banques plus illiquides au moment de la crise

La conséquence de l'expansion économique du début des années 1860 se révèle nettement dans le bilan des banques commerciales anglaises. Collins et Baker [2003, pp. 57-81] ont effectué une analyse historique portant sur la période 1860-1913 en utilisant les bilans de banques commerciales anglaises et écossaises.

Pour cela, un bilan global des banques commerciales a été construit pour chaque mois de juin et de décembre de toutes les années comprises entre 1860 et 1913. Mais le problème des données s'est révélé crucial car il n'existait pas à l'époque de publication officielle reprenant ces informations. Les données ont été recensées dans des rapports annuels lorsqu'ils étaient

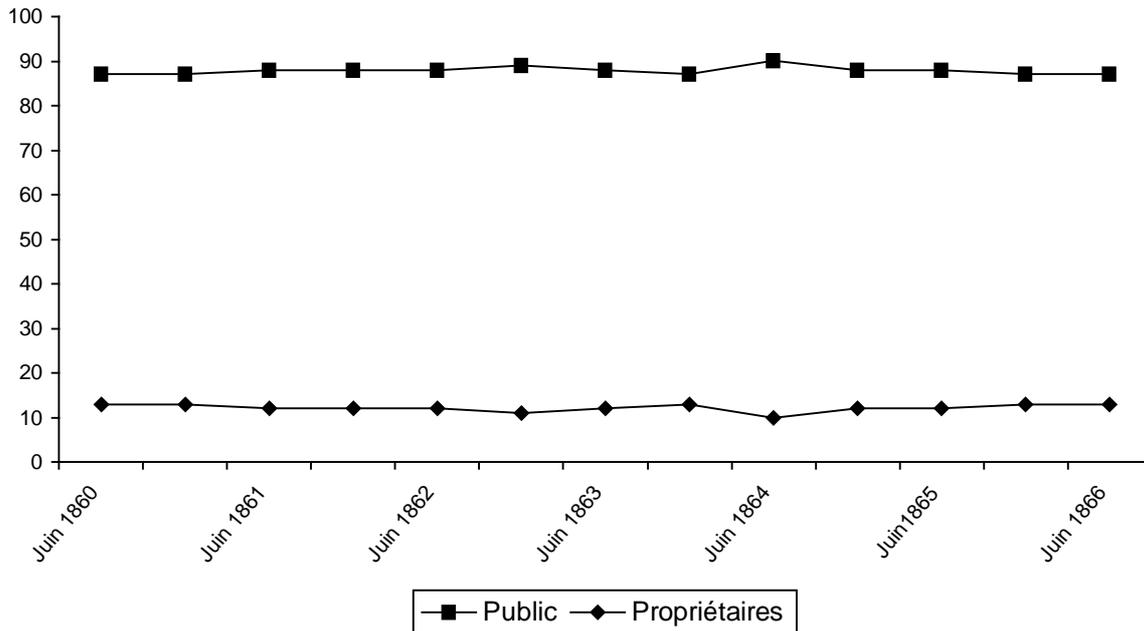
disponibles ou dans la presse. Une autre source précieuse en matière de données était les archives (Barclays, HSBC, Lloyd TSB...). Au total, 155 banques entraient dans le panel étudié²³ sur l'ensemble de la durée mais les données étaient disponibles seulement pour une trentaine d'entre elles dans les années 1860, le nombre exact dépendant de la catégorie étudiée dans le bilan. Ces données sont cependant les plus complètes pour la période étudiée [Collins et Baker, 2003, p. 87]

Le passif du bilan des banques commerciales se compose de deux postes : le capital social et les dettes (*public liabilities*). Au tout début des années 1860 (avant la loi de 1862), certaines banques étaient établies sous forme de partenariat tandis que d'autres étaient constituées en sociétés par actions. Dans tous les cas, le terme de capital désigne celui des actionnaires ou des propriétaires, indépendamment de la forme juridique. Les dettes étaient constituées par la dette contractée auprès des particuliers, des entreprises, des autres établissements de crédit, et le montant des billets en circulation. En réalité, du fait de la très faible émission de billets de banque, la dette des banques commerciales était composée presque exclusivement de dépôts. La distinction entre les comptes courants et les autres formes de compte de dépôts n'est pas connue mais, sur un petit échantillon de banques, dans les années 1860, environ deux tiers des dépôts étaient sous forme de compte courant.

Sur les six années précédant la crise, les banques commerciales tiraient une grande partie de leurs ressources des dépôts : selon les années, ils représentaient entre 86% et 90% des ressources. Par ailleurs, une grande partie de ces fonds avait comme origine les dépôts des particuliers, ce qui mettait les banques dans une situation de vulnérabilité en cas de crise de confiance du public vis-à-vis du système bancaire. Le ratio capital/passif est resté très stable sur la période 1860-1866 : il a toujours été compris entre 10% et 14% (Graphique 15).

²³ Notons que les maisons d'escompte et les sociétés financières n'ont pas été prises en compte, les résultats ne concernant que les banques commerciales (anglaises, pour la plupart, et écossaises).

Graphique 15 - Source des fonds des banques commerciales anglaises et écossaises, 1860-1866



Source : Collins et Baker [2003, p. 69].

Le côté actif du bilan se décompose en quatre catégories, par ordre décroissant de liquidité : monnaie et quasi-monnaie, investissements, lettres, et avances²⁴. Les deux premiers postes peuvent se regrouper sous le terme « actif liquide » tandis que les deux autres regroupent le « crédit au secteur privé non bancaire ». En général, dans les publications, les données étaient regroupées sous cette forme, en quatre postes. Comme aucune loi ne réglementait la structure de l'actif, les variations intervenues dans le bilan des banques ont comme seule origine le fonctionnement du marché et les stratégies personnelles des banquiers, indépendamment de toute contrainte réglementaire ou législative.

La monnaie (et quasi-monnaie) est constituée de l'encaisse en monnaie (pièces et billets de la Banque d'Angleterre) utilisée pour le fonctionnement au quotidien de la banque avec ses clients, du compte à la Banque d'Angleterre qui sert pour les opérations de transfert avec les autres banques et pour la compensation des chèques, et des prêts à très court terme sur le marché monétaire de Londres (en relation avec les autres banques et les maisons d'escompte). Ce dernier point concerne essentiellement les prêts de court terme des banques aux maisons d'escompte sur des lettres de change de très bonne qualité et aussi, mais dans une moindre mesure, les prêts accordés aux banques et aux *brokers*. On assimile ces actifs à de la quasi-

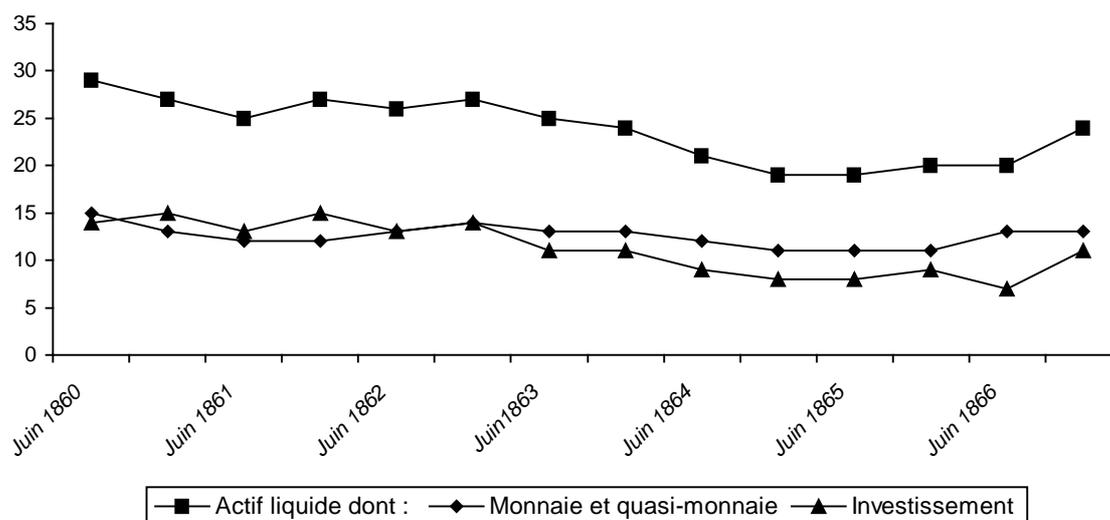
²⁴ Cette classification correspond à celle habituellement pratiquée à l'époque.

monnaie car ils sont exigibles à vue. Ce poste se caractérise par sa grande liquidité et l'on considérait qu'il constituait la réserve de la banque même si toute cette somme n'était pas en possession effective du banquier.

L'investissement des banques commerciales est marqué, sur la période, par une politique conservatrice : c'est un engagement à long terme caractérisé par une prise de risque minimale. En conséquence, ce poste regroupe des titres de très bonne qualité, facilement échangeables à la Bourse de Londres. Le portefeuille ainsi constitué voyait un *turnover* très faible et aucune transaction intrajournalière. En règle générale, l'investissement des banques commerciales était constitué d'obligations de l'Etat, des collectivités, du secteur public colonial, et quelquefois d'actions de compagnies de chemins de fer. Au début des années 1860, les obligations du gouvernement anglais composaient l'essentiel de ce poste. En tout état de cause, les banques commerciales possédaient très rarement des participations dans les entreprises industrielles, ce qui signifie qu'elles ne se comportaient pas comme des banques d'investissement. Ce poste devait être quasi-liquide et rapporter un faible intérêt.

Sur la période 1860-1866, les modifications de la part de l'actif liquide sont très nettes : il passe d'environ 30% à 20% de l'actif total, ce qui traduit une baisse d'un tiers en moins de cinq ans (Graphique 16). En analysant les sous-catégories, nous pouvons conclure que la baisse touche surtout le poste « investissement » c'est-à-dire essentiellement les titres émis par l'Etat. Entre 1860 et 1866, la part de ce poste est environ divisée par deux puisqu'elle passe de 14% à 7% de l'actif. D'ailleurs, nous pouvons noter que la période 1864-1866 est celle qui voit les banques anglaises les plus illiquides (au moins jusqu'en 1913).

Graphique 16 - Evolution de la part liquide de l'actif des banques commerciales anglaises et écossaises, 1860-1866



Source : Collins et Baker [2003, p. 269]. nb : actif liquide = (monnaie+quasi-monnaie) + investissement.

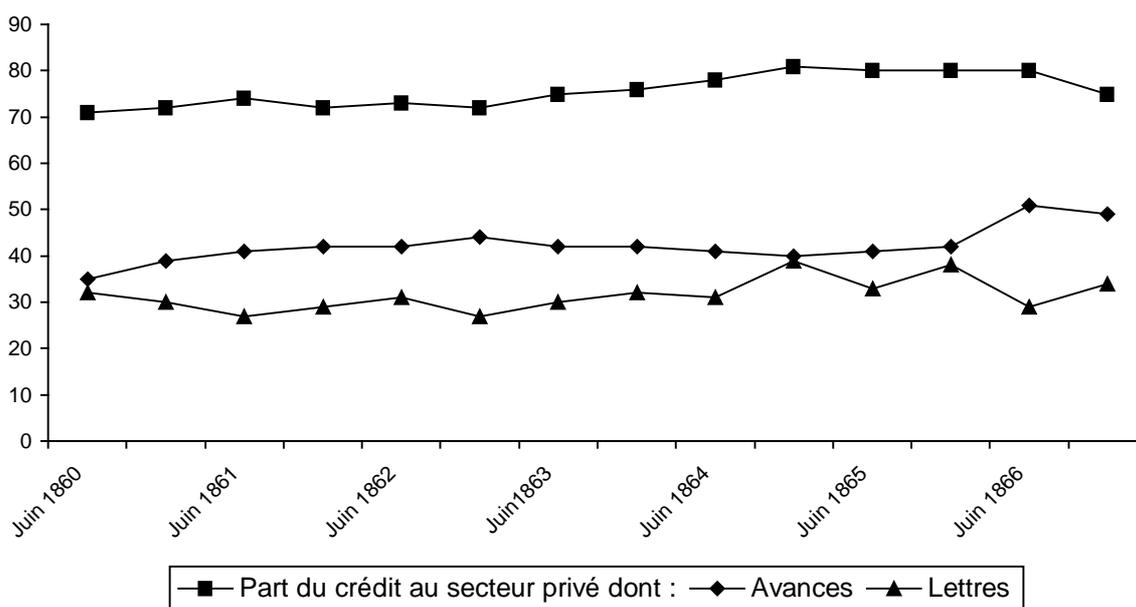
Les lettres représentent l'escompte au secteur privé et, le plus souvent, elles sont à échéance de trois à six mois. Chaque banque possède un portefeuille de lettres de change dont la maturité va de quelques jours à plusieurs mois. En théorie, obtenir de la liquidité ne pose pas de problème : il suffit de revendre une lettre de change. Mais, dans la pratique, les banquiers anglais suivent une convention selon laquelle ils ne revendent pas une lettre de change qu'ils ont achetée, ce qui signifie qu'ils attendent presque toujours son échéance. Ces instruments de placement étaient moins liquides, c'est-à-dire moins facilement cessibles sur le marché monétaire de Londres.

Le poste « avance » est constitué par tous les prêts accordés par les banques au secteur non bancaire, c'est-à-dire les prêts à rembourser ou les avances proprement dites (les autorisations de découvert). Il s'agit de l'actif le plus illiquide dans la mesure où on ne peut pas le transférer sur un marché. Malheureusement, on ne dispose d'aucune information concernant les durées de maturité ou la répartition sectorielle de ces prêts.

Corrélativement, la part de l'actif illiquide a fortement augmenté sur la période 1860-1866 : elle est passée de 70% à 80%, ce qui traduit un effet de la préférence pour le financement du secteur privé au détriment de l'achat de la dette publique (Graphique 17). Mais ce sont surtout les avances qui ont crû, en passant d'environ 35% de l'actif à près de 50% en 1866. On constate une très nette augmentation entre décembre 1865 et juin 1866 (+10 points) mais il est impossible d'affirmer que les banques ont procédé à des prêts massifs lors

de la crise ou avant car, malheureusement, on ne sait pas ce qui intervient entre les deux extrémités de la période. Au moment de la crise de 1866, la moitié de l'actif des banques commerciales était composée de prêts au secteur privé. En outre, ces chiffres montrent que les banquiers généraient environ un tiers de leur activité en pratiquant l'escompte, ce qui prouve la spécialisation limitée du secteur bancaire à l'époque.

Graphique 17 - Evolution de la part illiquide de l'actif des banques commerciales anglaises et écossaises, 1860-1866



Source : Collins et Baker [2003, p. 269]. nb : crédit au secteur privé (actif illiquide) = avances + lettres.

En résumé, au moment de la crise de 1866, à la suite de la forte expansion économique du début des années 1860, les banques commerciales étaient devenues beaucoup plus illiquides car une part plus importante de leur actif était dirigée vers le secteur privé.

Après avoir mis en place tous les éléments entrant dans la composition de la crise, il s'agit maintenant de montrer en quoi le système de finance expérimenté depuis 1864 a conduit au déclenchement de la crise. Dans un premier temps, nous développerons, étape par étape, le déroulement des événements, depuis le *Black Friday* jusqu'à la résolution d'août 1866. Ensuite, nous montrerons que les étrangers, en percevant un risque systémique en Angleterre, refusèrent de placer leurs capitaux sur la place de Londres. Notre méthode d'analyse consistera à établir que les arbitrages n'ont pas eu lieu pendant cette période.

2 Le déroulement de la crise de liquidité bancaire, à partir de mai 1866

La crise de 1866 prit toute son ampleur le vendredi 11 Mai. On appela ce jour le *Black Friday*. Pour analyser cette crise, il convient de distinguer l'élément déclencheur et les différentes étapes de son déroulement. Il n'y a aucun doute que cet événement prit naissance à la suite d'un jugement rendu par la justice londonienne quant à une affaire relative au financement d'un projet de chemins de fer. C'est ici que l'on comprend l'importance du secteur ferroviaire dans l'origine de cet épisode.

Le facteur de déclenchement : la faillite d'Overend & Gurney

L'événement qui initia la « Grande Panique » fut une décision de justice [MacLeod, 1866, vol. 2, p. 158]. La *Mid-Wales Railway Company*, dirigée par MM. Peto et Betts²⁵, fit un emprunt à trois banques et maisons d'escompte, *Bateman, Overend & Gurney* et la *National Discount Company*, pour un montant de 60 000 livres, et se trouva dans l'incapacité de rembourser son dû : une action en justice fut entreprise par les trois créanciers. Le jugement fut rendu le 9 mai dans le début de l'après-midi : la cour décida que l'emprunteur n'était pas dans l'obligation de payer ses dettes dans la mesure où l'affaire entre les quatre protagonistes était invalide car illégale. Au total, en 1866, les engagements de MM. Peto et Betts auprès de *Overend & Gurney* se situaient autour de 4 millions de livres [MacLeod, 1866, p. 89]. Pour Hawtrey [1979 (1919), p. 149], *Overend & Gurney* était « une des plus grandes sociétés financières », ce qui montre l'ambiguïté du statut de l'entreprise puisqu'elle était officiellement une maison d'escompte. La crise de 1866 provoqua une grande inquiétude dans les milieux financiers [Einaudi, 2001, p. 13].

Dès le Mercredi 9 Mai 1866 dans l'après-midi, le cours de l'action *Overend & Gurney* chuta à la Bourse. Il était de notoriété publique que le type de contrat mis en cause par le jugement était courant et tout le monde savait que *Overend & Gurney* avait de nombreux engagements identiques avec d'autres *contractors*. Les déposants voyant le titre de la maison d'escompte s'effondrer se précipitèrent à ses guichets pour récupérer leurs dépôts. *Overend & Gurney* fut victime d'un *run* et dut fermer ses portes dans l'après-midi du jeudi 10 mai. Ainsi fut annoncée, à 14h30, la faillite d'une des plus célèbres maisons d'escompte d'Europe [Andreades, 1924, p. 357]. On estimait à plus de 8 millions de livres la somme perdue par les

²⁵ On trouvera des indications sur la vie des entrepreneurs de l'époque en consultant le livre de Helps [1888] au sujet de la vie de Brassey, un des protagonistes de l'affaire.

déposants [Wolowski, 1867, p. 88]. A l'époque, il s'agissait de la plus grosse faillite que la City ait connue.

L'histoire de *Overend & Gurney* est édifiante. En juillet 1865, elle était devenue insolvable mais, pour éviter la liquidation, elle avait été transformée en société à responsabilité limitée. Les actions avaient été émises à 50 livres et peu avant la faillite, elles en valaient encore 60 livres. Pendant le *run*, elles tombèrent à 38 livres, soit une baisse de 37%. Mais, après que les liquidateurs eurent sollicité les actionnaires pour une recapitalisation, le titre ne fut même plus coté. Le plus étonnant est que l'ancienne compagnie avait déjà fait faillite à cause d'opérations risquées. Apparemment, cela n'a pas empêché les nouveaux dirigeants de reproduire les mêmes erreurs moins d'un an après.

Précisons que, dans la matinée du jeudi 10, *Overend & Gurney* demanda l'aide de la Banque d'Angleterre pour un montant de 400 000 livres. Cette dernière lui refusa cette somme au motif que ses garanties n'étaient pas suffisantes. Selon Bagehot [1873, p. 282], la Banque d'Angleterre voulait se venger de la célèbre maison d'escompte car cette dernière avait essayé de mettre la Banque d'Angleterre en crise de liquidité en 1858 en retirant brutalement tous ses dépôts, soit 3 millions de livres. A cette époque, la Banque avait décidé de limiter, à certaines périodes de l'année, l'aide aux escompteurs en cas de crise car elle avait dû leur fournir beaucoup de liquidité en 1857.

Il existait un décalage majeur entre la qualité supposée de cette maison d'escompte et son état réel : « L'effondrement de la maison Overend et Cie fut due à l'imprudence de ses opérations. Cette maison avait placé des sommes colossales, provenant de dépôts de particuliers, dans différentes entreprises peu sûres, parmi lesquelles se trouvaient de nombreuses compagnies de chemins de fer de l'Angleterre et de l'étranger [...]. Cette maison était en réalité déjà insolvable depuis quelques années, mais le crédit dont elle jouissait dans le monde entier lui avait permis de se maintenir » [Tougan-Baranovski, 1913, p. 131]. Le Tableau 7 présente le bilan d'*Overend & Gurney* au moment de sa constitution sous le régime de la responsabilité limitée en 1865 : quatre cinquièmes du montant total des prêts étaient déjà perdus. La maison d'escompte était donc insolvable un an avant sa chute. La nouvelle équipe de direction, arrivée en 1858, modifia les pratiques de l'entreprise, qui s'engagea alors dans des opérations douteuses. Cela s'aggrava encore après le vote de la loi de 1862 [Batchelor, 1986, p. 45].

Tableau 7 – Situation d’ *Overend & Gurney* en 1865 : montant des principaux prêts leur évaluation

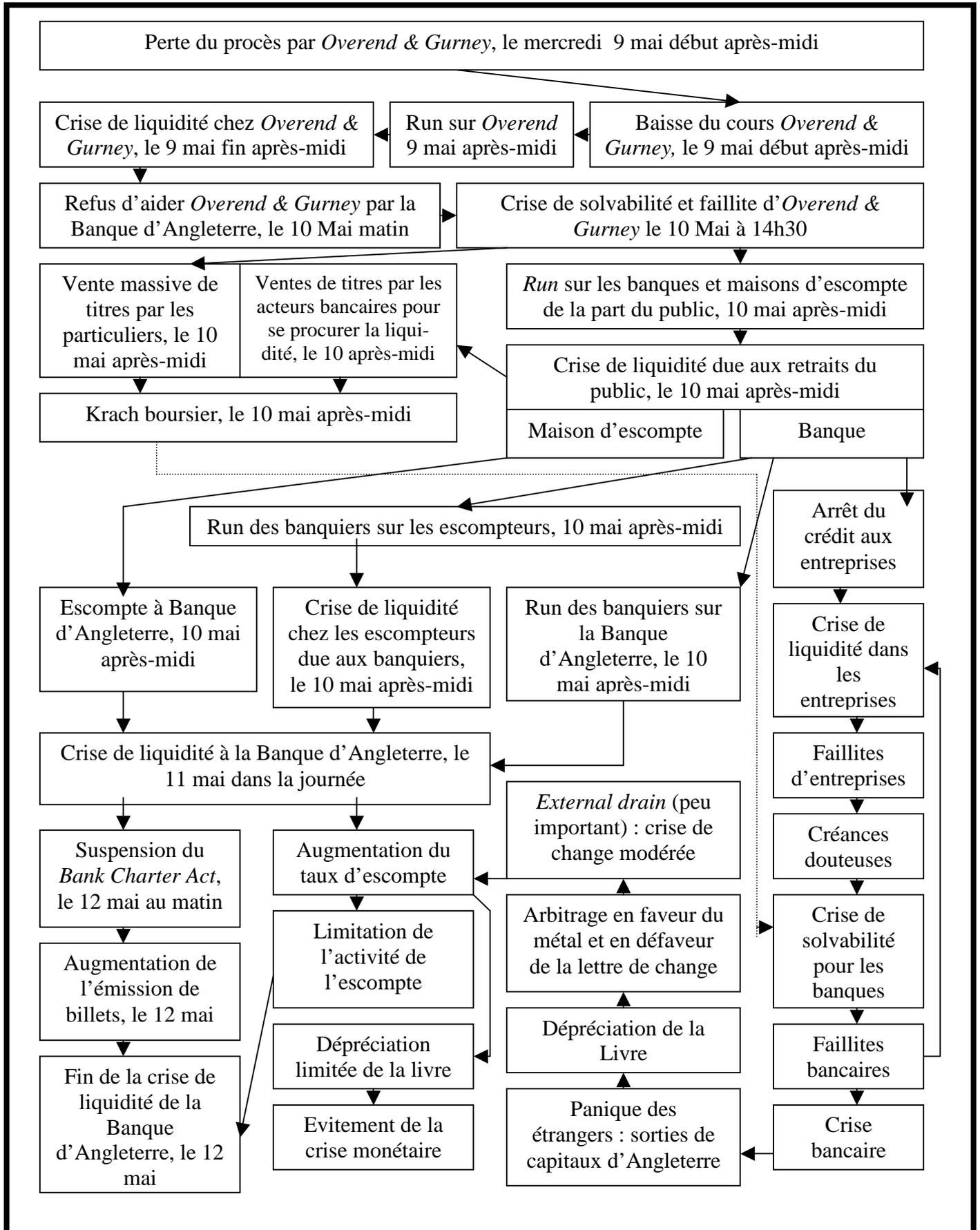
unité : livre

	Montant des prêts	Valeur estimée en 1865	Montant de la perte
The Atlantic Royal Mail Steam Packet Company	839 345	160 000	679 345
Millwall Ironwork Company and C.J. Mare	422 565	0	422 565
East Indian and London Shipping Company	397 653	25 000	372 653
Thomas Howard	331 765	0	331 765
Greek and Oriental Steam Navigation Company	144 144	7 000	137 144
Davis Leopold Lewis	341 560	182 000	159 560
Kelson Tritton and Co.	291 391	187 500	103 891
Chemins de fer développés par <i>Overend & Gurney</i>	243 070	54 000	189 070
Laurence & Fry	145 544	21 000	127 544
T. & G. Garraway	190 977	10 000	180 977
Charles Joyce and Co	78 729	62 000	16 729
Halliday, Fox and Co	34 628	3 000	31 628
Z.C. Pearson	35 693	0	35 693
Total	3 500 064	711 500	2 788 564

Source : Chubb [1872, p. 195].

Le fait que *Overend & Gurney* ait demandé de la liquidité le jeudi matin signifie que l’entreprise n’était peut être pas menacée de dépôt de bilan à très court terme. En effet, la somme perdue lors du procès était peu importante au regard des prêts déjà accordés par l’entreprise. Mais, à moyen terme, étant donné le niveau des créances douteuses, il ne fait pas de doute que la maison d’escompte était insolvable. Sans l’aide de la Banque d’Angleterre pour faire face aux retraits, *Overend & Gurney* pouvait théoriquement compter sur les titres dont elle disposait, mais cette opération était irréalisable du fait de leur médiocre qualité, une grande partie d’entre eux étant des actions de compagnies ferroviaires. Pour la célèbre maison d’escompte, crise de liquidité et crise de solvabilité étaient quasiment simultanées. La fin d’*Overend & Gurney* marqua le début de la généralisation de la crise de liquidité à toute l’Angleterre. La Figure 3 synthétise l’ensemble des étapes de la crise de liquidité vécue par les banques et les maisons d’escompte durant le mois de mai 1866. Elle montre également l’intervention de la Banque d’Angleterre.

Figure 3 - La crise de liquidité bancaire, à partir de mai 1866

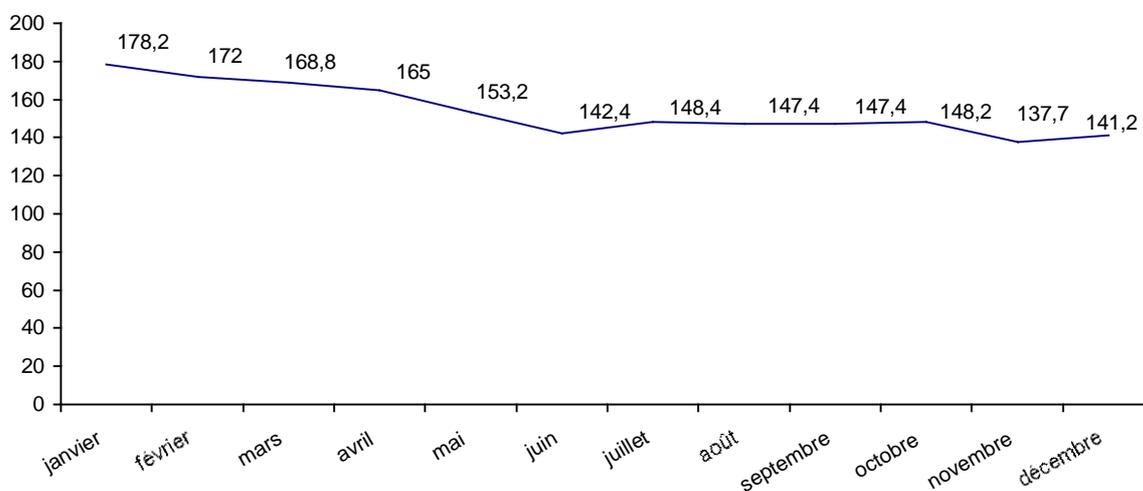


Etape I : un krach boursier de grande ampleur

A partir du jeudi 10 mai à 14h30, la Bourse de Londres connut une chute considérable. La faillite d'*Overend & Gurney* fut le signal de départ du krach boursier.

Le Graphique 18 montre l'évolution de l'indice de la Bourse de Londres pour l'année 1866. Les quatre premiers mois enregistrent une série de baisses successives comprises entre 1,9% et 3,5%. En mai, les pertes s'accroissent nettement avec un recul de 7,2% qui se poursuit en juin avec encore une diminution de 7%.

Graphique 18 - Evolution de l'indice de la Bourse de Londres pendant l'année 1866



Source : données d'après Gayer, Rostow et Schwartz [1953, vol. 1, p. 456]. Base 100 en 1841.

Il était clair pour tout le monde que les marchés boursiers étaient encombrés de mauvaises valeurs, comme en témoigne Hankey [1867, p. 23] : « La cause immédiate des demandes inattendues du 11 mai 1866 fut évidemment la faillite de la nouvelle Société Overend Gurney et Cie ; mais on peut leur assigner, comme cause plus ancienne, l'abondance de valeurs non réalisables qui depuis longtemps encombraient le marché ». Ce commentaire prouve que, au sujet de nombreuses sociétés financières ou ferroviaires cotées à la Bourse de Londres, beaucoup étaient conscients de la mauvaise situation.

A Londres, la dépréciation boursière fut violente et soudaine : la plus forte depuis plus de vingt ans [The Economist, 12 mai 1866]. L'origine du krach est la faillite d'*Overend & Gurney* lors de la journée du jeudi 10 mai. Mais, dès le 9, les cours avaient commencé à baisser de manière considérable. Dans la semaine du 5 au 12 mai, la chute a été encore bien

plus forte que durant la semaine précédente. Les actions des banques anciennes ont souffert, moins toutefois que celles des nouvelles institutions. La baisse des actions fut alors d'une violence sans précédent (« unprecedented violence », *The Economist*, 12 mai 1866) et a dépassé tout ce qui avait déjà été vu, bien que les marchés aient déjà baissé depuis des semaines. Certains agents de change ont même refusé de faire les opérations.

Ce krach boursier a deux causes : les particuliers qui voulaient se débarrasser de leurs titres à risque, ceux de chemins de fer et des sociétés financières (les banques et les maisons d'escompte dans une moindre mesure), les établissements de crédit engagés dans une course à la liquidité du fait du *run* qu'ils subissaient (voir l'étape II). En fait, il apparaît que ce sont les particuliers qui ont initié la dépréciation et que les acteurs bancaires l'ont aggravée en recherchant de la liquidité.

Étape II : un run sur les banques, maisons d'escompte et sociétés financières provoquant une crise de liquidité généralisée au système bancaire et financier

Dès l'annonce de la faillite d'*Overend & Gurney*, le 10 mai à 14h30, les banques et les maisons d'escompte furent prises d'assaut par les clients soucieux de récupérer leurs dépôts. Elles subirent un *run* « colossal » [Wolowski, 1867, p. 89] et connurent, pour la plupart, une crise de liquidité. L'ensemble des banques du pays fut victime d'un *run* sur les dépôts mais jamais les banques d'émission ne virent des demandes de conversion de billets : il ne s'agissait pas d'une crise monétaire mais d'une crise de liquidité bancaire [Patterson, 1870, p. 223]. Certaines tentèrent de limiter les sommes récupérables par les clients mais toutes éprouvèrent des difficultés très importantes. Pour faire face à cette situation, elles devaient trouver impérativement de la liquidité. Ce *run* marqua la fin des sociétés financières qui n'avaient pas encore déposé leur bilan : « la splendeur éphémère des sociétés à responsabilité limitée n'en rendait que plus sensible la décadence et la chute » [Wolowski, 1867, p. 90].

Les acteurs bancaires pouvaient se procurer de la liquidité en vendant les titres détenus comme collatéraux. Cette opération se traduisait par des pertes considérables au vu de l'état de la Bourse. En fait, la gravité de la situation de chaque établissement de crédit dépendait de la nature des collatéraux dont il disposait. Il est évident que les sociétés financières étaient sur ce point les plus mal loties du fait de la nature de leurs actifs (des titres de compagnies de chemins de fer sans beaucoup de valeur). De ce fait, pour certains, la crise de liquidité se transforma en crise de solvabilité. Cette course à la liquidité aggrava encore la chute de la Bourse (renforcement de l'étape I).

Etape III : des faillites en chaîne parmi les entreprises de commerce et les entreprises industrielles à la suite de la restriction du crédit

Le secteur bancaire a contracté le crédit aux entreprises du fait du *run* dont il était la victime. En effet, Clare [1894, p. 102] déclarait au sujet des banquiers : « Les banquiers sont par nature toujours enclins à la défiance ; mais ils deviennent alors extraordinairement soupçonneux, et regardent de travers quiconque vient leur demander de l'argent, même dans un but sainement commercial. Tant qu'ils sont dans l'incertitude sur ce qui va arriver, ils tiennent avant tout à ménager leurs ressources : en conséquence, ils diminuent ou même arrêtent complètement leurs avances et escomptes, et laissent leurs clients s'en tirer comme ils le peuvent. »

L'Angleterre a été le témoin d'un assèchement complet du crédit. De nombreuses entreprises ont fait face à un manque de liquidité, faute de renouvellement de leur crédit, et ont fait faillite²⁶. Dans la semaine qui suivit la faillite d'*Overend & Gurney* (du 14 au 20 mai), il y en eut un nombre important. Liverpool, célèbre place de commerce, connut la cessation d'activité de plusieurs gros établissements comme celle de la maison *MacCulloch* qui laissa un passif de 800 000 livres. A Londres, les négociants indiens de *Gresham House* cessèrent leur activité, avec des engagements à hauteur de 400 000 livres.

Etape IV : une pression des banquiers sur les escompteurs : la crise de liquidité aggravée chez les escompteurs

Les banques, pour faire face au *run*, firent pression sur les escompteurs en leur réclamant leurs dépôts. Comme les escompteurs devaient minimiser leur réserve du fait de la rémunération des dépôts, la forte demande des banquiers les mit en danger. Ils se retrouvèrent dans l'obligation de trouver de la liquidité eux-mêmes : c'est ce qu'ils firent en escomptant à la Banque d'Angleterre.

Pour la crise de 1866, Clare [1894, p. 102] déclara au sujet des banquiers : « Et en même temps, ils font rentrer les fonds déposés par eux dans les maisons de commission, et comme celles-ci ne peuvent les satisfaire qu'en empruntant elles-mêmes, l'assaut de la Banque d'Angleterre commence. »

²⁶ Soulignons que MM Peto et Betts, ceux-là mêmes par qui la crise arriva, déposèrent le bilan le vendredi 11 mai en début d'après-midi, faute de liquidité.

Etape V : une forte pression des banquiers et des escompteurs (mais pas du public) sur la réserve de billets de la Banque d'Angleterre

Quelques jours avant la faillite d'*Overend & Gurney*, la Banque d'Angleterre avait une réserve de billets d'un montant de 5,8 millions de livres. Le jeudi 10, à partir de 14h30, en seulement trois ou quatre heures, elle subit un assaut considérable. La ruée fut si importante qu'elle dut fermer ses portes quelque temps pour restaurer sa réserve. Au début de la journée du 10 mai, il restait dans la réserve en billets du département de banque environ 5 527 000 livres (en comptant les succursales) et à la fin de la journée, seulement 3 millions de livres (et sans doute moins d'un million à Londres) [Anonyme, 1866, p. 235]. Par contre, lors de cette fameuse journée, la réserve métallique ne bougea pratiquement pas. Les demandeurs de billets de la Banque d'Angleterre ne les ont pas convertis en or.

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre fit parvenir une lettre au chancelier de l'Echiquier, le soir du 11 mai, dans laquelle il précisa la situation de la Banque d'Angleterre sur le marché monétaire : les avances consenties aux autres banquiers et escompteurs se montaient à 4 millions de livres sur dépôts de fonds publics et sous forme d'escompte [Wolowski, 1867, p. 91]. Il précisa que jamais une telle somme n'avait été prêtée en une seule journée.

Le Gouvernement a répondu dans la nuit du 11 au 12 mai au gouverneur de la Banque d'Angleterre : il considérait que les dirigeants de la Banque avaient agi de la meilleure manière possible. En comparant la situation de 1866 à celles de 1847 et 1857, ils conclurent à sa nature purement financière, à l'inverse des crises précédentes dont la cause était commerciale, c'est-à-dire liée à un déséquilibre de la balance commerciale. Ils se montraient préoccupés par l'état du système bancaire et la question commerciale fut d'emblée écartée. En cas de besoin, la Banque fut autorisée à émettre des billets non couverts par des réserves d'or et, si cela s'avérait nécessaire, une loi pouvait être votée par le Parlement dans les plus brefs délais. Le seul point sur lequel la Banque se voyait imposer une obligation était le niveau du taux d'escompte, qui devait être porté à au moins 10%, le Gouvernement se réservant même la possibilité d'augmenter une nouvelle fois ce taux si la situation le nécessitait.

En conséquence, la décision de suspendre le *Bank Charter Act* fut prise dans la nuit, et rendue effective avant la reprise de l'activité, le samedi 12. La Banque d'Angleterre fut autorisée à émettre un supplément de 4 millions de livres en billets non couverts. Dès le lundi 14 mai la pression sur la réserve se fit moins forte. En fin de compte, ses dirigeants firent de

nombreuses avances²⁷. Plus de quatre millions de livres se sont retrouvées en circulation en moins d'une semaine, soit une augmentation de 17% [Anonyme, 1866, p. 239].

Comme le rappelait Hankey [1867, p. 27], il existait trois moyens de trouver des billets de la Banque d'Angleterre : « en retirant les dépôts confiés à la Banque ; en vendant des valeurs, et en les échangeant contre des billets de Banque ; en escomptant à la Banque des lettres de change, ou en obtenant d'elle des prêts sur telle ou telle garantie qu'elle voudrait bien accepter. [...] Le premier de ces trois moyens ne répondait nullement aux besoins du moment : ceux qui avaient alors des dépôts à la Banque en auraient plutôt augmenté que diminué le montant, personne ou peu s'en faut ne concevant d'inquiétude au sujet de fonds confiés à la Banque d'Angleterre. Le deuxième moyen, qui consistait à réaliser des valeurs placées, était, sinon impraticable, du moins extrêmement difficile à employer dans un moment pareil, où la vente n'aurait pu s'effectuer qu'au prix d'une perte considérable. Enfin, le parti de présenter du papier à l'escompte était le plus naturel, et le plus généralement adopté, au moins par ceux qui étaient possesseurs de lettres de change. »

La Banque d'Angleterre fut la victime des banques de province et des maisons d'escompte plus que des particuliers. Les premières, désirant se procurer de la liquidité pour faire face aux retraits de leurs clients, vidèrent leurs comptes. Le caractère exceptionnel de la crise de 1866 a été souligné par Clare [1894, p. 102] : « Les retraits limités à la place de Londres constituent déjà une épreuve sévère pour la Réserve ; mais le danger devient terrible si, comme en 1866, les banques provinciales, prises de peur à leur tour, et redoutant un assaut de leurs déposants, télégraphient à Londres pour avoir des billets. » Par contre, les banquiers de Londres ont augmenté leurs dépôts à la Banque d'Angleterre. C'est d'ailleurs une des seules causes de l'augmentation de la masse des dépôts à la Banque d'Angleterre [Bagehot, 1873, p. 290].

Les maisons d'escompte allèrent à la Banque d'Angleterre dans le but d'obtenir des billets pour rembourser les banques et faire face aux retraits des particuliers. Comme leur réserve était toujours faible, elles devaient faire appel habituellement aux banques pour les soutenir. Mais au moment où les escompteurs avaient besoin des banquiers pour faire des

²⁷ Selon Bagehot [1873, p. 188], les avances ne pouvaient être faites qu'à deux conditions : un taux d'escompte élevé, afin de dissuader toute demande illégitime, et une garantie suffisante. Cette stratégie avait pour but de fournir de la liquidité à un prix élevé pour diminuer le risque de crise de liquidité. Selon Macleod [1866, vol. 2, p. 158], le premier jour de la panique, les avances s'élevèrent à 929 000 livres, le jour suivant à 747 000 livres. Sur les cinq premiers jours, elles se montèrent à 2 874 000 livres. Sur le même laps de temps, les avances sur lettres de change atteignirent 9 350 000 livres. Le total était donc de 12 225 000 livres en cinq jours.

emprunts leur permettant de survivre, les banquiers, qui avaient déposé des sommes importantes chez eux, procédaient à des retraits importants, renforçant la pression.

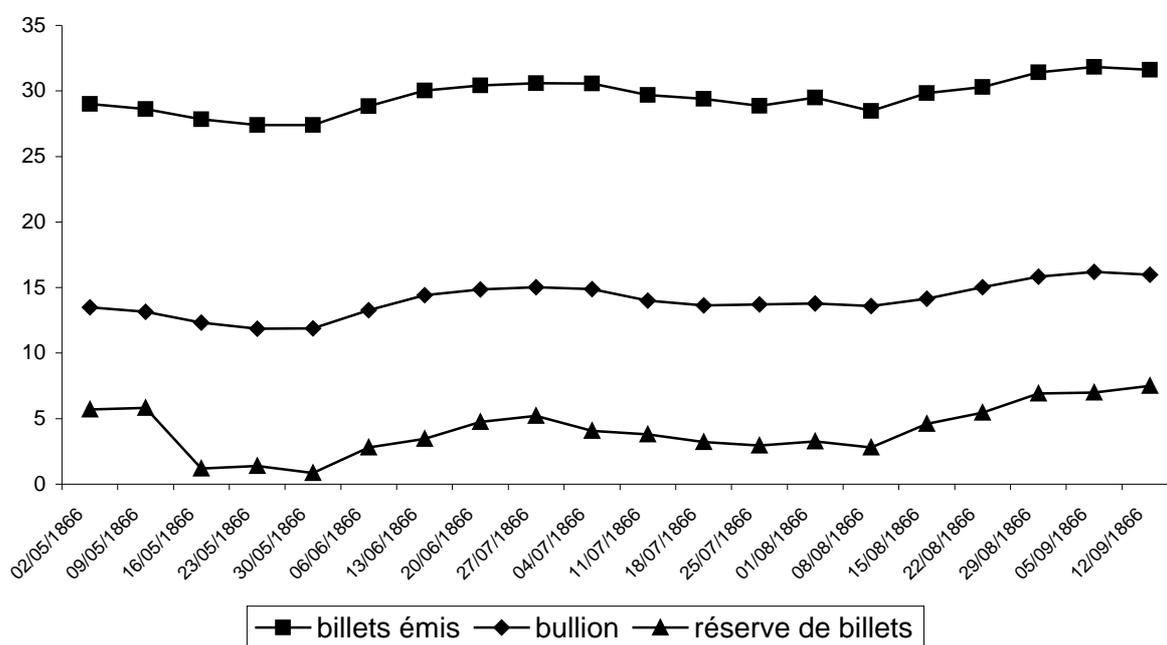
L'analyse des comptes de la Banque d'Angleterre montre que les dépôts privés ont crû à une vitesse importante après le déclenchement de la crise. La confiance que les Anglais avaient dans la Banque d'Angleterre les a poussés à retirer les dépôts des institutions financières douteuses pour aller les placer sur les comptes de la Banque. Et Clare précisa : « Sur les 10 millions de sterling avancés par la Banque en 1866, la moitié fut emportée en numéraire : le surplus alla grossir les comptes courants, sans attendre l'encaisse » [Clare, 1894, p. 103].

Pendant la crise de 1866, la Banque d'Angleterre a fait des avances sur titres, notamment sur les consolidés et les titres du gouvernement indien. Les titres de chemins de fer, en nombre très important et permettant d'obtenir en théorie des avances, étaient acceptés avec plus de réticence par la Banque. En temps ordinaire, tous les établissements bancaires faisaient des avances mais la Banque d'Angleterre se retrouvait quasiment seule en temps de crise [Bagehot, 1873, p. 164]. Elle n'avait pas vraiment le choix : « Puisque la diminution de l'encaisse a pour cause, non les retraits des déposants, mais les avances nouvelles consenties par la Banque, on pourrait croire que si la Banque refusait de prêter, elle maintiendrait son encaisse et éviterait la panique. Ce serait une erreur : la Banque n'a pas le choix : elle est forcée de prêter. Si elle refusait, les maisons de commission et de courtage, qui forment le gros des emprunteurs, ne pourraient pas rembourser les banquiers : ceux-ci, menacés par les retraits de leurs déposants, seraient forcés de retirer leur compte courant, et cette mesure aurait pour effet de faire sombrer la Banque d'Angleterre » [Clare, 1894, p. 104]. En somme, soit elle prêtait, soit elle était responsable d'une crise systémique. Elle a donc joué le rôle de prêteur en dernier ressort²⁸ (Graphique 19).

²⁸ Hankey [1867, p. 21] réfute catégoriquement le rôle qui était attribué à la Banque d'Angleterre. A ce sujet il écrivit avec force : « Le journal l'*Economiste* (numéro du 22 septembre 1866) a émis la doctrine la plus pernicieuse, à mon sens, qui ait jamais été professée dans la finance ou dans une banque de ce pays. Selon lui, c'est un devoir pour la Banque d'Angleterre de tenir constamment des fonds à disposition des banquiers dont les capitaux sont engagés. Tant qu'une pareille opinion n'aura pas été répudiée dans l'intérêt même des affaires, il sera bien difficile de maintenir, à Londres, les saines traditions de la Banque ; je ne crois pas toutefois que les banquiers de Londres se croient généralement en droit d'attendre de la Banque des secours pour les moments difficiles. Ce que je regarde comme le devoir indiscutable de la Banque d'Angleterre, c'est de consacrer ses dépôts (réserve faite d'environ un tiers comme fonds disponibles) à des placements aussi sûrs et avantageux que possible, et, en cas de crise monétaire subitement produite par une cause quelconque, de s'employer à la conjurer dans la mesure de ses ressources. Je sais qu'on a bien longtemps soutenu qu'elle devait être en mesure de faire davantage, mais je m'étonne de voir une pareille opinion trouver un avocat dans l'*Economiste*. »

Graphique 19 - Evolution de certains postes du bilan de la Banque d'Angleterre

Unité : million de livres



Source : *The Economist et Bankers' magazine* (1866).

Etape VI Une crise de solvabilité limitée à quelques établissements bancaires mais généralisée à l'ensemble des sociétés financières

Overend & Gurney avait emprunté des sommes considérables auprès des certaines banques. Lorsque des compagnies de chemins de fer et les *contractors* ont fait faillite et n'ont pu rembourser leur dû, la maison d'escompte a évidemment connu le même sort. Mais les banques qui avaient consenti des prêts à *Overend & Gurney* ont elles aussi été entraînées dans la tourmente [Bagehot, 1873, p. 268]. Cependant, ce mode de transmission resta marginal : les banquiers prudents ne prêtaient pas à une maison d'escompte de ce type.

La crise de solvabilité a touché en premier lieu les sociétés financières du fait de leur exposition extrême aux titres de chemins de fer, devenus irréalisables pour la plus grande partie. En outre, ces établissements avaient un bilan complètement déséquilibré avec des prêts pour une durée très longue et des dépôts exigibles à court terme. Ils ne pouvaient pas faire face à un *run*. Celles qui n'avaient pas fait faillite dans les premiers mois de 1866 furent décimées à partir du mois de mai : seules cinq ont survécu à la crise.

Les banques furent peu atteintes : moins exposées que les sociétés financières, elles disposaient en plus d'une réserve. Certaines maisons d'escompte furent aussi touchées,

notamment les plus exposées à l'industrie ferroviaire. En effet, les défauts de paiement des clients disparus se transformèrent en créances douteuses. La crise de solvabilité menaça quelques banques mais le nombre de dépôts de bilan dans le secteur bancaire resta assez limité (Tableau 8). Certains établissements connurent des pertes considérables sans pour autant faire faillite. L'année 1866 fut mauvaise pour la plupart des banques [MacLeod, 1866, vol. 2, p. 159]. Cependant une banque tira son épingle du jeu, enregistrant des bénéfiques records : la Banque d'Angleterre. Le dividende payé pour l'année 1866 fut de 11,75%, le plus élevé depuis 1806, la moyenne étant de 9,625% [Clare, 1894, p. 103]. Ce surcroît de profits provient du niveau exceptionnel de l'activité d'escompte générée par les trois mois de crise.

Tableau 8 - Les principales faillites bancaires de la crise de 1866

	Passif
Overend, Gurney & Co	11 000 000
New Zealand Bank	1 904 619
Hallet, Ommanney & Co	238 000
European Bank	2 112 838
Bank of London	4 335 877
Consolidated Bank	3 817 999
Agra and Masterman's	15 582 002

Source : MacLeod [1866, vol. 2, p. 159].

Etape VII : une crise de change de faible importance

La réserve de métal n'a pas été touchée, ou très peu. Elle passa de 13,16 millions de livres le 9 Mai à 11,86 le 23 (point le plus bas, soit une baisse de 10% en deux semaines) pour remonter à plus de 15 millions de livres à la fin de juin. La réserve de billets passa de 5,81 millions de livres le 9 mai à 1,2 le 16, puis à 0,85 le 30 (diminution de 85%) : cette baisse fut sans commune mesure avec celle du bullion. Il est clair qu'il n'y eut pas de défiance concernant le billet de la Banque d'Angleterre car les demandes de conversion furent relativement modestes en comparaison de ce qui avait déjà été vu. Les détenteurs de billets de la Banque d'Angleterre ne craignaient pas une faillite de l'institution. On peut en conclure qu'il n'y eut pas d'*internal drain*. La baisse relativement modérée du stock de métal permet d'affirmer qu'aucune crise monétaire interne s'ajouta à la crise financière. La baisse du bullion provenait d'une cause externe : la dépréciation de la livre conduisit les commerçants à préférer le paiement en or à celui en lettres de change, devenu trop coûteux à cause du rapatriement des capitaux étrangers, vers la France notamment. On constata donc un *external drain*, mais relativement modéré. La raison n'en était pas un déséquilibre commercial.

3 L'analyse des arbitrages avec la France lors de la crise de 1866 montre un défaut d'intégration et une défiance de la part des Français

La crise de 1866 a eu la particularité de durer trois mois. L'action de la Banque d'Angleterre lors de la crise avec son instrument habituel, le taux d'escompte, n'a pas produit les effets attendus, les arbitragistes étrangers ne se portant pas sur les placements anglais. Nous appliquerons la théorie des arbitrages aux conditions monétaires de 1866 pour montrer que les arbitrages ont divergé de ce qui était observable en période d'absence de crise. Pour cette analyse, comme pour la crise de 1857 précédemment étudiée, nous considérons les deux arbitrages de placement (qui, dans le cas présent, devraient voir des capitaux se diriger vers l'Angleterre à cause du différentiel d'escompte important) et l'arbitrage consistant à chercher de la liquidité (qui devrait être mis en œuvre par les Anglais, désireux de trouver des capitaux moins coûteux à Paris).

L'utilisation du taux d'escompte par la Banque d'Angleterre

Le début des années 1860 marqua une rupture dans la manière d'utiliser le taux d'escompte par la Banque d'Angleterre [Goschen, 1861 ; Bagehot, 1873 ; Palgrave, 1880]. Chaque année, à partir de 1860 (sauf 1862) et jusqu'à 1866, compta plus de 11 changements par an, avec un maximum de 15 en 1865. La finalité devenait la reconstitution de la réserve métallique par une action sur le taux de change grâce aux variations du taux d'escompte. En augmentant son taux d'escompte, la Banque d'Angleterre rendait les placements anglais plus attractifs pour les investisseurs étrangers. Pour placer des fonds en Angleterre, il fallait posséder de la monnaie anglaise. L'augmentation de la demande de livres sur les marchés des changes provoquait une appréciation de la monnaie insulaire vis-à-vis des autres. Les arbitrages entre les lettres de change et le métal devenaient alors favorables au métal, provoquant son afflux dans les caisses du département d'émission de la Banque d'Angleterre, ce qui lui permettait d'émettre des billets.

Au moment de la crise de 1866, la stratégie de la Banque d'Angleterre consistait à adapter le taux d'escompte aux conditions du marché des changes de manière à conserver un niveau de métal suffisant dans la caisse du département d'émission.

Lors de la période précédant la crise de mai 1866 les arbitrages ont très bien fonctionné

La hausse du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, le 29 décembre, eut comme conséquence de faire remonter PLc, dès le début de janvier, à 25,13 frs, partant de 25,10 frs²⁹.

Le 5 janvier 1866, la Banque d'Angleterre et la Banque de France augmentèrent chacune leur taux d'un point, laissant un différentiel de 3 points. On constata alors une hausse de PLc, puis une stabilisation jusqu'au début du mois suivant. PLl continua de diminuer, faisant penser à une poursuite des opérations françaises d'arbitrage.

Le 16 février, la Banque de France décida de baisser son taux d'escompte d'un demi point, le faisant passer de 5% à 4,5%. Le différentiel avec l'Angleterre se creusa à 3,5 points. La livre courte (PLc) avait déjà commencé à augmenter dès le 13 février et se trouva confortée dans cette dynamique. PLl suivit à la hausse, traduisant un déclenchement dans l'arbitrage II, dont le critère (IL-EP) devint plus favorable, ce mouvement ayant commencé aussi le 13 février.

Le 23 février, l'Angleterre baissa son taux d'escompte à 7%, tandis que la France réduisait le sien à 4%, faisant de nouveau passer le différentiel à 3 points. A partir de cette date, PLl remonta nettement, montrant l'intérêt des Français pour les investissements en Angleterre. En analysant sur une plus longue période, on remarque qu'à partir du 13 février, il y eut un véritable emballement pour la demande de livres courtes et longues.

Par exemple, lors du mois et demi allant de janvier à mi-février, durant lequel le différentiel était de 3 points, la demande de livres (courtes et longues) fut « normale », c'est-à-dire comme au début de l'année 1865 avec un différentiel d'un point. Les arbitrages suscités provoquaient alors des mouvements de capitaux vers l'Angleterre. A partir de la mi-février et jusqu'au début du mois d'avril 1866, cette demande devint de plus en plus soutenue (on le voit par un taux de change court et long en hausse), alors que le différentiel d'escompte restait du même ordre. On peut supposer que les arbitragistes mirent un certain temps avant de s'engager dans les opérations de type II.

Alors que la Banque d'Angleterre abaissait son taux d'escompte le 16 mars à 6% (la Banque de France maintint le sien à 4% puis le baissa à 3,5% une semaine après), le change long (PLl) à Paris devint plus coûteux, à 24,91 frs (point culminant depuis fort longtemps).

²⁹ Pour la définition des notions utilisées, c.f. supra p.50.

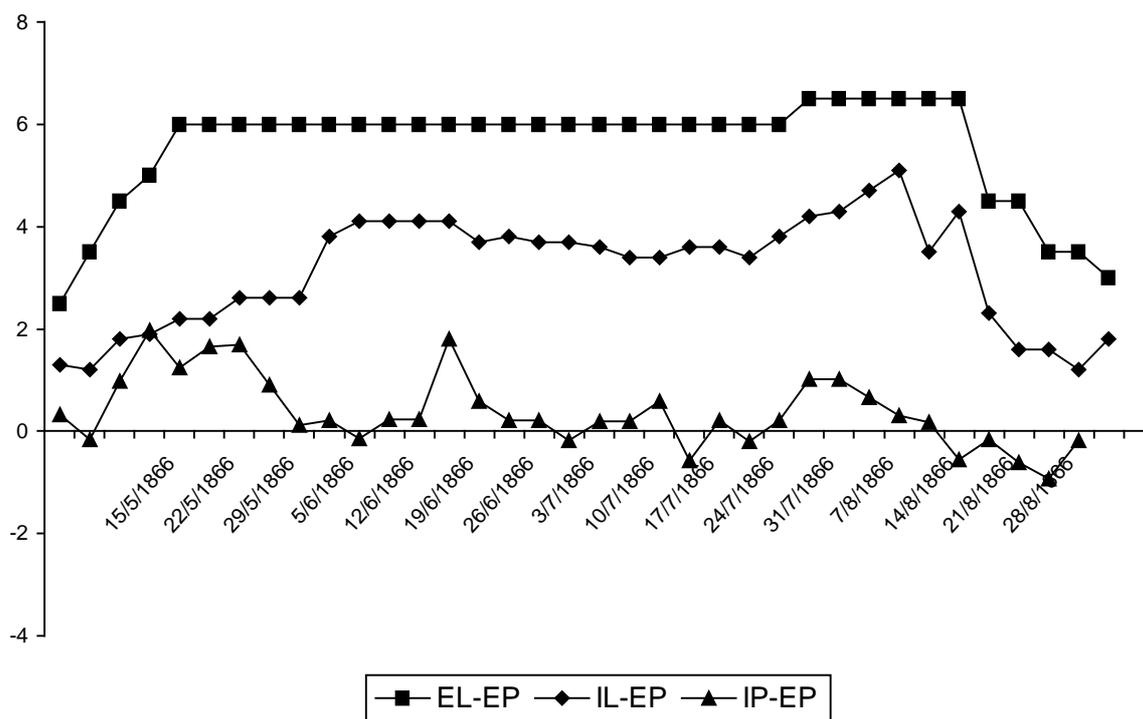
Cette demande excédentaire laissait supposer que les stratégies II étaient maintenant à l'œuvre depuis environ la mi-février en France. Ce *statu quo* monétaire dura plus d'un mois.

Les arbitrages pendant la période de la crise : une défaillance du marché

Le Graphique 20 montre les deux critères d'arbitrage de placement entrant en jeu lors de la crise, sur la période mai-août 1866. Deux éléments peuvent être mis en évidence : d'une part, pendant près de trois mois, le différentiel d'escompte entre les deux pays atteint les six points, et, d'autre part, le différentiel entre le marché monétaire parisien et le marché du change long sur la même place (IL-EP) resta positif et même très élevé pendant toute cette période. Sur ce graphique, est aussi représenté le troisième critère d'arbitrage, qui devrait voir les Anglais chercher de la liquidité à Paris.

Graphique 20 - Les trois critères d'arbitrage entre Londres et Paris lors de la crise de 1866

Unité : pourcent



Source : Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard [2001, p. 153].

Le 4 mai 1866, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre fut élevé de 1 point, passant à 7% et creusant un différentiel de 3,5 points avec la France. Le 8 mai, il monta à 8%, et le 11 mai, il atteignit le niveau de 9% tandis que la Banque de France monta son taux de 0,5 point, à 4%. Le différentiel d'escompte prit une valeur considérable de 5 points. Quatre jours plus tard, une nouvelle hausse porta le taux de la Banque d'Angleterre à 10%. Au terme de cette série de hausses, le différentiel d'escompte fut porté à 6 points, voire même à 6,5 lorsque la Banque de France baissa son taux à 3,5%, le 27 juillet.

En ce qui concerne l'arbitrage de type III, celui conduisant les Anglais à chercher de la liquidité moins coûteuse à Paris, Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard [2001, p. 145] précisent qu'après les dix jours d'une escalade pendant lesquels ils préféraient se positionner sur le change court, les cambistes londoniens ont basculé sur le change long, une fois stabilisés les taux d'escompte de Paris et Londres. On retrouve ce résultat dans la baisse de IP qui voit se réduire le différentiel IP-EP qui devient moins négatif, voire même positif, à certaines occasions.

Si l'on se place du côté français, selon la théorie des arbitrages, des stratégies de type I de Paris vers Londres (placement venant de France en lettres anglaises) auraient dû être observées dans les semaines suivant ces hausses. Aucun effet ne se produisit : les étrangers ne placèrent pas leurs capitaux en Angleterre.

Après le 15 mai, alors que les taux d'escompte étaient fixes des deux côtés de la Manche, le différentiel II (IL-EP) ne diminua pas et se mit même à légèrement augmenter. La persistance d'un tel différentiel traduisait une demande atone de lettres longues anglaises (à 3 mois) de la part de Paris, reflétant l'attentisme des cambistes. Autrement dit, les opportunités de gain ne furent pas exploitées.

L'analyse du mouvement de la livre longue à Paris (PLI) laisse apparaître une nette dépréciation : elle passe de 24,81 francs le 4 mai à 24,62 le 15 pour ne remonter que le 10 août (24,77). Cette dépréciation traduisait le peu d'empressement des Français pour mettre en œuvre les opérations de type II, IL se maintenant à des niveaux quasi-inédits. Enfin, la livre courte (PLc) connut une brève période d'appréciation (du 11 au 18 mai) et retomba à un niveau bas pour ne remonter que le 10 août. Elle fut cependant moins affectée que la livre longue, ce qui explique le niveau élevé de IL. Cette stagnation de la livre courte n'a pas permis de faire entrer de l'or en Angleterre, le point d'entrée du métal n'étant jamais atteint. Ainsi, la Banque d'Angleterre ne réussit pas réellement à reconstituer l'encaisse métallique.

Hankey [1867, p. 29] conclut finalement que « le résultat de ce taux élevé fut d'attirer dans le pays les capitaux étrangers. Cet effet ne se produisit pas, il est vrai, aussi rapidement que dans d'autres circonstances analogues, probablement parce que le mal, cause première de la crise, avait été plus profond que jamais ». Au total, lors de la période de la crise, de mai à juillet 1866, malgré des conditions très favorables aux arbitragistes étrangers, les opérations d'arbitrage (I ou II) ont été réduites au minimum, voire n'ont pas eu lieu du tout.

Les arbitrages à partir du mois d'août 1866 : un retour à la normale

La baisse du taux d'escompte anglais se poursuivit alors à une vitesse très soutenue, un peu à l'image de l'ascension du début de mai. EL passa à 7% le 24 août, à 6% le 31 (baisse simultanée à 3% en France). A la fin d'août, le différentiel franco-anglais tomba à 3 points, puis à 2 à partir du 7 septembre. La livre courte (PLc) remonta à 25,27 frs le 24 août, tandis que la livre longue (PLl) atteignit la valeur de 24,96 frs. Les critères I et II étaient toujours en faveur des Français : ils se portèrent massivement sur les lettres courtes et longues anglaises.

La baisse du taux anglais se poursuivit et le 7 septembre, il passa à 5%, réduisant le différentiel franco-anglais à 2 points. Pendant tout le mois, la demande de livres courtes (PLc) resta soutenue, tout comme celle de livres longues (PLl), traduisant la mise en œuvre des arbitrages I et II par les Français. La nouvelle diminution du 28 septembre, à 4,5%, conduisit immédiatement le change long sur l'Angleterre (PLl) à monter à 24,97 frs, reflétant l'intérêt des investisseurs français sur les lettres longues anglaises. Fin septembre, le critère II était tout juste profitable, mais l'investissement sur l'Angleterre restait encore rentable.

Le 9 novembre, la Banque d'Angleterre porta son taux d'escompte à 4%. Le différentiel (EL-EP) avec la France n'était plus que d'un point. A ce niveau, on ne constata plus vraiment de modifications de comportement de la part des cambistes. L'analyse du critère II (IL-EP) montre que cet arbitrage n'était quasiment plus rentable pour les Français. Le faible différentiel d'escompte (EL-EP) décourageait les opérations de type I.

Enfin, le 21 décembre, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre passa à 3,5%, le différentiel étant maintenant de 0,5 point. Le critère II (IL-EP) montre qu'il n'était pas rentable pour les Français d'investir en lettres longues, et que pour les Anglais, l'investissement sur le franc long n'était pas encore profitable. Le 8 février 1867, la Banque d'Angleterre abaissa son taux à 3%, rejoignant celui de la Banque de France. A ce niveau de taux, aucune opération d'arbitrage n'était profitable et donc n'avait lieu.

4 Un risque systémique en Angleterre décourage les étrangers d'investir

Pendant près de trois mois, les investisseurs du continent n'ont pas apporté leurs capitaux en Angleterre. Les différentes possibilités d'arbitrage n'ont pas été mises en œuvre. Cette situation s'explique par une forte crainte des investisseurs étrangers, leur confiance dans le système bancaire britannique étant très atteinte. Ainsi, on voyait l'Angleterre touchée par une crise systémique. Du point de vue de l'investisseur étranger, on distingue trois risques conduisant à ne pas placer ses capitaux en Angleterre.

Le risque de marché

- Le risque de cours

Le marché des actions à Londres ne cessant de baisser depuis octobre 1865, les investisseurs étrangers étaient peu enclins à investir leurs capitaux en Angleterre : à leurs yeux, le risque de baisse du marché boursier était trop important. La situation des entreprises anglaises, banques, maisons d'escompte, sociétés financières ou sociétés de chemin de fer, n'inspirait pas confiance et les bénéfices anticipés ne justifiaient sans doute pas l'achat de titres sur le marché londonien.

Du côté français, on interprétait la crise comme une conséquence de la chute de la Bourse de Londres : « Elle a été motivée en effet par la dépréciation rapide et profonde des valeurs mobilières sur lesquelles des avances avaient été faites par ces établissements » [*Moniteur des tirages financiers*, 25 mai 1866]. Après des mois de baisse de la Bourse et une crise bancaire et financière de première importance, aucun investisseur ne pouvait raisonnablement imaginer une amélioration rapide de la situation. La crise surprit les Français par son ampleur : on parla d'une « intensité sans égale » et d'une « gravité désastreuse ». Il est évident qu'avec une telle perception, les investisseurs se trouvaient dissuadés de placer leur capitaux sur le marché boursier londonien.

Pour Patterson, la conjugaison de la hausse du taux d'escompte et de la panique a provoqué une défiance des étrangers : « [...] when, as in 1866, the elevation of the bank-rate is accompanied by a Panic, it tends directly to destroy credit : it frightens foreigners from investing in our securities » [Patterson, 1871, p. 343].

- Le risque de taux

Les anticipations concernant le taux d'escompte influent sur les arbitrages I et II. On pouvait raisonnablement penser qu'à propos de l'évolution des taux d'escompte, l'incertitude semblait moins forte que celle concernant le taux de change, sachant que le taux d'escompte était administré alors que le taux de change résultait de la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché des changes.

Le comportement de la Banque de France en période de crise devint plus incertain : les 10% atteints en 1857 hantaient encore les esprits. Avant cet épisode, les agents pouvaient faire des anticipations car la Banque de France était considérée comme relativement prévisible quant au maniement de son taux. Ce dernier étant anormalement bas en 1866, les arbitragistes ne purent faire d'anticipations. Les agents furent alors incités à la prudence ou du moins à l'attentisme.

L'arbitrage I a pu être influencé de la façon suivante : les agents, se souvenant des crises précédentes, ont anticipé une augmentation du taux d'escompte en France et ont décidé de ne pas investir inutilement en Angleterre. Par la suite, même si cette opération semblait profitable, les anticipations négatives quant au change l'auraient rendue inopérante. Au tout début du mois de mai, pour l'arbitrage II, les Français, en comparant IL et EP, anticipent une hausse de EP et s'abstiennent d'acheter des livres, ce qui neutralise l'arbitrage II. Ce type d'arbitrage aurait pu se produire à partir de la fin du mois de mai étant donné la stabilité du taux français.

Le risque de change

Les anticipations négatives sur le change concernent les arbitrages I et II. L'arbitrage I consiste en un placement en Angleterre, donc libellé en livres. L'agent achète des livres courtes qu'il envoie en Angleterre. Au bout de trois mois, il rapatrie ses capitaux en faisant une opération de change court. Il se procure du franc court à Londres. La décision de se lancer dans cette opération dépend donc des deux taux d'escompte et de l'anticipation du taux de change court au bout de trois mois.

Si le taux de change de la livre est complètement déprimé au bout de trois mois, le gain issu de la différence entre les deux taux d'escompte peut être annulé. On peut même aboutir à une perte nette de capital si LPc au retour est vraiment trop déprécié par rapport à PLc à

l'aller. Une livre qui s'apprécie est au contraire une source de bénéfices supplémentaires. La perte de change peut anéantir le profit d'un placement à l'étranger.

En temps de crise, un cambiste se lançant seul dans une telle opération prend également le risque de se retrouver seul à demander des francs courts au bout de trois mois à un taux de change fortement déprimé. Rationnellement, l'arbitragiste a intérêt à s'abstenir de faire ce placement et à se comporter comme l'ensemble de la communauté. L'arbitrage de type I est donc désactivé à cause de cette anticipation négative.

La stratégie II, qui compare la rentabilité entre un placement domestique long et un placement dans une lettre de change longue, suppose aussi un rapatriement des capitaux. Le problème est le même que pour l'arbitrage I : on ne sait à quel taux de change les livres obtenues au bout de trois mois pourront être converties en francs. De ce fait, l'abstinence est de mise.

Clare [1894, p. 167-168] avait mis en évidence l'impact de l'incertitude du taux de change à propos des banquiers anglais : « (...) dans un placement en papier étranger l'intérêt se gagne en achetant les effets à trois mois d'échéance au prix du change long et en les revendant à l'échéance au prix du change court, la différence des deux constituant le bénéfice par livre sterling. On voit aussi que jusqu'à la revente, on ne sait jamais comment l'opération tournera. Le bénéfice probable sur lequel l'acheteur s'est basé, à savoir l'écart actuel entre le cours du papier long et celui du chèque, peut augmenter ou s'évanouir suivant que, dans l'intervalle de la revente, le change est devenu défavorable. Il y a donc dans les opérations de ce genre une part d'aléa qui explique peut-être jusqu'à un certain point la défiance que les effets étrangers inspirent aux banquiers anglais. »

De plus, la situation de la Banque d'Angleterre, telle qu'on la voyait en France, pouvait laisser présager un risque de fortes perturbations sur le marché des changes. Sur le continent, certains craignaient une faillite pure et simple de la Banque d'Angleterre. Un éventuel dépôt de bilan de la Banque d'Angleterre aurait eu comme conséquence probable une chute importante de la livre, les billets n'étant plus convertibles en or. Hawtrey [1979 (1919), p. 150] affirme que « la raison pour laquelle les prêteurs étrangers n'ont pas profité du taux de 10% à Londres est qu'ils craignaient que ces conditions dangereuses nécessitent une suspension des paiements en or et une faillite de l'étalon-or. Ce n'était pas l'insolvabilité des emprunteurs qui les dissuadait, mais la possibilité d'une perte de change ». Selon Levi [1880, p. 471], qui confirme aussi cette position, « une rumeur vague laissait supposer la Banque d'Angleterre en danger, et une faillite nationale imminente ». Ici encore, on trouve la même

explication : « A l'étranger, on craignait, après la suspension de l'acte de 1844, que la Banque d'Angleterre ne vint à cesser le remboursement de ses billets, et l'élévation extraordinaire du taux de l'escompte ne faisait que fortifier, sur le continent européen, la méfiance à l'endroit de la situation financière de l'Angleterre. » [Tougan-Baranovski, 1913, p. 133]

Le risque de crédit

Du côté français, on percevait la crise anglaise comme provenant de la faillite partielle ou totale du système bancaire. On estimait que les établissements de crédit avaient fait trop d'opérations risquées et que le système bancaire risquait un effondrement total. Même si on pensait que tous les établissements de crédit n'étaient pas responsables de la crise et que certains en subissaient les conséquences, il reste que l'impression donnée par la fragilité du système bancaire et financier anglais était préoccupante.

Pour MacLeod [1866, vol. 2, p. 161] confirme l'existence du risque de crédit pour expliquer le refus des étrangers de placer les capitaux en Angleterre : « Il était anticipé un nombre important de faillites parmi les banques et les entreprises de commerce ensuite. On anticipait une perte du principal. » Ainsi, au sujet du système bancaire anglais, l'inquiétude était réelle.

La presse rappelait souvent que la France connut aussi de grands et traumatisants désastres en matière bancaire et que la prudence était de mise [*Le Moniteur des tirages financiers*, 25 mai 1866]. D'ailleurs, pour donner une image de l'importance des dysfonctionnements du système bancaire anglais, on compare la faillite d'*Overend & Gurney* à ce que seraient celles du Comptoir d'Escompte, du Crédit mobilier ou de la banque Rothschild. Faire un placement en Angleterre comportait le risque de voir disparaître son capital en cas de faillite de l'établissement de crédit dépositaire de l'investissement. Pour montrer la richesse de quelqu'un, dans les milieux financiers, on utilisait l'expression « riche comme Gurney » [Clare, 1894, p 109].

Au total, les interactions entre les trois risques (de marché, de change et de crédit) ont conduit les étrangers à se détourner des promesses de haut rendement des arbitrages avec l'Angleterre. L'existence d'un risque systémique explique la réticence des étrangers à placer leurs capitaux en Angleterre.

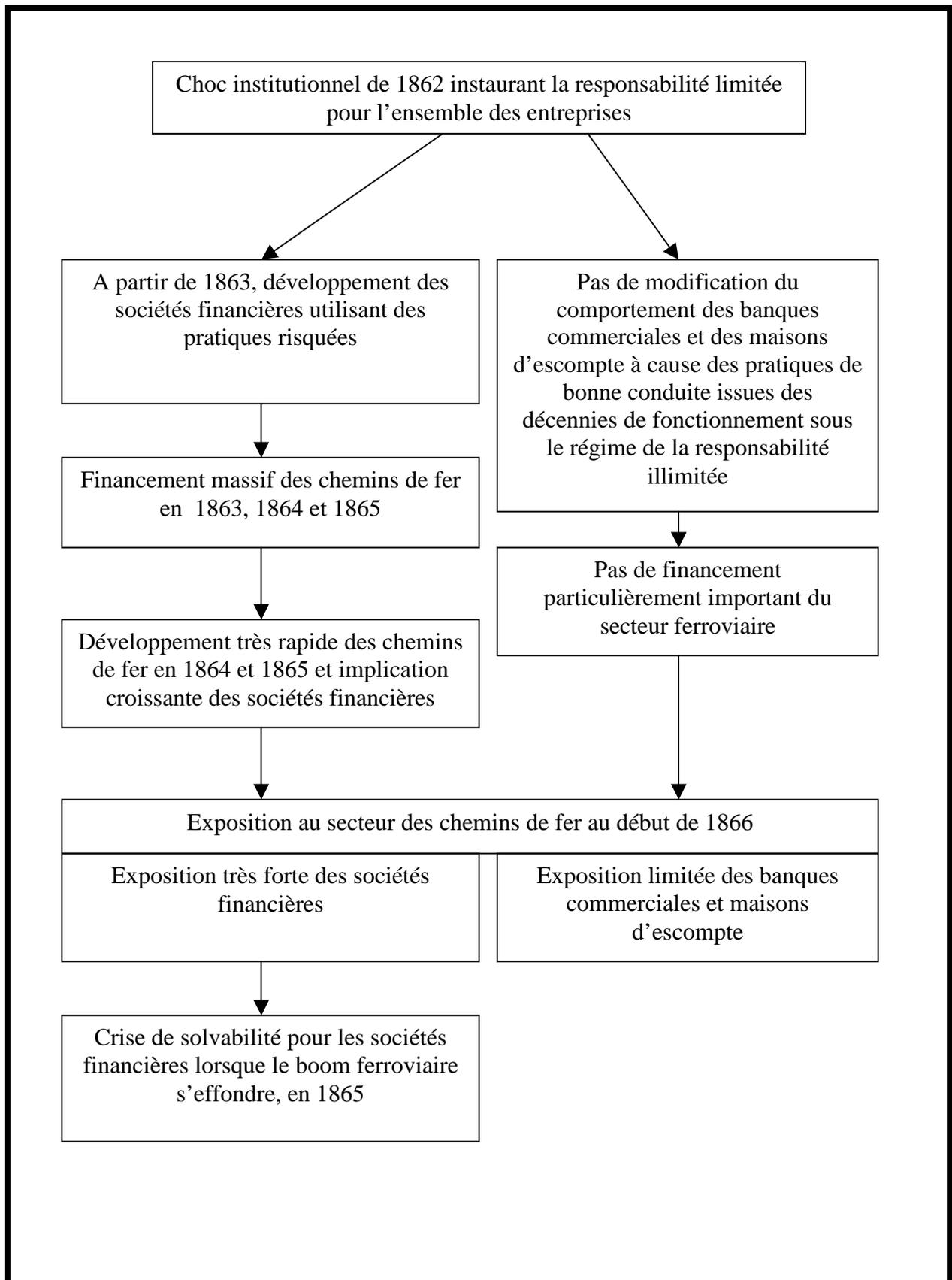
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE

Cette première partie visait à montrer que la crise anglaise de 1866 n'était pas la conséquence de chocs identiques à ceux responsables des crises de 1847 et 1857. Celles-ci, étudiées dans un premier chapitre, résultaient de chocs réels alors que la crise de 1866 a pour cause principale un choc institutionnel. La loi de 1862 clarifiant les conditions d'application de la responsabilité limitée pour l'ensemble des entreprises a provoqué une croissance exceptionnelle du nombre de créations de société. Il s'agit d'un choc de nature exogène car résultant de l'action du Parlement. Cette crise fut plus grave que les deux précédentes : « Of all panics which occurred in the nineteenth century, that of 1866 was the most severe while it lasted, with the exception perhaps of that of 1825. In 1847 there had been little or no public panic. In 1857 it had been confined mainly to Glasgow and Lancashire. In 1866 it covered nearly the whole country. » [Feavearyear, 1932, p. 279]

Une des conséquences majeures de l'application de cette nouvelle loi fut de permettre la naissance de nouveaux acteurs dans le secteur financier – les sociétés financières – fondés sur le modèle français du Crédit Mobilier. A partir de 1863, les sociétés financières ont été massivement créées et, dès 1864, elles se sont mises à prêter des sommes considérables au secteur des chemins de fer, alors en plein essor. Elles disposaient de capitaux par émissions d'actions et par les dépôts. Avec la faillite du secteur ferroviaire, en 1865, elles se sont retrouvées en crise de solvabilité. Les sociétés financières ont adopté des comportements risqués et en complète opposition avec les principes de prudence de la banque anglaise. Elles ont notamment mis en place un mode de financement générant des problèmes de maturité. Marginalement, certaines banques ou maisons d'escompte nouvellement constituées sous le régime de la responsabilité limitée ont pu adopter le même type de comportement.

En revanche, dans le secteur bancaire, les banques et les maisons d'escompte anglaises établies depuis des dizaines d'années n'ont pas utilisé ces méthodes de financement et ne se sont pas spécialisées dans le prêt au secteur ferroviaire. Les traditions de prudence de la banque anglaise expliquent pourquoi ces acteurs ne se sont pas fourvoyés dans des entreprises douteuses. En effet, la responsabilité illimitée, qui avait longtemps été la norme pour les actionnaires des banques et des maisons d'escompte, exigeait un comportement prudent et responsable de leur part. La Figure 4 détaille les conséquences de ce choc institutionnel.

Figure 4 - Banques commerciales, maisons d'escompte, sociétés financières et boom ferroviaire, 1862-1866 : des dynamiques divergentes à la suite du vote de la loi de 1862



Finalement, nous devons considérer deux types d'acteurs radicalement différents : d'un côté, les banques et maisons d'escompte qui n'ont pas modifié leur attitude à la suite de l'instauration de cette loi, et, de l'autre côté, les sociétés financières qui sont nées de cette nouvelle loi permettant une prise de risques accrue. La loi de 1862 a engendré un nouveau type d'acteur dont le comportement est, en grande partie, responsable de la crise anglaise de 1866. C'est la raison pour laquelle il convient de considérer deux crises radicalement différentes l'une de l'autre : une crise de solvabilité pour les sociétés financières et une crise de liquidité pour les banques et les maisons d'escompte, à partir de mai 1866.

En outre, cet événement de l'histoire financière anglaise nous apprend que la Banque d'Angleterre, par son action de prêteur en dernier ressort, a réussi, comme en 1857, à éviter un assèchement total de la liquidité. Malgré une période de tension étonnement longue, près de trois mois, l'objectif visant à limiter l'activité de l'escompte a bien fonctionné : à aucun moment l'institution ne s'est trouvée incapable de fournir le public en billets. Il est vrai que, pour arriver à ce résultat, le *Bank Charter Act* a dû être suspendu. En somme, la gestion du problème de la liquidité peut être qualifiée de succès, en dépit d'une période d'incertitude étendue.

La reconstitution de l'encaisse métallique du département d'émission par l'intermédiaire du taux de change n'a pas connu un tel succès. Malgré un taux d'escompte porté à 10%, le stock d'or a commencé à baisser au début de la crise et a mis près d'un mois à se stabiliser. La hausse qui a suivi n'a pas duré longtemps. L'objectif de régulation du stock métallique du département d'émission par les variations du taux d'escompte n'a pas donné les résultats attendus. Ainsi, l'émission supplémentaire de billets non couverte, gagée sur une arrivée d'or anticipée, ne trouva pas sa contrepartie métallique comme cela était prévu. Dans ce sens, l'action de la Banque d'Angleterre a été mise en échec par les réticences des arbitragistes étrangers.

Cette crise a donc mis en lumière le rôle de la Banque d'Angleterre en tant que prêteur en dernier ressort. Lors de la crise de 1857, elle était déjà intervenue rapidement et énergiquement. Cette manière d'agir constitue une sorte d'institutionnalisation du principe d'intervention de la Banque d'Angleterre dans le cas des crises menaçant le système bancaire et financier. Finalement, comme le résumant Bordo et Kydland [1996, p. 68], la crise de 1866 a marqué un tournant dans l'histoire de la Banque d'Angleterre : à partir de cet épisode, elle a appris à suivre les règles de Bagehot consistant à prêter sans compter mais à un prix élevé. Pour ces auteurs, le succès de la Banque d'Angleterre dans sa mission de prêteur en dernier

ressort a contribué à améliorer la crédibilité de son engagement dans le système d'étalon-or. Cette crise a aussi marqué la fin d'une période durant laquelle personne n'était certain de la réaction de la Banque d'Angleterre en cas de crise [Foreman-Peck, 1991, p. 310]. Aussi, Allen et Gale [2000, p. 32] concluent que la dernière panique en Angleterre fut celle d'*Overend & Gurney*. Après celle-ci, la Banque d'Angleterre s'engagea dans le maintien de la stabilité du système bancaire anglais en fournissant de la liquidité en temps de crise. Ceci fait dire à Sayers [1960, p. 719] : « The crisis of 1866 was the last of the old kind, and Bagehot's writings ensured the respectability of the new policy » [Sayers, 1960, p. 719]. Après les crises de 1847, 1857 et 1866, la pression fut moins forte sur la Banque d'Angleterre, notamment lors de la crise de 1878 [Collins, 1992, p. 152].

Une des caractéristiques de cette crise, la défiance des étrangers vis-à-vis du pays, s'explique par les causes particulières qui en sont à l'origine : la déréglementation de 1862 généralisant le principe de responsabilité limitée à toutes les entreprises. Seule l'Angleterre était allée aussi loin dans cette voie de modernisation législative.

C'est donc le caractère systémique que l'on peut retenir de l'étude de cette crise. Tous les acteurs du secteur bancaire et financier anglais furent impliqués, banques, maisons d'escompte, sociétés financières ou la Banque d'Angleterre, tout comme les entreprises de l'industrie ferroviaire. Mais tous ne connurent pas la même crise : une partie de ce secteur vécut une crise de solvabilité tandis que l'autre subit une crise de liquidité. Cependant, depuis l'étranger, il était malaisé de reconnaître quels acteurs étaient menacés et quels autres restaient épargnés. Même les Anglais ont paniqué. Avec la succession des faillites, on comprend bien que les étrangers aient pu adopter un comportement de prudence se traduisant par un refus obstiné de placer des capitaux en Angleterre. Les contemporains de la crise avaient bien ressenti l'émergence de ce risque et ses potentialités dévastatrices. C'est à cause de l'existence de ce risque systémique que l'on peut expliquer le refus des investisseurs étrangers d'opérer des arbitrages avec l'Angleterre pendant ces trois mois.

SECONDE PARTIE : LA CRISE THAÏLANDAISE DE 1997

INTRODUCTION DE LA SECONDE PARTIE

Cette partie, composée de trois chapitres, analyse la crise thaïlandaise de 1997, en montrant comment un choc institutionnel, intervenu en 1990 et provoqué par la Banque de Thaïlande, a contribué à son origine, en permettant un comportement spéculatif des sociétés financières et en imposant un contrôle du crédit pour les banques commerciales.

Avant de s'intéresser au cas thaïlandais, il convient de se pencher sur l'arsenal théorique permettant de le comprendre. Le premier chapitre consistera à opérer une revue critique de la littérature relative aux théories des crises financières en les analysant sous l'angle d'un choc institutionnel. Depuis les premiers modèles [Krugman, 1979] jusqu'à ceux traitant de la crise asiatique, trois générations ont été développées. En ce qui concerne la dernière, qui résulte principalement des insuffisances des deux premières pour expliquer la crise asiatique, il apparaît que les facteurs institutionnels sont davantage pris en considération. C'est pour cette raison que nous proposons une lecture sous cet angle particulier. Il s'agit donc de mettre en évidence, au fur et à mesure des développements des modèles de crises financières, l'apparition de facteurs institutionnels comme déterminants possibles.

Dans les chapitres 4 et 5, en partant des conclusions tirées quant à l'existence d'un choc institutionnel, nous établirons que les sociétés financières et les banques commerciales ont connu deux crises fondamentalement différentes en raison d'un choc institutionnel de nature réglementaire intervenu en 1990. En imposant aux banques commerciales une planification du crédit, ce qui *de facto* limita les prêts au secteur immobilier, alors en plein essor, la Banque de Thaïlande provoqua un effet de report sur les sociétés financières. Alors, les banques commerciales ont vu diminuer la part de l'immobilier dans leur encours total de crédit, leur évitant une crise de solvabilité lors du retournement de ce secteur, en 1995. Le chapitre 4 est consacré à la crise de solvabilité des sociétés financières tandis que le chapitre 5 traite de la crise de liquidité d'origine externe des banques commerciales. Le principal lien entre ces deux crises réside dans l'image dégradée du système bancaire et financier renvoyée aux investisseurs étrangers par les faillites des sociétés financières, ce qui contribua pour partie à provoquer la crise de change.

CHAPITRE 3 - MODELES DE CRISES DE CHANGE ET CHOC INSTITUTIONNEL

La crise asiatique a ouvert un nouveau champ d'analyse en incitant les économistes à théoriser les liens entre les crises bancaires et les crises de change. C'est ce que l'on a appelé les modèles de troisième génération. Comme l'instabilité bancaire paraissait centrale dans le développement de la crise asiatique, la crise de change devenait un effet collatéral de la crise bancaire. Ce chapitre ne prétend pas faire une revue de cette littérature mais d'en proposer une lecture sous l'angle institutionnel : dans quelle mesure les facteurs institutionnels peuvent-ils expliquer les crises de change ?

L'objectif consiste à apporter une pierre à cet édifice aux inspirations théoriques diverses en montrant comment un choc institutionnel a pu prendre part aux origines de la crise thaïlandaise. Comme le souligne Cartapanis [2004, p. 277] : « Dans ces modélisations, on admet d'abord que les crises de change peuvent répondre à une série de causes, provoquant un mouvement de panique, et non à un déterminant unique. » Artus [2000, p. 117] soutient également que la crise asiatique est due à une multiplicité de causes qui se sont auto-entraînées : dégradation de la situation macroéconomique, crise de liquidité, déficience de la qualité des projets d'investissement, dégradation brutale des anticipations, contagion.

Une première section sera dédiée aux deux premières générations de modèles de crises de change et montrera que le cadre institutionnel n'y est pas représenté. En revanche, simultanément au développement des théories des crises de change, la littérature sur les crises jumelles apporte une innovation puisque la libéralisation financière peut y être traitée en tant que facteur institutionnel. Ce point sera traité dans une seconde section. La troisième section est consacrée à la littérature des modèles de troisième génération et montrera les différentes orientations théoriques.

Un dernier point sera considéré : bien souvent, les différentes explications de la crise thaïlandaise traitent de manière superficielle la question des sociétés financières. Nous montrerons pourquoi il est important de bien distinguer ces acteurs des banques commerciales et quel choc institutionnel il convient de prendre en compte en se fondant davantage sur les conditions internes que sur celles déjà mises en évidence par les théories existantes (la libéralisation financière, qui est un facteur externe) car elles ne permettent pas d'expliquer pleinement la divergence constatée entre les banques commerciales et les sociétés financières.

SECTION 1 LES MODELES DE PREMIERE ET DEUXIEME GENERATIONS N'INTEGRENT PAS LES FACTEURS INSTITUTIONNELS

Jusqu'à la crise asiatique, les modèles classiques de crises de la balance des paiements, de première ou deuxième génération, gardaient de leur pertinence pour rendre compte des mécanismes de crise. Ils expliquaient les crises de change par les attaques visant à faire décrocher la monnaie du fait de l'insuffisance des réserves de change, dont le stock limité rendait impossible un maintien de la fixité du change à long terme, information dont les investisseurs étrangers avaient la connaissance. La première génération de modèles se caractérise par une approche déterministe : sans savoir précisément quand, on sait que la monnaie visée va être dévaluée dans un avenir plus ou moins proche. La deuxième génération introduit l'existence d'équilibres multiples. D'une part, il paraît nécessaire de s'interroger sur la pertinence de ces modèles pour expliquer la crise asiatique et, d'autre part, nous analyserons la possibilité de considérer un choc institutionnel dans ces modèles.

1 Les modèles de première génération

Après avoir expliqué le fonctionnement des modèles de première génération, nous montrerons qu'ils ne sont pas toujours adaptés pour comprendre la crise thaïlandaise et qu'ils ne permettent pas d'introduire un choc institutionnel dans l'analyse.

Le modèle canonique

Il s'agit de crise de la balance des paiements. On se place à un niveau macroéconomique. C'est Krugman [1979] qui initia ce type de modèle à la suite des nombreuses crises latino-américaines des années 1970. Le modèle fut amélioré durant les années 1980, notamment sous l'impulsion des travaux de Flood et Garber [1984]. Dans ce type de modèle, la crise s'explique par une contradiction *objective* entre deux aspects *macroéconomiques* : le déficit des paiements courants et la fixité du change.

On se place dans un régime de changes fixes, ce qui impose à la Banque centrale de maintenir des réserves de change à un niveau suffisant pour défendre la fixité de sa monnaie. Les réserves de change peuvent diminuer dans deux cas : une balance commerciale déficitaire, ce qui se traduit par un excès d'offre de monnaie locale du fait du paiement des importations excédentaires ; une balance des capitaux déficitaire, la monnaie locale était vendue contre des devises à cause des sorties de capitaux.

Un déficit budgétaire conduit un pays à s'endetter auprès de l'étranger. Dans ce cas, la Banque centrale doit intervenir sur le marché des changes pour maintenir la fixité. Elle peut utiliser ses réserves de change. Elle peut aussi augmenter son taux d'intérêt en vue d'attirer des capitaux étrangers mais au risque de fragiliser le système bancaire et les entreprises. Il peut y avoir une crise de change précoce si le marché anticipe une diminution telle des réserves de change que la Banque centrale se trouve dans l'incapacité future de défendre sa monnaie, ou si la hausse du taux d'intérêt devient impossible à supporter pour les acteurs nationaux. En effet, si une dépréciation instantanée du change est anticipée en cas de passage en changes flexibles (au moment de l'épuisement des réserves), alors les investisseurs étrangers vont provoquer une crise parce que cette situation n'est pas acceptable du point de vue du rendement de leurs actifs puisque cela reviendrait à se résigner à subir une perte anticipée en capital. Les ventes massives de la monnaie locale contre des devises obligent les autorités monétaires à abandonner la fixité. On explique ainsi pourquoi les attaques sont précoces et non tardives.

Dans ce type de modèle, la crise est toujours le résultat d'une mauvaise politique macroéconomique (monétaire ou budgétaire) conduisant à une détérioration des fondamentaux du pays. Cela signifie que la crise doit toujours se produire à moment ou à un autre. Elle peut être précoce ou non mais son occurrence est certaine. La crise intervient généralement quand les réserves de change atteignent un niveau critique (que l'on ne sait pas déterminer théoriquement, ni empiriquement) tel que les investisseurs étrangers ne croient plus au maintien de la fixité.

On a pu améliorer ce modèle de base en intégrant d'autres facteurs macroéconomiques de déstabilisation, comme un taux de change surévalué, sans toutefois remettre en cause l'origine de la crise : un déséquilibre macroéconomique issu d'options politiques erronées.

Des modèles de première génération peu opérants pour analyser la crise thaïlandaise

Hormis pour quelques théoriciens [par exemple Corsetti, Pesenti et Roubini, 1998a] jugeant la crise asiatique explicable seulement par une dégradation soutenue des fondamentaux provoquant une perte de confiance brutale des investisseurs étrangers, il est plus souvent admis que la situation des pays d'Asie n'était pas massivement porteuse de risques et que les investisseurs étrangers ont sur-réagi à cause d'une brutale augmentation du risque perçu.

Pour Artus [2000, p. 50], « le modèle semble donc ne pas s'appliquer trop mal », compte tenu du fait que certains pays avaient un déficit commercial au moment de la crise (mais d'autres non, comme la Malaisie ou l'Indonésie), que leurs monnaies connaissaient une surévaluation réelle et que l'inflation était supérieure à l'inflation américaine. Mais il n'est pas non plus entièrement satisfaisant : l'auteur en conclut que c'est pour la Corée que ce type de modèle semble le mieux adapté. Pour Chang et Velasco [1998, p. 15], le niveau de détérioration des fondamentaux en Asie ne peut pas expliquer l'ampleur de la crise. D'après Krugman [1998a], la première génération de modèles s'applique imparfaitement à la crise thaïlandaise. Selon la théorie classique des crises financières internationales, les étrangers analysent prioritairement les aspects fondamentaux. Il importe donc de focaliser l'analyse sur les données macroéconomiques globales des années précédant la crise pour déterminer dans quelle mesure des fondamentaux dégradés auraient pu amener les étrangers à lancer des attaques sur la monnaie. Globalement, on constate que dans les premières années de la décennie 1990, les fondamentaux de la Thaïlande étaient plutôt sains, en tout cas jusqu'en 1995 inclus. D'une manière plus générale, les conditions économiques telles que la forte croissance, le faible niveau d'inflation ou le maintien de la fixité du change avaient développé un sentiment de confiance parmi les investisseurs étrangers. Ainsi, en analysant les facteurs pouvant provoquer une défiance de l'étranger à l'égard d'un pays dont la monnaie est en change fixe, la Thaïlande ne semblait pas réellement mise en cause. En résumé, malgré quelques difficultés dans le courant 1996, il paraît difficilement possible d'expliquer la crise thaïlandaise de 1997 exclusivement par une dégradation des fondamentaux. Ce point est peut-être entré en ligne de compte mais il ne peut expliquer à lui seul la violence de la crise de change.

Une autre particularité des modèles de première génération doit être confrontée à la crise thaïlandaise : l'anticipation de la crise de change. Radelet et Sachs [1998, p. 2] précisent que la crise asiatique de 1997 n'a pas été anticipée du tout. Dans le modèle de Krugman, par leurs attaques sur la monnaie, les spéculateurs peuvent déclencher précocement la crise de change lorsqu'ils estiment que le stock de réserves de change est, ou va devenir, insuffisant pour maintenir la fixité. Dans tous les cas, il est connu de tous que la crise doit avoir lieu à un moment ou à un autre. Pour la crise asiatique en général et pour la crise thaïlandaise en particulier, il apparaît que la crise de change n'était pas réellement anticipée. Du côté des institutions internationales, la question ne devait pas se poser officiellement puisque tant la Banque Mondiale que le Fond Monétaire International prévoyaient encore une forte

croissance pour 1997. Les agences de notation, *Moody's* en particulier, abaissaient les notes à court terme (septembre 1996) puis à long terme (février 1997) de la Thaïlande mais n'avaient pas anticipé la violence de la dépréciation de juillet 1997. Les perspectives restaient encore bonnes malgré une faiblesse passagère, notamment pour les exportations et le déficit de la balance commerciale. On peut mettre en évidence quelques éléments en faveur d'une anticipation de dévaluation lorsque les premières attaques eurent lieu à la fin janvier de 1997. Mais le niveau des réserves de change devait permettre de maintenir la fixité. Ce n'est qu'au cours du mois de mai que le stock faiblit brutalement sous le coup des attaques contre le baht. Cependant, les autorités monétaires avaient effectué des opérations à terme en toute discrétion ; même si les réserves étaient virtuellement épuisées, elles semblaient permettre de maintenir encore la fixité.

En résumé, le modèle de première génération appliqué à la crise thaïlandaise butte sur trois points essentiels : l'impact limité de fondamentaux légèrement dégradés sur les anticipations des marchés monétaires, le manque de prise en compte des flux bancaires privés internationaux dans la déstabilisation des marchés des changes, et, surtout, un manque d'anticipation de la dévaluation.

Les modèles de première génération peuvent-ils prendre en compte l'existence d'un choc institutionnel ? A l'évidence non, car « ce sont toujours des options erronées de politiques macroéconomiques qui impulsent la perte de confiance des détenteurs d'actifs dont le comportement déclenche une crise que les fondamentaux rendaient inéluctable » [Cartapanis, 2004, p. 272]. Ainsi, pour ces modèles, c'est toujours une dégradation des fondamentaux qui est à l'origine de la crise à travers une perte de confiance des investisseurs étrangers. Le système bancaire n'est pas mis explicitement en cause puisque seules les grandeurs macroéconomiques sont considérées.

2 Les modèles de deuxième génération

Après avoir expliqué le fonctionnement des modèles de deuxième génération, nous montrerons qu'ils ne permettent pas de rendre compte pleinement de la crise thaïlandaise.

Le modèle canonique

C'est Obstfeld [1994] qui initia cette nouvelle branche de la littérature, avec Eichengreen et Wyplosz [1994]. Ces modèles se fondent sur la perception *subjective* d'une contradiction entre deux aspects *macroéconomiques* : le soutien à la croissance (qui impose une politique monétaire expansionniste) et la fixité du change (qui nécessite une politique monétaire restrictive). La notion d'équilibres multiples est la principale nouveauté de ce type de modèles. Plusieurs types d'équilibre peuvent exister dans une situation économique donnée. Il peut intervenir des sauts entre ces différents équilibres potentiels selon la nature des anticipations des acteurs de marché. Par exemple, on peut expliquer la situation du Franc lors la crise du Système monétaire européen (SME) par la modification des anticipations des investisseurs qui, à fondamentaux stables, se sont mis à juger la politique française de taux d'intérêt élevé (rendue nécessaire pour maintenir l'ancrage au Mark) incompatible avec les données sociales du chômage. Aucun changement macroéconomique ne s'est produit mais pour une raison indéterminée, le marché des changes a jugé cette position intenable sur le long terme, compte tenu des fondamentaux. Les anticipations sur la fixité du Franc devinrent négatives, ce qui conduisit les cambistes à vendre le Franc et menaça la pérennité du SME car les autorités monétaires françaises devenaient incapables de soutenir la monnaie (augmenter le taux d'intérêt n'était plus possible).

Les politiques économiques ne sont pas déterminées à l'avance, ce qui signifie qu'elles résultent de chocs touchant l'économie. Le jeu des acteurs se situe entre les marchés, d'un côté, et le Gouvernement qui décide des politiques économiques, de l'autre. Les autorités monétaires et budgétaires apparaissent tenir un rôle particulièrement important dans le processus menant à la crise car ce sont elles qui sont à l'origine des politiques. De l'autre côté, les marchés réagissent à ces politiques. Au final, ce sont les interactions stratégiques entre le Gouvernement et les investisseurs qui déterminent la viabilité d'un tel régime de change.

Il est supposé que les autorités arbitrent en permanence entre le maintien de la fixité du change et leurs objectifs de long terme. Quand les investisseurs étrangers commencent à mettre en doute l'engagement des gouvernements dans la politique de change fixe, ils

déclenchent des attaques. Si les agents anticipent que l'engagement de long terme (le soutien à la croissance avec une politique monétaire accommodante) est préféré à celui de court terme (la fixité du change avec une politique monétaire restrictive), alors ils peuvent provoquer une crise. Les attaques sont alors menées lorsqu'il est supposé que la Banque centrale ne compte pas maintenir son engagement dans le maintien de la fixité de la monnaie. Dans ce cas, la Banque centrale doit effectivement renoncer à sa politique de change. On doit alors interpréter la crise comme une prophétie autoréalisatrice puisque les sorties de capitaux imposent effectivement un renoncement.

Dans ce cas, les anticipations des marchés ne se fondent pas sur les fondamentaux observés en période 1 mais sur la soutenabilité supposée des politiques macroéconomiques en référence aux anticipations de la situation 2. Ainsi, les agents forment d'abord une croyance sur la situation macroéconomique du pays en période 2 puis jugent de la compatibilité des politiques menées par les gouvernements. Si ces dernières sont estimées insoutenables, les marchés jugent les gouvernements incapables de conduire leurs politiques et déclenchent une attaque contre la monnaie.

Dans ce type de modèle, le déclenchement d'une crise peut intervenir sans modification *ex ante* des fondamentaux : c'est un basculement de l'opinion des marchés qui rend le maintien de la fixité du change impossible à tenir. Le cadre n'est pas déterministe car le saut d'équilibre n'est pas explicable par une modification des fondamentaux (quelle que soit leur qualité d'origine). Les équilibres multiples peuvent provenir de plusieurs facteurs comme les anticipations quant aux politiques économiques, au défaut de paiement de la dette extérieure...

Initialement, Obstfeld prenait en compte la croissance, l'emploi et l'inflation. Mais l'éventail des variables retenues dans les anticipations des marchés des changes peut être élargi puisqu'il y est évalué tout facteur influençant directement ou indirectement la politique de change, comme la dette publique ou la dette extérieure. Il ne s'agit plus simplement d'un déséquilibre macroéconomique consécutif à une politique inadaptée. Ces variables sont susceptibles d'influencer indirectement la politique de change dans la mesure où les autorités doivent préciser leur position en fonction de leur évolution. Par exemple, une hausse du chômage peut conduire le gouvernement à baisser son taux d'intérêt, rendant plus difficile le maintien de la fixité.

Les modèles de deuxième génération n'expliquent pas la crise thaïlandaise de manière satisfaisante

Les modèles de deuxième génération, dont la principale nouveauté est d'introduire le concept de prophétie autoréalisatrice, sont-ils en mesure d'expliquer la nature de la crise thaïlandaise avec plus de succès que ceux de première génération ? Plusieurs aspects de la crise thaïlandaise pourraient nous inciter à le croire.

Tout d'abord, le retournement brutal des anticipations des investisseurs étrangers concernant les performances économiques dégradées de la Thaïlande pourrait sembler confirmer la pertinence de ce type de modèle, d'autant plus qu'il s'est produit sans changement radical des fondamentaux (hormis une baisse temporaire des exportations en 1996 et une légère dégradation des recettes fiscales). Ainsi, on pourrait davantage se trouver dans le cas d'un scénario avec des équilibres multiples que dans un cadre purement déterministe qui, nous l'avons vu, ne correspond pas à la dynamique de la crise thaïlandaise.

Les modèles de crise de change de deuxième génération insistent sur le conflit entre les investisseurs étrangers et les Gouvernements nationaux. Les premiers jugent les politiques mises en place par les seconds et évaluent leur validité compte tenu du critère impératif de maintien de la fixité du change. Ainsi, c'est l'ensemble des données macroéconomiques, prises dans un sens large, qui doit être intégré dans ce type de modèle. On pourrait supposer que les investisseurs étrangers jugent insoutenable la politique monétaire ou budgétaire thaïlandaise, et ce sans changement des fondamentaux. Il s'agirait simplement du glissement d'un équilibre à un autre, qui ferait passer la perception à l'égard du maintien du change de soutenable à insoutenable. Finalement, le rapport entre les marchés et le gouvernement relève des relations stratégiques.

Le cas de la Thaïlande est particulièrement intéressant car il a bien été constaté ce genre de jeu avant la crise de juillet 1997. Le pays connut des difficultés dans le courant 1996 sur le plan des exportations, ce qui entraîna une baisse des recettes de l'Etat et une aggravation du déficit budgétaire. Néanmoins, devant l'inquiétude suscitée chez les investisseurs étrangers par ces évolutions défavorables, le gouvernement thaïlandais prit rapidement des mesures de restrictions budgétaires à la fin de 1996, ce qui eut pour effet de limiter les anticipations négatives. D'ailleurs, au second semestre de 1996, la reprise à la hausse des exportations eut pour conséquence de limiter la pression sur les autorités. De ce fait, dans le jeu entre les

autorités et les investisseurs étrangers, il apparaît que l'action des autorités a permis de garder relativement intacte la croyance dans le maintien de la fixité du change.

Cependant, dans le modèle d'Obstfeld, il ressort que le Gouvernement analyse de façon rationnelle le bénéfice à rester en change fixe : il n'est pas prouvé que les autorités thaïlandaises aient eu à un seul moment l'intention de quitter ce régime de change. D'ailleurs, le Gouvernement a tenté de sauver ce régime de change quel qu'en soit le coût jusqu'en juillet 1997. Finalement, le coût en a été un épuisement complet des réserves de change. Krugman [1998a] note que la question de l'emploi ne s'est jamais posée pour les pays asiatiques, ce qui rend inopérants les modèles de seconde génération.

Il est aussi difficile de prouver qu'il y eut passage d'un équilibre à un autre. Nous avons mis en évidence l'existence de plusieurs tentatives visant à faire chuter le baht lors du premier semestre 1997. Même après l'échec de la tentative spectaculaire de mai 1997 et le maintien de la fixité du change par l'action de la Banque de Thaïlande, peu croyaient possible une dévaluation. Comme les autorités monétaires thaïlandaises ont menti (ou caché la vérité) sur le niveau réel des réserves de change après les attaques de mai 1997 (seules quelques personnes à l'intérieur de la Banque de Thaïlande savaient que les réserves de change étaient épuisées à la suite d'opérations à terme), il était difficile, pour un étranger, d'évaluer la capacité de la Banque de Thaïlande à faire face à de nouvelles attaques contre la monnaie.

Il semble que, hormis sur une courte période, entre la fin de 1996 et le début de 1997, le modèle de deuxième génération ne peut pas être appliqué pleinement à la crise thaïlandaise. Son seul domaine de validité réside dans les quelques mois pendant lesquels des tentatives ont été menées pour faire tomber le baht, mais encore faut-il souligner que les raisons de ces attaques ne relevaient pas simplement d'une modification des anticipations. Il apparaît que les difficultés du système financier thaïlandais entraînent aussi en ligne de compte, facteur qui n'est pas pris en compte par les modèles de deuxième génération. En effet, dans ces modèles, les investisseurs étrangers se concentrent plutôt sur des variables telles que la croissance, l'inflation ou le chômage. Des anticipations favorables ont été faites sur ces trois variables, même si la baisse des exportations a pu limiter temporairement la croissance. Au final, il apparaît que le modèle de deuxième génération est partiellement inadapté pour expliquer le déroulement de la crise de change de juillet 1997, essentiellement du fait que les attaques spéculatives ne répondent pas nécessairement à des sauts d'équilibres traduisant des modifications des anticipations à l'égard des variables macroéconomiques.

Dans ce type de modèles, il n'y pas de place pour l'analyse d'un choc institutionnel. Un choc monétaire ou un choc réel peut y être intégré : par exemple, le choc inflationniste consécutif à la réunification de l'Allemagne nécessita un durcissement de la politique monétaire allemande, obligeant les pays européens à faire un choix entre deux politiques monétaires contradictoires.

Au vu de la confrontation des faits stylisés de la crise thaïlandaise avec les modèles traditionnels de crises financières internationales, il apparaît que ces théories manquent de pertinence. La principale pierre d'achoppement réside dans la nature même de la crise de change : pour ces modèles, elle est la résultante finale des dysfonctionnements macroéconomiques (réels ou supposés) tandis que dans le cas de la crise thaïlandaise, elle apparaît comme un effet collatéral. Ainsi, la crise de change doit cesser d'être perçue comme l'aboutissement d'un processus de confrontation stratégique entre les marchés et les autorités monétaires. Elle doit être prise dans un processus plus global, notamment du fait de la forte volatilité des capitaux privés.

Plus généralement, la faiblesse explicative de ces deux premières générations de modèle réside dans la sous-estimation des facteurs institutionnels tels que la déstabilisation des systèmes bancaires et financiers. Dans ces modèles, ils ont une place mineure. Une des principales caractéristiques de la crise asiatique, hormis le cas de l'Indonésie, est l'importance des dysfonctionnements bancaires et leur rôle dans la perte de confiance des étrangers. Pour la Thaïlande, ce trait est encore plus saillant mais, plus que les banques commerciales, ce sont les sociétés financières qui ont massivement failli.

Avec la crise asiatique, dans le cadre d'une nouvelle génération de modèles, il sera mis en évidence des interactions entre crise de change, crise bancaire et crise financière. Mais, avant le déclenchement de cette crise, une branche de la littérature fut dédiée aux relations empiriques entre crise bancaire et crise de change, dénommées pour cette raison, les crises jumelles.

SECTION 2 LA LITTERATURE SUR LES CRISES JUMELLES : UNE TRANSITION ENTRE LES MODELES DE PREMIERE ET DEUXIEME GENERATIONS ET CEUX DE TROISIEME GENERATION

Avec l'augmentation de l'occurrence simultanée des crises de change et des crises bancaires, des travaux, principalement statistiques et empiriques, avaient déjà évoqué le lien entre ces deux types de crise. On désigne celles-ci par le nom de crises jumelles (ou crises doubles).

Avant le début des années 1980, les crises bancaires étaient assez peu courantes mais, avec le processus de libéralisation financière, elles sont devenues plus fréquentes et ont souvent été accompagnées par des crises de change. En outre, ces crises sont aussi beaucoup plus sévères.

Aujourd'hui, la relation empirique entre crise bancaire et crise de change est solidement établie, et ce même avant la crise asiatique, avec les travaux de Gavin et Hausmann [1995] qui avaient mis en évidence les liens entre les phases d'expansion du crédit bancaire et les crises financières, pour le cas de l'Amérique Latine. Goldfajn et Valdes [1997], qui se sont penchés sur les crises bancaire et de balance des paiements de la Finlande, du Mexique, de la Suède et du Chili, soutiennent que l'activité d'intermédiation financière favorise les entrées de capitaux mais, en même temps, accroît la possibilité d'une panique bancaire. Le rapatriement des capitaux par les créanciers étrangers conduit à l'épuisement des réserves de change de la Banque centrale.

Avec une approche statistique, Kaminsky et Reinhart [1999], remarquant que ni la première ni la deuxième génération de modèles de crises de change n'explique les interactions entre crise bancaire et crise de change alors que plusieurs pays avaient connu cette double expérience, ont tenté d'établir une relation empirique entre ces deux types de crise.

Kaminsky et Reinhart [1999] mirent en évidence que, dans les années 1970, lorsque le système financier était réglementé, les crises de change n'étaient pas liées à des crises bancaires. C'est avec la libéralisation financière des décennies 1980 et 1990 que les crises bancaires et les crises de change apparurent simultanément. Les crises bancaires constituent des indicateurs avancés des crises de change. Concernant le déroulement des crises, il apparaît que des problèmes dans le secteur bancaire précèdent souvent une crise de change, cette dernière aggravant ensuite la crise bancaire. En outre, la libéralisation financière précède la

crise bancaire. Ainsi, à partir d'un panel de crises, les auteurs mettent clairement en évidence les effets souvent négatifs de la libéralisation financière, qu'ils présentent comme un « choc affectant les institutions financières »³⁰. A l'évidence, il ne s'agit ni d'un choc réel, ni d'un choc monétaire. Dans leur analyse, la libéralisation financière, associée à quatre variables sur les 16 utilisées, intervient en tant que caractérisation de l'environnement du secteur financier.

Dans cette version des crises simultanées, la baisse du prix des actifs est provoquée par une récession ou une détérioration des fondamentaux. Un processus de libéralisation financière provoquant des entrées massives de capitaux induit des cycles de hausse et de baisse du prix des actifs. C'est de cette manière que de certains travaux empiriques mettent en évidence les relations très fortes entre les crises financières et de change.

Les conclusions concernant la crise asiatique sont intéressantes. Soulignant que la presse évoque le caractère inédit de cette crise, les auteurs indiquent qu'elle rappelle en bien des aspects des événements déjà expérimentés par l'Amérique Latine, notamment avec la libéralisation du compte de capital et du secteur financier dans le cadre d'un environnement déficient en matière de réglementation et de surveillance. Les problèmes bancaires se sont développés et ont conduit les autorités monétaires à abandonner le change fixe.

Dans cette analyse, la libéralisation financière peut être comprise comme un choc institutionnel exogène puisqu'elle est imposée depuis l'extérieur à la dynamique du secteur : c'est une décision politique. En remarquant que ces travaux empiriques de type macroéconomique concluent que la libéralisation financière affaiblit la capacité de résistance des banques face aux chocs macroéconomiques et que la déficience de la surveillance aggrave la vulnérabilité financière, Miotti et Plihon [2001] soulignent que les fondements microéconomiques de ce type d'études sont insuffisants.

La presque totalité des modèles de troisième génération intègre la question de la libéralisation financière qui, selon les auteurs, peut être interprétée comme un choc ou non. Il est généralement admis qu'elle a été mal maîtrisée en Asie. Cependant, son rôle dans l'éruption de la crise reste discuté. C'est l'objet de la section suivante.

³⁰ « In both types of crises [crises de la balance des paiements ou bancaire], a shock to financial institutions (possibly financial liberalization and/or increased access to international capital markets) fuels the boom phase of the cycle by providing access to financing » [p. 474, souligné par nous].

SECTION 3 DANS CERTAINS MODELES DE TROISIEME GENERATION, LA LIBERALISATION FINANCIERE PEUT ETRE ANALYSEE COMME UN CHOC INSTITUTIONNEL

Avec le déclenchement de la crise asiatique, les modèles de troisième génération ont théorisé, sans toutefois parvenir à un modèle canonique qui pourrait unifier tous les éléments en présence, un phénomène déjà observé à plusieurs reprises. La crise asiatique a représenté à grande échelle un concept repéré dans plusieurs cas isolés, une crise bancaire et une crise de change simultanées.

A cause du manque de pertinence des modèles de première et deuxième générations pour expliquer de manière satisfaisante la crise asiatique en général, et la crise thaïlandaise en particulier, les économistes ont développé de nouvelles théories. Ainsi, après son déclenchement, en 1997, apparaissent les modèles de crises de change de troisième génération [Pesenti et Tille, 2000 ; Krugman, 2001]. On a pu les qualifier aussi de modèles *inter-génération*s [Flood et Marion, 1999] dans la mesure où ils intégraient deux types de crises antérieurement définis dans les deux générations précédentes. Ces modèles traitent de crises de change à dominante bancaire. Ils prennent en considération des facteurs institutionnels [Krugman, 1998c]. Il s'agit alors de passer en revue cette littérature, sous l'angle d'un choc institutionnel qui pourrait être identifié comme une cause de la crise asiatique³¹. Nous verrons que certains modèles peuvent accepter cette hypothèse tandis que dans d'autres, elle n'y a pas sa place. Mais, avant de présenter les différentes manières d'interpréter cette crise, il s'agit d'identifier les principaux thèmes abordés par cette nouvelle littérature.

1 Les thèmes généraux abordés par les modèles de troisième génération : les mouvements internationaux de capitaux, l'illiquidité bancaire d'origine internationale et l'aléa moral

Trois thèmes sont présents dans cette nouvelle littérature [Cartapanis, 2004] : les mouvements internationaux de capitaux, l'illiquidité bancaire d'origine internationale et l'aléa moral.

³¹ Arestis et Glickman [2002] proposent une interprétation de la crise asiatique selon l'analyse de Minsky [1986 notamment]. Ils mettent en avant l'hypothèse de l'instabilité financière appliquée à une économie ouverte et libéralisée. Cette démarche diffère de la nôtre puisque nous raisonnons davantage en termes de choc.

Les mouvements internationaux de capitaux, sous forme d'investissements de portefeuille, d'investissements directs étrangers ou de crédit bancaire international, sont souvent cités comme facteurs de déstabilisation des économies asiatiques. Les années 1990, caractérisées par l'approfondissement de la finance internationale et la libéralisation financière dans les pays asiatiques, ont vu des flux importants de capitaux se diriger vers ces économies. Ils représentaient des montants considérables pour de petites économies. Mesurés en termes de points de PNB, ils pouvaient atteindre 10% par an pour la Thaïlande dans le début des années 1990. Deux phases sont à analyser dans la dynamique des flux internationaux : une phase d'euphorie lors de laquelle les capitaux arrivent en masse et une phase de retournement qui voit fuir les engagements étrangers. Lors de la première phase, les actifs domestiques, recherchés par les étrangers, voient leur prix monter et servent souvent de collatéraux pour l'emprunt bancaire. En outre, les banques domestiques, en tant qu'intermédiaires, fournissent du crédit en empruntant aux banques étrangères. Cette phase se traduit alors par un boom du crédit interne. Il est courant de voir l'apparition de bulles. Lors de la phase de retournement, tous les processus sont inversés : sous l'effet des retraits des capitaux, le prix des actifs chute, les banques domestiques stoppent le crédit... L'effet déstabilisateur des flux de capitaux dans la dynamique ayant conduit à la crise asiatique est généralement reconnu. Par exemple, Fischer [1999] insiste sur le rôle particulièrement déstabilisateur des mouvements internationaux de capitaux.

Dans cette nouvelle génération de modèles, la crise de change n'est que la résultante de déséquilibres plus profonds impliquant le secteur bancaire. Elle est donc indissociablement liée à l'arrangement institutionnel intervenu dans les années précédant son déclenchement et qui est à l'origine de l'afflux des capitaux. Le rôle des opinions du marché est déterminant dans le déclenchement de la crise puisque la fuite des capitaux s'apparente, le plus souvent, à une panique (justifiée ou non) des investisseurs étrangers. Pour une raison imprécise, à un moment donné, l'opinion bascule d'une appréciation favorable à un sentiment de crainte. La situation macroéconomique n'est donc pas suffisante pour évaluer le risque qu'un pays a de subir une crise de liquidité d'origine externe : il faut également tenir compte de l'appréciation subjective des marchés. Aussi, même s'ils ne sont pas forcément d'accord sur les facteurs déclenchant la crise, ces modèles s'accordent-ils à mettre en évidence le rôle des dysfonctionnements bancaires. La composante bancaire est présente dans toutes ces théories. L'illiquidité bancaire d'origine externe, perçue comme une cause ou une conséquence, est toujours présente. Ainsi, certains s'inscrivent dans la tradition des modèles de *run* bancaire à

la Diamond et Dybvig [1983], transposés au niveau international. Dans la troisième génération de modèles, la déstabilisation du système bancaire peut avoir plusieurs causes, touchant à la valorisation des collatéraux ou au désajustement d'échéances (emprunts à court terme, prêts à long terme). Plus globalement, cette fragilisation s'inscrit dans un contexte macroéconomique souvent dégradé mais ne devant pas nécessairement dégénérer en une crise. L'élément différenciant radicalement cette génération des deux précédentes est le déroulement de la séquence : la crise de change est le plus souvent la conséquence de la crise bancaire. En somme, ce ne sont pas de purs modèles de crise de change.

Même si la majorité des économistes reconnaît le rôle des vulnérabilités internes, notamment dans le secteur bancaire et financier, ce trait essentiel de l'avant-crise n'est pas expliqué de la même manière par tous. Pour certains, les responsables de la fragilité bancaire sont les gouvernements des pays touchés ou les institutions internationales. Cette catégorie met en avant le concept d'*aléa moral*. Les gouvernements, en garantissant implicitement ou explicitement les prêts des étrangers, auraient favorisé des comportements non conformes avec les règles de prudence. Généralement, ceux qui défendent ces idées sont les tenants les plus stricts de l'économie de marché. Pour d'autres, c'est le « modèle asiatique » de développement qui n'était pas adapté à la finance internationale.

Dans la littérature des crises de troisième génération, à notre avis, c'est sur la question de la libéralisation financière que repose une analyse possible en termes de choc institutionnel.

2 La vision « fondamentaliste » : la crise asiatique est la conséquence d'une détérioration insoutenable des fondamentaux sous l'emprise de l'aléa moral

Pour les tenants de la thèse « fondamentaliste », ce sont les vulnérabilités internes des économies asiatiques qu'il faut incriminer. Même si panique il a pu y avoir, la responsabilité première en revient aux différentes caractéristiques internes de ces économies. La composante bancaire est alors mise en avant pour expliquer la crise asiatique, tout comme les fondamentaux macroéconomiques, mais dans une moindre mesure. En réalité, cette appellation est trompeuse car, en intégrant le système bancaire et financier dans les fondamentaux, on renouvelle profondément cette notion : elle perd la spécificité qu'elle prenait dans les modèles de première et deuxième générations car elle n'intègre plus seulement les variables macroéconomiques.

La thèse défendue par Corsetti, Pesenti et Roubini [1998a] est que la crise asiatique a été provoquée par une dégradation insoutenable des fondamentaux des pays de la région. Une

fois la crise déclenchée, la sur-réaction des marchés et les comportements d'imitation la rendirent plus sévère que celle constituée par une simple correction nécessaire aux réajustements des déséquilibres. A l'origine de cette dégradation se trouve une libéralisation financière mal entreprise et des liens trop étroits entre les institutions publiques et privées, générant une situation d'aléa moral au niveau international. En fait, ces auteurs proposent une version de la crise asiatique inspirée des modèles de première et deuxième générations, mais sous l'emprise d'aléa moral et en étendant la notion des variables fondamentales. Ainsi, on comprend que dans ce type d'interprétation, les variables macroéconomiques *stricto sensu* ne sont plus au centre de l'analyse.

L'aléa moral est défini de la manière suivante par Boyer, Dehove et Plihon [2004, p. 147] : « sachant qu'ils seront secourus au moment des crises par une institution publique (aides de l'État, prêts de la Banque centrale ou du FMI), les acteurs concernés sont incités à prendre plus de risques que s'ils n'étaient pas secourus pour accroître la rentabilité de leur placement. »

Corsetti, Pesenti et Roubini [1999] ont été les premiers à appliquer l'aléa moral à la crise asiatique en en identifiant trois composantes : pour les firmes, pour le système financier et pour les investisseurs étrangers. Au niveau des firmes, la pression pour maintenir un haut niveau de croissance a conduit à une longue tradition de garanties publiques des projets privés, dont certains ont été pris en charge par les gouvernements avec des prêts ou des subventions. Dans un environnement de garanties implicites, celles-ci n'étant pas nécessairement exprimées publiquement, les entreprises ont largement sous-estimé les risques et les coûts des projets. De même, les relations interpersonnelles entre les hommes d'affaires et les politiciens, et l'habitude d'intervenir pour venir en aide aux firmes en difficulté financière, ont provoqué des négligences des entrepreneurs. Finalement, les entreprises se sentaient assurées contre les risques en cas de choc défavorable.

Quand la profitabilité des entreprises commença à décliner, les banques domestiques continuèrent à prêter. Les entrées des capitaux réduisirent le coût du capital pour les firmes domestiques et, dans le même temps, rendirent le capital plus rentable pour les investisseurs étrangers. Cette persistance du financement est l'aspect financier de l'aléa moral en Asie, phénomène qui a été encouragé par les institutions financières domestiques. Les banques domestiques contribuèrent à la fourniture de crédit pour les entreprises domestiques, sans être très regardantes sur les conditions d'attribution des prêts. Cette situation a été permise du fait

des relations privilégiées entre les banques et les firmes domestiques, faisant perdre aux banques leur capacité de contrôle sur les firmes.

Enfin, l'aspect international de l'aléa moral est incarné par les banques étrangères dont les prêts aux banques commerciales thaïlandaises ont provoqué une hausse du crédit interne. Ces capitaux ont été prêtés sans les garanties habituelles des transactions internationales, mettant en lumière la négligence des banques étrangères. Quand la rentabilité des banques thaïlandaises commença à décliner, les flux de capitaux ont continué à entrer dans le pays, sous l'effet notamment de taux d'intérêt bas dans les pays développés. Ces pratiques semblent avoir été motivées par les garanties implicites des gouvernements locaux, ou l'aide anticipée du FMI. De ce fait, les banques étrangères pouvaient se sentir couvertes en cas de choc adverse.

Radelet et Sachs [1999] rappellent que l'aléa moral a pu se manifester à deux niveaux. Le premier se situe au niveau de la communauté internationale, dont le FMI et le Trésor américain sont les principaux acteurs. Selon cette théorie, leur intervention au Mexique en 1995 aurait rassuré les investisseurs étrangers sur le cas asiatique : en cas de crise dans ces pays, les doutes quant à une éventuelle intervention de sauvetage étaient faibles. Selon ce point de vue, même si les investisseurs étrangers avaient la connaissance des problèmes croissants de certaines économies asiatiques, leur confiance dans une opération de sauvetage internationale n'était pas entamée. De ce fait, les prises de risque s'accroissaient au fur et à mesure de la dégradation macroéconomique. Néanmoins, selon ces auteurs, cette forme d'aléa moral n'a pas été très importante dans les faits puisque peu anticipaient une crise aussi violente. Ils rappellent que les seuls doutes concernaient la Thaïlande à partir de 1996. Personne n'avait anticipé la profondeur et l'étendue de la crise. Cette forme d'aléa moral leur paraît peu pertinente pour expliquer les comportements de la finance internationale à l'égard des pays asiatiques. Selon Radelet et Sachs, elle est beaucoup plus pertinente pour le cas de la Russie en 1998, quand beaucoup anticipaient une crise violente et comptaient sur un sauvetage international.

En revanche, à propos du second niveau de l'aléa moral – celui caractérisant les relations entre les banques étrangères et les entreprises domestiques –, Radelet et Sachs semblent plus convaincus de sa pertinence. Les créanciers étrangers pouvaient anticiper un remboursement des prêts accordés aux entreprises défaillantes, notamment pour celles qui étaient proches de pouvoir. Avant 1997, en Corée, les *cheabols* ont tous été soutenus par les pouvoirs publics, tout comme les banques contrôlées par l'Etat.

Au niveau microéconomique, l'aléa moral provoque une augmentation des risques. Sur le plan macroéconomique, les acteurs anticipent des politiques monétaires plus accommodantes, notamment du fait de l'intervention que devront opérer les autorités monétaires pour fournir de la liquidité à bon marché pour soutenir les banques. Les deux modes d'intervention, monétaire et budgétaire, limitent la capacité de maintien de la fixité du change.

Pour Krugman [1998a], l'aléa moral, à travers les garanties implicites des Gouvernements, est au centre des explications de la crise asiatique. Il a provoqué le sur-emprunt, puis l'effondrement du système financier et une chute auto-renforcée des prix des actifs. Le problème venait des intermédiaires financiers domestiques dont les dettes étaient supposées garanties : les prêts excessifs ont créé une bulle des prix des actifs auto-entretenue par un phénomène de spéculation. Quand la bulle a éclaté, ils ont arrêté les prêts, ce qui a entraîné une chute des prix des actifs. On peut ainsi expliquer la vulnérabilité des économies asiatiques à une crise de ce type, tout comme sa sévérité, et les phénomènes de contagion.

Pour Mishkin [1999 ; 2001], c'est l'asymétrie d'information qui est au centre de l'analyse. Si les marchés financiers fonctionnent de manière efficiente, ils assurent des mouvements de capitaux optimaux entre les différents pays. C'est l'asymétrie d'information qui affaiblit ce rôle idéal. Si elle trop importante, les marchés financiers ne peuvent plus remplir leur rôle et c'est la crise financière. La libéralisation financière (notamment en ce qui concerne le taux d'intérêt) a conduit à un boom du crédit nourri par les capitaux étrangers sous l'emprise d'aléa moral. L'affaiblissement du système bancaire est à l'origine de la crise asiatique. Les risques pris étaient considérables (manque d'habitude de management du risque et de la surveillance du système bancaire), tout comme les pertes. Ainsi, les banques domestiques ont vu une détérioration de leur bilan à cause des pertes ; la forte hausse des créances douteuses a conduit à une restriction du crédit de ces banques et à des attaques contre la monnaie. Il apparaît une contradiction entre la sauvegarde du système bancaire (qui requiert des taux d'intérêt bas) et la défense de la monnaie (qui exige des taux d'intérêt élevés). Une fois connue la situation désastreuse du système bancaire, les spéculateurs peuvent avoir intérêt à lancer une attaque contre la monnaie car la situation du pays n'est plus tenable longtemps.

Quelle place peut avoir un choc institutionnel dans ce type de modèles ? Comme la crise asiatique est la conséquence d'une dégradation des fondamentaux sous l'emprise d'aléa moral, il s'agit de déterminer comment ce facteur agit. En fait, la principale conséquence de l'aléa moral se manifeste lors d'un choc de profitabilité : au lieu de devenir plus prudents dans

l'attribution des crédits, les intermédiaires financiers continuent la même politique de crédit sans tenter de réduire les risques. C'est même l'inverse qui se produit : comme un sauvetage de l'Etat ou du FMI est anticipé par les banques, elles ne tiennent aucun compte des circonstances défavorables qui, normalement, auraient dû les faire changer de politique de crédit. Donc, l'aléa moral annule le rôle stabilisateur des marchés financiers en empêchant le retour à l'équilibre que devrait imposer un choc de profitabilité.

La libéralisation financière peut-elle être traitée comme un choc dans ce type d'analyse ? Pour Corsetti, Pesenti et Roubini [1998a ;1998b], même si elle a été mal menée, la libéralisation financière est seulement une des causes de la crise asiatique parce qu'il préexistait une situation d'aléa moral. En aucun cas, elle n'était déstabilisatrice en tant que telle. Pour les tenants de cette thèse, c'est l'aléa moral qui explique la dégradation des fondamentaux (principalement la vulnérabilité du secteur bancaire). La libéralisation financière a simplement étendu ce type de relations aux investisseurs étrangers : l'aléa moral existait depuis longtemps au niveau interne et l'ouverture financière internationale l'a fait apparaître sur le plan externe. D'après nous, on peut alors concevoir l'aléa moral comme un mode de coordination entre acteurs : il est possible de le qualifier de facteur institutionnel mais, en aucun cas, on ne peut le considérer comme un choc car il ne s'agit pas d'une modification brutale de l'environnement institutionnel.

3 Un choc de liquidité d'origine externe : une panique internationale

Deux modèles de crises de liquidité bancaire d'origine externe ont été développés pour expliquer la crise asiatique. Dans les deux cas, ce sont les investisseurs étrangers qui, pris de panique, décident brutalement de rapatrier leurs capitaux. Les fondamentaux, dégradés ou non, ne sont pas responsables de la panique des étrangers. En fait, ces théories soulèvent un problème d'action collective impliquant les investisseurs étrangers. Pour ces deux modèles, l'existence de fragilités est reconnue, notamment dans le système bancaire et financier, mais ces dernières auraient très bien pu perdurer sans dégénérer en une crise financière internationale.

La crise asiatique est une crise classique (ce n'est pas une crise de troisième génération) : c'est un run international inspiré d'un run domestique

Dans ce modèle, la crise asiatique est une pure crise de liquidité d'origine externe due à un brutal changement des anticipations des investisseurs [Chang et Velasco, 1998, 1999,

2001]. Un pays est illiquide quand ses obligations de court terme en devises excèdent le montant de ses devises mobilisables à court terme. La crise de liquidité d'origine externe se transforme en crise de change à cause de l'incompatibilité entre la politique de change fixe et celle de prêteur en dernier ressort. Pour ces auteurs, cette crise est classique du point de vue de son déroulement et le débat sur un éventuel nouveau type de crise n'a pas lieu d'être (on peut l'expliquer par les modèles de première ou deuxième génération). En conséquence, ils critiquent les théories développées pour expliquer la crise asiatique parce qu'elles sont nouvelles alors que l'on peut mobiliser les instruments traditionnels pour la comprendre. Il suffit de transposer le *run* domestique en *run* international. Les mauvaises politiques macroéconomiques ne sont pas à mettre en cause dans le cas asiatique. Le seul mauvais point de ces économies réside dans le coût du sauvetage engendré par l'effondrement des systèmes bancaires et financiers.

Le concept d'illiquidité d'origine externe est alors essentiel pour expliquer le déclenchement des crises financières internationales : c'est une condition nécessaire et suffisante d'existence des crises financières ou des crises de balance des paiements. En effet, l'illiquidité d'origine externe, dont la conséquence est l'effondrement du système financier, est au centre de l'analyse car elle met violemment en lumière les problèmes de correspondance de maturité entre l'actif et le passif. Elle est presque toujours présente lors du processus de libéralisation financière, qui accentue les problèmes d'ajustement entre le passif et l'actif. Les flux internationaux de capitaux ont tendance à aggraver la situation car ils représentent une quantité importante de ressources disponibles intermédiées par les banques domestiques. Si les emprunts sont de court terme, le risque pour les banques domestiques s'accroît : un *run* des banques étrangères (un refus de renouveler les lignes de crédit) rend les banques domestiques très rapidement illiquides.

Le reflux des capitaux, lié à la panique des étrangers, provoque deux phénomènes : une tension majeure sur le maintien de la fixité du change et l'illiquidité des banques domestiques. L'effondrement du taux de change est la conséquence d'une incompatibilité fondamentale entre la sauvegarde du système bancaire et le maintien du taux de change. Pour aider les banques, il faut impérativement limiter les hausses des taux d'intérêt et fournir de la liquidité, ce qui requiert une politique monétaire expansionniste. En outre, face à une dépréciation de la monnaie domestique, les agents privés préfèrent détenir de la monnaie étrangère, ce qui renforce la chute de la monnaie locale dans un processus auto-réalisateur : ce sont les crises

jumelles, bancaire et de change. Le maintien de la fixité du change nécessite, quant à lui, une politique monétaire restrictive, incompatible avec la sauvegarde du système bancaire.

Mais la différence entre l'illiquidité et l'insolvabilité est très ténue : une banque illiquide peut annuler un projet qui, par conséquent, perd une grande partie de sa valeur et rend cette banque insolvable. En pratique, les faillites et les bilans dégradés peuvent aussi bien être la cause que la conséquence de la crise. Le seul point commun entre tous les pays touchés par la crise est d'être dans une situation d'illiquidité d'origine externe à cause d'un passif en dollars exigible à court terme et d'un actif en monnaie locale plus ou moins illiquide. Le reflux des capitaux a provoqué des faillites dans le système bancaire puis dans le système productif.

Pour le pays, le prix à payer est beaucoup plus élevé que les éventuelles erreurs macroéconomiques : des fondamentaux faiblement dégradés (une faible sur-évaluation du taux de change) et un choc exogène de faible importance peuvent produire des changements considérables dans les prix des actifs. Cette conclusion est identique à celle des tenants de la thèse « fondamentaliste ».

Le déclenchement de la crise est toujours exogène : dans une situation où le passif liquide est supérieur à l'actif liquide, un choc exogène ou une perte de confiance soudaine peut inciter les détenteurs d'actifs à liquider leurs positions mais tous ne peuvent pas le faire simultanément. Une crise financière internationale peut même se développer quand la confiance reste haute et qu'aucun choc exogène n'intervient. Si les banques domestiques sont globalement illiquides, il suffit qu'elles prennent la décision de vendre des actifs ou d'interrompre des projets improductifs pour créer une panique des étrangers.

La crise repose alors sur un processus auto-réalisateur : en refusant de renouveler les crédits, certaines banques étrangères en incitaient d'autres à les suivre car celles qui continuaient risquaient de faire des prêts à des institutions qui allaient devenir insolubles. La dépréciation du change rendait les banques domestiques très exposées au risque de change sur les emprunts en dollars : les déposants étaient incités à retirer leurs dépôts car ils anticipaient une faillite de leur banque, d'autant plus qu'il leur était impossible de distinguer les établissements solvables de ceux potentiellement en faillite. Les entreprises, du fait de la dépréciation du change, voyaient augmenter le service de leur dette : les banques étaient désincitées à leur accorder des crédits car elles ne pouvaient pas distinguer les entreprises solvables des autres et risquaient de se retrouver avec des créances douteuses.

Quelle est la place de la libéralisation financière dans ces modèles ? Elle conduit à un affaiblissement de la position de liquidité externe mais elle n'est pas, en elle-même, responsable de la crise. Elle ne peut être comprise et analysée comme un choc. Comme la crise est la conséquence d'une panique des étrangers, comparable à un *run* domestique mais transposé au niveau international, sans modification des fondamentaux, les conditions institutionnelles ne trouvent pas leur place dans ce type de modèle. Ainsi, il est admis que la libéralisation financière conduit à une hausse de la vulnérabilité du système bancaire mais, en aucun cas, elle n'est responsable de la crise, qui est provoquée par un choc exogène, voire même sans choc du tout : un retournement brutal des opinions des investisseurs étrangers suffit à déclencher un processus auto-réalisateur dont l'issue est nécessairement une crise de change. De même, l'analyse des conditions internes, dans un tel modèle, ne trouve pas sa place : la panique est indépendante de la structuration interne des économies asiatiques. L'élément central est simplement la représentation qu'ont les étrangers de ces économies, indépendamment de leur organisation institutionnelle. C'est une interprétation centrée exclusivement sur la perception des étrangers.

La crise asiatique est une crise de liquidité bancaire d'origine externe résultant d'un défaut de coordination entre prêteurs étrangers

Radelet et Sachs [1998] mettent en avant plusieurs facteurs de vulnérabilité dans les pays asiatiques. Outre l'instabilité des marchés financiers internationaux, leur théorie met en évidence deux chocs macroéconomiques durant la période 1994-1996 : l'apparition de nouvelles économies très compétitives (Chine et Mexique notamment) et l'appréciation du dollar face au yen, rendant les exportations asiatiques moins compétitives. Cependant, pour ces auteurs, ces chocs semblent avoir un impact limité. Chacun des cinq pays touchés a mis en place la libéralisation financière sans pour autant avoir terminé le programme au moment de la crise. Mal mené, le processus a conduit à un affaiblissement du système bancaire, caractérisé notamment par un recours massif à l'emprunt étranger à court terme (provoquant une forte hausse du crédit interne) et par une mauvaise surveillance des institutions bancaires et financières. Cependant, ces vulnérabilités, qui laissaient les économies asiatiques très sensibles à des retournements des flux de capitaux, ne sont pas directement responsables de la crise.

Radelet et Sachs mettent en évidence sept vulnérabilités. Entre 1990 et 1996, le montant des flux de capitaux pour les cinq pays touchés est monté à environ 6% du PNB. Ces

mouvements internationaux ont rendu les pays très sensibles aux renversements de tendance. Les gouvernements successifs ont maintenu un taux de change fixe sur la période, avec seulement quelques variations. Cette stratégie visait à éliminer les risques de change pour les investisseurs étrangers, ce qui a conduit à accroître les flux de capitaux. Les taux de change réels de l'ensemble de ces pays ont augmenté à la suite des entrées massives de capitaux. Cependant, ce mouvement a été plus important pour le Brésil que pour l'ensemble des pays asiatiques touchés par la crise. Au milieu des années 1990, le taux de croissance des exportations a commencé à décroître et ce mouvement s'est accéléré en 1996. Le crédit bancaire a beaucoup crû dans l'ensemble de la région. Les nouveaux prêts ont été accordés en contrepartie d'emprunts bancaires étrangers. Les nouveaux crédits bancaires ont servi à financer des opérations spéculatives. Enfin, une part croissante de l'emprunt bancaire était à court terme. Ainsi, le ratio (dettes à court terme/réserves de change) a dépassé 1 à partir de 1994 pour trois pays asiatiques, un ratio supérieur à 1 constituant une situation dans laquelle un pays ne peut pas faire face à des reflux massifs de capitaux. En fait, ces sept éléments caractérisent une situation de vulnérabilité accrue pour l'ensemble des pays asiatiques mais ne justifient pas, en eux-mêmes, la crise. Tous ces facteurs de vulnérabilité se concentraient dans le secteur privé plus que dans le domaine de l'Etat, puisque dans la majeure partie des cas, les indicateurs nationaux étaient plutôt satisfaisants.

La principale explication réside dans le diptyque insolvabilité/illiquidité : un emprunteur insolvable se retrouve dans l'impossibilité de rembourser ses dettes parce que sa richesse nette ne le lui permet plus. Il s'agit alors d'une situation permanente et définitive. En revanche, un emprunteur illiquide se retrouve momentanément empêché de rembourser ses dettes : il s'agit d'une situation temporaire puisqu'il dispose de la richesse nette pour le faire. C'est, dans ce cas, un problème d'ajustement des entrées et des sorties de capitaux dans le temps. Une crise de liquidité a lieu quand un emprunteur illiquide mais solvable n'est plus capable d'emprunter des capitaux sur les marchés financiers pour assurer le remboursement de sa dette. Le système bancaire et financier devrait assurer le financement de cet emprunteur car il est solvable. Et c'est justement cette incapacité et ce manque de volonté pour fournir des capitaux qui est à l'origine de la crise asiatique.

L'action individuelle de prêter se fait toujours en tenant compte de la volonté des autres prêteurs. C'est un acte participant d'une action collective. Ainsi, le marché financier peut devenir défiant envers une entreprise solvable mais illiquide si plusieurs de ses créanciers décident simultanément d'interrompre la fourniture de crédit. A terme, le reste des créanciers

de bonne volonté refusera d'intervenir en invoquant le risque de solvabilité. Si, au bout d'un certain temps, tous refusent d'agir, l'entreprise en manque de liquidité finit par faire faillite et devenir insolvable. En définitive, la défiance de quelques-uns s'est transmise à l'ensemble. Le marché passe à un nouvel équilibre dans lequel aucun prêteur ne veut prendre une décision positive car il anticipe une défiance généralisée vis-à-vis de cet emprunteur illiquide.

Un tel modèle montre l'existence de sauts dans un système à équilibres multiples. Dans le cas d'un fonctionnement routinier du marché financier, plusieurs prêteurs octroient du crédit à une entreprise. Les prêts sont régulièrement renouvelés sans que la question ne se pose véritablement. En cas de crise financière, aucun prêteur ne veut faire de crédit car il pense que les autres vont agir comme lui. Finalement, on met en lumière un échec de la coordination entre les différents prêteurs.

Selon Radelet et Sachs [1998], au début de 1997, les investisseurs étrangers ont commencé à ne pas renouveler les prêts aux pays de la région, ce qui mettait les monnaies locales sous pression. A partir de juillet 1997, sous l'effet de deux phénomènes cumulatifs, les reflux des capitaux et la dépréciation des monnaies (après l'abandon de la fixité), le comportement des investisseurs étrangers entra dans une spirale auto-aggravante de panique à plusieurs niveaux : la non distinction entre tous les pays de la zone (puisque la Thaïlande était atteinte, tous les autres pays pouvaient l'être également), la méfiance pour renouveler les prêts ou en octroyer de nouveaux à mesure que les monnaies se dépréciaient (ce qui rendait le remboursement de la dette d'autant plus difficile), la clôture des positions des nombreux emprunteurs essayant d'acheter de la dette étrangère pour la raison qu'ils s'étaient endettés à l'étranger sans couverture, la dégradation de la note de ces pays par les agences de notation (ce qui justifiait *ex post* les reflux de capitaux), la réponse des autorités et des organisations internationales ayant pour effet d'aggraver la panique.

Ces différents éléments expliquent la panique internationale et la crise de liquidité d'origine externe qui s'en est suivie. Les économies asiatiques étaient vulnérables et des accidents imprévus ont provoqué la crise mais elle aurait très bien pu ne pas se déclencher.

Soulignons que Radelet et Sachs [1999] ont nuancé le point de vue selon lequel la crise asiatique n'est qu'une crise de liquidité d'origine externe et ont admis l'importance de la composante bancaire dans les causes de la crise. Selon eux, l'origine de la crise se trouve toujours dans le renversement brutal des flux de capitaux mais ils identifient quatre causes : les faiblesses des économies asiatiques (notamment dans le domaine des politiques financières, industrielles et de change), le sur-investissement dans des activités douteuses sous

l'emprise de l'aléa moral (garanties implicites ou explicites...), la panique financière qui a transformé un léger retrait de capitaux en un *run* international, la dévaluation du change ayant incité les investisseurs étrangers à retirer tous leurs capitaux. Ainsi, la pure panique financière consécutive aux instabilités des marchés internationaux de capitaux leur apparaissait comme une explication insatisfaisante.

Dans ce type de modèle, le défaut de coordination entre les investisseurs étrangers ne résulte pas d'un choc institutionnel puisque ce n'est pas une modification brutale touchant les institutions qui a engendré la crise asiatique. L'incapacité des différents acteurs à se coordonner entre eux traduit une vulnérabilité intrinsèque du système financier international mais n'est pas la résultante d'un choc réel, monétaire ou institutionnel. C'est plutôt la mise à jour d'une fragilité latente qui ne se serait pas nécessairement manifestée. Mais un événement imprévu a fait ressortir cette vulnérabilité.

Pour Marshall [1998, p. 13], un défaut de coordination internationale pouvant conduire à un *run* international (comme c'est le cas pour la crise asiatique) est la manifestation d'une crise systémique : « In its most general usage, the term systemic crisis describes a shock to the financial system that impairs crucial functions of the system, such as asset valuation, credit allocation, and payments. » Selon lui, les investisseurs étrangers ont choisi, à un moment donné, les uns à la suite des autres, de ne plus renouveler les crédits, en fondant leur décision sur des anticipations négatives quant aux choix des autres investisseurs. D'après la définition de Marshall, on pourrait considérer le risque systémique comme un choc institutionnel.

4 Un choc monétaire externe

Une autre manière de considérer un choc consiste à expliquer la crise asiatique comme le résultat d'un choc monétaire, comme une dévaluation d'une monnaie d'un pays concurrent. Dans ce type de modèle, ce ne sont ni le système bancaire ni, plus généralement, les arrangements institutionnels domestiques qui sont en cause mais la capacité du pays à faire face à une modification brutale de la contrainte extérieure.

Selon Whitt [1999], c'est la dégradation des conditions macroéconomiques mondiales qui a affaibli tous les pays d'Asie et a engendré la crise asiatique. L'auteur identifie trois chocs externes (réels ou monétaires) susceptibles d'expliquer cette crise : la dévaluation chinoise de 1994, la récession japonaise à partir de 1990, l'appréciation du dollar face au yen

à partir de la mi-1995. La dévaluation chinoise a eu pour conséquence d'améliorer la compétitivité de la Chine mais c'est surtout la politique d'ouverture et d'exportation qui a mis sous pression les pays d'Asie du Sud-Est à cause de leur modèle de croissance fondé sur les exportations. La concurrence de la Chine aurait remis en cause ce modèle de croissance mais le niveau des exportations dans les années 1990 semble difficilement pouvoir expliquer l'extension de la crise à l'ensemble de ces pays. La récession japonaise a commencé dès 1991 : il est alors peu probable que la diminution des importations japonaises ait pu provoquer une crise si tardivement. En fait, l'explication la plus plausible reste l'appréciation du dollar vis-à-vis du yen à partir de 1995. De fait, les monnaies asiatiques ancrées sur le dollar se sont appréciées contre le yen et les monnaies européennes, ce qui a produit une baisse de compétitivité pour les pays asiatiques. On a effectivement vu une baisse des exportations pour ces pays. Whitt conclut qu'un choc externe touchant plusieurs pays peut créer une crise financière majeure.

Selon Warr [1999], il existe des facteurs de long terme expliquant la crise asiatique et d'autres de court terme. La crise peut être expliquée par l'augmentation du stock des investissements directs étrangers (IDE), qui constitue un choc externe. La crise thaïlandaise fut le point culminant d'une période de boom, marquée par une croissance et une durée exceptionnelles. On ne peut pas expliquer ce boom par des facteurs internes (hausse de la productivité, ou amélioration de l'éducation). Par contre, si l'on prend en compte la hausse des flux des IDE à partir de 1987, on peut expliquer le processus qui a conduit à la crise. Le stock des IDE s'est accru nettement plus rapidement que celui des dépôts domestiques dans les années 1990. Le baht a connu une très forte appréciation réelle dans les années 1990, voire même depuis 1988, c'est-à-dire bien avant l'appréciation du dollar en 1995. Cette situation a conduit à un recul de la capacité exportatrice de la Thaïlande. L'élément de court terme est la baisse des exportations, qui a miné la confiance des investisseurs et provoqué des attaques spéculatives.

5 Un choc institutionnel : l'incompatibilité entre le modèle asiatique de développement et la libéralisation financière

Reconnaissant que la crise asiatique est due à des vulnérabilités internes insoutenables, certains rejettent catégoriquement le concept de l'aléa moral, qui, selon eux, est trop marqué par l'analyse occidentale et la doctrine du marché. Ils critiquent cette littérature à cause de son ethnocentrisme et, surtout, de son incapacité à comprendre le fonctionnement des économies

asiatiques. Pour eux, c'est le modèle asiatique qui n'était pas adapté à la nouvelle donne internationale, notamment avec la libéralisation financière.

La critique du concept de l'aléa moral et du « crony capitalism » (le capitalisme « népotique »)

La critique la plus virulente du concept de l'aléa moral comme explication de la crise asiatique, et de son application pratique à travers le « crony capitalism », est sans doute formulée par Furman et Stiglitz [1998], qui font remarquer que les différents avantages perçus du modèle asiatique se sont brutalement transformés en défauts majeurs à partir de 1997. Il était courant de mettre en exergue les capacités du modèle asiatique à générer de la croissance et à réduire la pauvreté. On pouvait considérer que le miracle asiatique était dû aux politiques commerciales et industrielles des gouvernements, au taux d'épargne élevé, aux liens entre les industries et les banques (comme en Corée)... En revanche, après la crise, une certaine frange des économistes se mit à critiquer avec virulence ce modèle de développement en transformant chacun des avantages en défauts majeurs. On ne parle plus alors de coordination entre le Gouvernement et le monde des affaires mais de « crony capitalism ». Cette coordination était censée améliorer la qualité de l'information car les deux parties se connaissaient mieux mais, après coup, on parle de collusion voire de corruption. Frankel [1998, p. 2] porte un jugement similaire sur ce retournement des analyses : « Ten years ago, finance experts called it relationship banking and thought it might help to minimize “problems of asymmetric information and incentive incompatibility;” today we call it “crony capitalism.” »

Cet argument de l'aléa moral est généralement développé par les tenants de la libéralisation financière et de la non intervention de l'Etat. Ainsi, ces économistes critiquent le modèle de développement asiatique qui ne correspond pas au modèle standard anglo-saxon. Pour Wade et Veneroso [1998], qui s'interrogent sur cette rhétorique, les commentateurs occidentaux ne comprennent pas la logique de ces relations spécifiques à l'Asie, qui s'inscrivent dans la durée. Ces relations réciproques sont bénéfiques tant pour les banques que pour les entreprises.

Aussi, pour ces auteurs, qui ne se reconnaissent pas dans l'argumentation de l'aléa moral, la crise asiatique doit au contraire être comprise comme une incompatibilité fondamentale entre le modèle de développement asiatique et la libéralisation financière. Pour eux, c'est la libéralisation financière, soutenue par les élites occidentales, qui a provoqué la crise asiatique,

alors que les tenants de l'aléa moral et du « crony capitalism » critiquent *ex post* le modèle asiatique en invoquant ses défauts présumés et son incapacité à absorber les modifications institutionnelles liées à la libéralisation financière. Pour les uns, c'est la libéralisation financière qui est en cause tandis que pour les autres, les responsabilités doivent être cherchées du côté du modèle de développement.

Radelet et Sachs [1999] critiquent l'idée selon laquelle la corruption est à l'origine de la crise asiatique. Ils reconnaissent que la corruption était endémique dans bon nombre de pays asiatiques mais qu'elle n'est pas l'apanage de ces pays. Certains pays présentant un haut niveau de corruption n'ont pas été atteints ; il est alors difficile de faire un lien évident entre corruption et crise.

Une remise en cause des avantages de la libéralisation financière

Pour Furman et Stiglitz [1998], la question centrale est la suivante : comment une telle réussite sur la plan du développement économique a-t-elle pu se transformer en une crise d'une telle ampleur ? Un changement important a été le processus de libéralisation financière et d'ouverture du compte de capital. Mais cette modification institutionnelle n'a pas été accompagnée d'une surveillance efficace et d'une réglementation bancaire adéquate. La crise asiatique est donc la conséquence d'une libéralisation financière mal encadrée.

Le miracle asiatique est réel : la croissance a été très importante, la pauvreté a reculé, la longévité a augmenté. En somme, il s'agit d'expliquer les raisons de la transformation du miracle en un tel fiasco. Pour Furman et Stiglitz, il existe trois réponses : le système asiatique a été incapable de s'adapter aux modifications mondiales intervenues durant la décennie 1990 (notamment avec l'accroissement de l'intégration financière internationale), les politiques qui avaient été efficaces dans les précédents stades de développement des pays asiatiques paraissaient mal adaptées dans un stade plus avancé, les pays asiatiques ont abandonné une partie des politiques qui avaient donné des résultats positifs dans le passé. Les mouvements internationaux de capitaux ont imposé des fortes contraintes sur ces pays. Les quantités importantes de capitaux ont mis les pays destinataires dans une situation de vulnérabilité en cas de retrait brutal. Ainsi, le développement de la finance est allé trop vite pour ces pays qui n'ont pas eu le temps de s'adapter à ces nouvelles contraintes. Pour éviter les sous-entendus idéologiques liés à l'utilisation de l'argument de l'aléa moral, Furman et Stiglitz affirment que les politiques qui avaient bien fonctionné pour le développement des économies asiatiques dans les années 1970-1980 se sont révélées inadaptées aux nouvelles contraintes

internationales. Ainsi, les gouvernements coréens successifs pratiquaient une politique de crédit discrétionnaire lorsque les *cheabols* étaient en difficulté, ce qui permettait d'absorber les risques liés au très haut niveau d'endettement de ces firmes, lorsque la demande était moins importante. Quand la Corée s'est tournée vers l'économie de marché et a mis en place l'ouverture internationale, les pouvoirs publics ont été moins enclins à soutenir les entreprises en difficulté, les laissant gérer seules leur endettement colossal. Ainsi, la politique de soutien étatique apparaissait moins pertinente aux yeux des autorités alors même que les contraintes internationales la rendaient peut être encore plus nécessaire. Le troisième point concerne principalement le risque lié au démantèlement des contraintes pesant sur les marchés financiers à travers le processus de libéralisation. Historiquement, les contraintes touchant les mouvements des capitaux, les taux de change ou les participations étrangères étaient très fortes dans ces pays. Le démantèlement brutal de tous ces outils de contrôle a produit une déstabilisation des systèmes bancaires et financiers.

Pour Wade et Veneroso [1998], la crise a été aggravée par la non prise en compte des particularités du modèle asiatique de développement. Le FMI ignore ces facteurs lors de l'établissement de sa politique de libéralisation, laquelle a donc eu un coût important et des bénéfices limités pour ces économies. Dans les économies asiatiques, l'endettement bancaire des entreprises est bien plus important que dans les pays développés ou d'Amérique du Sud. Cela est dû au taux d'épargne qui est beaucoup élevé que dans les pays occidentaux. Cette épargne, qui provient majoritairement des ménages, est placée sous forme de dépôt dans les banques commerciales. Les firmes sont les plus grands emprunteurs car ni les gouvernements ni les ménages n'ont de gros besoins. En conséquence, il existe une forte coopération entre les firmes et les banques commerciales. Peut-on alors parler de « crony capitalism » ? Non, puisqu'il s'agit d'un développement caractérisé par un fort taux d'épargne et un ratio élevé (dettes/fonds propres), et marqué par une collaboration intense entre les firmes et les banques, une politique industrielle nationale, et des incitations pour les investissements.

De ce fait, comment comprendre la crise de 1997 ? Les banquiers étrangers ont prêté beaucoup de capitaux dans les années 1990 en pensant que la forte croissance allait perdurer. D'un autre côté, les pays asiatiques, avec l'appui des pays occidentaux et du FMI, ont pratiqué une politique de libéralisation : pas de contrôle de l'endettement externe des entreprises, abandon des ajustements entre emprunt et investissement... En somme, la coopération avec l'étranger aurait sapé les bases du modèle asiatique de développement. La

dette extérieure a crû très fortement à cause des possibilités d'emprunter facilement à l'extérieur.

Selon Wade [1998], la crise s'est préparée en plusieurs étapes : le capital est venu en Asie à partir des Accords du Plaza en 1985. Ensuite, les fortes disponibilités en liquidité internationale ont été la cause de ces entrées de capitaux. Dans les années 1990, les gouvernements asiatiques ont déréglementé leurs systèmes financiers. Mais il n'y a pas eu d'amélioration de la réglementation interne adaptée à la structure de l'environnement international. En Asie, les banques et les sociétés financières étaient quasiment toutes gérées par des familles. Les entreprises ont pu faire des emprunts à l'étranger sans contrôle. La bulle immobilière de Thaïlande explosa en 1995, tout comme la bulle boursière, mettant en difficulté les banques commerciales et les sociétés financières, ce qui inquiéta les investisseurs étrangers. La principale cause de la crise fut la libéralisation financière sans mise en place d'un système de réglementation efficace. La cause est à partager entre les gouvernements occidentaux et asiatiques.

Pour ces différents auteurs, la libéralisation financière constitue un choc institutionnel suffisant pour expliquer la crise asiatique. Même si ces modifications institutionnelles furent adoptées selon les règles des institutions financières internationales, elles ont également eu une origine interne. Mais la libéralisation financière remet en cause un mode de développement éprouvé depuis plusieurs décennies. Si l'on peut interpréter la libéralisation financière comme un choc institutionnel, il convient de montrer en quoi elle a constitué un choc externe et interne pour ces pays. Même si elle s'est déroulée sur plusieurs années, elle constitue bien un choc tant les modifications touchant les systèmes bancaires et financiers ont été importantes. Ce sont plusieurs décennies de fonctionnement très encadré qui ont été remises en cause en quelques années seulement. Il est alors pertinent de parler de « choc ».

SECTION 4 COMMENT ANALYSER LA THAÏLANDE COMPTE TENU DES ENSEIGNEMENTS TIRES DES MODELES DE TROISIEME GENERATION ?

Comme cela avait été rapidement évoqué en introduction, trois enseignements peuvent être tirés de la troisième génération de modèles de crises de change. Prendre *la crise asiatique* comme une entité fait disparaître les particularités nationales et impose de considérer une seule et même crise pour l'ensemble des pays. Deuxièmement, cette littérature incite à

prendre en compte les facteurs institutionnels ayant concouru au déclenchement de la crise, comme la structure du système bancaire et financier, les mécanismes de libéralisation financière ou les questions de réglementation. Enfin, en se penchant sur le cas thaïlandais, il ressort une importance accrue des acteurs financiers non bancaires (les sociétés financières) sans que, selon nous, leur rôle soit suffisamment identifié dans la genèse de la crise.

Ainsi, dans un premier temps, il s'agit de montrer que l'analyse globale de la crise asiatique constitue certainement une démarche intéressante. Mais il apparaît nécessaire d'approfondir les approches individuelles. En se situant au-delà d'une première ébauche englobant l'ensemble des pays touchés par la crise, il semble pertinent de montrer les caractéristiques nationales, d'autant que la troisième génération de modèles de crise de change insiste tout particulièrement sur les conditions institutionnelles, internes comme externes. Sans prétendre à l'exhaustivité, puisque nous avons décidé de nous concentrer sur un seul pays, nous montrerons à titre d'exemple comment un auteur peut analyser différemment chacun des pays touchés par la crise. Ce premier constat se comprend comme une remarque générale sur la troisième génération de modèles.

Ensuite, en nous focalisant plus précisément sur le cas thaïlandais, nous ferons apparaître que plusieurs études abordent un aspect institutionnel original : la surveillance et la réglementation du système bancaire et financier. Il s'agit de la réglementation concernant les activités des banques et des institutions financières. Globalement, on conclut que, pour la Thaïlande, celle-ci était de faible qualité et montrait de nombreux signes de défaillance, notamment en la comparant avec celle des pays développés. Cet élément, trop souvent abordé de manière succincte, semble être un point de départ prometteur pour une meilleure compréhension des conditions institutionnelles internes.

Enfin, un autre aspect a souvent été évoqué. En Thaïlande, la présence d'acteurs tout à fait particuliers a été mise en évidence par plusieurs observateurs : les sociétés financières. En se différenciant radicalement des banques commerciales, elles ont tenu un rôle remarquable dans la genèse de la crise.

1 La nécessité d'analyser la situation de chaque pays touché par la crise

Une critique que l'on pourrait porter sur la troisième génération de modèles de crises de change tient au fait que, bien souvent, tous les pays sont traités de la même manière. Souvent, on évoque *la crise asiatique* comme si tous les pays avaient subi la même crise. En fait, la

principale difficulté réside dans le fait qu'un ensemble de pays a été touché presque simultanément dans une zone bien définie. Il est alors tentant de les traiter tous, comme s'ils avaient connu une seule et même crise. En somme, il convient de faire la part des généralités que l'on peut retrouver dans chacun des pays mais aussi des individualités, ce qui fait que chaque pays est unique. Cette situation crée une tension entre le particulier et le général.

Pour illustrer l'intérêt qu'il y a à approfondir l'analyse de chaque pays, citons Sgard [2002] qui, dans ses interprétations des crises de la Thaïlande, de la Corée et de l'Indonésie, conclut que la crise asiatique n'est pas de même nature pour tous. La Thaïlande traversa une crise bancaire et financière, doublée d'une crise de change. La Banque de Thaïlande tenta, sans succès, de sauver indistinctement les banques commerciales et les sociétés financières avant juillet 1997 mais une grande partie du système financier et bancaire était déjà insolvable avant la crise de change. Une fois celle-ci déclarée, l'illiquidité d'origine externe s'est ajoutée à l'insolvabilité du système bancaire et financier, à cause du reflux des capitaux. Le crédit s'est ralenti et les faillites d'entreprises se sont accélérées. A partir de novembre 1997, l'Etat ferma les banques commerciales et les sociétés financières insolubles et garantit le passif. Mais une seconde crise bancaire apparut : les banques devaient respecter de nouvelles normes prudentielles, ce qui les conduisit à stopper presque complètement le crédit. Les entreprises, très dépendantes du crédit bancaire, ont beaucoup souffert de ce rationnement. Par opportunisme, certaines entreprises stoppèrent le paiement des intérêts, ce qui justifia *ex post* l'action de limiter le crédit de la part des banques. Ainsi, l'illiquidité externe (en dollar) s'est transmise au niveau interne (en baht). En revanche, pour Sgard, la Corée est l'exemple typique de la crise de liquidité d'origine externe : les capitaux sont partis mais le système interne des paiements n'a pas été affecté. Les banques, liens entre l'Etat et les *cheabols*, ont profité de la déréglementation pour s'endetter massivement à l'étranger. Les *cheabols* ont commencé à faire faillite en 1997 (9 faillites sur les 30 plus grands en juin) et les banques ont vu apparaître des créances douteuses. La Banque de Corée les a soutenues sans distinction en cachant cette intervention aux étrangers. A partir du 24 octobre, les banques étrangères refusèrent de refinancer les lignes de crédit, agissant selon le principe du *run* bancaire transposé au niveau international. Enfin, Sgard analyse le cas de l'Indonésie comme une crise monétaire. Le 2 novembre fut annoncée la fermeture de 16 banques insolubles (sur 250, soit 3,5% du bilan consolidé du système bancaire) sans explication claire, ce qui provoqua la panique des déposants étrangers et nationaux. Le reflux de capitaux fit chuter le taux de change. Les banques se retrouvèrent presque toutes illiquides. Les injections de liquidité de la

Banque centrale ont provoqué une inflation très importante au début de janvier, avec une révision des prix deux ou trois fois par jour. Les biens de consommation courants (6-8 janvier), puis durables (8-10 janvier) furent utilisés pour remplacer la monnaie : les agents économiques fuyaient devant la monnaie. Le service de la dette fut interrompu fin de janvier pour les banques et les entreprises.

Ainsi, pour Sgard, la crise asiatique est multiple et chaque pays doit être analysé individuellement. Il semble donc pertinent de prendre en compte les situations individuelles. C'est la raison qui nous pousse à nous focaliser sur la crise thaïlandaise.

2 Pour la Thaïlande, la surveillance et la réglementation du système bancaire et financier est un facteur institutionnel régulièrement évoqué

Un nombre important d'analyses met en avant la réglementation inadaptée du secteur bancaire et financier. Selon Corsetti, Pesenti et Roubini [1998a, 1998b], qui insistent sur les faiblesses du secteur bancaire et financier, elle se serait conjuguée avec des relations trop étroites entre les institutions publiques et privées pour constituer la toile de fond de la crise asiatique. Ainsi, le secteur bancaire et financier a fonctionné avec plusieurs types de distorsions dans la période précédant la crise asiatique : une surveillance laxiste et une réglementation inadaptée, des ratios prudentiels trop bas, un manque d'incitations compatibles avec un système d'assurance des dépôts, une expertise insuffisante des institutions de contrôle, des incitations inadaptées pour la sélection et le contrôle des projets, de la corruption dans les pratiques de prêts, une allocation des crédits ne répondant pas aux critères de marché. Ces divers aspects de la défaillance dans la surveillance du secteur bancaire et financier furent amplifiés avec la déréglementation financière et contribuèrent à une augmentation significative de la vulnérabilité du système bancaire et financier. Laurence [1999, p. 350] soutient également que les pays asiatiques ont connu des défaillances dans la surveillance du système bancaire dans les années 1990 et que ce facteur fut une des principales causes de la crise.

Pour Mishkin [1999], la réglementation et la surveillance financière ont été trop faibles dans les pays asiatiques. Cela a notamment été le cas lors de la libéralisation financière, qui a fait apparaître de nouvelles opportunités pour les acteurs domestiques. Les autorités en charge de la surveillance des banques ont été incapables de mener leur mission à bien compte tenu de la forte croissance du crédit mais aussi à cause de l'extension du champ de l'activité bancaire. La libéralisation financière a exacerbé un problème déjà existant dans des années 1980. Selon

Radelet et Sachs [1998, p. 16], la crise asiatique trouve ses origines dans les défaillances du système bancaire et financier. L'extension des activités financières et bancaires n'a pas été accompagnée par une réglementation adéquate et une surveillance efficace. Les réformes adoptées en ce sens n'ont pas été menées à leur terme. De même, cet accroissement des activités bancaires a rendu le travail de surveillance bien plus difficile et exigeant en termes de compétences et de temps.

Selon Furman et Stiglitz [1998, p. 2], la libéralisation financière et l'ouverture du compte de capital, sans mise en place d'une surveillance adaptée, ont constitué un changement majeur dans les années 1990. Un processus de libéralisation financière qui n'est pas accompagné par une amélioration significative de la surveillance du système bancaire et financier se traduit souvent par une crise financière. Pour les pays en développement, la question est encore plus prégnante dans la mesure où les banques et les institutions financières ont pris l'habitude de fonctionner dans un environnement protégé avec une concurrence faible, voire inexistante. Les banques domestiques sont dans l'incapacité de concurrencer efficacement les banques étrangères disposant d'une expérience dans le cadre de la concurrence internationale. Dans un environnement protégé, les incitations à limiter les risques de crédit sont faibles. De ce fait, avec la libéralisation financière, les banques n'avaient souvent pas l'expérience pour mettre en place une politique efficace de gestion des risques.

Furman et Stiglitz [1998, p. 28] reconnaissent qu'une réglementation efficace et adaptée est nécessaire pour la croissance et la stabilité financière mais ils expliquent que ses effets ne sont pas toujours suffisants dans la mesure où, même si elle peut limiter les risques pris par les banques, elle n'est pas forcément efficace pour réduire les emprunts étrangers contractés par les entreprises. Les auteurs se demandent ce qui se serait passé si les autorités avaient maintenu le système de change mais avaient amélioré la réglementation du secteur. Dans ce cas, ils supposent que les autorités réglementaires auraient limité les capacités d'emprunt à court terme des banques. Mais les institutions financières non bancaires ou les entreprises auraient pris leur place en empruntant massivement à l'étranger plutôt que de passer par elles.

De même Lindgren et *alii* [1999] affirment que les règles prudentielles et la surveillance du système bancaire et financier étaient trop faibles en Thaïlande. Ils insistent, entre autres, sur la classification des prêts ou le niveau des provisions. Mais ils remarquent aussi que l'encadrement des acteurs bancaires et financiers était trop fragmenté : « The prudential framework was generally weak and fragmented. The ministry of finance was charged with the overall authority for supervision of banks and finance companies, but had delegated the day-

to-day responsibility for supervision to the Bank of Thailand. The ministry of finance had authority to grant, suspend, and revoke banking licenses and to intervene in banks and finance companies through a control committee for each institution. Liquidation of financial institutions was under ministry of finance authority and was subject to the bankruptcy act for nonfinancial corporations » [Lindgren et *alii*, 1999, p. 94].

3 En Thaïlande, les sociétés financières étaient des acteurs atypiques du système financier

Alors que la troisième génération des modèles de crises de change insiste sur la composante bancaire et financière dans l'origine de la crise asiatique, peu de travaux de recherche ont été consacrés à l'étude du système bancaire et financier thaïlandais et à son évolution sur la longue période.

Plusieurs auteurs ayant travaillé sur le cas thaïlandais ont souligné la présence des sociétés financières. Sgard [2002, p. 29] met en lumière leur rôle dans le financement de la bulle immobilière : « En Thaïlande, le principal maillon faible était une grosse bulle spéculative sur le marché immobilier, financée en bonne partie par les banques, mais surtout par une nouvelle classe d'institutions – des *compagnies financières*. Faiblement régulées, elles avaient recyclé massivement sur ce marché les fonds à court terme empruntés depuis 1992 auprès des investisseurs étrangers, notamment japonais. » Rajan [2001] met en avant le rôle particulier des sociétés financières dans la distribution du crédit en Thaïlande, avant le déclenchement de la crise. Dans un contexte de concurrence accrue, elles ont notamment pratiqué une politique de prêts très active.

Krugman [1998a] insiste également sur le rôle spécifique des sociétés financières dans le cas de la Thaïlande : « Finally, in all of the countries, financial intermediaries seem to have been central players. In Thailand a crucial role was played by so-called "finance companies" - nonbank intermediaries that borrowed short-term money, often in dollars, then lent that money to speculative investors, largely but not only in real estate. In South Korea more conventional banks were involved, but they too borrowed extensively at short term and lent to finance what in retrospect were very speculative investments by highly leveraged corporations. » De même Lindgren et *alii* [1999, p. 94] soulignent la surexposition des sociétés financières à l'immobilier : « Finance companies had disproportionately the largest exposure to the property sector and were the first institutions affected by the economic downturn. »

A notre connaissance, la publication la plus complète sur la structure du système bancaire et financier thaïlandais est celle de Alba, Hernandez et Klingebiel [2001] qui, sous l'angle de la libéralisation financière, mettent en évidence les diverses évolutions intervenues entre 1988 et 1997. Il ne s'agit pas d'une théorie de la crise asiatique mais plutôt d'une étude sectorielle identifiant les mesures de libéralisation financière et leur impact sur le système bancaire et financier thaïlandais. Cette étude est constituée de quatre parties. Dans un premier temps sont abordées ce que les auteurs appellent les « conditions initiales », c'est-à-dire les conditions macroéconomiques et sectorielles des années 1980. Ensuite vient l'explication du mouvement de libéralisation des années 1990 : la libéralisation du compte de capital et la libéralisation du système financier. Puis les conséquences de la libéralisation financière sont mises en évidence, avec notamment l'afflux de capitaux étrangers, la croissance rapide du crédit, l'accroissement de l'endettement des entreprises et la hausse du risque pris par les institutions financières. Enfin, une dernière partie développe les réponses des autorités monétaires à ce nouvel environnement institutionnel. Les auteurs justifient l'intérêt de leur étude par le fait que la Thaïlande a connu des bouleversements considérables dans son système bancaire et financier en quelques années : alors que le pays était partiellement intégré à l'économie mondiale en 1985-1987, il était devenu beaucoup plus impliqué dans la finance internationale en 1992-1994. Cette modification brutale s'est nécessairement accompagnée d'ajustements internes, notamment pour le système bancaire et financier. Cette étude est particulièrement fouillée, avec un souci d'expliquer en détail l'évolution du système bancaire et financier thaïlandais. Alors que, le plus souvent, les analyses consacrées à la crise thaïlandaise de 1997 sont centrées sur les quelques années précédant la crise, celle-ci reprend la structure du système bancaire et financier depuis le début des années 1980.

L'histoire des sociétés financières thaïlandaises, bien plus récente que celle des banques commerciales, est marquée par deux crises, la première datant de 1979 et la seconde du milieu des années 1980 [Trairatvorakul et Punyashihlti, 1992]. Avant 1979, l'activité des sociétés financières était assez limitée. Une des plus grandes sociétés financières s'est retrouvée en crise de solvabilité à la suite d'opérations spéculatives et de manipulations de cours. La hausse des taux d'intérêt, à cette période, la mit en difficulté car elle ne pouvait plus trouver de liquidité pour continuer à fonctionner. Les autorités monétaires, craignant un phénomène de contagion à cause des liens de crédit entre les différentes sociétés financières et un *run* généralisé au secteur de la part du public, se décidèrent à la soutenir. Le ministère des Finances et la Banque de Thaïlande prirent le contrôle de la société insolvable. Après une

tentative infructueuse pour la sauver, elle fut définitivement fermée en août 1979. Devant le risque important de réaction en chaîne à la suite de la défaillance de cette société financière de premier plan, les autorités monétaires décidèrent de mener une politique de soutien massif aux autres sociétés financières lui ayant prêté ou qui en détenaient des participations.

Dans le début des années 1980, le management des sociétés financières ne s'améliora pas car on constatait un faible intérêt porté à la qualité des emprunteurs et de nombreuses opérations frauduleuses de la part de leurs dirigeants. La faible surveillance des sociétés financières aboutit à une nouvelle crise, en 1983, d'une ampleur bien plus significative que celle de 1979. Elle conduisit à un certain nombre de révocations de licence ainsi qu'à des opérations de fusion-acquisition. Ainsi, le nombre de sociétés financières passa de 112 en 1982 à 94 en 1987.

La possibilité d'ouvrir des succursales était beaucoup plus limitée pour les sociétés financières que pour les banques commerciales, ce qui les a conduites à opérer essentiellement sur Bangkok [BOTQB, 1995, p. 37]. A la fin de 1994, il y avait 15 banques commerciales avec 2823 succursales et 91 sociétés financières avec 59 succursales. Les sociétés financières offraient généralement un meilleur rendement sur les billets à ordre que les banques commerciales sur les dépôts. De ce fait, quand les banques commerciales baissaient le rendement des dépôts, les déposants achetaient des billets à ordre des sociétés financières.

En résumé, deux éléments retiendront notre attention pour la Thaïlande. Cette section montre tout l'intérêt qu'il y a à considérer les questions de réglementation relative à la surveillance des acteurs bancaires et financiers. En outre, il apparaît pertinent d'analyser précisément le fonctionnement des banques commerciales, d'un côté, et celui des sociétés financières, de l'autre, plutôt que de les traiter d'un bloc.

Furman et Stiglitz [1998, p. 28], modérément convaincus par les effets attendus de la surveillance des acteurs bancaires et financiers, suggèrent une action préventive telle une politique de limitation de crédit : « restraints on lending – for example, to commercial estate – might have been a more successful way to cope with the surge of capital flow. It was apparent that there was a significant amount of nonproductive speculative real estate lending; imposing sharp restrictions on this lending would have simultaneously dampened investment and strengthened the banking system. » Ils jugent plus efficace une limitation *ex ante* qu'un contrôle *ex post*. Lindgren et alii [1999, p. 94] indiquent que les limitations sectorielles pour les prêts n'ont pas été mises en place en Thaïlande : « There were no prudential limits on loan

concentration. In the absence of such restrictions, banks built up excessive exposure to particular sectors such as the property market. There was also excessive lending based on collateral rather than proper credit assessment; thus, when the asset price bubble burst, banks faced rapid declines in the value of their collateral. »

Pourtant, il semble que c'est précisément ce que la Banque de Thaïlande s'est employée à faire dès 1990. Rajan [2001, p. 24] signale qu'elle a tenté de limiter l'exposition des banques commerciales au secteur immobilier. Dans le même ordre d'idées, Corsetti, Pesenti et Roubini [1998a, p. 28] précisent que, en Thaïlande, la réglementation des banques commerciales a limité l'expansion du crédit mais la libéralisation financière des années 1990 a permis à de nouveaux acteurs non bancaires ne subissant pas de réglementation relative à l'expansion du crédit de contourner ces contraintes en ayant recours à l'emprunt étranger. Alors, dans les années 1990, les sociétés financières thaïlandaises ont massivement financé l'immobilier et la construction en recourant à l'emprunt étranger.

Rajan [2001, p. 24], doutant de la capacité de la Banque de Thaïlande à assurer une surveillance efficace des banques commerciales, affirme que le plan sectoriel de crédit n'a pas pu fonctionner pour deux raisons : d'une part, des prêts faits à l'industrie ont pu être re-prêtés à des filiales pour servir à des projets immobiliers, et, d'autre part, les banques prêtaient massivement aux sociétés financières, ce qui augmentait *de facto* leur exposition au secteur immobilier (ce point n'est pas démontré par les données de la Banque de Thaïlande comme nous le verrons dans le chapitre 5). Cependant, au final, cet élément de nature institutionnelle semble intéressant à approfondir pour expliquer le poids particulier des sociétés financières dans la crise thaïlandaise. C'est pour cette raison que nous décidons d'explorer ce point particulier qui semble être à l'origine d'une divergence d'opinions chez les quelques économistes ayant traité ce sujet. Il sera donc fait l'hypothèse que cette réglementation des conditions d'octroi du crédit qui touchait les banques commerciales a constitué un choc institutionnel capable d'expliquer en partie la double nature de la crise thaïlandaise de 1997 : une crise de solvabilité pour les sociétés financières et une crise de liquidité d'origine externe pour les banques commerciales.

Aussi nous concentrerons en priorité notre analyse sur le secteur immobilier, d'autant que plusieurs études ont souligné son rôle primordial dans les causes de la crise thaïlandaise [Lauridsen, 1998, p. 139 ; Sheng et Kirinpanu, 1999 ; Edison et *alii*, 2000, p. 313 ; Quigley, 2001].

CHAPITRE 4 - LA CRISE DE SOLVABILITE DES SOCIETES FINANCIERES

Les sociétés financières sont devenues insolvable à la suite des défaillances des entreprises immobilières au moment du retournement du marché immobilier thaïlandais en 1995-1996.

A partir de la fin des années 1980, l'immobilier a connu une forte expansion grâce à deux facteurs : le soutien étatique des promoteurs notamment par des incitations fiscales, et la solvabilisation des ménages par une amélioration des conditions d'accès au crédit. De ce fait, l'Etat intervenait aussi bien du côté de l'offre que de celui de la demande. Durant le début des années 1990, les prix ont crû très fortement, ce qui a attiré de nombreux promoteurs, qui ont massivement contracté des emprunts auprès des banques commerciales et des sociétés financières thaïlandaises. Il apparaît que les investissements étrangers, sous forme d'investissements directs étrangers ou sous forme d'investissements de portefeuille, bien qu'importants, n'ont jamais été la principale source de capital pour le secteur.

Les sociétés financières thaïlandaises mirent à disposition de ce secteur un montant de prêts presque identique à celui des banques commerciales alors qu'elles comptaient pour une part nettement moindre des prêts accordés en Thaïlande, ce qui signifie qu'elles étaient surexposées à l'immobilier. Par ailleurs, les sociétés financières n'ont pas réellement profité de la libéralisation financière externe dans la mesure où la source de leur capital d'origine externe n'a jamais dépassé les 7% contre 25% pour les banques commerciales.

Ces éléments permettent de conclure à l'origine principalement interne de la crise de solvabilité des sociétés financières. En effet, quand le marché immobilier s'est retourné, en 1995-1996, les sociétés financières, très exposées à l'immobilier, ont vu les créances douteuses croître si rapidement que leur solvabilité fut mise en question. A partir de la fin de 1996 – plus de six mois avant la crise de change – la majorité des sociétés financières était déjà en faillite. Le premier semestre de 1997 vit plusieurs tentatives des autorités thaïlandaises visant à résoudre le secteur mais les créances douteuses étaient trop importantes. Finalement, la majeure partie des sociétés financières fut déclarée insolvable en août 1997.

SECTION 1 LE BOOM IMMOBILIER EST ESSENTIELLEMENT NOURRI PAR DU CREDIT INTERNE

A l'époque où a commencé le mouvement spéculatif dans l'immobilier en Thaïlande, en 1987-1988, les banques commerciales et les sociétés financières ont vu la part de leur encours immobilier croître de manière significative. Ces dernières purent augmenter dans des proportions considérables les prêts à ce secteur en plein essor. Même si les banques commerciales ont participé au phénomène de spéculation dans l'immobilier, le niveau de leur implication était moindre, en comparaison de celui des sociétés financières.

Les investisseurs étrangers prirent le train en marche car ce n'est pas avant 1993 qu'ils apportèrent une grande quantité de capitaux dans ce secteur, sous forme d'IDE ou d'investissements de portefeuille, c'est-à-dire bien après le début de la spéculation. En agissant de la sorte, ils ont très certainement alimenté une bulle commencée depuis plusieurs années déjà, mais il apparaît très improbable qu'ils en soient à l'origine.

1 Le secteur immobilier thaïlandais, 1988-1997 : du boom à la crise

Avant 1980, en Thaïlande, le secteur de l'immobilier n'avait jamais été pris en charge par les pouvoirs publics, qui concentraient leur attention sur l'agriculture et l'industrie, et c'est seulement dans les années 1980 que les autorités ont commencé à prendre des initiatives dans le domaine du logement. On explique aisément cette situation puisque auparavant les riches faisaient construire eux-mêmes leurs habitations tandis que les pauvres vivaient dans des bidonvilles ou à la campagne. C'est l'apparition d'une classe moyenne, conséquence du décollage économique initié dans les années 1960, qui a permis au secteur de l'immobilier de se développer. Pour expliquer la forte croissance de l'immobilier dans les années 1980, on met en évidence un double phénomène d'incitations tant du côté de l'offre (aides sectorielles notamment dans le secteur de la construction) que du côté de la demande (aides à l'accession à la propriété).

A partir de 1984, après une période d'ajustements structurels et de restructurations bancaires consécutives à des faillites de sociétés financières et de systèmes d'épargne illégaux, la nouvelle classe moyenne a commencé à avoir davantage confiance dans les banques commerciales et leur a confié ses dépôts. Cette nouvelle manne fut utilisée par les autorités dans un but bien précis : soutenir le secteur immobilier de manière à améliorer les conditions de logement des classes moyennes [Sheng et Kirinpanu, 1999].

En 1987, les secteurs de l'immobilier et de la construction ont fait preuve d'un certain dynamisme après deux années de recul [BOTQB, vol. 27, n°3, Sept. 1987, p. 4]. Les banques commerciales et les sociétés financières, qui disposaient de beaucoup de liquidités grâce à la forte croissance des dépôts, ont baissé le prix du crédit pour le logement. Au début de l'année 1988, le secteur de la construction connut une très forte hausse, avec une progression de 75% du nombre de permis de construire sur un an. Cette époque marqua le début de toute une série de grands projets immobiliers.

Ponctuellement, la Banque de Thaïlande pouvait être active pour soutenir des entreprises de construction puisqu'en 1989, à cause de la forte hausse du prix des matériaux de construction, elle prit des mesures d'aide pour ces entrepreneurs : les contrats en cours étaient prolongés de 180 jours de manière à finir les travaux qui avaient été ralentis. En outre, certains droits de douane furent abaissés, tout comme les impôts [BOTQB, vol. 29, n°2, June 1989, p. 14]. Ces mesures furent prolongées en 1990 à la suite de pénuries et des prix élevés des matériaux de construction. En 1991, l'industrie du ciment, encore en difficulté du fait d'une sous-production chronique, reçut l'aide du gouvernement, notamment avec la mise en place d'un plan visant à augmenter la production. En conséquence, la politique commerciale vis-à-vis de ce produit changea avec une amélioration de l'ouverture internationale (importation en cas de sous-production et exportation en cas de surproduction) [BOTQB, vol. 31, n°3, Sept. 1991, p. 11]. En 1992, les taxes sur les importations de ciment furent abaissées pour aider le secteur de la construction.

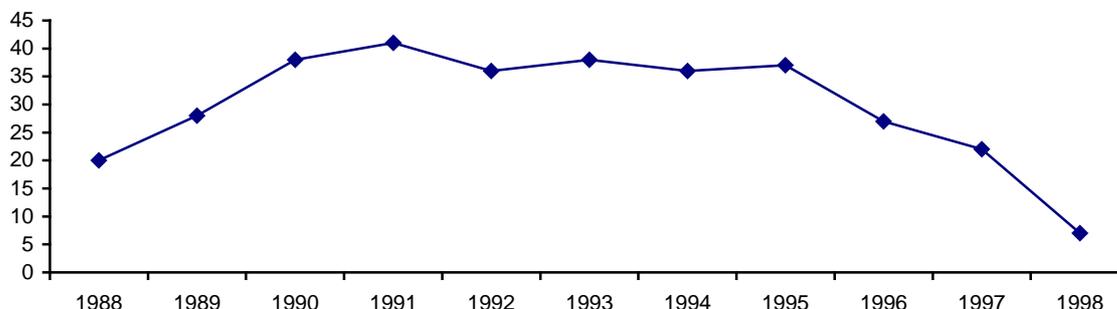
Du côté de la demande, les autorités proposaient, par l'intermédiaire de la *Government Housing Bank*, tout juste remise de sa quasi-faillite, des prêts hypothécaires à taux réduit avec l'objectif de rendre l'achat accessible à davantage de candidats. Ainsi, le coût de l'emprunt passa rapidement de 16,5% à 10%. Cette manœuvre visait aussi à forcer les banques commerciales à baisser leurs taux. Des réductions fiscales ont également contribué à accroître la demande de logements de la part des particuliers [BOTQB, vol. 27, n°4, Dec. 1987, p. 2]. Au final, les acheteurs ont profité de ces conditions avantageuses tandis que les constructeurs de logements, et plus encore les promoteurs immobiliers, ont bénéficié de ce boom de la demande.

A partir de 1988, la surface annuelle autorisée pour la construction augmenta très rapidement, passant de 20 millions de mètres carrés en 1988 à 40 en 1990, soit un doublement en 2 ans (Graphique 21). Par la suite, cette dynamique a été maintenue à un niveau très élevé

entre 1990 et 1995, autour de 35-40 millions, pour connaître un déclin en 1996 à 25 millions de mètres carrés.

Graphique 21 - Surface annuelle autorisée pour la construction en Thaïlande, 1988-1998

Unité : million de mètres carrés



Source : BOTQB, diverses éditions.

Conséquence de cette demande accrue de terrains pour la construction, les prix ont connu des hausses très importantes (Tableau 9). Il convient de souligner que, déjà en 1990, les terrains s'étaient considérablement renchérissés puisque leur prix avait été multiplié par quatre, les terrains hors de Bangkok ayant, pour leur part, enregistré une augmentation de 2000% ! Ainsi, en 1994, lors de la libéralisation totale, le secteur de l'immobilier était très clairement dans un état de surchauffe.

Tableau 9 - Evolution des prix des terrains à Bangkok, 1987-1995

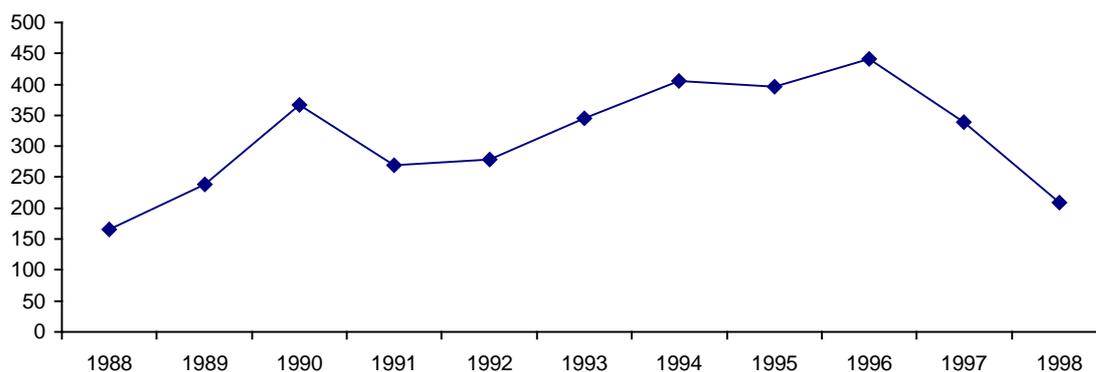
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Centre	100	159	235	347	459	471	488	500	518
Proche du centre	100	153	247	380	480	527	540	560	580
Intermédiaire	100	184	288	444	510	584	624	664	708
Banlieue de Bangkok	100	233	679	2133	2271	2779	2996	3225	3475

Source : Sheng et Kiripanu [1999] (d'après *Government Housing Bank*). Base 100 en 1987.

Les sommes mises en jeu dans l'acquisition des terrains ont connu des hausses très significatives puisqu'elles sont passées de 165 milliards de bahts en 1988 à 367 milliards de bahts en 1990 et à presque 450 en 1996 (Graphique 22).

Graphique 22 - Montant des transactions sur les terrains en Thaïlande, 1988-1998

Unité : milliard de bahts

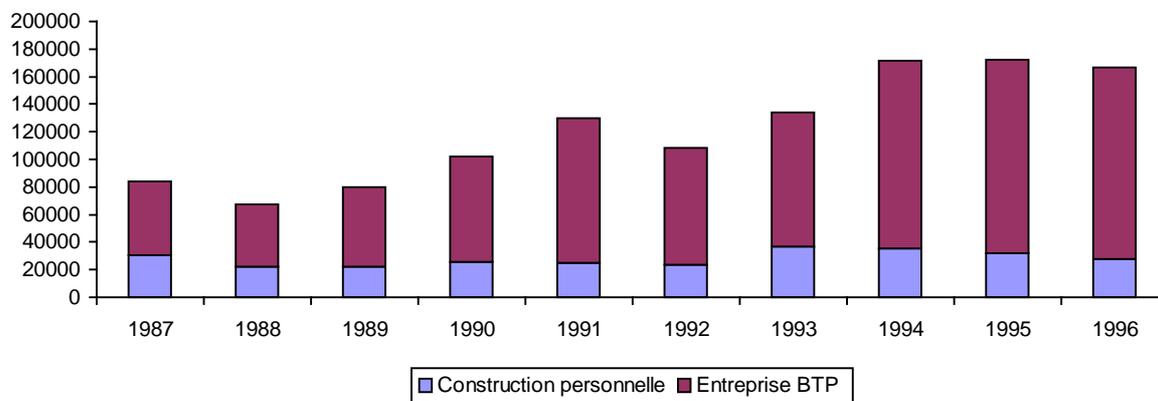


Source : BOTQB, diverses éditions.

Hormis un léger fléchissement en 1992, la construction de logements a connu une hausse régulière à partir de 1989, jusqu'en 1995, puis un stabilisation en 1996. Entre 1988 et 1995, la construction est passée d'un rythme annuel de 75 000 logements à 170 000, soit plus qu'un doublement en une dizaine d'années (Graphique 23).

Graphique 23 - Construction de logements dans la région de Bangkok, 1987-1996

Unité : logement



Source : BOTQB, diverses éditions (d'après *Government Housing Bank*).

En 1993, alors que le mouvement spéculatif était déjà enclenché, le *Board of Investment*, une structure visant à promouvoir l'investissement en Thaïlande, a favorisé la construction de logements, en aidant fiscalement les constructeurs qui concentraient leur production sur les habitations à destination des classes moyennes.

Conséquence de la forte demande de logements de la part des Thaïlandais, les constructeurs devenaient de plus en plus nombreux. Il y en eut jusqu'à 2400 en 1994-1995

(300 seulement survivaient en 2002) [*Bangkok Post*, Economic Review Mid-Year 2002, Property]. On en trouvait de toutes les tailles : du plus grand, contractant des emprunts auprès des grandes banques, au plus petit qui possédait un petit morceau de terre sur lequel il construisait quelques échoppes.

Malgré le grand nombre de constructions de logements, le volume d'unités vacantes ne cessait pas d'augmenter, pour atteindre 14% en 1994 (Tableau 10). Mais il convient d'interpréter correctement ce taux de vacance : il ne s'agissait pas de logements ne trouvant pas d'acquéreur mais d'appartements achetés par les spéculateurs pour être immédiatement revendus, ce qui explique qu'ils n'étaient pas habités. En juin 1994, 67,5% des appartements en projet étaient acquis dans un but purement spéculatif, et 22% étaient conservés par les promoteurs pour la location, le reste servant réellement comme habitation [Sheng et Kirinpanu, 1999]. En 1995, seulement 13,4% des logements vacants n'étaient pas vendus.

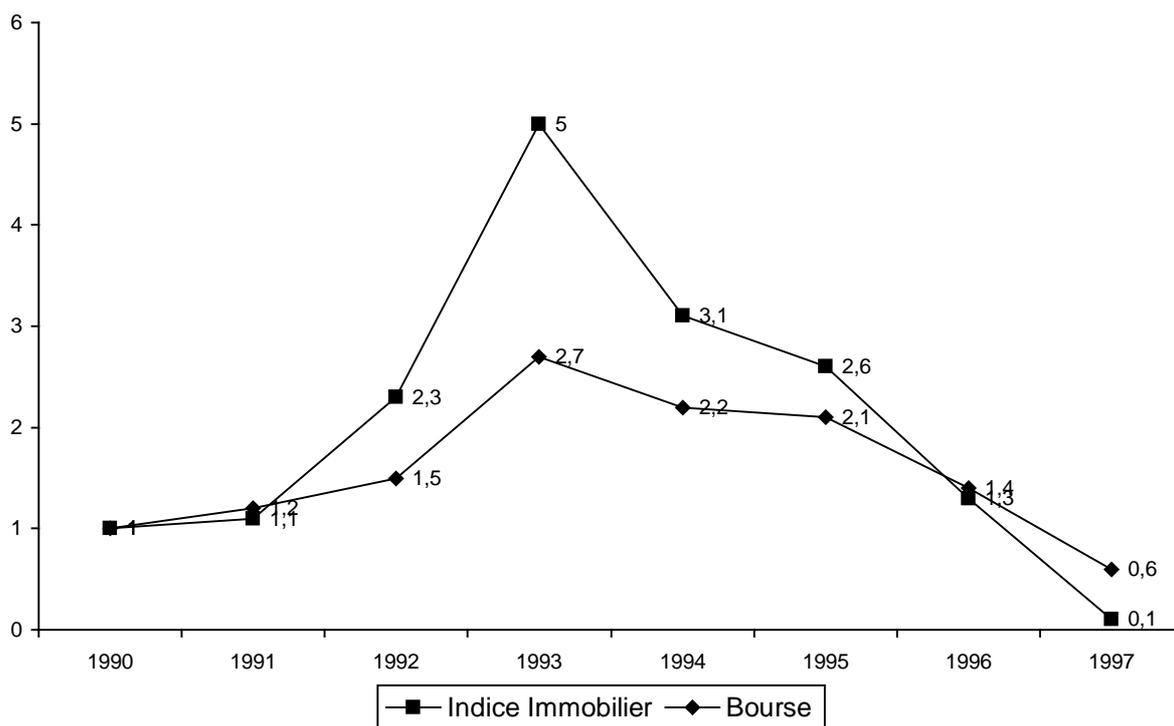
Tableau 10 - Logements vacants en Thaïlande, 1987-1996

Année	Stock de logements	Logements vacants	%	Année	Stock de logements	Logements vacants	%
1987	1 206 318	88 697	7,4	1992	1 748 728	234 972	13,4
1988	1 281 365	113 908	8,9	1993	1 882 814	263 354	14,0
1989	1 370 410	141 301	10,3	1994	2 054 068	295 697	14,4
1990	1 484 270	172 947	11,7	1995	2 226 487	328 792	14,8
1991	1 628 563	211 853	13,0	1996	2 399 429	337 822	14,1

Source: Sheng et Kirinpanu [1999] (d'après *Agency for Real Estate Affairs*, cité in *Bangkok Post*, 9 juillet 1997).

Pour preuve du développement rapide de l'immobilier, la Bourse thaïlandaise fut le témoin d'une véritable bulle des actifs financiers sur la période 1990-1997. Le Graphique 24 montre très clairement que, dès 1991, la Bourse commença à croître fortement, avec une accélération très nette entre 1992 et 1993 (presque un doublement). Le pic se situe dans l'année 1993 et les périodes suivantes apparaissent systématiquement en retrait. Alors que l'indice a un peu plus que doublé entre 1990 et 1993, le sous-indice de l'immobilier a été multiplié par cinq sur la même période.

Graphique 24 – Indice de la Bourse et indice de l’immobilier en Thaïlande, 1990-1997



Source : données d’après Corsetti et alii [1998a]. Normé à 1 en 1990.

On peut situer le retournement du marché de l’immobilier au milieu de 1995 lorsque les spéculateurs ont arrêté d’anticiper une augmentation des prix des actifs et ont dû faire face aux premières échéances de remboursement de leurs emprunts [Sheng et Kirinpanu, 1999]. Ils ont alors initié un mouvement de ventes qui ne s’est plus arrêté.

Les ventes accrues de logements par les spéculateurs ont conduit à une pression sur les prix, en mettant les promoteurs immobiliers dans une situation plus délicate : les constructions en leur possession trouvaient preneur à moindre prix, ce qui limitait leur capacité à faire face à leurs dettes. En outre, les mauvaises conditions économiques et la pression sur le baht ont conduit les autorités monétaires à élever le taux d’intérêt, rendant plus difficile l’acquisition de logements par les spéculateurs.

En 1996, avec le retournement du marché de l’immobilier, les compagnies immobilières n’arrivaient plus à servir leur dette, ce qui pesa invariablement, par l’intermédiaire de l’actif, sur toutes les sociétés financières et certaines banques de seconde importance (celles qui avaient massivement prêté au secteur et s’étaient comportées comme les sociétés financières) [Asiaweek, 25 April 1997]. Ainsi, après 10 ans de hausse, le marché de l’immobilier connut un déclin en 1996, ce qui provoqua une réaction en chaîne : les entrepreneurs immobiliers,

ayant emprunté des sommes colossales auprès des sociétés financières pour payer les constructeurs, ne parvenaient plus à faire face aux remboursements, ce qui faisait apparaître des créances douteuses chez les sociétés financières. En mai 1996, la Banque de Thaïlande exigea des sociétés financières qu'elles provisionnent leurs créances douteuses pour le 30 juin 1996 [BOTQB, vol. 36, n°2, June 1996, p. 41].

Pour faire face à leurs engagements, les compagnies immobilières durent vendre leurs actifs pour payer leur dette [Asiaweek, 25 April 1997]. Cette vente forcée s'est traduite par une baisse accrue du prix des biens immobiliers mais elle permettait pas de récupérer suffisamment de capital pour rembourser les sociétés financières et les banques.

Au début de 1997, à Bangkok, près de 400 000 logements étaient toujours vacants dont une grande partie était invendue, ce qui traduisait la mauvaise situation du secteur immobilier. Les compagnies immobilières étaient largement déficitaires et se trouvaient dans l'incapacité de rembourser leurs emprunts [Asiaweek, 21 March 1997]. Au moins 70% des quelque deux mille constructeurs de logements connaissaient de sérieuses difficultés financières [Asiaweek, 28 February 1997].

Officiellement, à la fin de 1996, les créances douteuses du secteur bancaire et financier atteignirent 9,8% (soit 403 milliards de bahts) de l'ensemble de l'actif contre 7,73% six mois plus tôt. Pour les sociétés financières, ce chiffre était de 10%, soit 120 milliards de bahts [The Nation, 4 March 1997]. Etant donné l'exposition majeure des sociétés financières au secteur immobilier, alors en plein marasme, le niveau réel des créances douteuses devait être très supérieur aux chiffres annoncés. Une banque américaine³² estima que, sur les 800 milliards de bahts de crédit au secteur immobilier thaïlandais, environ 250 à 260 milliards étaient des créances douteuses, soit un tiers [The Nation, 7 March 1997].

Au début de 1997, les perspectives du secteur immobilier étaient très inquiétantes : à Bangkok, environ 50 milliards de dollars de biens immobiliers restaient invendus, abandonnés ou en cours de construction. Et une vingtaine de tours de bureaux devait être livrée avant la fin de 1998 [Asiaweek, 28 February 1997].

³² dont le nom n'était pas précisé dans l'article.

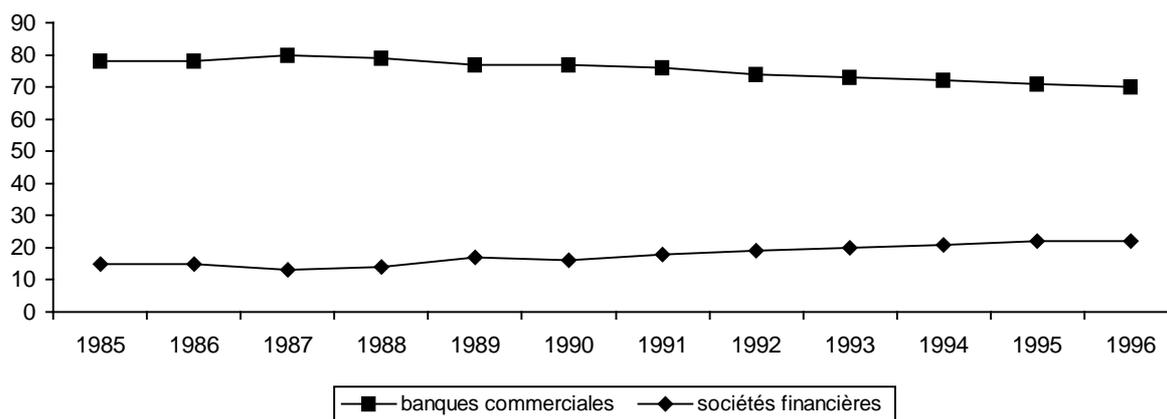
2 Les sociétés financières : des acteurs qui prennent de l'importance tout en restant en retrait des banques commerciales

Il existe trois types de sociétés financières : les sociétés financières proprement dites, les *securities companies* et les hybrides. Les premières ne peuvent pas recevoir des dépôts de la part du public mais peuvent emprunter en émettant des billets à ordre. Elles ont également la possibilité d'emprunter chez d'autres sociétés financières ou des banques commerciales. Leur activité principale consiste à faire du crédit. Les *securities companies* ne peuvent pas emprunter par des billets à ordre, ni recevoir des dépôts. Elles peuvent acheter des titres pour leur compte propre ou pour des tiers, faire de la gestion d'actifs. Généralement, on appelle société financière celles qui le sont proprement ainsi que les hybrides.

Comme le montre le Graphique 25, à partir de la fin des années 1980, les sociétés financières ont pris une importance croissante dans la distribution de crédit dans le pays, passant d'environ 15% à plus de 20%. Corrélativement, les banques commerciales ont vu leur part diminuer. Il est à noter que le crédit distribué par les banques commerciales et les sociétés financières a toujours été de l'ordre de 92-94% du total. Il semble bien que les sociétés financières aient pris de l'importance au détriment des banques commerciales.

Graphique 25 - Part du crédit octroyé par les banques commerciales et les sociétés financières, 1985-1996

Unité : part du crédit total

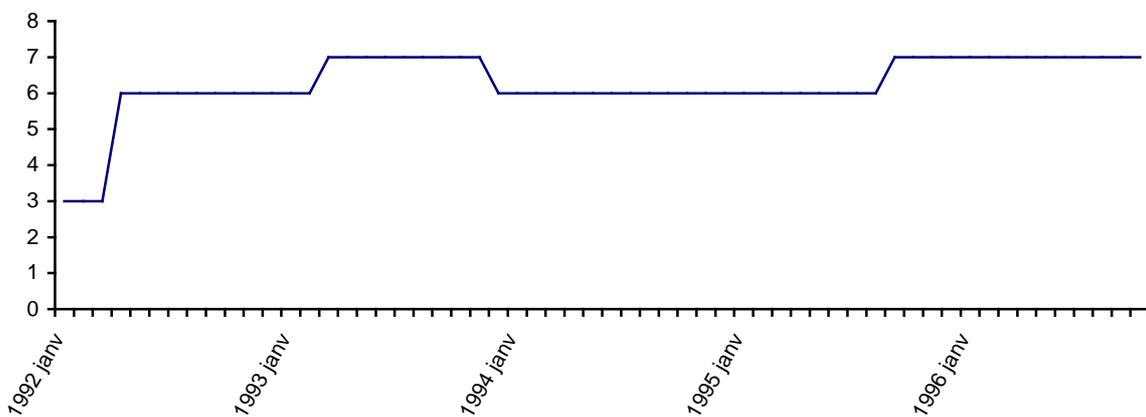


Source : BOTQB, diverses éditions.

L'ouverture du compte de capital ne s'est pas traduite par une hausse conséquente des emprunts à l'étranger des sociétés financières (Graphique 26). Cette ressource n'a jamais dépassé 7% du passif alors que, pour les banques commerciales, elle est rapidement montée à 25%. Bien entendu, il est possible que certaines sociétés financières aient profité des nouvelles opportunités offertes par la libéralisation mais, dans tous les cas, il ne s'agit pas d'une pratique qui s'était généralisée. En conséquence, la quasi-totalité du passif des sociétés financières est d'origine interne. Finalement, les sociétés financières ont toujours fait faiblement appel aux emprunts d'origine étrangère, ce qui a considérablement limité leur exposition à un *run* externe.

Graphique 26 - Part du passif d'origine étrangère des sociétés financières, 1992-1996

Unité : % du total du passif



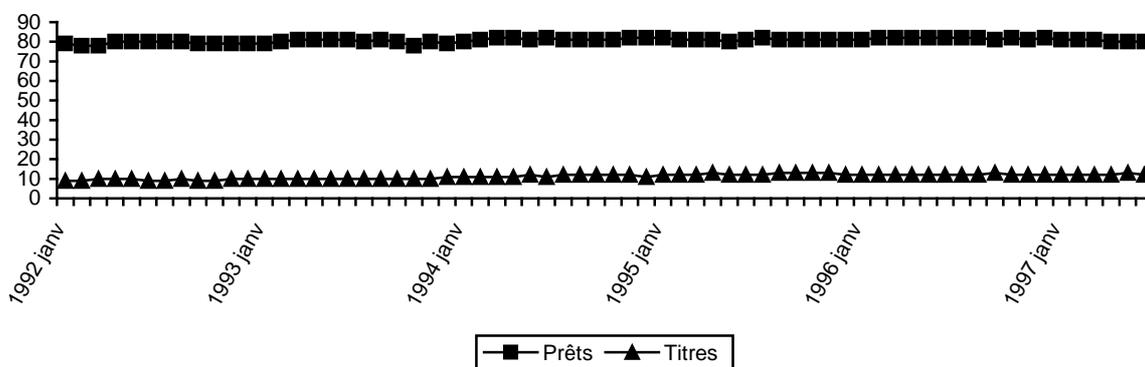
Source : *BOTQB*, diverses éditions.

n.b. : on ne dispose pas de données antérieures à 1992 pour ce poste.

L'actif des sociétés financières est composé en grande partie de prêts, puisqu'ils en représentent environ 80% de la totalité (Graphique 27). D'ailleurs, sur la période allant de janvier 1992 à juin 1997, on ne constate aucune modification structurelle : la stabilité des différents postes de l'actif est assez remarquable. C'est aussi le cas des titres détenus par les sociétés financières : ils composent environ 10% de leur actif sur la période. L'exposition directe des sociétés financières aux aléas de la Bourse est relativement limitée et surtout n'augmente pas dans le temps en dépit des libertés offertes par la déréglementation financière.

Graphique 27 - Evolution de la composition de l'actif des sociétés financières, janvier 1992-juin 1997

Unité : %



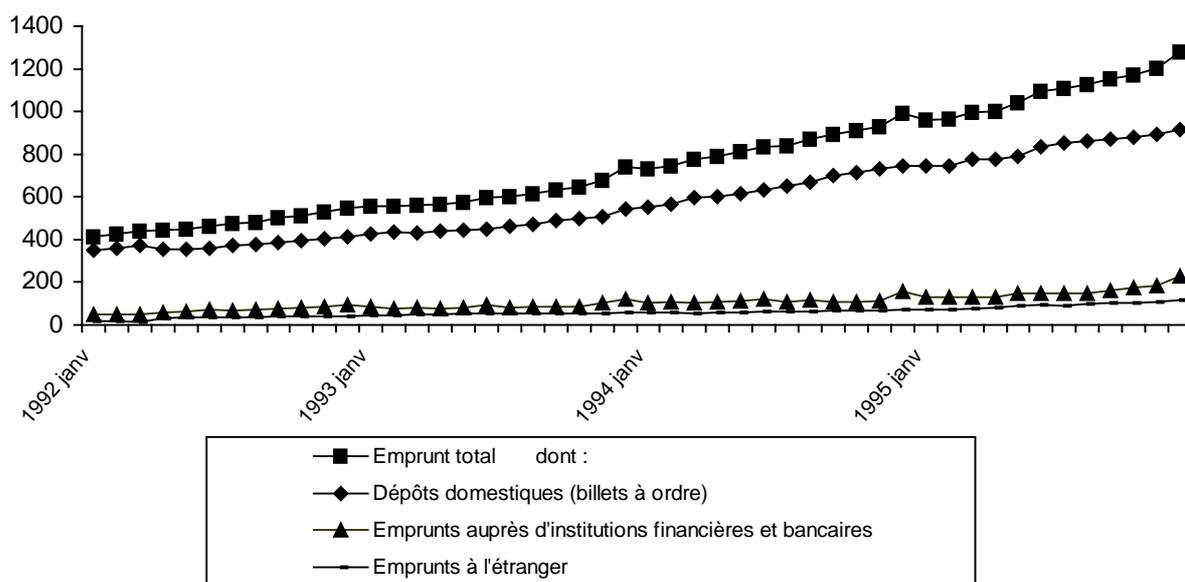
Source : BOTQB, diverses éditions.

Leur activité se décompose en deux branches qui sont le financement proprement dit et l'activité de broker. Ainsi, lorsqu'une des branches ne se porte pas bien, l'autre peut éventuellement soutenir l'activité de la société financière.

Les sociétés financières ont tiré la plus grande partie de leurs ressources des dépôts domestiques sous forme de billets à ordre : alors qu'en 1992 près de 70% des fonds récoltés étaient d'origine domestique, c'était encore le cas de 58% au début de 1996. Enfin, les emprunts auprès d'autres sociétés financières, de banques commerciales ou de la Banque de Thaïlande sont restés stables, autour de 10-15% (Graphique 28).

Graphique 28 - Evolution du poste des emprunts des sociétés financières, 1992-1995

Unité : milliard de bahts courants



Source : BOTQB, diverses éditions.

3 Le financement de l'immobilier par les sociétés financières

En termes de volume, la hausse des prêts des sociétés financières au secteur immobilier apparaît très importante. En 1985, ces dernières avaient un encours de crédit de 11 milliards de bahts avec les compagnies immobilières, contre 19 milliards pour les banques commerciales, et ce alors que les sociétés financières comptaient pour 15% du volume total du crédit. En 1996, les sociétés financières avaient 363 milliards de bahts de prêts contre 426 milliards de bahts pour les banques commerciales (Graphique 29), alors que les sociétés financières totalisaient 22% du crédit en Thaïlande. Cette évolution montre très clairement que les sociétés financières ont abondamment financé l'immobilier puisqu'elles comptaient pour presque la moitié des emprunts dont disposait ce secteur.

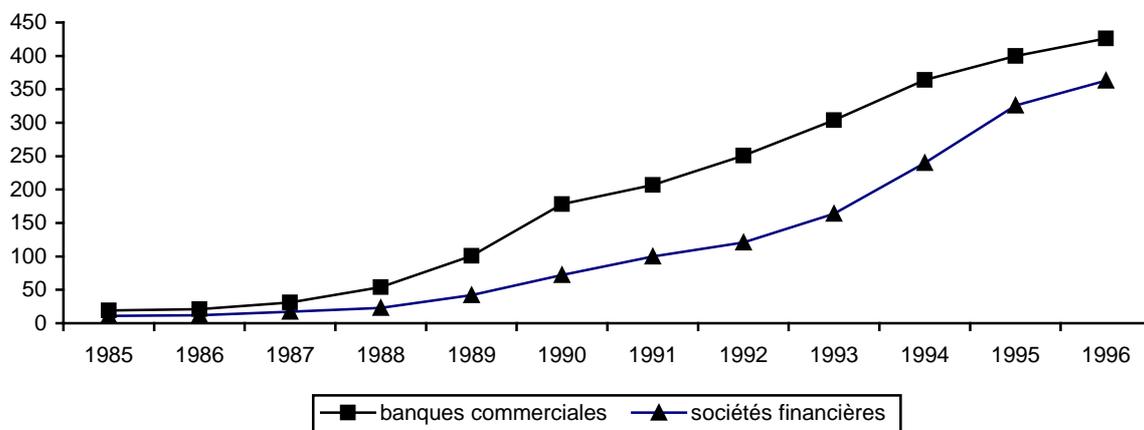
La moitié des prêts accordés par les sociétés financières était sous forme de lettres de change (*bill of exchange*). Comme elles étaient de court terme et à haut rendement, elles n'étaient généralement pas garanties par des collatéraux, ce qui mettait les entrepreneurs immobiliers sous pression pour réussir à rembourser [Asiaweek, 28 février 1997]. Pour Dornbush [1999], il existait aussi des problèmes de correspondance de maturité pour les sociétés financières : le passif était très liquide car constitué d'emprunts à très court terme tandis que l'actif, composé de prêts à l'immobilier ou aux entreprises, pour moitié à moyen ou long terme, était très peu liquide.

Il convient de noter que, même si, en 1996, les montants de l'encours sont presque équivalents pour les sociétés financières et les banques commerciales, les conséquences en cas de retournement du marché immobilier ne sont pas les mêmes : des créances douteuses auraient une ampleur nettement plus importante pour les sociétés financières que pour les banques commerciales qui sont moins impliquées dans le financement de l'immobilier.

A la suite des mauvaises performances de l'immobilier, les sociétés financières, qui avaient 25% de leur encours de crédit destiné à ce secteur, se sont retrouvées avec un montant considérable de créances douteuses, ce qui provoqua une situation d'insolvabilité dès l'année 1996. Les commentaires sur les résultats de l'année 1996 étaient éloquentes : « Cela a été une année désastreuse pour elles » [Asiaweek, 28 February 1997].

Graphique 29 - Encours de crédit immobilier des sociétés financières et des banques commerciales, 1985-1996

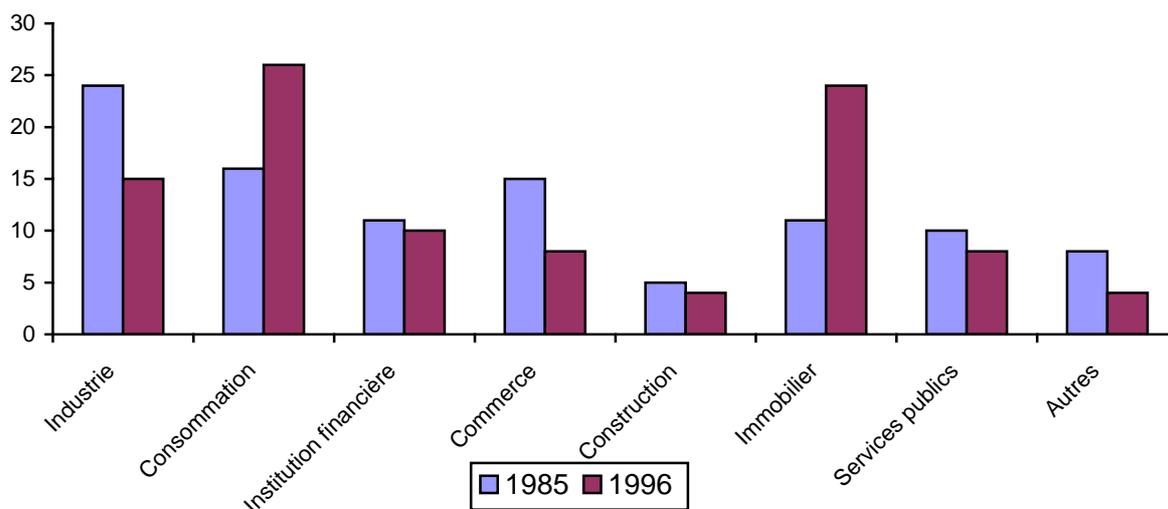
Unité : milliard de bahts courants



Source : BOTQB, diverses éditions.

Le Graphique 30 montre la distribution sectorielle des prêts accordés par les sociétés financières à la fin de 1985 et de 1996. Au début de cette période, environ un quart de l'encours était destiné à l'industrie alors que le poste « immobilier » était minoritaire, pour représenter 10%. En revanche, à la fin de l'année 1996, il ne fait pas de doute que les sociétés financières ont vu leurs prêts à ce secteur croître de manière très significative puisque l'immobilier accaparait 24% de l'encours total.

Graphique 30 - Répartition sectorielle des prêts des sociétés financières à la fin 1985 et à la fin de 1996 : une spécialisation accrue dans le financement de l'immobilier



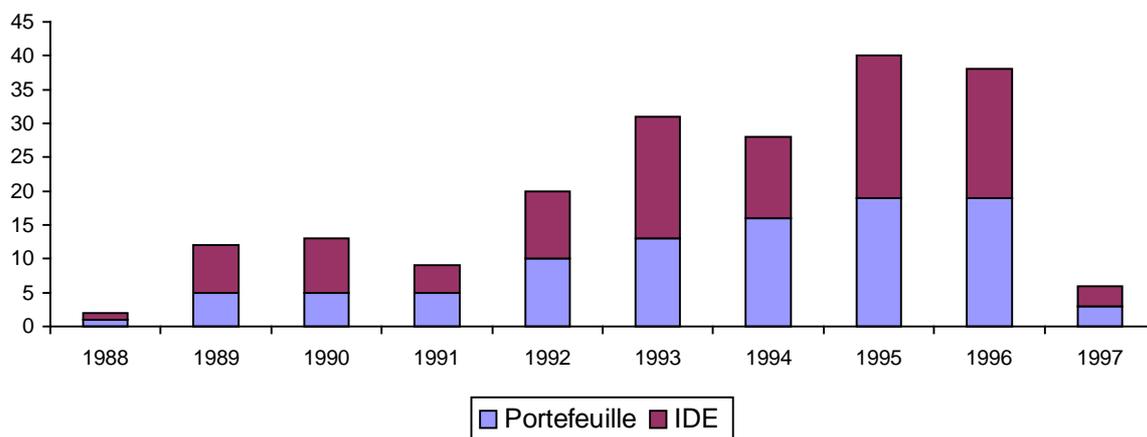
Source : BOTQB, diverses éditions.

4 Des investisseurs étrangers prenant le train en marche à partir de 1993

A propos des flux de capitaux étrangers, une question se pose avec beaucoup d'insistance : dans quelle mesure ces entrées ont-elles contribué à la spéculation dans l'immobilier ? Le Graphique 31 montre les flux des investissements directs étrangers et ceux de portefeuille en direction du secteur immobilier thaïlandais. Il ressort clairement que la tendance générale est la même que celle de l'encours de crédit des banques commerciales et des sociétés financières. Pour la période 1989-1994, le montant annuel des flux est multiplié par trois.

Graphique 31 - Flux annuels des investissements directs étrangers (IDE) et des investissements de portefeuille entrant en Thaïlande dans le secteur immobilier, 1988-1997

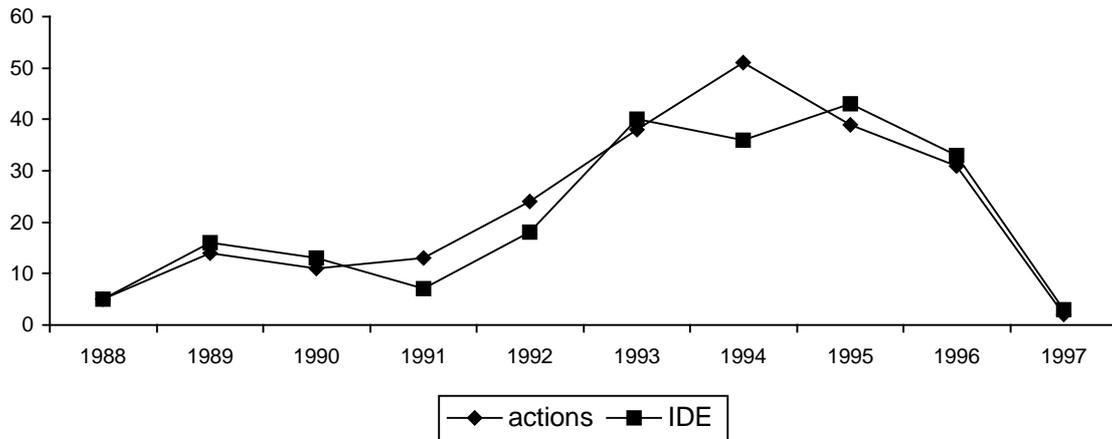
Unité : milliard de bahts courants



Source : BOTQB, diverses éditions.

Les étrangers commencèrent à spéculer bien après les Thaïlandais puisqu'ils se mirent à investir massivement dans l'immobilier, sous formes d'IDE et d'investissements de portefeuille en 1993, tandis que le marché connaissait déjà une croissance très rapide depuis au moins cinq ans (Graphique 32). Il est à noter que le secteur immobilier est devenu attractif aux yeux des investisseurs étrangers alors même que la Thaïlande apparaissait nettement moins intéressante, ce qui explique la part extrêmement élevée des investissements étrangers immobiliers entre 1993 et 1995, période en retrait par rapport à 1990-1992 en termes de volume total d'investissements étrangers.

Graphique 32 - Part de l'immobilier dans les investissements de portefeuille et les IDE, 1988-1997



Source : calcul de l'auteur d'après *BOTQB*, diverses éditions.

Néanmoins, en comparant le stock des flux entrés et l'encours du crédit bancaire (des banques commerciales et des sociétés financières), il ressort très nettement que les investissements étrangers restent systématiquement minoritaires puisqu'ils ne représentent jamais plus d'un cinquième des capitaux dont le secteur immobilier dispose (Graphique 33). Même si les étrangers ont joué un rôle certain dans la croissance de la bulle immobilière, il ressort que le phénomène de spéculation est principalement d'origine interne.

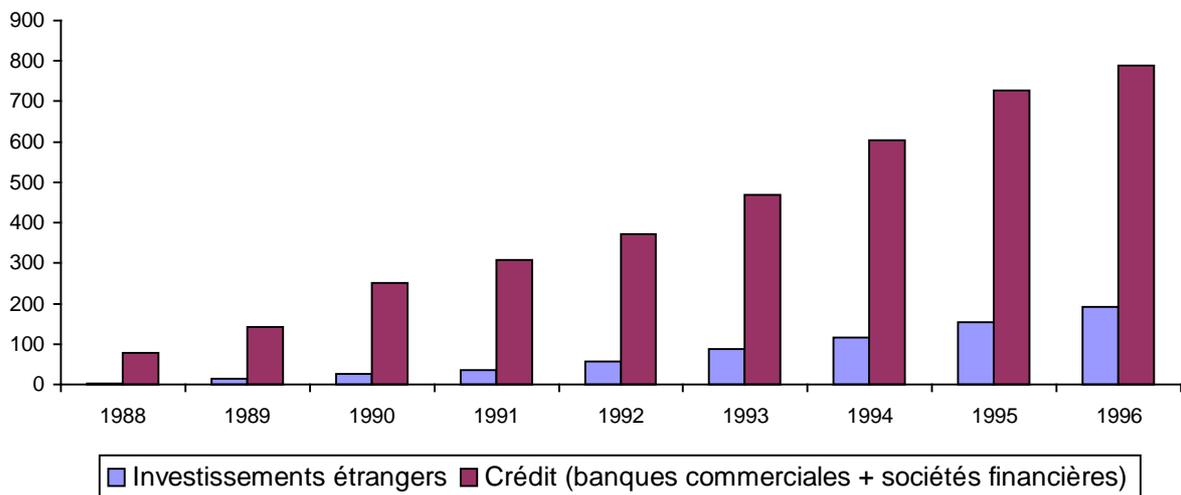
Par ailleurs, les chiffres fournis par la Banque de Thaïlande ne précisent pas la monnaie dans laquelle sont effectués les emprunts étrangers, qui peuvent être libellés en baht, en dollar ou en yen. De même, pour les actifs étrangers, on ne connaît pas la monnaie dans laquelle ils sont libellés. Toutes les informations concernant les banques commerciales sont systématiquement exprimés en bahts. Au vu des informations fournies par la Banque de Thaïlande, il paraît impossible de préciser quelle part de l'emprunt étranger était libellée en monnaie étrangère et quelle part du crédit interne était faite en monnaie étrangère.

Enfin, une dernière précision mérite d'être apportée : les données publiques relatives au secteur immobilier ne permettent pas de quantifier la valeur des emprunts contractés par les sociétés immobilières directement à l'étranger, sans passer par les banques thaïlandaises ou les filiales des banques étrangères implantées en Thaïlande. Néanmoins, étant donné le nombre de petites entreprises immobilières lié à l'extrême fragmentation de ce secteur, il apparaît que ce mode de financement était réservé aux plus grandes d'entre elles. En outre, la grande disponibilité du capital en Thaïlande incitait peu les compagnies immobilières à

emprunter à l'étranger. *Somprasong*, une des plus grandes compagnies, avait un emprunt d'un montant de 80 millions de dollars en 1997. *Bangkok Land*, une autre compagnie majeure du secteur, devait rembourser un emprunt de 77 millions de dollars, libellé en USD et en francs suisses, pour le mois d'août 1997 [Asiaweek, 28 February 1997]. L'essentiel des capitaux disponibles pour l'immobilier avait comme origine le crédit interne mais, au vu des données disponibles, il paraît impossible de quantifier la part de l'emprunt libellé en monnaie étrangère.

Graphique 33 - Stock de capital investi dans le secteur immobilier sous forme de crédit interne (banques commerciales et sociétés financières), d'IDE ou d'investissements de portefeuille, 1988-1996

Unité : milliard de bahts



Source : calcul de l'auteur d'après *BOTQB*, diverses éditions

n.b.: le stock antérieur à 1988 étant faible par rapport à celui des années suivantes, nous l'avons approximé à zéro. Le crédit bancaire étrangers, réservé aux quelques compagnies immobilières majeures, n'était pas évaluable, faute de données disponibles, mais il n'a jamais représenté une part majeure du financement.

SECTION 2 LA CRISE DE SOLVABILITE DES SOCIETES FINANCIERES, A PARTIR DE 1996

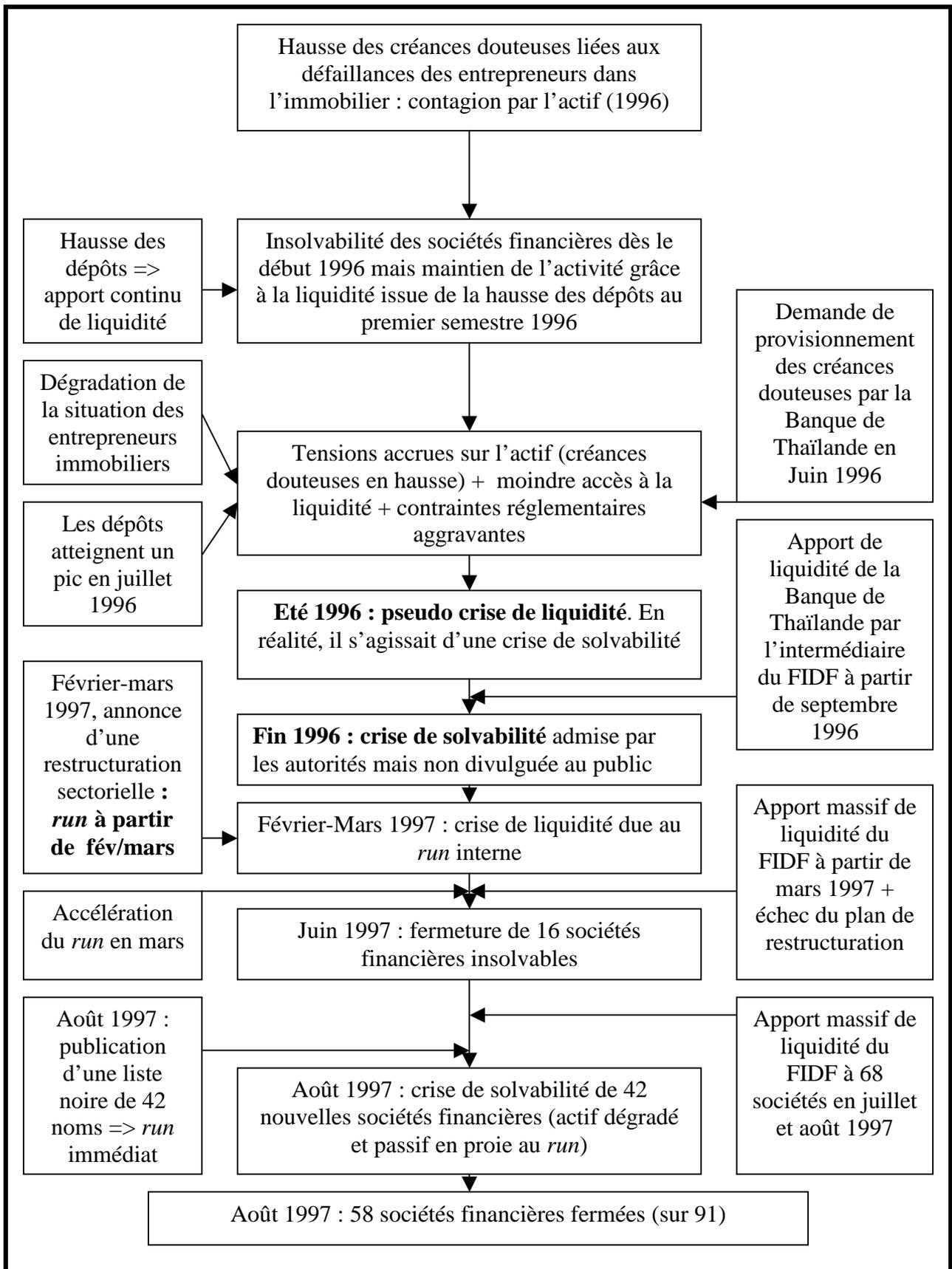
Les sociétés financières thaïlandaises sont entrées dans la tourmente à la suite des difficultés des promoteurs immobiliers, lorsque le secteur enregistra une nette surproduction. Le volume de leur encours immobilier, environ un quart de leurs prêts, les rendait extrêmement vulnérables à toute évolution défavorable, ce qui s'est produit en 1995-1996. A cette période, les difficultés de l'immobilier commencèrent à se répercuter sur le bilan des sociétés financières, du côté de l'actif, à cause des créances douteuses dont le volume augmentait régulièrement. Nous distinguerons trois périodes conduisant, au final, à la fermeture de deux tiers des sociétés financières. La Figure 5 résume les différentes étapes de cette crise propre à la Thaïlande, dont les déterminants sont principalement internes et ont peu à voir avec les mouvements internationaux de capitaux.

La première période, courant du début 1996 à février 1997, est marquée par la progression vers la crise de solvabilité. Lors du premier semestre de 1996, une grande partie des sociétés financières était virtuellement insolvable mais, comme elles continuaient à obtenir de la liquidité grâce à l'émission de billets à ordre, la situation d'insolvabilité ne s'est pas manifestée. En revanche, à l'été 1996, lorsque le public commença à se montrer plus réticent à prêter aux sociétés financières, l'insolvabilité apparut mais celle-ci ne fut pas immédiatement interprétée avec justesse par les autorités monétaires de la Banque de Thaïlande qui la prirent pour de l'illiquidité. C'est pour cela que nous l'appelons pseudo-crise de liquidité. Devant l'aggravation de la situation, au dernier trimestre 1996, il devenait évident que plusieurs sociétés financières étaient insolubles.

Entre mars et juin 1997, devant l'insolvabilité avérée d'un nombre croissant d'entreprises du secteur, la Banque de Thaïlande tenta une restructuration mais se trouva incapable de mener à bien sa politique de concentration si bien que, à la fin du mois de juin, elle prit la décision de fermer 16 sociétés financières jugées insolubles. Durant cette période, la Banque de Thaïlande injecta une quantité phénoménale de liquidité dans le but de lutter contre le *run* auquel devaient faire face les sociétés financières (non-renouvellement des billets à ordre).

Les effets bénéfiques de cette thérapie furent de courte durée puisque la situation ne cessa de se dégrader pendant les mois de juillet et août : poursuite du *run*, injection massive de liquidité... Finalement, 42 nouvelles sociétés financières subirent un *run* et finirent par être fermées dans le courant du mois d'août.

Figure 5 – La crise de solvabilité des sociétés financières thaïlandaises, 1996-1997



1 La Crise de solvabilité des sociétés financières de la mi-1996 à février 1997 et sa gestion par la Banque de Thaïlande

Même si beaucoup de sociétés financières étaient virtuellement défaillantes à partir du début de 1996 à la suite de l'incapacité des promoteurs à rembourser leurs emprunts, c'est seulement à l'été suivant que les premiers signes de cette crise, d'abord prise pour un manque temporaire de liquidité puis, enfin, envisagée comme un état d'insolvabilité, sont apparus. Comme les sociétés financières réussissaient encore à placer leurs billets à ordre au premier semestre 1996, elles pouvaient faire face à leur insolvabilité avec cet apport continu de liquidité. Lorsque le flux s'est tari et a atteint son maximum, vers l'été 1996, l'insolvabilité s'est manifestée. Pour cette raison, on attribuait les difficultés des sociétés financières à un manque de liquidité, la relation de cause à effet paraissant évidente. La Banque de Thaïlande, par l'intermédiaire de son *Financial Institutions Development Fund*, établissement destiné à remettre sur pieds les banques commerciales ou sociétés financières illiquides ou insolubles, organisa la mise à disposition de capitaux. Mais devant la dégradation de la situation de plusieurs sociétés financières, il devenait évident que le secteur, dans son ensemble, allait connaître une grave crise de solvabilité, ce qui conduisit la Banque de Thaïlande à réfléchir à un plan de recapitalisation à partir de la fin de 1996.

Les outils de gestion de la crise : la Banque de Thaïlande et le Financial Institutions Development Fund (FIDF)

Dans le cadre du *Commercial Banking Act*, la Banque de Thaïlande peut aider les banques commerciales ou les sociétés financières, lorsque qu'il leur est difficile d'obtenir de la liquidité, en proposant une assistance financière, généralement pour une période inférieure à six mois. Les prêts accordés par la Banque de Thaïlande sont garantis par des collatéraux mais, de toutes manières, la Banque de Thaïlande est limitée dans sa capacité d'action puisque, d'après la loi, elle ne peut pas prendre des participations dans les banques commerciales ou les sociétés financières, émettre des hypothèques ou prêter sans collatéral.

Le FIDF, établi par un décret de 1985, a comme objectif de réhabiliter les institutions financières et bancaires. Il est dirigé par des hauts fonctionnaires n'ayant pas d'autres responsabilités, notamment vis-à-vis des établissements aidés. Ses attributions sont très larges et, en même temps, très vagues car, en résumé, il lui est permis de faire ce qu'il veut, directement ou indirectement, pour aboutir aux résultats souhaités. Le FIDF, organisé comme une entité de la Banque de Thaïlande, a son directeur nommé par les représentants de la

Banque de Thaïlande. En outre, le gouverneur de la Banque de Thaïlande est président de son conseil d'administration.

Jusqu'à 1996, l'action du FIDF est marquée par une intervention très sélective puisque les établissements de crédit en difficulté étaient généralement laissés avec leurs propres problèmes et devaient trouver eux-mêmes des solutions [Nukul Commission Report, 1998, p. 140]. Chaque intervention de la part du Fond était théoriquement précédée d'une étude d'impact sur l'ensemble du système bancaire et financier. Si une faillite était jugée potentiellement dommageable, le Fond décidait d'intervenir pour remettre à flot l'établissement en difficulté.

Avant 1996, le FIDF était financé par des contributions directes des banques commerciales, des sociétés financières et de la Banque de Thaïlande. A partir de juillet 1996, le FIDF fit sa première émission obligataire en son nom propre, pour un montant de 10 milliards de bahts. Cette nouvelle procédure visait à accroître ses possibilités d'intervention en vue de fournir de la liquidité aux sociétés financières. Les émissions obligataires se poursuivirent de manière soutenue pendant un an et demi puisqu'à la fin de novembre 1997, 563 milliards de bahts étaient émis sous cette forme [Nukul Commission Report, 1998, p. 144].

Le cas de la Bangkok Bank of Commerce : la première alerte mais, surtout, une incapacité avérée de la Banque de Thaïlande à gérer les crises des institutions financières

Curieusement, alors que les sociétés financières ont considérablement prêté au secteur immobilier, la première institution à connaître une crise de solvabilité fut une banque commerciale. En mai 1996, la *Bangkok Bank of Commerce* (BBC) annonça des créances douteuses de l'ordre de 3 milliards de dollars, soit 50% de son actif ! Cette déclaration provoqua immédiatement un *run* des déposants qui retirèrent 430 millions USD en moins d'une semaine [Asiaweek, 7 June 1996]. La banque avait été accusée de prêts massifs reposant sur des collatéraux sur-évalués, voire sur rien du tout. Il est apparu que seuls 18% de ces 3 milliards USD d'actifs de faible qualité étaient sécurisés.

Mais la BBC n'en était pas à sa première crise de solvabilité. En réalité, ses problèmes, bien que largement antérieurs à ceux des autres sociétés financières ou banques commerciales, étaient directement liés aux investissements dans le secteur immobilier. Déjà, en avril 1991, ses dirigeants avaient déclaré que 27% de l'actif étaient douteux, soit un montant de 18

milliards de bahts, alors que, à l'époque, le secteur des banques commerciales avait un taux moyen de créances douteuses de 7,4%. La Banque de Thaïlande demanda à la BBC de lever immédiatement 800 millions de bahts et d'organiser un plan pour augmenter son capital sur la période 1992-1994 [Nukul Commission Report, 1998, p. 125].

En mars 1993, un contrôle effectué par les autorités monétaires montra que les créances douteuses étaient passées à 38 milliards de bahts, soit près de 40 % de l'actif. On attribua cette hausse au fait que la banque avait l'habitude de fournir du crédit sans collatéral. Le plan de sauvegarde mis en place par la Banque de Thaïlande deux ans auparavant montrait ses limites. Un an plus tard, il s'avéra que la fuite en avant n'était pas encore maîtrisée. De ce fait, en 1994, la Banque de Thaïlande ordonna à la BBC de lever 3 milliards de bahts avant juin 1995, ainsi que 3,7 milliards supplémentaires avant la fin de 1996. En mars 1996, le FIDF acheta 500 millions d'actions nouvellement émises pour un montant de 5,4 milliards de bahts.

Mais, en 1996, un débat parlementaire portant sur les problèmes de solvabilité de la BBC eut lieu du 8 au 10 mai. La seule diffusion de cette information provoqua un *run* des déposants. La Banque de Thaïlande prit immédiatement le contrôle de la banque, limogea son président et engagea des poursuites judiciaires à son encontre sous 20 chefs d'inculpation.

La recapitalisation engagée ensuite s'est rapidement montrée insuffisante puisque le FIDF a dû faire un prêt de 25 milliards de bahts à la banque afin d'enrayer les retraits massifs et continus des déposants. En effet, le 9 août 1996, la Banque de Thaïlande demanda encore à la BBC d'augmenter son capital et ce fut, une nouvelle fois, le FIDF qui fut chargé d'acheter les nouveaux titres émis en attendant de trouver d'éventuels acquéreurs. Les membres de la Commission en charge de la BBC n'ont pas obligé la banque à inscrire dans ses comptes une réduction de capital car, à l'époque, il s'agissait de la seule banque commerciale ayant des problèmes de solvabilité et les conditions économiques, bien que sensiblement dégradées (baisse du taux de croissance et recul des exportations), semblaient encore satisfaisantes. En outre, cette décision a été renforcée par la crainte de provoquer une nouvelle panique du public, comme cela avait été le cas en mai 1996 et dans les mois suivants, panique qui aurait pu se propager aux autres banques commerciales voire aux sociétés financières. La solution préférée avait été la valorisation, dans la mesure du possible, des actifs encore sains et la vente des créances douteuses avec une décôte la plus faible possible.

Cette stratégie réussit en partie puisque, une fois l'acceptation du prêt annoncée au public, les dépôts recommencèrent à affluer et la banque fut en mesure de rembourser le FIDF d'une partie de ses emprunts avant la fin de 1996. Ainsi, à la fin de l'année, la valeur de

l'assistance était de 11 milliards de bahts. En ce sens, à cette période, il semblait que l'action du FIDF fut couronnée de succès, pour le cas de la BBC.

Néanmoins, dans les premiers mois de 1997, la situation de la BBC se dégrada de nouveau : le montant emprunté auprès du FIDF se chiffrait alors à 40 milliards de bahts. Le FIDF recapitalisa la banque avant de procéder à une réduction de capital, ce qui eut pour effet de limiter les pertes des anciens actionnaires responsables de la déconfiture et, plus grave, de décrédibiliser les autorités en charge de la restructuration de la banque à cause de leur manque de volonté évident pour faire payer les responsables.

En somme, même si, du fait de son antériorité, la crise de solvabilité « permanente » de la *Bangkok Bank of Commerce* n'avait pas la même origine que celle des sociétés financières, il reste que les problèmes rencontrés par la banque en 1996 eurent pour effet immédiat d'inquiéter le public dans la mesure où les sociétés financières, elles aussi, étaient très impliquées dans le financement de l'immobilier. Outre le fait que cette faillite fut un coup de semonce important, elle discrédita très sérieusement les autorités monétaires quant à leur capacité à gérer les crises.

L'assistance du FIDF aux sociétés financières à partir du second semestre 1996 et la prise de conscience de la crise de solvabilité sectorielle

En août 1996, la *Thai Fuji Finance Securities* reçut une assistance de deux milliards de bahts de la part du FIDF du fait de son incapacité à rembourser une partie de ses billets à ordre arrivant à échéance. En septembre 1996, des rumeurs faisant état du défaut de paiement de sept sociétés financières traduisirent de nouveau les difficultés de ces acteurs.

Le *Département d'Analyse et de Contrôle des Sociétés financières* produisit un rapport, le 19 novembre 1996, indiquant que 9 sociétés financières connaissaient des problèmes de solvabilité et devaient doubler leur capital. Il était indiqué que 8 sociétés étaient en mesure de servir de noyau pour une éventuelle fusion avec les établissements en mauvaise santé [Nukul Commission Report, 1998, p. 148]. Néanmoins, à l'époque, il s'agissait simplement d'incitations car les conclusions de ce rapport étaient seulement des propositions. Dès le mois de novembre 1996, il était clair que la Banque de Thaïlande avait une bonne connaissance de la situation globale des sociétés financières.

A la fin de l'année, six nouvelles sociétés financières demandèrent l'aide du FIDF, pour un montant de 19 milliards de bahts. Un certain nombre d'entre elles fut reconnu insolvable

sans que rien ne soit vraiment tenté par les autorités pour remédier à cette situation. Seules huit sur les 91 furent jugées suffisamment saines pour servir de base à la restructuration du secteur.

En janvier et février 1997, l'assistance du FIDF se fit de plus en plus soutenue, notamment en direction des sociétés financières. A la fin du mois de février, 14 d'entre elles faisaient toujours appel au Fond pour un montant total de 50 milliards de bahts.

Le défaut de paiement sur la dette étrangère de *Somprasong*, une des plus grandes compagnies immobilières de Thaïlande, le 5 février 1997, inquiéta fortement le public, qui avait la confirmation officielle des problèmes du secteur immobilier. Elle ne put pas honorer un remboursement de 3,1 millions USD d'intérêts pour un emprunt de 80 millions et fut la première grande entreprise immobilière à connaître un défaut de paiement sur sa dette intérieure et extérieure.

Devant l'accumulation de problèmes de solvabilité pour de nombreuses sociétés financières, la Banque de Thaïlande imagina une stratégie de soutien et d'assainissement formulée dans un rapport publié le 12 février 1997 : pour toutes les sociétés nécessitant l'aide du FIDF, elle détermina le niveau de capital requis ainsi que la possibilité de trouver des partenaires étrangers. La Banque de Thaïlande voulut également préciser le nombre de sociétés financières devant procéder à une augmentation de capital. Le verdict fut sévère puisqu'il fut estimé qu'environ la moitié des sociétés financières devait être recapitalisée tandis que le seconde moitié pouvait faire face aux pertes [Nukul Commission Report, 1998, p. 149]. Il apparaît clairement que, à ce moment, les autorités avaient la certitude que le secteur était sinistré. Cette analyse contraste nettement avec celle prévalant encore deux mois auparavant. Pourtant, ce n'est pas dans ce court laps de temps que les sociétés financières ont pu voir leur situation se dégrader d'une telle manière, ce qui prouve que la crise de solvabilité couvait déjà depuis plusieurs mois.

Les sociétés financières furent d'autant plus touchées que leur activité sur les marchés boursiers fonctionnait aussi au ralenti en 1996-1997 [*Asiaweek*, 25 avril 1997]. Aucune des deux principales activités de ces entreprises ne pouvait éviter de nombreux dépôts de bilan à court terme.

2 De Mars à Juin 1997 : la reconnaissance publique de la crise de solvabilité

En mars 1997, la Banque de Thaïlande décida de régler l'insolvabilité des sociétés financières par une opération de recapitalisation et un plan de restructuration. Une fois le public au courant de l'insolvabilité des sociétés financières, il ne renouvela pas les billets à ordre, si bien que la liquidité devenait de plus en plus rare. A la crise de solvabilité s'est ajoutée, à partir de février, une crise de liquidité interne. Pendant les trois mois suivants, cette opération ne donna pas les résultats escomptés, si bien que 16 sociétés financières furent suspendues à la fin du mois de juin.

Le plan de mars 1997 ou le début de la prise en charge par la Banque de Thaïlande

Le 3 mars, la Banque de Thaïlande exigea de 10 sociétés financières une augmentation de capital immédiate dans le but de compenser les pertes liées aux prêts immobiliers devenus en grande partie insolubles, le FIDF se portant garant en rachetant les éventuelles parts invendues. En outre, il fut demandé à toutes les sociétés financières profitant de l'aide du FIDF d'améliorer leur situation financière. Les autres sociétés financières étaient jugées capables de résoudre elles-mêmes leurs éventuels problèmes de solvabilité.

Dans ce même plan, les autorités enjoignirent toutes les banques commerciales et toutes les autres sociétés financières de lever 50 milliards de bahts sur les deux années à venir de manière à faire face aux créances douteuses [*The Nation*, 4 March 1997]. Ce qui prouve la situation catastrophique des sociétés financières est la répartition de cette somme entre les différents acteurs : 24 milliards pour les banques commerciales contre 26 pour les seules sociétés financières. Ces dernières, bien que nettement moins importantes en termes de crédit distribué, apparaissaient beaucoup plus atteintes par les créances douteuses. Bien entendu, la réaction de l'*Association of Finance Companies* fut négative car, selon elle, ce plan intervenait au plus mauvais moment, c'est-à-dire quand trouver des capitaux se révélait déjà ardu [*The Nation*, 6 March 1997].

En outre, la déclaration de mars 1997 visait aussi à définir une méthode pour provisionner les créances douteuses en conformité avec les standards internationaux. C'est aussi pour cette raison que les banques commerciales et les sociétés financières étaient supposées lever 50 milliards de bahts pour respecter ces nouvelles règles.

En réalité, le rapport initial remis au Premier ministre en février et sur lequel se fondait le plan indiquait que 18 sociétés financières et trois banques commerciales (dont la BBC) étaient

insolvables et nécessitaient l'aide du FIDF. Pour expliquer le retrait de 8 sociétés financières et 3 banques commerciales de la liste publiée, les autorités politiques invoquèrent une séparation stricte entre celles qui étaient insolubles et celles qui étaient illiquides, ce qui, avec un peu de recul, apparaît totalement fallacieux. Il fut choisi de mettre hors jeu seulement 10 sociétés financières pour ne pas alerter le public. Ces tergiversations montrent qu'il existait une nette différence d'appréciation entre les autorités de surveillance, qui jugeaient la situation préoccupante, et les décideurs politiques qui, soit ne percevaient pas l'ampleur du danger, soit minimisaient l'état réel des sociétés financières pour ne pas alarmer davantage le public. En tout état de cause, il apparaît assez clairement que, dès le début de 1997, la situation devenait de plus en plus préoccupante.

Enfin, le 10 mars 1997, le gouvernement annonça le rachat de 3,9 milliards de dollars de créances immobilières douteuses. Ce montant devait représenter un quart de toutes les créances douteuses liées à l'immobilier [Asiaweek, 21 March 1997]. L'objectif était alors de soulager les entrepreneurs immobiliers et d'assainir les comptes des sociétés financières.

La crise de solvabilité s'est doublée d'une crise de liquidité interne à partir mars 1997

La liste de 10 sociétés financières devant lever des capitaux immédiatement fut dévoilée à la presse par le ministre des Finances, cette opération ayant comme objectif de séparer le bon grain de l'ivraie³³. Mais cette action eut des conséquences négatives, sans doute inverses à celles recherchées, puisque le public mit en cause la totalité des sociétés financières et provoqua un *run* sur les dépôts (en fait, un non renouvellement des billets à ordre). Bien évidemment, les dix entreprises incriminées furent de loin les plus touchées [The Nation, 6 March 1997]. La faillite de *Somprasong*, en février 1997, marqua le début d'un *run* du public sur les sociétés financières (Graphique 34). Il ressort que la perte de confiance du public dans la solidité des sociétés financières avait comme principale origine la diffusion de la nouvelle de l'aide massive du FIDF [Nukul Commission Report, 1998, p. 151]. En conséquence, pour diminuer la tension, les autorités monétaires décidèrent de garantir tous les billets à ordre, quel que soit l'émetteur.

³³ Les 10 sociétés financières concernées étaient les suivantes : *Unico Housing Co, Country Finance Co, Royal International Co, Thai Fuji Finance & Securities Co, Finance House Co, Sri Dhana Finance Co, Dynamic Eastern Finance Thailand, Bangkok Metropolitan Finance Co, Inter-Credit and Trust Co and International Trust and Finance Plc.*

Graphique 34 - Evolution du poste des emprunts des sociétés financières, janvier 1996-juin 1997

Unité : milliard de bahts courants



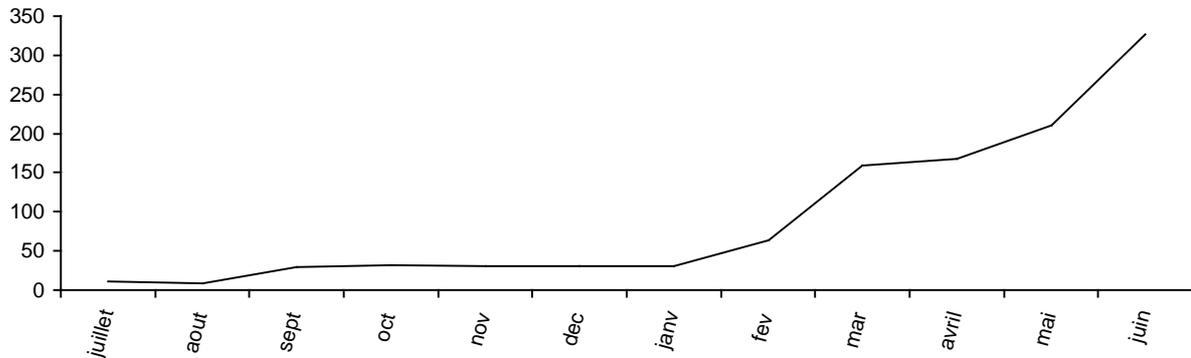
Source : BOTQB, diverses éditions.

Un deuxième effet négatif fut une crise de liquidité interbancaire, puisque le taux passa de 7,5%-8% à 11-13% mais cela dura peu de temps car, au bout de quelques jours, ce taux retomba à son niveau antérieur. En revanche, les sociétés financières étaient moins bien loties : leur taux se stabilisa à 16-18%, ce qui prouvait l'existence d'un manque persistant de liquidité pour ces institutions et, surtout, ceci les incitait à se fournir auprès du FIDF, à un taux nettement plus avantageux.

Avant la demande d'augmentation de capital, en mars 1997, le FIDF avait un encours de 40 milliards de bahts auprès des sociétés financières mais après cette annonce, il ressort que le montant de cette aide est passé à 130 milliards pour 30 sociétés au mois de mars (Graphique 35). Comme les sociétés financières étaient dans l'incapacité de vendre leurs actifs pour rembourser les propriétaires de billets à ordre, elles firent appel au FIDF pour se procurer de la liquidité. En fait, le montant emprunté auprès du FIDF couvrait presque exactement les retraits des déposants, laissant quasi-inchangé le montant total du passif. Il s'agit donc d'une opération de stérilisation des sorties.

Graphique 35 - Emprunt des sociétés financières auprès de la Banque de Thaïlande et du FIDF, juillet 1996-juin 1997

Unité : milliard de bahts courants



Source : BOTQB, diverses éditions.

Tout au long du premier semestre 1997, l'inquiétude des autorités monétaires à l'égard de l'extension du *run* était maximale : l'action du FIDF visait en grande partie à faire diminuer la pression sur les sociétés financières les plus fragiles [Nukul Commission Report, 1998, p. 161]. L'action du FIDF peut être comprise comme un moyen pour les autorités de gagner du temps afin de maintenir à flot les sociétés financières les plus fragiles.

Avril-Juin 1997 : l'échec de la stratégie de restructuration sectorielle

Le plan de la Banque de Thaïlande visait également à opérer une concentration du secteur, notamment pour les sociétés financières. Il était prévu une réduction des deux tiers de leur nombre, qui était alors de 91. Les plus petites, souvent celles qui subissaient le plus les créances douteuses à la suite de leur politique négligente sur les prêts, devaient se rapprocher des plus grandes, considérées comme plus robustes [The Nation, 5 March 1997]. Outre son action immédiate de soutien aux sociétés financières par le biais du FIDF, la stratégie privilégiée par la Banque de Thaïlande consistait à faire des regroupements (fusion ou acquisition) entre les entreprises du secteur. Le FIDF ne permettait alors que de gagner du temps, celui de préparer les opérations, mais le fait que la plupart des entreprises du secteur fut insolvable rendait difficile, voire impossible, la mise en place d'une telle stratégie de résolution de crise, sur un temps aussi réduit. Enfin, du fait de la complexité des opérations et, sans doute, d'une certaine mauvaise volonté de la part des dirigeants des sociétés financières en déchéance, rien ne pouvait être obtenu dans de brefs délais alors que la situation empirait rapidement à cause de la défiance du public.

Jusqu'en mai, tout en essayant de procéder à une restructuration sectorielle, la Banque de Thaïlande supervisait l'augmentation de capital des 10 sociétés financières mais cette stratégie semblait de plus en plus compromise. On décida de poursuivre cette opération tant que les moyens de la résolution de la crise n'étaient pas clairement définis. En fait, il semble qu'une grande opération de fusion autour de quelques sociétés financières solides ait encore eu la préférence des dirigeants de la Banque de Thaïlande au début de juin [Nukul Commission Report, 1998, p. 150]. Ceci prouve que la manière de faire face à la crise de solvabilité subie par les sociétés financières était claire pour les autorités monétaires mais que la réalisation de ce projet était laborieuse et plus lente que prévue.

Le FIDF a été particulièrement actif dans le soutien à *Finance One*, une des principales sociétés financières du pays, au début de 1997. En février, elle a obtenu un prêt de 5 milliards de bahts du FIDF. En mars, quand il parut évident que *Finance One* était devenue insolvable, les autorités monétaires exigèrent que la compagnie fusionne avec une banque, *Thai Danu Bank*. Un accord fut signé le 14 mars 1997 en présence du Premier ministre et du directeur de la Banque de Thaïlande. Finalement, en mai, la fusion échoua, notamment pour des raisons de mauvaise volonté de la part des deux protagonistes. Pendant ce temps, le FIDF continua son injection de liquidité si bien que le prêt atteignait 37,5 milliards de bahts en mai. On ordonna à *Finance One* une augmentation de capital de 4,1 milliards de bahts à 12,4. Mais, comme cela s'était déjà produit, si au bout de 30 jours des parts restaient invendues, le FIDF devait se porter acquéreur.

Les administrateurs du FIDF et de la Banque de Thaïlande étaient très inquiets d'une faillite de *Finance One*, ce qui explique leur détermination à maintenir à flot l'entreprise, tout en sachant qu'elle ne pouvait pas être sauvée. En outre, le soutien affiché des autorités entre février et mai s'explique surtout par le fait qu'une fusion était prévue, ce qui aurait finalement pu sauver la compagnie. Enfin, une faillite de *Finance One* pouvait affaiblir le FIDF dans la mesure où les prêts avaient été accordés sans collatéraux. Le FIDF voulait accélérer le processus de fusion pour permettre à *Finance One* de rembourser ses emprunts. Cette non collatéralisation des prêts s'explique par le fait que *Finance One* avait précédemment emprunté un grand montant à l'étranger à la condition de ne pas utiliser dans le futur ses actifs pour emprunter sans l'accord des créanciers étrangers. En somme, l'échec de la fusion *Finance One – Thai Danu Bank* porta un coup de plus à la crédibilité des autorités monétaires thaïlandaises dans un contexte déjà difficile.

Conscientes que les opérations de rapprochement nécessitaient un temps dont elles ne disposaient plus, les autorités se retrouvaient devant un choix plus simple : suspendre les sociétés insolvables ou laisser le FIDF continuer à les maintenir en vie. Dans une lettre adressée au ministère des Finances, le 18 juin 1997, la Banque de Thaïlande, consciente de la gravité de la situation, exposa deux solutions pour résoudre le problème : la première, la plus drastique, consistait à suspendre les sociétés dont la qualité des actifs était trop dégradée, avec le risque de mécontenter les prêteurs et les déposants, tandis que la seconde tentait de protéger les déposants et les prêteurs en leur permettant de convertir leurs anciens billets à ordre contre de nouveaux émis par les nouvelles sociétés financières issues des opérations de fusions-acquisitions [Nukul Commission Report, 1998, p. 162]. En fait, la Banque de Thaïlande choisit une thérapie plus proche de la seconde. C'est pour cette raison que seules 16 sociétés financières furent fermées en juin alors que plusieurs dizaines auraient dû l'être, comme en témoigne la fermeture de 42 sociétés financières un peu plus d'un mois plus tard.

La décision de suspendre les sociétés financières fut prise sur un critère d'endettement vis-à-vis du FIDF. Fin juin, on assista à la fermeture définitive de 16 sociétés financières³⁴ avec l'assurance qu'aucune autre ne subirait le même sort plus tard. La valeur des actifs détenus par ces entreprises était de 400 milliards de bahts, soit environ un quart de l'ensemble des actifs des sociétés financières (1700 milliards de bahts)[*The Nation*, 28 June 1997]. Mais, aux yeux du public, cette opération ne semblait pas convaincante car le *run* ne s'arrêta pas et une bonne partie des sociétés financières continua à demander l'aide du FIDF.

En mai, le nombre de sociétés financières sous assistance passa à 40. A la fin juin, le montant total mis en œuvre par le FIDF était de 300 milliards de bahts pour 58 sociétés financières mais plus de la moitié de ce montant était absorbée par les 16 qui furent suspendues. A la fin du mois de juin, il ressortait que seules 26 sociétés financières avaient réussi, ou étaient sur le point de le faire, l'augmentation de capital visant à respecter les nouveaux standards, soit moins d'un tiers. Pour la première fois en 1997, les sociétés financières furent dans l'obligation de publier le niveau de leurs créances douteuses [*The Nation*, 28 June 1997].

³⁴ Les 16 fermetures étaient les suivantes : *Finance House Co*, *Finance One Plc*, *Thana One Finance & Securities Plc*, *CMIC Finance & Securities Plc*, *General Finance & Securities Plc*, *Prime Finance & Securities Plc*, *Country Finance Co*, *Metropolitan Finance Co*, *Thana Thai Finance and Securities Plc*, *Thai Fuji Finance & Securities Plc*, *GCN Finance Co*, *International Trust and Finance Plc*, *Dynamic Eastern Finance & Securities (1991) Plc*, *United Finance Plc*, *CL Sahaviriya Finance Co*, and *Sap Thamrong Finance Co*. On remarquera que certaines des 10 sociétés figurant sur la liste noire du mois de mars 1997 ne sont pas concernées par cette mesure, ce qui signifie qu'elles ont réussi leur plan de recapitalisation.

3 La restructuration des sociétés financières à partir du mois de juillet 1997

Après l'annonce de la fermeture des 16 sociétés financières, la Banque de Thaïlande n'était pas au bout de ses difficultés puisque le *run* généralisé ne s'interrompit pas. D'autre part, un certain nombre de sociétés financières continuait à solliciter l'aide du FIDF, preuve, pour les dirigeants de la Banque de Thaïlande, que d'autres fermetures étaient nécessaires. Ainsi, en août, 42 nouvelles sociétés financières furent fermées.

La forte dépréciation du baht, en juillet 1997, provoqua une brusque montée des taux d'intérêt mettant en difficulté les sociétés financières et leurs clients. En outre, certaines entreprises industrielles et commerciales possédaient des billets à ordre des 16 sociétés financières suspendues, ce qui les mettait en rupture de liquidité, voire leur faisait risquer une crise de solvabilité si le billet à ordre était définitivement perdu. Ainsi, dès le mois de juillet, on commença à voir des dépôts de bilan parmi les entreprises industrielles et les particuliers, ce qui engendrait une hausse des créances douteuses pour les sociétés financières et les banques commerciales.

Après la dépréciation du baht, 68 sociétés financières (en intégrant les 16 suspendues) se sont mises à faire appel au FIDF pour un montant total de 384 milliards de bahts (au début du mois de juillet). On explique cela par le fait que depuis la fin du mois de juin, les sociétés financières survivantes devaient faire face à un *run* continu du public, environ 15 à 20 milliards de bahts par semaine.

Le 4 août, le gouverneur de la Banque de Thaïlande demanda des informations supplémentaires sur les 75 sociétés restantes pour évaluer leur position. Finalement, une série de cinq critères établie par la Banque de Thaïlande discrimina les sociétés financières viables de celles devenues insolvable³⁵. Il en résulta que 42 d'entre elles ne respectaient pas les conditions de solvabilité définies par les autorités. L'argument selon lequel seules les sociétés financières qui avaient continué à emprunter auprès du FIDF ont été fermées est à nuancer. En effet, la Banque de Thaïlande ne s'est pas fondée exclusivement sur ce critère pour évaluer la solidité des entreprises, ce qui prouve que même un abus de la part des dirigeants des sociétés financières n'a pas suffi à faire condamner leur entreprise.

La liste de 42 sociétés financières ne respectant pas les critères pour continuer à opérer a été dévoilée au public par le Ministre des Finances sans consultation préalable des autres

³⁵ Parmi ces cinq critères, un seul concernait le montant des emprunts auprès du FIDF, les quatre autres touchant au respect de la réglementation.

ministres. Certains dirigeants de ces sociétés financières craignant de voir leur entreprise définitivement ruinée par le *run* tentèrent de faire retirer leur nom de cette liste noire. Depuis les premières tentatives de la Banque de Thaïlande de soutenir le secteur, c'étaient 450 milliards de bahts qui avaient été investis par l'intermédiaire du *Financial Institutions Development Fund*, dont 200 pour le premier lot de 16 et 230 pour les 42 suivantes, les 20 milliards restants étant destinés à d'autres sociétés financières dont la situation était plus saine [*The Nation*, 6 August 1997]. Ceci prouve bien que les 16 sociétés financières fermées en juin et une grande partie des 42 suspendues en août étaient insolvables.

Dès cette annonce, le 5 août 1997, on a vu un véritable «*flight to quality*», ruinant l'ensemble des sociétés financières et les petites banques commerciales. Les déposants, inquiets de la pérennité de l'ensemble des sociétés financières, furent à l'origine d'un *run* et déposèrent leurs fonds dans des banques commerciales de bonne réputation comme la *Thai Farmers Bank*, qui vit s'accroître la masse des dépôts d'un milliard de bahts en l'espace d'une heure.

Les 42 nouvelles sociétés financières déclarées insolvables étaient de taille moyenne et, manifestement, ne bénéficiaient plus de la confiance du public. En somme, même si leur actif n'est pas d'aussi mauvaise qualité que celui des 16 précédemment fermées, elles ont dû faire face à un *run* du public et n'ont pu trouver la liquidité nécessaire en vendant leurs actifs ; c'est pour cette raison qu'elles ont fait appel au FIDF et ont été fermées.

Après cette deuxième série de faillites, il restait en Thaïlande 33 sociétés financières qui, à partir d'août 1997, étaient censées être une base pour la reconstitution du secteur. En ce sens, elles furent totalement soutenues par le gouvernement. Craignant un effet de contagion aux 33 sociétés financières restantes, le gouvernement annonça explicitement une garantie totale des dépôts pour les 16, puis les 42 sociétés financières en faillite. On donna aux 42 sociétés financières suspendues 60 jours pour proposer un plan de fusion et/ou d'acquisition au gouvernement, celui-ci ayant 30 jours pour l'accepter ou demander des modifications. Avec cette mise en liquidation, 600 à 700 milliards de bahts supplémentaires d'actifs disparaissaient [*The Nation*, 6 August 1997].

La restructuration des 58 sociétés financières fut gérée grâce à l'établissement d'une institution, la *Financial Restructuring Authority* (FRA), qui avait pour objectif de solder les créances douteuses, dont le montant était évalué à 500 milliards de bahts sur un actif total de 1100 milliards [*The Nation*, 23 October 1997]. Il est à noter que l'actif des sociétés financières suspendues représentait deux tiers de l'actif total des 91 sociétés financières, qui

était alors évalué à 1640 milliards de bahts à la fin d'octobre 1997. La FRA estima que ces créances douteuses pouvaient être vendues avec une décote de 80% tandis que le reste, les actifs de bonne qualité, pouvait l'être avec seulement 20%.

Il était prévu de diviser la totalité des actifs de bonne qualité en trois parts d'au moins 150 milliards de bahts chacune en vue de former trois nouvelles entités opérant en tant que banques commerciales. La question la plus cruciale restait de trouver la manière de sauver les 33 sociétés financières dont les actifs étaient d'assez bonne qualité mais qui avaient déjà été sérieusement ébranlées par la méfiance du public. Cependant, dès le mois d'octobre, il apparut un certain retour de confiance car les dépôts recommencèrent à croître dans la semaine du 16 au 22. Avant l'annonce du plan de restructuration des sociétés financières du 14 octobre, entre 1,5 et 1,6 milliard de bahts étaient retirés par les déposants chaque jour. A la mi-octobre, la *Thai Farmer Bank* annonça son intention de prendre une participation massive dans la nouvelle structure regroupant les sociétés financières en faillite. Le 29 octobre 1997, 35 des 58 sociétés financières suspendues signèrent un *memorandum* dans lequel elles annoncèrent leur accord pour fusionner. A la fin de l'année 1998, deux sociétés financières furent autorisées à rouvrir, ce qui porta à 56 celles ayant finalement été suspendues.

4 La Banque de Thaïlande incapable de faire la différence entre l'insolvabilité et l'illiquidité

Dès le début de l'aide apportée par la Banque de Thaïlande aux sociétés financières, plusieurs dirigeants ont fait montre de comportements opportunistes [*The Nation*, 9 August 1997]. Le principe du soutien de la Banque de Thaïlande aux sociétés financières en difficulté consistait à leur prêter des liquidités, par l'intermédiaire du *Financial Institutions Development Fund*, à un taux réduit, environ 13% tandis que le taux de marché interfinancier se situait autour de 20%. De nombreuses sociétés financières ont profité de l'effet d'aubaine en empruntant à ce taux préférentiel puis en prêtant sur le marché dès le lendemain dans le but d'engranger des bénéfices immédiats alors que l'objectif initial des autorités monétaires était de limiter l'aide aux seules compagnies en crise de liquidité. Et c'est bien là que se pose le problème de l'intervention de la Banque de Thaïlande, qui, incapable de distinguer les sociétés insolubles des illiquides, distribuait les fonds publics à ceux qui le demandaient.

Ce type de comportement a pu être mis en évidence dès le mois de mars 1997. Cette aide sans condition a conduit certains dirigeants de société financière à mettre en œuvre des politiques de crédit encore plus risquées dans la mesure où, quoi qu'il arrive, les

établissements de crédit étaient couverts : même en cas de crise grave, ils bénéficieraient d'une assistance financière. Dès lors, l'intervention de la Banque de Thaïlande atteignit les résultats inverses de ceux escomptés, puisqu'il s'agissait typiquement d'une configuration d'aléa moral.

Entre mars et août 1997, plus de 450 milliards de bahts furent prêtés par la Banque de Thaïlande aux sociétés financières, les autorités ne pouvant identifier celles qui en avaient réellement besoin (les illiquides) et celles pour qui il était trop tard (les insolubles), ni même celles qui pouvaient s'en dispenser. Même celles qui se trouvaient insolubles restaient couvertes par les injections massives des autorités monétaires. Cette perfusion indifférenciée a donné une image extrêmement négative de l'état du système financier puisque, comme n'importe quelle société financière pouvait bénéficier de l'aide, le public se trouvait incapable de les évaluer correctement.

Sgard [2002, p. 30] se montre très critique quant à l'action de la Banque de Thaïlande : « Très tôt, face à la crise montante, la Banque centrale a commis une seconde erreur majeure, qui s'est ajoutée à la défense absurde du change : au lieu de suspendre les compagnies financières, touchées les premières, elle a tenté désespérément de les sauver. » En effet, cette politique non discriminante signifie que la Banque de Thaïlande s'est révélée totalement incapable de faire la distinction entre les sociétés financières insolubles et illiquides. En juin, 16 d'entre elles ont vu leurs opérations suspendues (après une demande de recapitalisation pour 10 en mars), puis 42 en août. Cette succession de décisions révèle une profonde incapacité à déterminer lesquelles étaient en mesure de survivre et lesquelles devaient être fermées. Si la Banque de Thaïlande avait été réellement capable de réaliser cette distinction, elle aurait vraisemblablement fermé en une seule fois toutes les sociétés insolubles et aurait fait profiter les autres, les illiquides, de conditions de crédit avantageuses pour une période limitée.

Certaines sociétés ayant fait peu appel au *Financial Institutions Development Fund* se sont retrouvées sur la liste des 42, tout comme celles qui y avaient massivement fait appel. Parmi les 42 suspendues au mois d'août, celles ayant abusé de cette manne providentielle par intérêt commercial ont été traitées de la même manière que celles qui étaient insolubles et qui devaient cesser d'exister. La confusion était telle que certains dirigeants des sociétés financières faisant partie de la liste des 42 ont demandé quand les portes de leur établissement pourraient ouvrir de nouveau. En effet, ils ne se sentaient pas du tout concernés par les mesures de suspension car leur entreprise n'avait en réalité pas besoin du FIDF pour

fonctionner. Simplement, ils avaient profité de capitaux moins chers que ceux du marché. Certaines sociétés financières comptaient même reprendre leur activité dans la mesure où personne ne savait si les autorités monétaires étaient sérieuses à propos de ce critère. Certaines disposaient même des fonds pour rembourser le FIDF, ce qui prouve qu'elles n'étaient pas en crise de solvabilité, voire en crise de liquidité. En tout cas, même si elles n'étaient pas nombreuses, cela n'excuse pas la Banque de Thaïlande pour sa gestion calamiteuse de la crise.

En agissant de la sorte, en plusieurs étapes et sans distinction, il ne fait aucun doute que la Banque de Thaïlande a profondément entamé sa crédibilité auprès du public, qui, au final, ne savait plus s'il pouvait avoir confiance dans telle ou telle société financière. Ce signal désastreux envoyé au public, de par sa nature floue, ne pouvait pas conduire à autre chose qu'à un *run* généralisé à l'ensemble des sociétés financières. En effet, comme la quasi-totalité des sociétés financières faisait appel au FIDF, le public pressentait la chute de l'ensemble des sociétés financières de Thaïlande, ce qui a contribué à amplifier le *run*. En fait, à mesure que l'aide de la Banque de Thaïlande augmentait, les billets à ordre ne se renouvelaient pas, ce qui traduisait l'incapacité des sociétés financières à lever des capitaux frais. Mais l'arrivée des capitaux publics ne compensait plus le recul des dépôts, ce qui se traduisait par une baisse globale des ressources des sociétés financières, les enfonçant dans la crise.

CHAPITRE 5 - LA CRISE DE LIQUIDITE EXTERNE DES BANQUES COMMERCIALES

A partir des années 1950, les banques commerciales thaïlandaises jouèrent un rôle central dans la politique de développement économique menée par la Banque de Thaïlande alors que les sociétés financières, acteurs de second rang en termes de volume de crédit et d'implantation géographique, n'étaient pas utilisées dans ce cadre. L'activité des banques commerciales, tout comme celle des sociétés financières, était régie par la loi de 1985. Ainsi, même si chacun n'avait pas la même importance pour la Banque de Thaïlande, les deux types d'entreprises étaient surveillés par les autorités de tutelle. Néanmoins, un changement important intervint au tout début des années 1990 : alors que les banques commerciales (hormis dans leur attribution spécifique concernant l'agriculture et l'industrie) et les sociétés financières étaient auparavant libres dans leur politique d'octroi du crédit, la Banque de Thaïlande modifia les règles du jeu en imposant une planification sectorielle du crédit aux seules banques commerciales.

Cette nouvelle réglementation fut prise à la suite du développement très soutenu du secteur immobilier à partir de 1988, après plusieurs années de stagnation. Aussi bien les banques commerciales que les sociétés financières se mirent à pratiquer une politique de crédit facile vis-à-vis de ce secteur. Cependant, quand les banques commerciales suivirent les sociétés financières sur le terrain de la spéculation immobilière, par une augmentation conséquente de l'encours du crédit, la Banque de Thaïlande les contraignit en leur imposant un plan de crédit sectoriel défini par elles-mêmes mais nécessitant son accord pour devenir effectif. Cependant, la motivation de la Banque de Thaïlande était moins la lutte contre la spéculation immobilière que la poursuite de sa politique de développement *via* les banques commerciales. Les effets positifs de ce contrôle furent rapidement perceptibles dans la mesure où le crédit à l'immobilier des banques commerciales commença à refluer (en proportion du crédit total) dès la fin de 1991, année durant laquelle il avait atteint un pic historique. Inversement, les sociétés financières, qui n'avaient pas de rôle significatif dans la politique de développement de la Banque de Thaïlande, ne furent pas soumises au plan sectoriel si bien que leur exposition à l'immobilier continua à croître au début des années 1990. Lorsque les dirigeants de la Banque de Thaïlande se rendirent compte des risques croissants liés à la dégradation des conditions dans ce secteur, ils imposèrent la même discipline aux sociétés financières. Ceci fut fait en 1995, ce qui se révéla bien trop tard.

SECTION 1 LES BANQUES COMMERCIALES, INSTRUMENTS DE LA BANQUE DE THAÏLANDE POUR SA POLITIQUE DE DEVELOPPEMENT, ETAIENT DAVANTAGE CONTRAINTEES QUE LES SOCIETES FINANCIERES DANS L'OCTROI DE CREDIT

A la différence des sociétés financières, les banques commerciales thaïlandaises étaient utilisées par la Banque de Thaïlande pour mettre en application sa politique de développement économique à partir des années 1950. Instruments de premier choix en raison de leur implantation dans les zones reculées du pays, elles assumaient un rôle significatif dans la distribution du crédit aux secteurs privilégiés, l'agriculture à partir des années 1950, puis l'industrie à partir des années 1980. En conséquence, ces acteurs subissaient une forte contrainte de la part de la Banque de Thaïlande : ils étaient soumis à des règles strictes concernant la distribution du crédit pour ces deux secteurs. Inversement, les sociétés financières, acteurs de second rang pour la Banque de Thaïlande, n'avaient aucune obligation pour deux raisons : dans les années 1980, leur poids dans la distribution totale du crédit était encore relativement minoritaire mais, surtout, elles étaient majoritairement localisées dans la région de Bangkok, ce qui les rendait relativement inopérantes pour un soutien à l'agriculture, activité de proximité située dans les zones reculées, et peu intéressantes pour une aide aux industries, moins présentes à Bangkok qu'en province.

A partir de la fin des années 1980, la croissance des prêts accordés au secteur immobilier, jugé alors non prioritaire par la Banque de Thaïlande, s'accéléra, en détournant les banques commerciales de leur objectif de soutien au développement. La réaction de la Banque de Thaïlande fut, en 1990, la mise en place d'un plan de crédit sectoriel contraignant les banques commerciales à accorder les prêts en priorité à l'agriculture et à l'industrie. C'est davantage la volonté de poursuivre sa politique de développement économique que l'objectif de limiter la spéculation dans l'immobilier qui fit agir la Banque de Thaïlande de la sorte. C'est cette application différenciée, touchant les banques commerciales mais pas les sociétés financières, qui constitue un choc institutionnel.

1 La politique de développement économique de la Banque de Thaïlande en direction des secteurs prioritaires depuis les années 1950

La Banque de Thaïlande s'est illustrée dès les années 1950 par une politique volontariste visant à promouvoir une forte croissance économique. Des secteurs étaient sélectionnés pour leur effet d'entraînement supposé à l'ensemble de l'économie. La Banque de Thaïlande se donnait comme objectif l'amélioration de l'allocation des capitaux.

Dès le début des années 1950, l'agriculture est devenue une des priorités du développement économique inspiré par la Banque de Thaïlande. Outre sa forte contribution au produit national, c'était aussi le grand volume de main-d'œuvre employé qui justifiait cette politique volontariste [Bank of Thailand, 1983]. Dans un second temps, il s'agissait d'encourager les exportations. Au début des années 1980, la Banque de Thaïlande se mit à assister les secteurs exportateurs ainsi que certains secteurs industriels (automobile...) mais continua à soutenir l'agriculture. En 1987, elle institua une nouvelle politique de développement économique visant à soutenir les petites industries dans les zones rurales ainsi que le secteur agroalimentaire [BOTQB, vol. 27, n°1, March 1987, p. 10]. L'objectif était aussi bien économique que social car un des problèmes majeurs consistait également à absorber, en zone rurale, le surplus de main-d'œuvre issu de l'agriculture pour éviter un exode massif vers les grandes villes.

La Banque de Thaïlande disposait de deux moyens principaux pour influencer le développement économique : les mesures concernant l'allocation du crédit (conditions de financement préférentielles et réglementation des banques commerciales) et les relations avec les institutions spécialisées.

Les mesures d'allocation du crédit consistaient à aider, par l'intermédiaire des banques commerciales, les secteurs jugés essentiels pour la croissance. Le premier point concerne les modalités de refinancement de la Banque de Thaïlande. Les secteurs privilégiés bénéficiaient alors d'un taux réduit pour leurs emprunts auprès des banques commerciales. Pour les secteurs exportateurs, cette politique visait à réduire les coûts de production, de manière à rendre les entreprises thaïlandaises compétitives sur les marchés internationaux. Par exemple, en 1990, la Banque de Thaïlande pouvait prêter à 5% à la banque commerciale qui, elle-même, demandait 7% tandis que le taux prêteur minimum était de 11,5%. En somme, il s'agissait d'une politique de taux préférentiel. Ponctuellement, la Banque de Thaïlande mettait

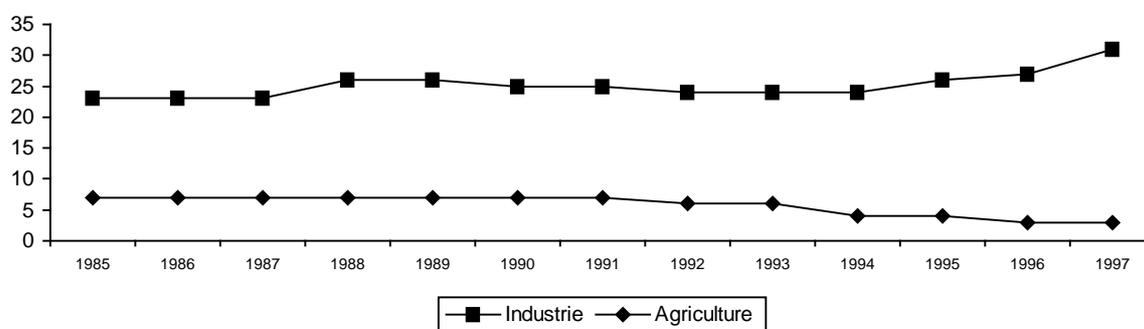
en place des taux prioritaires, pour une période de quelques mois, notamment pour certains secteurs agricoles connaissant des difficultés liées à de mauvaises récoltes.

Un autre aspect réside dans la réglementation imposée par la Banque de Thaïlande aux banques commerciales thaïlandaises. A partir de janvier 1987, les succursales des banques commerciales avaient l'obligation de diriger localement au minimum 20% du total du crédit en direction des zones rurales (14% pour les fermiers et les petites industries et 6% pour l'agroalimentaire). Cette nouvelle réglementation trouvait sa place dans un encadrement de longue durée : 5 % devaient être destinés aux zones rurales en 1975, puis 13% entre 1979 et 1986, avant la dernière modification de 1987. En termes de volume de crédit, il s'agissait de 3,5 milliards de bahts en 1975 contre 125 en 1987. En conséquence, la proportion du crédit destinée à l'agriculture est passée de 3,4% en 1975 à 6,7 % en 1987 (Graphique 36).

Les prêts des banques commerciales destinés aux secteurs prioritaires bénéficiaient de facilités de gestion dans la mesure où les règles prudentielles étaient plus souples que pour les autres prêts. Pour encourager les banques commerciales à ouvrir des succursales en zone rurale, notamment dans celles qui en étaient dépourvues, la Banque de Thaïlande leva des restrictions relatives au capital initial ou au nombre d'employés [BOTQB, vol. 29, n°1, March 1989, p. 10]. Par une politique encore plus volontariste, la Banque de Thaïlande demanda en 1989 à chaque banque commerciale de lui proposer un plan d'ouverture de succursales dans les zones non couvertes par le réseau. Les grandes devaient en ouvrir 6, contre 3 pour les moyennes tandis que les petites en ouvraient autant qu'il leur était possible [BOTQB, vol. 29, n°2, March 1989, p. 12].

Graphique 36 - Part des prêts octroyés à l'agriculture et à l'industrie par les banques commerciales, 1985-1997

Unité : pourcentage



Source : BOTQB, diverses éditions.

Au total, les politiques de développement de la Banque de Thaïlande semblent avoir porté leurs fruits puisque, sur la période 1985-1997, les banques commerciales ont destiné environ 30 % de leurs prêts aux secteurs prioritaires, l'agriculture et l'industrie. On note un déclin relatif du poids de l'agriculture dans les prêts à partir de 1991, signe que l'économie devient plus industrielle mais surtout se tertiarise.

Le second moyen mis en place par la Banque de Thaïlande pour soutenir le développement économique passait par ses relations avec les institutions spécialisées qui avaient comme mission la concrétisation des actions gouvernementales. On en distingue cinq : la *Bank for Agriculture and Agricultural Cooperatives* (BAAC) a été établie par une loi de 1966 dans l'objectif de fournir du crédit aux fermiers et aux coopératives agricoles. Elle était détenue à 99% par l'Etat. Tout en maintenant en permanence une ligne de crédit à taux préférentiel, la Banque de Thaïlande pouvait lui fournir temporairement des financements supplémentaires. L'*Industrial Finance Corporation of Thailand* (IFCT), spécialisée dans les prêts à moyen et long termes à l'industrie, fut établie par une loi spéciale en 1959. La structure du capital était entièrement privée. Depuis 1972, l'IFCT peut également mener des opérations en lien avec le développement des marchés financiers en Thaïlande. L'IFCT recevait des crédits de long terme de la Banque de Thaïlande dont le taux, bien qu'inférieur à celui du marché, n'était pas aussi bas que celui appliqué à la BAAC. La *Government Savings Bank* (GSB) a été instaurée par une loi spéciale en 1947 pour reprendre les bureaux d'épargne, alors rattachés au *Post and Telegraph Office*. Cette banque avait l'autorisation de faire les opérations bancaires courantes mais était plus spécifiquement destinée à mobiliser l'épargne populaire. Ses actifs étaient composés essentiellement des obligations de l'Etat thaïlandais. La Banque de Thaïlande était indirectement liée à la GSB à travers la gestion de la dette publique (obligations d'Etat achetées par la GSB) et par la politique de taux d'intérêt qui déterminait la capacité de mobilisation de l'épargne. Le *Small Industries Finance Office* (SIFO) fut mis en place en 1964 comme composante du ministère de l'Industrie dans le but de fournir une assistance financière aux petites entreprises industrielles. La Banque de Thaïlande participait à son conseil d'administration. La *Government Housing Bank* (GHB) fut établie en 1953 pour aider les personnes avec un revenu faible à acquérir leur habitation. La Banque de Thaïlande lui fournissait des capitaux.

Finalement, on constate que les sociétés financières ne faisaient pas partie des canaux utilisés par la Banque de Thaïlande pour mettre en application sa politique de soutien à l'économie.

2 La réglementation des banques commerciales et des sociétés financières est établie par la Banque de Thaïlande

La Banque de Thaïlande supervise les institutions financières et bancaires dans le cadre de deux lois, la *Commercial Bank Act* et la *Finance Company, Securities Company and Credit Foncier Company Act*, qui sont toujours en vigueur. Ces lois furent établies en 1985 puis modifiées en 1992. Elles autorisent la Banque de Thaïlande à intervenir pour stabiliser la situation des banques commerciales et des sociétés financières qui connaissent des problèmes de liquidité. En outre, la Banque de Thaïlande peut établir les standards auxquels doivent adhérer ces institutions et peut imposer toute correction sur des opérations ne respectant pas les règles établies. Enfin, la Banque de Thaïlande peut suspendre en partie ou en totalité une activité, imposer une augmentation ou une réduction de capital, ou révoquer une licence pour faute grave [Nukul Commission Report, 1998, p. 138]. Si une institution affiche des déficits ou si son capital est inférieur au capital enregistré, la Banque de Thaïlande peut la prendre en charge. Elle peut intervenir à n'importe quel moment, quand elle s'aperçoit qu'une institution menace l'intérêt public.

Dans ce cadre, en novembre 1985, trois mesures furent prises dans le but de superviser les banques commerciales et les sociétés financières [*BOTQB*, vol. 25, n°4, Dec. 1985, p. 64]. Les objectifs poursuivis consistaient à définir les mesures légales de surveillance, ainsi que la mise en place des structures nécessaires en cas d'assistance, notamment pour la réhabilitation des établissements de crédit illiquides ou insolvables. Les mesures portaient sur plusieurs points : surveillance des banques commerciales et sociétés financières (notamment la mise en place de ratios prudentiels), audit effectué par des entreprises agréées par la Banque de Thaïlande, lutte contre les comportements illégaux des dirigeants des banques et sociétés financières, promotion de l'activité des entreprises du secteur par l'extension du champ de compétences des sociétés financières et de crédit foncier, autorisation des participations croisées entre entreprises du secteur dans le but de faciliter les restructurations, soutien du secteur en cas de crise (notamment par l'établissement du FIDF comme composante de la Banque de Thaïlande).

Ensuite, dans la seconde partie des années 1980 et au début des années 1990, plusieurs lois furent votées dans le but de réglementer l'activité des banques commerciales et des sociétés financières. Il serait inexact d'affirmer que la Banque de Thaïlande n'a fait qu'assouplir les lois.

Effectivement, certaines lois allaient dans le sens d'une extension du périmètre de l'activité mais d'autres apparaissaient plus restrictives. A la fin de l'année 1985, la Banque de Thaïlande prit de nouvelles mesures plus contraignantes concernant l'emprunt des sociétés financières : montant minimum, établissement des documents pour chaque emprunteur, interdiction de remboursement avant l'échéance. En septembre 1987, elle établit une réglementation concernant l'activité des banques commerciales visant à interdire une quelconque activité de crédit de la banque au bénéfice des actionnaires ou dirigeants [BOTQB, vol. 27, n°3, Sept. 1987, p. 13]. En 1987, la Banque de Thaïlande revit la réglementation concernant l'achat des voitures en location-vente par les particuliers avec un emprunt effectué chez les sociétés financières (montant initial, durée du contrat, prix du crédit...) [BOTQB, vol. 27, n°1, March 1987, p. 36]. A cette même période, la Banque de Thaïlande définit les actifs que les actionnaires des sociétés financières pouvaient fournir comme collatéraux pour garantir l'ensemble des dettes contractées, à moins que ces dettes ne fussent garanties par une banque commerciale [BOTQB, vol. 27, n°1, March 1987, p. 41]. En octobre 1989, la Banque de Thaïlande émit une notification définissant les caractéristiques des crédits non recouvrables par les banques commerciales [BOTQB, vol. 29, n°4, Dec. 1989, p. 27]. En mars 1994, les banques commerciales furent sommées d'augmenter leurs provisions pour les créances douteuses ou irrécouvrables : la provision devait atteindre 75% (au lieu de 50%) au 30 juin 1994, puis 100% au 31 décembre 1995 [BOTQB, vol. 34, n°1, March 1994, p. 19]. En juin 1994, la Banque de Thaïlande définit le montant maximal qu'une banque commerciale pouvait détenir en actions : 20% du total des capitaux [BOTQB, vol. 34, n°2, June 1994, p. 13].

A l'inverse, certaines règles pouvaient traduire un phénomène de libéralisation. En 1988, les sociétés financières ont vu le champ de leur activité s'étendre puisqu'elles furent autorisées à faire de la location-vente avec des actifs immobiliers [BOTQB, vol. 28, n°1, March 1988, p. 10]. Dans le but de promouvoir les transactions sur les billets à ordre et les lettres de change pour les sociétés financières, la Banque de Thaïlande établit de nouvelles réglementations qui furent effectives à partir de mai 1990 [BOTQB, vol. 30, n°2, June 1990, p. 16]. Durant cette période, les banques commerciales purent emprunter avec plus de liberté à l'étranger, pour un montant maximum de 5 millions de dollars ou 25% de leur capital (au lieu de 20%). En 1992, les banques commerciales furent autorisées à pratiquer l'activité de broker pour les obligations des entreprises d'Etat [BOTQB, vol. 32, n°1, March 1992, p. 10]. Les

sociétés financières ont vu les conditions des prêts facilitées, notamment envers les autres sociétés financières ou banques commerciales (hausse des montants maximum).

La période précédant la crise de 1997 n'est pas systématiquement marquée par un assouplissement de la réglementation. Il est vrai que le domaine d'activité des banques commerciales et des sociétés financières s'est considérablement étendu, mais il convient de noter que la Banque de Thaïlande a pris un certain nombre de mesures contraignantes visant à mieux encadrer ces acteurs pris dans une économie de plus en plus ouverte. Des efforts ont été faits en matière de réglementation et les autorités ne sont pas restées totalement inactives. Il est sans doute vrai que de nombreux manques peuvent être signalés mais, en analysant sur la durée les actions des autorités réglementaires, nous pouvons affirmer que les administrateurs de la Banque de Thaïlande ont, dans une certaine mesure, mais très certainement de manière imparfaite, tenté de contrebalancer les risques induits par leur politique d'ouverture financière et d'extension de l'activité, en imposant des contraintes plus strictes en matière de gestion des établissements de crédit.

3 En 1990, la Banque de Thaïlande a commencé à limiter l'expansion du crédit alloué aux secteurs jugés non prioritaires en instaurant une planification sectorielle du crédit pour les banques commerciales

La Banque de Thaïlande a régulièrement imposé aux banques commerciales l'octroi de prêts à certains secteurs comme l'agriculture ou les petites industries. Néanmoins, au début des années 1980, elle n'a jamais interdit ou limité l'activité de prêts à un secteur en particulier.

A la fin de l'année 1988, elle émit une première restriction concernant les banques commerciales : le crédit devait être destiné aux secteurs prioritaires plutôt qu'à des « entreprises improductives ou spéculatives » [BOTQB, vol. 28, n°4, Dec. 1988, p. 9]. Les investissements mis en cause par la Banque de Thaïlande sont ceux en rapport avec l'immobilier ou la construction, qui ne font pas partie des priorités gouvernementales, d'autant que l'année 1988 marqua un tournant dans le secteur de la construction, après une période assez morose. Durant les huit premiers mois de cette année, le nombre de permis de construire augmenta de 62,7% et les ventes de ciment crurent de 16,2%, par rapport à la même période un an avant [BOTQB, vol. 28, n°3, Sept. 1988, p. 4]. D'ailleurs, l'intérêt croissant des banques commerciales pour ces investissements jugés non productifs par la Banque de Thaïlande était nettement perceptible en ce sens qu'il se traduisait par une hausse de l'encours immobilier, qui passa de 4% du total des prêts sur la période 1985-1987 à 6% en 1988, année de la mise en garde. En revanche, les sociétés financières n'étaient pas concernées par celle-ci.

Six mois plus tard, en juin 1989, ces demandes furent réitérées par la Banque de Thaïlande mais cette fois-ci les sociétés financières étaient également concernées³⁶. D'une part, la Banque de Thaïlande demandait aux sociétés financières d'être prudentes et de réduire les crédits alloués aux secteurs improductifs, comme la spéculation immobilière, les importations d'articles de luxe, les services de divertissement et les objets de consommation personnelle, d'autre part, elle incitait les banques commerciales à être plus prudentes dans l'octroi de crédit aux projets de construction de luxe, notamment en tenant compte de la faisabilité du projet, et à éviter de prêter pour des opérations spéculatives. En outre, il était demandé à ces dernières de fournir mensuellement le détail des prêts accordés (dès le 15 juin

³⁶ Notons qu'il s'agit de la seule fois, avant 1995, où la Banque de Thaïlande tente une telle manœuvre envers les sociétés financières, alors que les banques commerciales continueront à se voir imposer régulièrement cette contrainte.

1989) [*BOTQB*, vol. 29, n°2, June 1989, p. 12]. On le constate : cette mise en garde ne comportait aucun élément coercitif.

Dans ces circonstances, la Banque de Thaïlande mit une pression supplémentaire sur les banques commerciales en annonçant un durcissement des contrôles. La mise en garde de la fin de l'année 1988 n'avait manifestement pas suffi à dissuader les banques commerciales d'investir dans des opérations spéculatives, notamment dans le secteur immobilier. La Banque de Thaïlande devait commencer à s'inquiéter de l'ampleur prise par l'encours immobilier : à la fin de l'année 1989, il représentait 9% du crédit total des banques commerciales (contre 4% en 1987). En revanche, bien que n'échappant pas à la mise en garde, les sociétés financières paraissent épargnées par les mesures de contrôle. Sans doute, leur faible part dans la distribution du crédit en Thaïlande et le fait qu'elles ne jouaient aucun rôle dans les politiques de développement ont conduit la Banque de Thaïlande à minimiser la pression sur ces acteurs. A la fin de 1989, la Banque de Thaïlande demanda une nouvelle fois aux banques commerciales et sociétés financières de limiter le crédit à des fins spéculatives, notamment pour l'immobilier, la consommation privée et l'achat de terrains à des fins non résidentielles [*BOTQB*, vol. 29, n°4, Dec. 1989, p. 10].

Le tournant réglementaire décisif fut pris au début de 1990 : comme la Banque de Thaïlande ne contrôlait plus directement les banques commerciales depuis longtemps, elle mit en place un système de planification sectorielle du crédit [Kittisrikangwan et *alii*, 1995, p. 47]. Ce système s'attachait à encadrer la croissance du crédit et sa distribution sectorielle. Au début de 1990, les banques commerciales ont été sommées par la Banque de Thaïlande de fournir leurs prévisions de crédit pour les six premiers mois de l'année, avec un accent particulier mis sur les secteurs prioritaires, la Banque de Thaïlande devant avaliser ce plan dans le courant du mois de janvier. En outre, elles devaient fournir une évaluation mensuelle de leur encours de crédit et la comparer avec les prévisions du plan [*BOTQB*, vol. 30, n°1, March 1990, p. 12]. La Banque de Thaïlande ne cessa pas de maintenir la pression puisqu'en 1992 les banques commerciales avaient toujours l'obligation de fournir, sur une base semestrielle, en février et juin, le plan annuel du crédit, et elles devaient encore effectuer une évaluation mensuelle des crédits distribués [*BOTQB*, vol. 32, n°1, March 1992, p. 10]. Pour preuve de la volonté de contenir les velléités spéculatives des banques commerciales, on retrouve encore les mêmes exigences en 1993 [*BOTQB*, vol. 33, n°1, March 1993, p. 11]. En mars 1995, une circulaire de la Banque de Thaïlande à destination des banques commerciales rappelait qu'elle surveillerait attentivement le déroulement du plan sectoriel de crédit. Il était

également indiqué qu'une banque commerciale dont la répartition de crédit ne coïncidait pas avec les prévisions devait ajuster ses résultats pour la période suivante. En outre, il était rappelé que les banques commerciales devaient toujours fournir un état des lieux mensuel.

Pour la première fois, en février 1995, la Banque de Thaïlande requit des sociétés financières un plan sectoriel de crédit suivant des conditions identiques à celles imposées aux banques commerciales. Ce plan, prévu pour démarrer en mars 1995, fut également imposé aux filiales des banques étrangères.

La Banque de Thaïlande ne faiblit pas dans sa volonté de contrôler le crédit accordé par les banques commerciales puisque, comme chaque année, à la fin de 1995, elle exigea des banques commerciales la fourniture de leur plan de crédit sectoriel pour l'année 1996 [BOTQB, vol. 35, n°4, Dec. 1995, p. 30]. Au début de 1996, la Banque de Thaïlande demanda aux banques commerciales et aux sociétés financières qui ne respectaient pas la hausse maximale autorisée du crédit de 21% de réviser le plan sectoriel de 1996 avant le 31 janvier [BOTQB, vol. 36, n°1, March 1996, p. 16].

En juillet 1996, probablement à la suite des premières difficultés rencontrées par les sociétés financières, la Banque de Thaïlande incita les banques commerciales et les sociétés financières à agir avec discernement dans l'attribution des prêts. En outre, il leur fut signalé que les secteurs prioritaires, comme celui des exportations, étaient à privilégier. En revanche, les crédits destinés aux importations de luxe, à la consommation ou servant à la spéculation devaient être réduits. Il était aussi indiqué que le plan sectoriel de crédit devait être poursuivi et que les crédits destinés au secteur immobilier devaient être accordés avec précaution [BOTQB, vol. 36, n°3, Sept. 1996, p. 55]. En novembre 1996, la Banque de Thaïlande signala aux banques commerciales que le plan sectoriel devait être présenté dans ce même mois et en mai 1997 [BOTQB, vol. 36, n°4, Dec. 1996, p. 24].

En résumé, les banques commerciales thaïlandaises, bien que non directement contrôlées par la Banque de Thaïlande, ont vu s'abattre sur elles une nouvelle réglementation concernant leur politique d'attribution du crédit. Avec cette réglementation, qui était une réponse à des pratiques que la Banque de Thaïlande jugeait contraire à un développement efficace du pays, elles se trouvèrent limitées dans leur capacité à financer un développement immobilier très prometteur en termes de bénéfices futurs. Inversement, les sociétés financières, libres de leurs mouvements jusqu'en 1995, profitèrent grandement de cette industrie si rentable au début des années 1990. Initialement, la motivation de la Banque de Thaïlande était moins la lutte contre la spéculation que la volonté de continuer à soutenir les secteurs prioritaires.

4 Comme la Banque de Thaïlande ne contrôlait que les banques commerciales, ces dernières ont vu décroître leur engagement dans l'immobilier dans les années 1990

Dans le courant des années 1980, les sociétés financières avaient une exposition réduite au secteur immobilier puisqu'en 1985 il comptait pour seulement 11% de l'ensemble de leurs prêts. Mais, comme le montre sans ambiguïté le Graphique 37, elles étaient déjà davantage impliquées que les banques commerciales (en proportion) dans la fourniture de crédit aux entreprises immobilières, et ce bien avant le début du boom immobilier en 1988, situation qui peut être expliquée par la liberté dont disposaient ces institutions pour leur politique de crédit. En outre, probablement moins regardantes que les banques commerciales sur la viabilité des projets, elles attiraient davantage les promoteurs immobiliers, qui trouvaient aussi plus facilement un financement pour leurs projets.

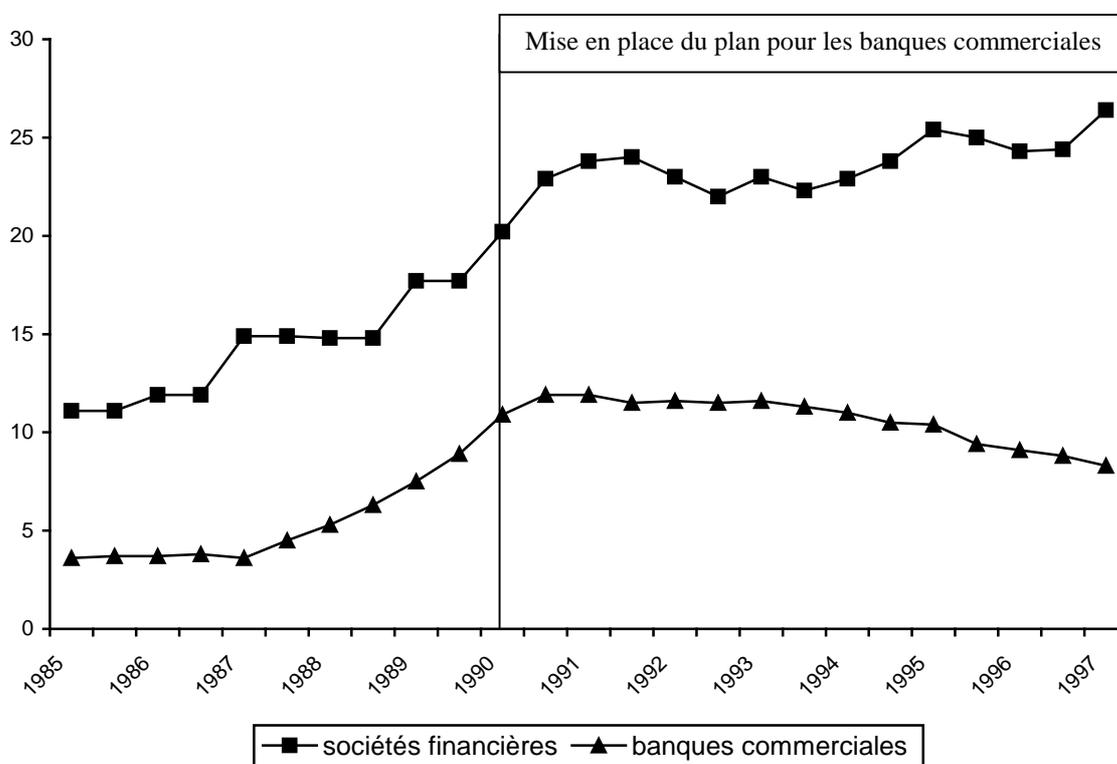
A la fin des années 1980, la nature des relations, déjà étroites, entre les sociétés financières et le secteur immobilier se trouva modifiée à la suite de la réglementation émise par la Banque de Thaïlande envers les banques commerciales, qui se voyaient *de facto* contraintes de limiter leurs engagements dans ce secteur. De ce fait, la relation déjà privilégiée entre les sociétés financières et immobilières dans les années 1980 se trouva renforcée par un choc exogène provoqué par la Banque de Thaïlande, une pression accrue sur les banques commerciales [*The Nation*, 23 March 1997]. En conséquence, les banques commerciales apparaissaient limitées dans leur capacité à orienter les prêts selon leur convenance, ce qui handicapait les compagnies immobilières, qui recherchaient des capitaux pour leur développement.

Dès 1987, les sociétés financières augmentèrent la proportion de leur encours immobilier, mais c'est surtout entre 1988 et 1990 que la hausse fut la plus spectaculaire, de 15% à 23%, soit 50% d'augmentation. Les banques commerciales suivirent une dynamique encore plus vertigineuse puisque leur exposition passa de 4% à 12% entre 1987 et 1990, soit une hausse de 200% ! C'est à cette période-là que la Banque de Thaïlande réagit en demandant aux banques commerciales de lui fournir une planification sectorielle du crédit : immédiatement, les banques commerciales ont stabilisé leurs prêts (en proportion) à cette industrie puis les ont diminués dans les années suivantes, pour atteindre 9 % en 1995, puis 8% en 1997. En revanche, les sociétés financières, qui n'étaient pas soumises à cette contrainte avant 1995, ont maintenu leur exposition à environ 25% dans les années suivantes. Sur la période 1987-1996, à la suite de l'action de la Banque de Thaïlande, les banques commerciales ont

maintenu une exposition que l'on pourrait qualifier de raisonnable tandis que les sociétés financières ont vu leurs prêts en direction de ce secteur s'envoler.

Graphique 37 - Evolution de la part de l'encours immobilier des sociétés financières et des banques commerciales, 1985-1997

Unité : pourcentage du crédit total



Source : BOTQB, diverses éditions.

Le choc institutionnel est donc l'application différenciée de la réglementation relative à l'attribution des prêts. Les sociétés financières et les banques commerciales n'ont pas pu se comporter de la même manière. Même si la Banque de Thaïlande ne visait pas spécifiquement le secteur immobilier par son action réglementaire, c'est par celui-ci que se manifesta la divergence d'évolution entre les sociétés financières et les banques commerciales, les unes se spécialisant dans le financement de l'immobilier et les autres se trouvant contraintes de rester relativement à l'écart de cette industrie en plein essor.

SECTION 2 LA LIBERALISATION FINANCIERE A ACCRU LA VULNERABILITE EXTERNE DES BANQUES COMMERCIALES

Le rôle de l'ouverture internationale, qui a provoqué un afflux de capitaux, a sans doute eu un effet aggravant mais il serait injustifié de soutenir que ces entrées furent la cause unique de la spéculation dans l'immobilier, ne serait-ce que pour une question de périodisation des événements. Les capitaux sont arrivés massivement à partir de 1993 alors que le boom immobilier, qui avait commencé en 1988, commençait déjà à faiblir. Cependant, les banques commerciales, qui furent les principales bénéficiaires de ces nouveaux capitaux sous forme d'emprunts, les sociétés financières trouvant leurs ressources presque totalement en interne, furent mises en position de vulnérabilité vis-à-vis de l'étranger. Les conséquences pouvaient être dramatiques en cas de *run* international. En revanche, pour les sociétés financières, les conséquences de la déréglementation externe n'eurent qu'un impact limité.

1 Le principe de la déréglementation financière et de l'ouverture internationale

Plusieurs étapes ont marqué le processus de déréglementation de l'économie thaïlandaise. L'idée de faire de la Thaïlande un centre financier régional a émergé en 1987 avec la mise en place du quatrième *National Economics and Social Development Plan*. Ce plan visait à développer le système financier et à assouplir les conditions de transfert de monnaie mais ses modalités restaient encore très floues. En 1988, la première opération a consisté à autoriser les dépôts en monnaie étrangère pour les résidents de passage mais, à cette époque, il ne s'agissait que de petites mesures sans réel objectif global.

C'est en 1990 que la Thaïlande a vraiment lancé son processus de déréglementation en acceptant d'appliquer l'article VIII du Fonds Monétaire International [Doner et Ramsay, 1999]. Les modifications ont porté sur le contrôle des changes liés aux transactions du compte courant, alors que certaines restrictions étaient maintenues sur les transactions relatives au compte de capital pour les résidents thaïlandais. Le premier plan de libéralisation (*Financial System Development Plan*) portait sur une période de trois ans, 1990-1992, et visait à améliorer le fonctionnement du système financier et l'allocation des ressources. Le second plan portait sur la période 1992-1995 tandis que le troisième devait se dérouler sur la période 1995-2000.

Durant les deux premiers plans, couvrant la période 1990-1995, la Banque de Thaïlande porta son attention sur quatre objectifs : libéralisation des contrôles financiers et des

réglementations financières, amélioration des standards des institutions financières, développement des instruments financiers, développement et amélioration des systèmes de paiement. Le premier point comportait la détermination des taux d'intérêt par le marché, l'assouplissement des contrôles des changes, la liberté de la gestion des actifs par les institutions financières, et l'établissement du *Bangkok International Banking Facilities* (BIBF, place financière offshore). Le second point recouvrait le respect des normes bancaires établies par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) pour les institutions financières et bancaires, le doublement des réserves liquides des banques commerciales pour les provisions sur créances douteuses, la mise en place d'une autorité des marchés financiers en 1992 (*Securities Exchange Commission, SEC*), l'autorisation de séparer les secteurs de la finance et des actions avec la possibilité de créer des sociétés strictement financières ou des brokers. Le troisième point visait la standardisation des taxes sur les divers instruments financiers, la mise en place de sept *mutuals funds*, l'établissement du *Thailand Rating and Information Services* (TRIS), organisme dédié au rating afin de permettre au public d'évaluer la qualité des obligations ou des autres instruments de dette émis par les sociétés privées, la mise en place de la Banque Export-Import reprenant les activités de promotion d'exportations de la Banque de Thaïlande, l'autorisation pour les entreprises privées d'émettre des obligations à l'étranger, et l'établissement du *Bangkok Centre for Securities Trading* pour les opérations OTC. Enfin, le dernier point cherchait à accroître l'utilisation des moyens électroniques de paiement.

C'est à partir du tout début des années 1990 que l'idée de faire de la Thaïlande un centre financier régional devint beaucoup plus claire pour les autorités, la Banque de Thaïlande jouant un rôle moteur dans ce processus. Cette dernière a proposé la création d'une institution visant à faciliter les mouvements internationaux de capitaux, une des conditions spécifiées dans l'article VIII du FMI.

La pierre angulaire du second plan (1993-1995) a été l'établissement du BIBF en septembre 1992. Au total, 52 banques ou institutions financières se portèrent candidates à des licences. Finalement, les 15 banques thaïlandaises, 12 banques étrangères et 20 nouvelles institutions financières étrangères furent sélectionnées pour participer au BIBF en mars 1993. Une banque adhérent au BIBF, c'est-à-dire disposant d'une licence, a la possibilité de procéder à trois types d'opérations : acceptation des dépôts en monnaie étrangère, prêts en monnaie étrangère aux résidents et aux non-résidents et transactions sur les marchés des changes. Ces opérations s'effectuaient sous un régime fiscal avantageux. Concrètement, le BIBF n'étant pas matérialisé physiquement, les banques thaïlandaises et les filiales des

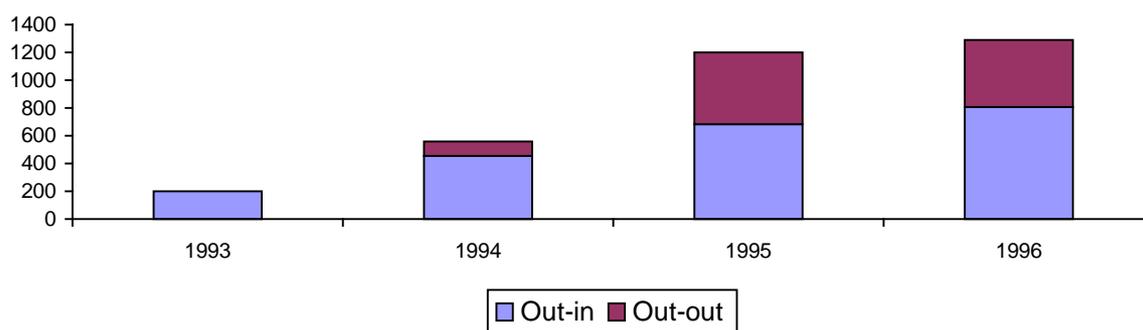
banque étrangères opéraient à l'endroit où elles étaient implantées. Les sociétés financières thaïlandaises n'avaient pas la possibilité de disposer de licence BIBF.

L'objectif de cette nouvelle institution était double : favoriser l'afflux des capitaux étrangers en Thaïlande et positionner la Thaïlande en tant que centre financier régional. En ce sens, deux types d'opérations répondaient à ces objectifs : *out-in* pour attirer les capitaux à l'intérieur de la Thaïlande et *out-out*, qui permettait aux banques avec licence de financer les pays voisins (Laos, Cambodge, Vietnam et Birmanie). Un autre objectif visé était le renforcement du système financier thaïlandais par le contact avec la concurrence internationale. Les moyens de soutien au BIBF consistaient en des incitations fiscales suffisamment fortes pour concurrencer Singapour.

Incontestablement, le BIBF répondit avec une certaine réussite aux objectifs assignés : le Graphique 38 montre la croissance très rapide des prêts accordés *via* cette institution. Mais la part des opérations *out-in* a toujours été supérieure à celle des *out-out*, c'est-à-dire que les prêts bancaires étrangers contribuaient à nourrir le capital arrivant en Thaïlande. En fin de compte, il convient de remarquer que le BIBF permit d'alimenter la Thaïlande en capital peu coûteux. Cependant, à partir de 1995, le second objectif assigné au BIBF – faire de Bangkok un centre financier régional – commençait à être atteint puisque les opérations *out-out* s'accroissaient.

Graphique 38 - Les prêts du BIBF, 1993-1996

Unité : milliard de bahts

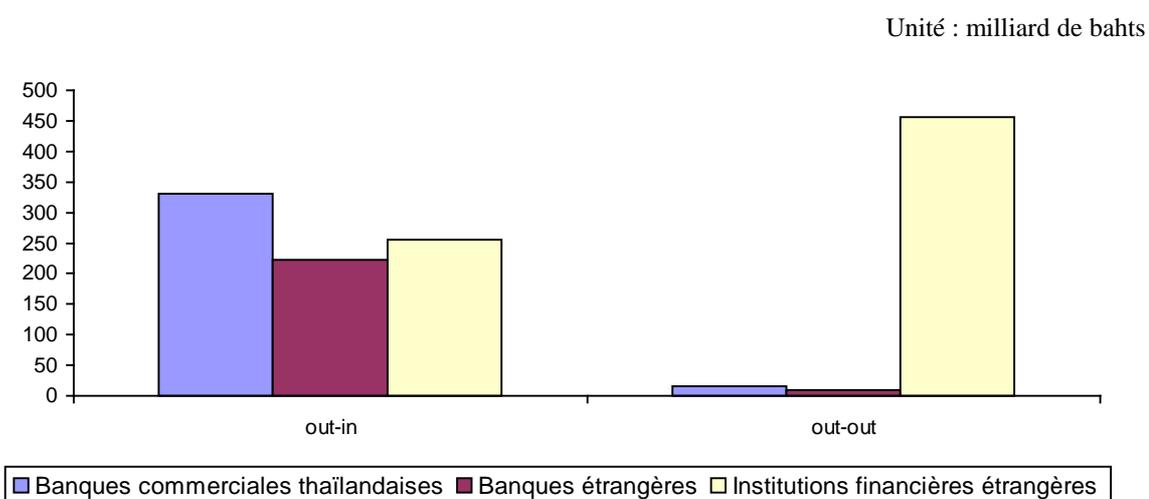


Source : BOTQB, diverses éditions.

Mais le détail des emprunts selon leur nature et le type d'établissement contracteur montre une spécialisation importante : les banques commerciales thaïlandaises pratiquaient presque exclusivement du *out-in*, tout comme les banques commerciales étrangères, tandis que les institutions financières étrangères apparaissaient plus diversifiées (Graphique 39).

D'ailleurs, ces dernières étaient les seules à faire des opérations *out-out*. Cette spécialisation s'explique en grande partie par l'incapacité des banques thaïlandaises à soutenir la concurrence des banques étrangères, habituées depuis plusieurs décennies à évoluer dans un environnement protégé. En outre, d'autres difficultés comme la barrière de la langue, le manque de personnel, le manque de formation dans la vérification des prêts et collatéraux limitaient la capacité des banques thaïlandaises à s'implanter durablement dans la région.

Graphique 39 - Répartition des prêts du BIBF selon la nature et selon le type d'établissement en 1996

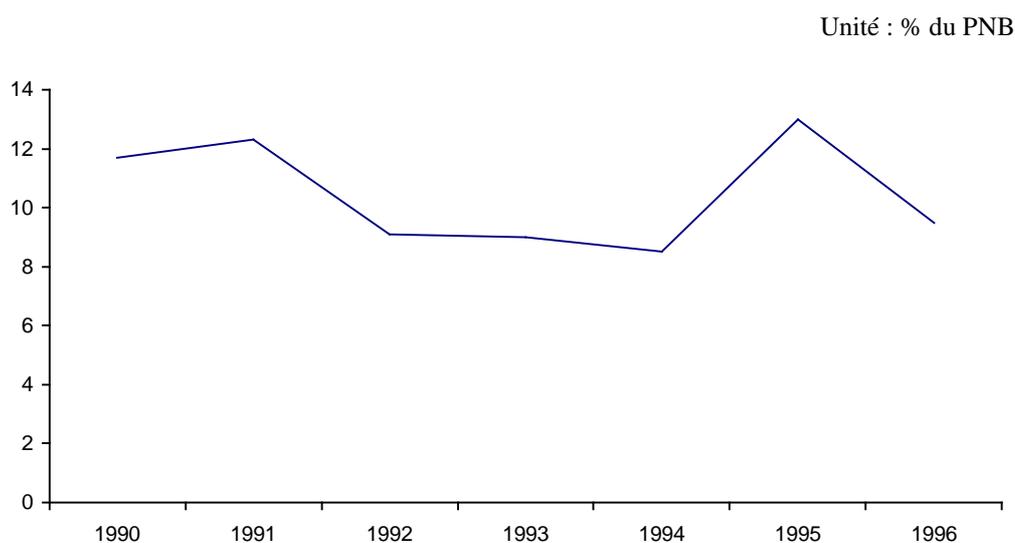


Source : *BOTQB*, diverses éditions.

2 Les flux de capitaux privés en Thaïlande avant 1997

Durant le début des années 1990, la Thaïlande a reçu une quantité considérable de capital privé en provenance de l'étranger [Krugman, 1998b ; Ito, 1999 ; Jansen, 2003]. En proportion du PNB, sur cette période, les entrées nettes ne se sont jamais situées en dessous de 8% et ont même atteint les 13% en 1995 (Graphique 40).

Graphique 40 - Flux de capitaux entrant en Thaïlande, 1990-1996



Source : World Bank, *Global Development Finance*, 1998.

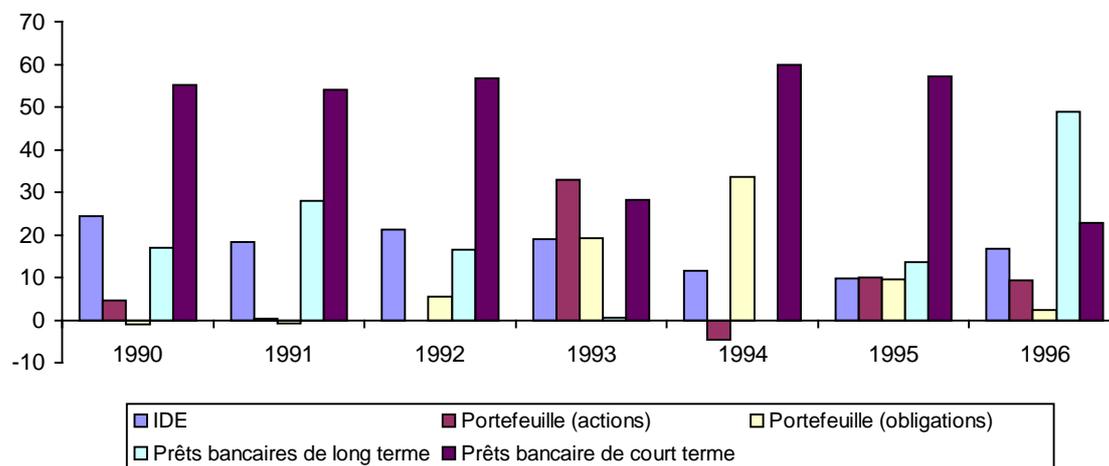
Sur la période 1990-1996, la décomposition des flux entrants de capitaux laisse apparaître l'importance des prêts bancaires de court terme (inférieurs à un an) qui représentaient plus de la moitié des capitaux entrants (sauf en 1993) [Jansen, 1997]. La libéralisation financière, sans provoquer une augmentation de la part des prêts bancaires de court terme (entre 1986 et 1988, ils représentaient déjà plus de 50% des entrées), soutint ce processus. On note qu'en 1996, ce flux semble se tarir puisque ce type de capitaux ne représente plus que 20% des entrées.

La dynamique des prêts bancaires de long terme est tout autre : alors qu'ils représentent 28% des flux entrants en 1991, on constate des sorties nettes en 1994 (-0,2%). La forte remontée enregistrée en 1996 s'explique par un retour de ce type de capitaux mais aussi par la chute des entrées des capitaux de court terme (Graphique 41).

Les achats d'actions ont connu un bond remarquable en 1993 – ils représentaient un tiers des flux entrants – probablement provoqué par le boom de la Bourse mais, dès l'année suivante, ce type de capital a reflué (- 4,5%).

Graphique 41 - Composition des flux de capitaux privés en Thaïlande, 1990-1996

Unité : % des flux entrants



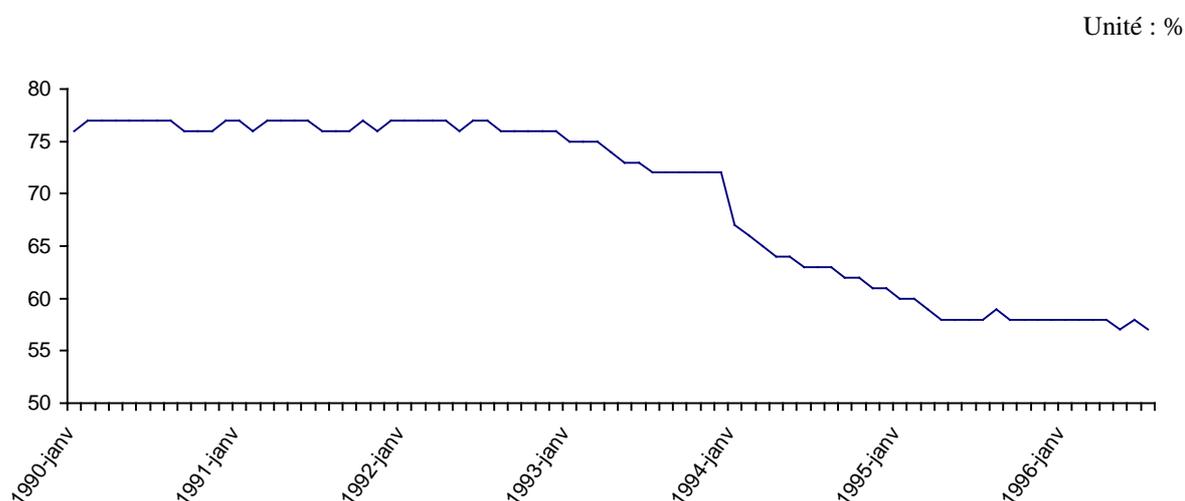
Source : World Bank, *Global Development Finance*, 1998.

Le flux a été très important pendant une décennie, de 1987 à 1996. Ces capitaux sont venus nourrir l'investissement privé en Thaïlande par l'intermédiaire des institutions financières domestiques [Vines et Warr, 2003]. Ces entrées de capitaux ont nourri une bulle dont l'éclatement a provoqué la crise financière [Frankel, 2001].

3 Une vulnérabilité accrue des banques commerciales due à des emprunts massifs à l'étranger à court terme

L'ouverture du compte de capital s'est rapidement traduite par une baisse de la part des dépôts domestiques dans le passif des banques commerciales en Thaïlande : ils en représentaient 75-80% entre 1990 et 1992 puis, à la faveur de la déréglementation, diminuèrent pour atteindre 60% au début de l'année 1995 (Graphique 42). Ce mouvement déclinant traduit un recours accru aux capitaux étrangers, qui croissaient plus vite que les dépôts domestiques.

Graphique 42 - Part des dépôts domestiques dans le passif des banques thaïlandaises, 1990-1996

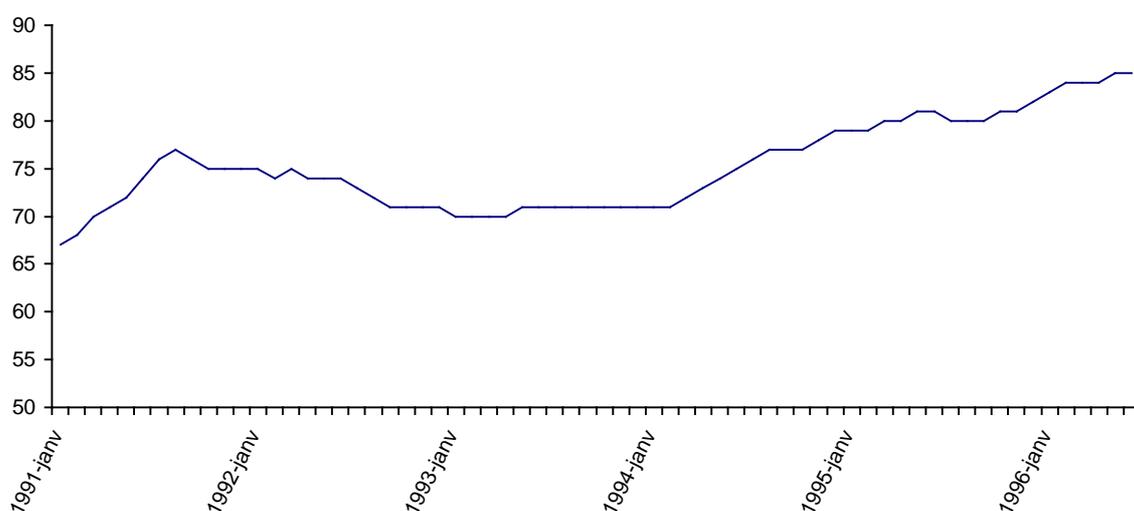


Source : *BOTQB*, diverses éditions.

En ce qui concerne la maturité des dépôts domestiques et des emprunts, on constate un raccourcissement des échéances (Graphique 43), ce qui rendait les banques thaïlandaises extrêmement vulnérables aux retraits massifs de capitaux de la part des déposants. La part des dépôts et emprunts dont la maturité était inférieure ou égale à trois mois atteignait déjà près de 65% en 1991 et 85% en 1997, ce qui signifie que la quasi-totalité des dépôts des banques thaïlandaises pouvait être récupérée en moins de trois mois. Pour Dornbush [1998], c'est plus la maturité des emprunts qui est à blâmer que leur montant.

Graphique 43 - Total des dépôts et des emprunts à maturité de 3 mois ou moins, 1991-1996

Unité : %

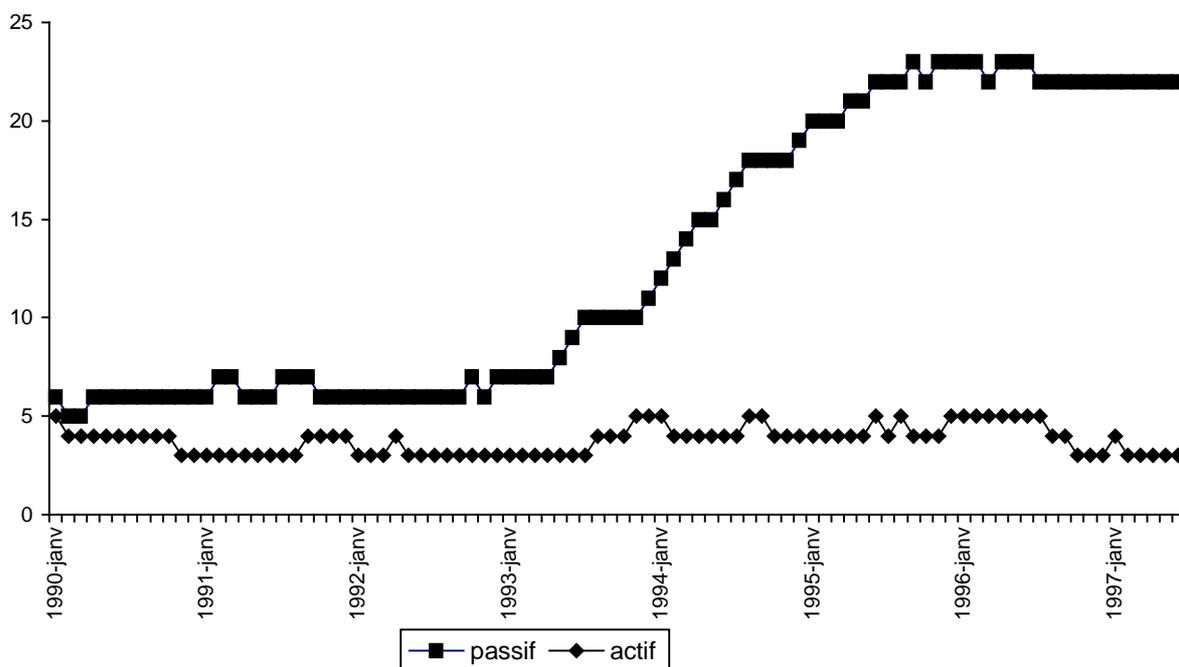


Source : BOTQB, diverses éditions.

Avant 1994, les banques assumaient presque en totalité le risque de retrait massif de la part de l'étranger : les parts de l'actif et du passif d'origine étrangère étaient faibles, de l'ordre de 5%, et presque équivalentes (Graphique 44). Les deux étaient de l'ordre de 5% des montants totaux de l'actif et du passif. Dès la mi-1993, au moment de l'établissement du BIBF, le passif d'origine étrangère enregistre une hausse et passe le seuil des 10% tandis que l'actif d'origine étrangère atteint juste les 5%. C'est en 1994 que le passif d'origine étrangère connaît une hausse vertigineuse : il prend 8 points en un an, passant de 10% à 18% alors que, dans le même temps, l'actif d'origine étrangère reste stable. Mais, suite à l'arrivée de capitaux étrangers par l'intermédiaire du BIBF, la hausse du passif d'origine étrangère se poursuit pour arriver à un maximum de 22-23%. Au début de 1997, la vulnérabilité des banques commerciales thaïlandaises est extrêmement forte : presque un quart de leur passif est d'origine étrangère contre 3% de leur actif.

Graphique 44 - Part de l'actif et du passif d'origine étrangère pour les banques commerciales, 1990-1997

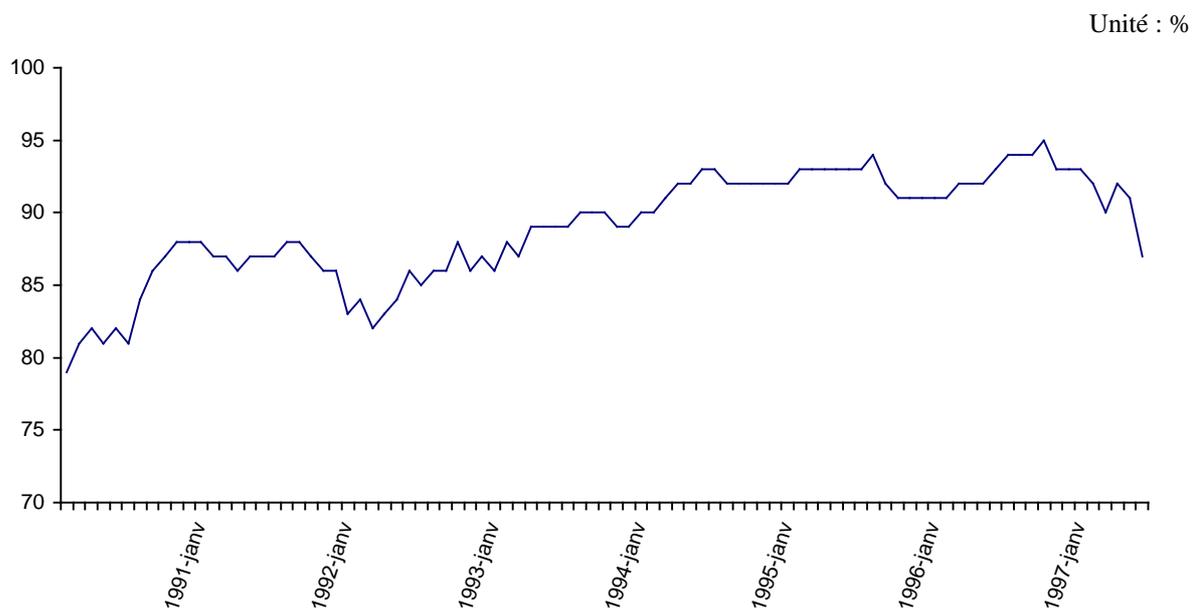
Unité : % du total de l'actif ; % du total du passif



Source : BOTQB, diverses éditions.

Nous avons vu la croissance considérable du passif d'origine étrangère des banques commerciales thaïlandaises. Mais, sur cette période, sa composition se révèle relativement stable puisqu'il est constitué presque exclusivement d'emprunts bancaires (Graphique 45). Avant la libéralisation des mouvements de capitaux, le passif d'origine étrangère des banques était déjà constitué d'emprunts bancaires contractés auprès des banques étrangères à hauteur de 80%. La liberté de circulation des capitaux a sensiblement accentué cette tendance puisque ces emprunts représentaient près de 95% du passif d'origine étrangère au début de l'année 1997.

Graphique 45 - Part des emprunts bancaires dans le passif d'origine étrangère des banques commerciales, 1990-1997



Source : *BOTQB*, diverses éditions.

SECTION 3 DE LA CRISE DE LIQUIDITE D'ORIGINE EXTERNE, A PARTIR DU DEUXIEME TRIMESTRE 1997, A LA CRISE DE SOLVABILITE, APRES LA CRISE DE CHANGE DE JUILLET 1997

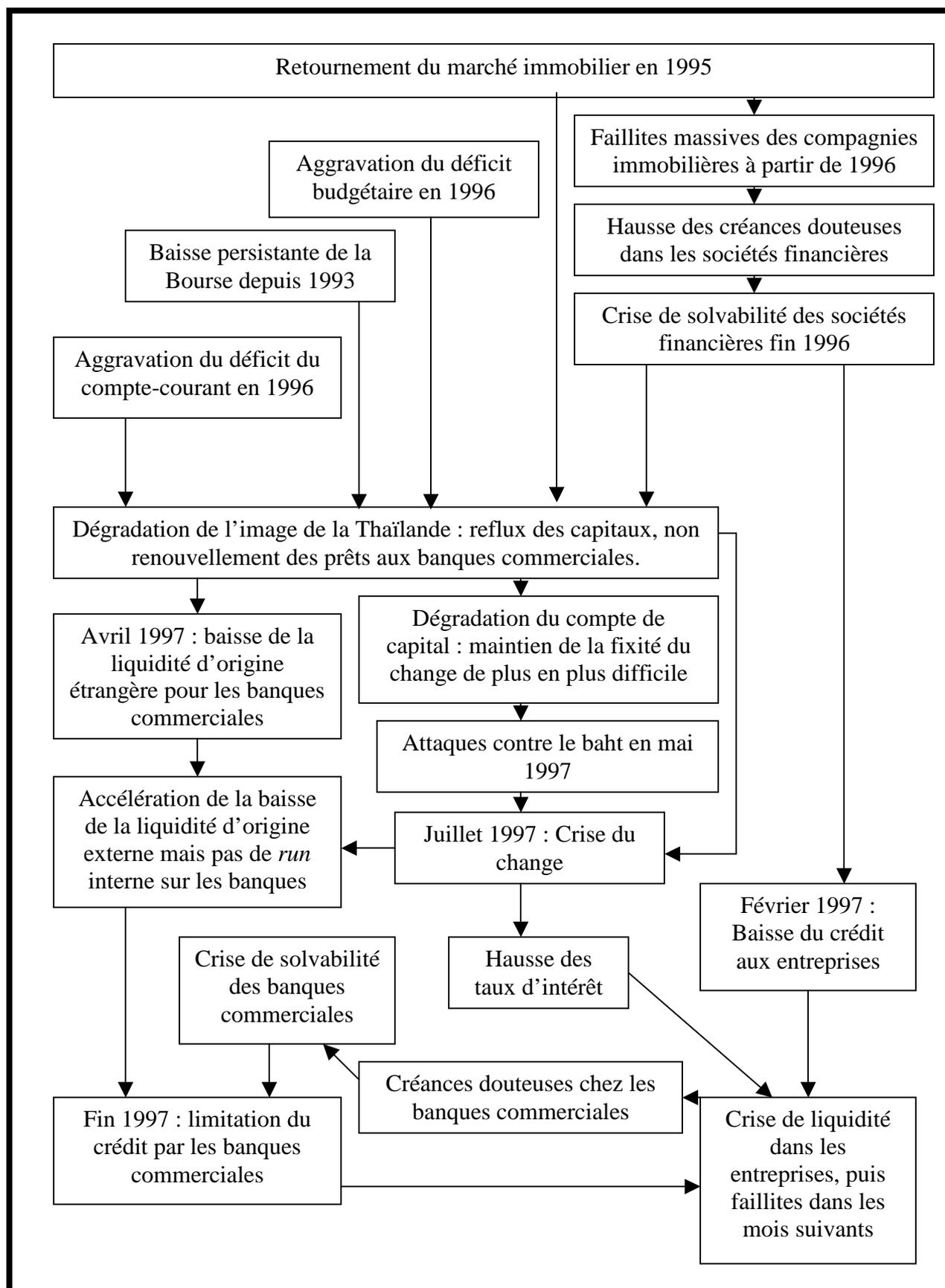
Pour les banques commerciales, la crise thaïlandaise a pris une forme tout autre, en tout cas fondamentalement différente de celle des sociétés financières. Leur exposition au secteur immobilier étant d'une ampleur nettement plus limitée, le montant des créances douteuses liées aux faillites de promoteurs devait être plus faible. Hormis le cas de la BBC, peu significatif du point de vue de notre analyse, les banques commerciales n'ont pas fait état de difficultés liées à des défaillances de promoteurs immobiliers, la meilleure preuve étant l'absence de recours au FIDF avant la crise de change.

Sans nier l'existence possible de créances douteuses provenant de faillites dans l'industrie, elles-mêmes consécutives au recul marqué des exportations en 1996, les banques commerciales ne semblent pas avoir été mises en défaut par ce biais. De toute manière, considérant que la crise thaïlandaise provient en grande partie de la spéculation immobilière, nous ne pouvons considérer les éventuelles faillites des entreprises exportatrices comme une cause majeure de l'insolvabilité des banques, à partir du second semestre 1997.

A la différence des sociétés financières, les banques commerciales ont d'abord connu une crise de liquidité d'origine externe. Les sociétés financières se sont avérées insolubles au deuxième semestre 1996 à la suite de prêts accordés aux promoteurs immobiliers, c'est-à-dire pour une raison interne. A partir du second trimestre 1997, c'est-à-dire avant la crise de change de juillet, les banques commerciales ont commencé à voir diminuer leur capacité d'emprunt à l'étranger et ont donc été victimes d'illiquidité d'origine externe. En revanche, au niveau interne, elles n'ont pas souffert d'un quelconque *run* (hormis les banques les plus petites sur de très courtes périodes).

Avec la dépréciation du baht, à partir de juillet 1997, les banques commerciales ont commencé à connaître une crise de solvabilité à la suite du nombre croissant de faillites de la part de leurs clients, notamment à cause de l'augmentation des taux d'intérêt. La crise de solvabilité semble bien être une conséquence de la dépréciation de la monnaie, par l'intermédiaire de la hausse des taux d'intérêt, et du ralentissement de l'activité. La Figure 6 schématise cette dynamique.

Figure 6 - Banques commerciales : de la crise de liquidité externe à la crise de solvabilité



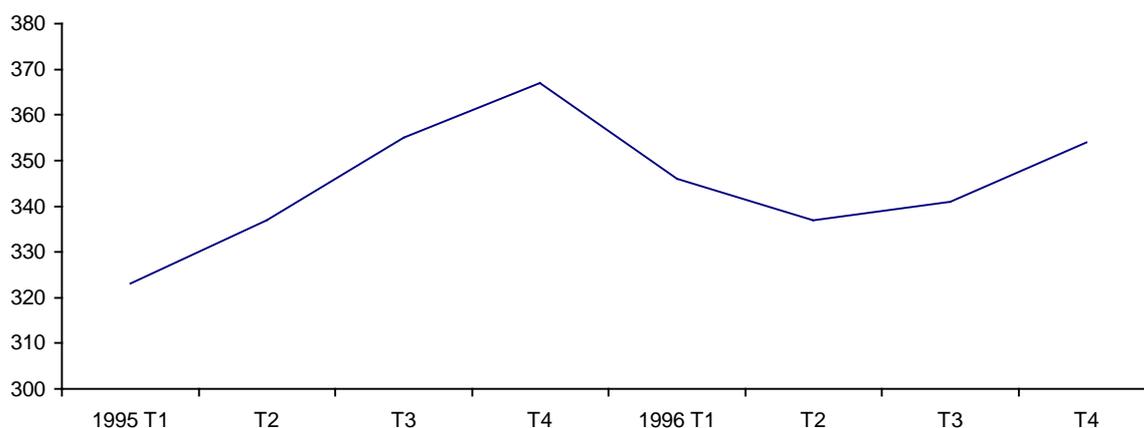
1 Au premier semestre 1997, la perte de confiance des étrangers dans l'économie thaïlandaise : les débuts de l'illiquidité d'origine externe

A partir de la fin de 1996, l'image de la Thaïlande se dégrada pour deux raisons principales : une nette baisse des exportations en 1996 et une confiance déclinante dans la capacité de la Thaïlande à honorer sa dette privée extérieure [Nukul Commission Report, 1998, p. 41].

Le recul des exportations a été brutal (Graphique 46). Manifestement, pour la Banque de Thaïlande, cette question est devenue un problème dès juillet 1996. Elle prit des mesures pour soutenir les secteurs exportateurs³⁷. Néanmoins, la baisse des exportations ne se poursuivit pas au-delà de la fin de 1996 et, pour les autorités du pays, le problème semblait réglé avant le début de 1997.

Graphique 46 - Exportations thaïlandaises, 1996-1997

Unité : milliard de bahts courants



Source : *BOTQB*, diverses éditions.

La baisse de la confiance des investisseurs étrangers, dont le début peut être situé à septembre 1996 lorsque Moody's abaissa la note de la dette à court terme de la Thaïlande, fut très rapide. Ainsi, les nouveaux crédits et ceux qui étaient renouvelés devaient l'être avec certaines précautions, en tenant compte des difficultés avérées du secteur immobilier, de la baisse persistante de la Bourse, de la baisse des rentrées fiscales consécutive à celle de la croissance, du problème de la gestion des créances douteuses. En ce sens, les mauvaises

³⁷ Baisse des taxes, aides bancaires...

performances de l'industrie immobilière avaient un impact fortement négatif sur l'image de la Thaïlande.

En décembre 1996, les pressions sur le change commencèrent, notamment du fait des premières sorties de capitaux étrangers, les investisseurs signifiant leurs craintes vis-à-vis des perspectives économiques en Thaïlande. En outre, le recul des exportations pesait aussi sur le baht. Enfin, les rumeurs persistantes concernant la mauvaise santé des sociétés financières n'incitaient pas les investisseurs à continuer à prêter, même aux banques commerciales. En résumé, le second semestre 1996 fut marqué par une nette dégradation de l'image de la Thaïlande dans les milieux financiers internationaux. Cette période difficile pour les autorités monétaires prit fin en décembre 1996 puisque les trois premières semaines de janvier 1997 virent les capitaux revenir.

Les premières attaques contre la baht remontent à la dernière semaine de janvier 1997, au moment de la publication des données économiques mensuelles (les 30 et 31), quand des rumeurs firent état d'une possible dévaluation. Des mouvements de vente du baht contre le dollar mirent la monnaie thaïlandaise sous pression. Durant les trois premières semaines de février, les attaques furent continues, quoique moins fortes que celles de la fin janvier, toujours à cause des rumeurs de dévaluation. La question de l'insolvabilité des sociétés financières, ainsi que celle des créances douteuses dans le secteur immobilier, renforçaient la pression sur le baht et la croyance de certains en une possible dévaluation. Le 14 février, Moody's dégrada la note de la dette à long terme de la Thaïlande, obligeant une nouvelle fois la Banque de Thaïlande à intervenir pour soutenir sa monnaie. L'annonce du plan de recapitalisation des sociétés financières, au début mars, fit bonne impression et stoppa les attaques.

De nouveau, au début de mai, les attaques reprirent mais, cette fois-ci, elles furent beaucoup plus virulentes. La Banque de Thaïlande avait dépensé plus de 6 milliards de dollars en une seule journée. Quelques jours avant le 15 mai 1997, la situation empira pour la Banque de Thaïlande [Nukul Commission Report, 1998, p. 76]. C'est sans doute la date du 14 mai qui marque la prise de conscience de la gravité de la situation pour les autorités thaïlandaises : les marchés des changes, ne sachant plus si la monnaie pouvait être soutenue, montraient des signes de panique. Entre le 8 et le 14 mai, les réserves de change sont passées de 24 milliards de dollars à 2,5 milliards mais, comme la Banque de Thaïlande avait utilisé des opérations à terme pour soutenir le baht et que très peu de personnes étaient au courant, la situation officielle paraissait sous contrôle car les réserves de change affichaient encore un niveau très

satisfaisant. Cette stratégie était fondée sur le principe d'une anticipation favorable de la situation sur les marchés des changes. Comme cette attaque de grande ampleur n'avait pas fonctionné. Dans le milieu politique, on vit cette parade comme une réussite mais peu étaient au courant de l'état réel des réserves de change. En ordonnant aux banques commerciales de limiter les prêts en bahts à l'étranger aux seules opérations commerciales, le 15 mai, la Banque de Thaïlande créa une pénurie de bahts sur les marchés internationaux, ce qui provoqua une appréciation de la monnaie thaïlandaise. Cette initiative était doublement intéressante : d'une part, elle limitait les possibilités d'une attaque en en renchérissant le coût et, d'autre part, elle permit à la Banque de Thaïlande d'acheter des dollars à un coût moins élevé de manière à diminuer la hauteur de ses engagements futurs. Le 16 mai 1997, les réserves étaient revenues à 7,3 milliards de dollars.

Le 2 juillet 1997, le change fixe fut abandonné [Ito, 1998]. La décision de laisser flotter la monnaie fut prise à la suite de l'accroissement des reflux de capitaux qui rendait vaine toute tentative de maintien de la fixité du change. La Banque de Thaïlande ne disposait plus suffisamment de réserves de change pour soutenir la monnaie, notamment à cause des engagements à terme contractés pour contrer les attaques contre le baht de la première quinzaine de mai.

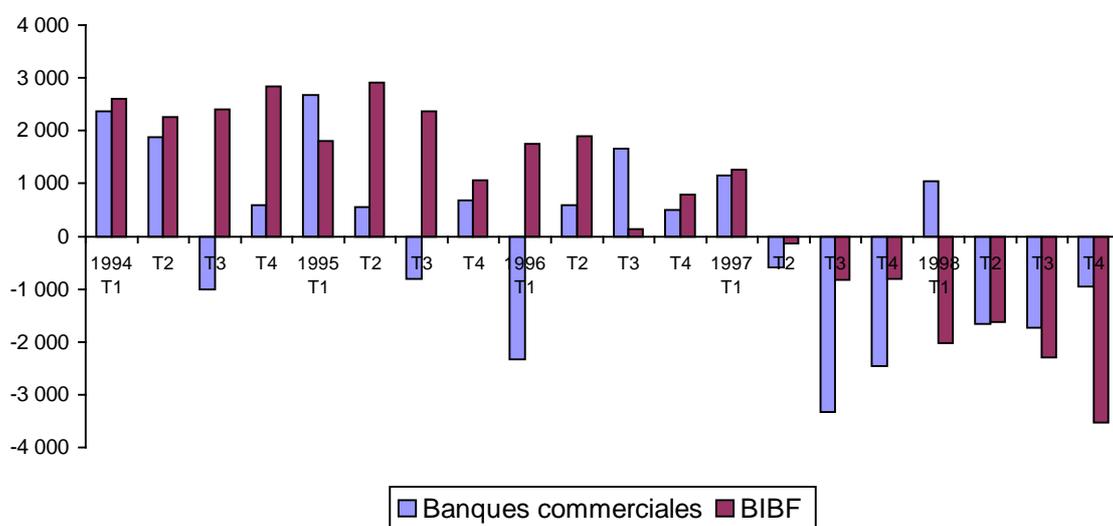
Au deuxième trimestre 1997, à la suite des mauvaises performances à l'exportation, de la crise de solvabilité des sociétés financières et des attaques contre le baht, les investisseurs étrangers commencèrent à s'inquiéter pour leurs placements et décidèrent de rapatrier leurs capitaux de manière plus soutenue. Certains signes inquiétants étaient déjà perceptibles à la fin de l'année 1996 mais les mouvements enregistrés à cette période furent sans commune mesure avec le reflux initié au second trimestre. En tout cas, les autorités semblaient suivre ce sujet avec une certaine attention puisque dès janvier eut lieu une réunion du comité de la politique monétaire de la Banque de Thaïlande [Nukul Commission Report, 1998, p. 146].

Le Graphique 47 montre les flux nets bancaires sur une base trimestrielle. Ils comprennent les flux bancaires proprement dits, c'est-à-dire ceux entre établissements étrangers et thaïlandais, et ceux transitant par l'intermédiaire du BIBF. Entre 1994 et le premier trimestre 1997, les banques commerciales thaïlandaises reçurent, soit directement, soit par l'intermédiaire du BIBF, un flux net, sauf pour quelques trimestres marqués par des sorties de capitaux bancaires. Au second trimestre 1997, la tendance s'inversa totalement et les banques commerciales commencèrent à voir la liquidité d'origine externe se raréfier. La rapidité du retournement s'explique pour partie par le haut niveau des emprunts à court terme,

dont ceux à échéance inférieure à trois mois représentaient près de 80%. Le non renouvellement des emprunts bancaires va s'accélérer dès le troisième trimestre 1997. Ce sont surtout les prêts bancaires étrangers qui vont reculer à partir de la crise de change de juillet 1997. En revanche, à partir de 1998, c'est par l'intermédiaire du BIBF que va s'opérer ce reflux des capitaux bancaires. En somme, à partir de la crise de change de juillet 1997 (et un peu dans les quelques mois la précédant), les banques commerciales vont connaître une grave crise de liquidité d'origine externe.

Graphique 47 - Flux nets bancaires en Thaïlande, 1994-1997

Unité : million USD courants

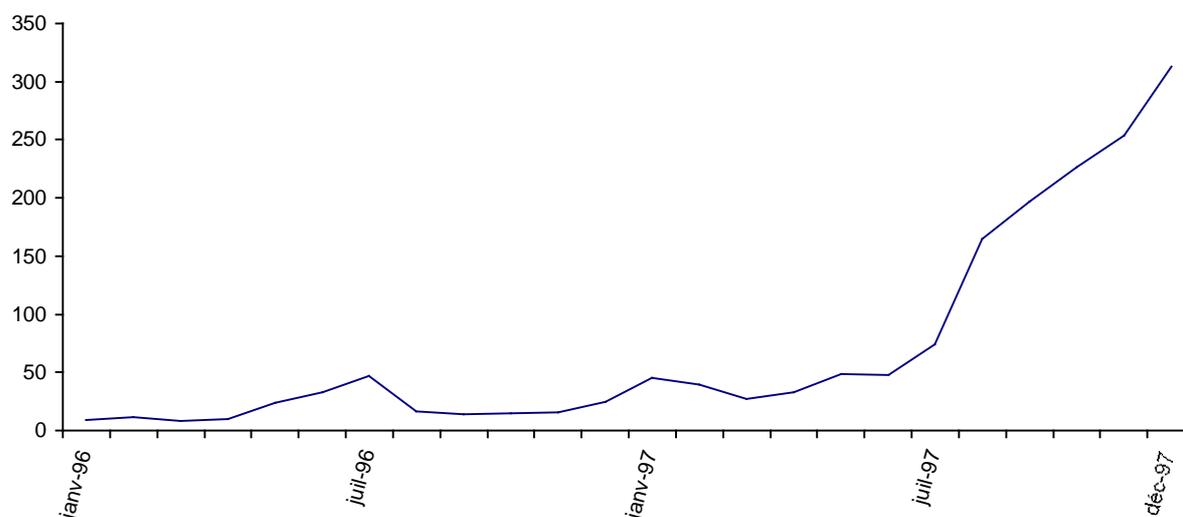


Source : BOTQB, diverses éditions.

Pour faire face à cette crise de liquidité d'origine externe, les banques commerciales ont fait appel au FIDF : alors qu'en mai 1997, seules deux d'entre elles trouvaient de la liquidité par ce biais, plusieurs vont solliciter son aide dès le début de la crise de change (Graphique 48). Cependant, le montant emprunté par les banques commerciales auprès du FIDF reste sans commune mesure avec celui dont les sociétés financières ont eu besoin. En valeur, il était légèrement inférieur alors que les banques comptaient pour 80% du crédit du pays.

Graphique 48 - Les banques commerciales sollicitent l'aide de la Banque de Thaïlande à partir de la crise de change de juillet 1997

Unité : million de bahts courants



Source : BOTQB, diverses éditions.

Quant à la question de la liquidité interne, hormis durant de très courtes périodes pendant lesquelles elles subirent un *run*, les banques commerciales n'ont pas été confrontées à des difficultés : d'une part, les déposants leur ont toujours accordé leur confiance et, d'autre part, la Banque de Thaïlande, par l'intermédiaire du FIDF, leur fournissait autant de liquidité qu'elles en avaient besoin. Le véritable souci venait des étrangers qui ne renouvelaient plus leurs lignes de crédit, situation d'autant plus critique qu'une bonne partie des emprunts étrangers étaient de maturité courte (à moins de trois mois).

2 Les banques entrent en crise de solvabilité au second semestre 1997 à la suite des faillites provoquées par le recul de l'activité

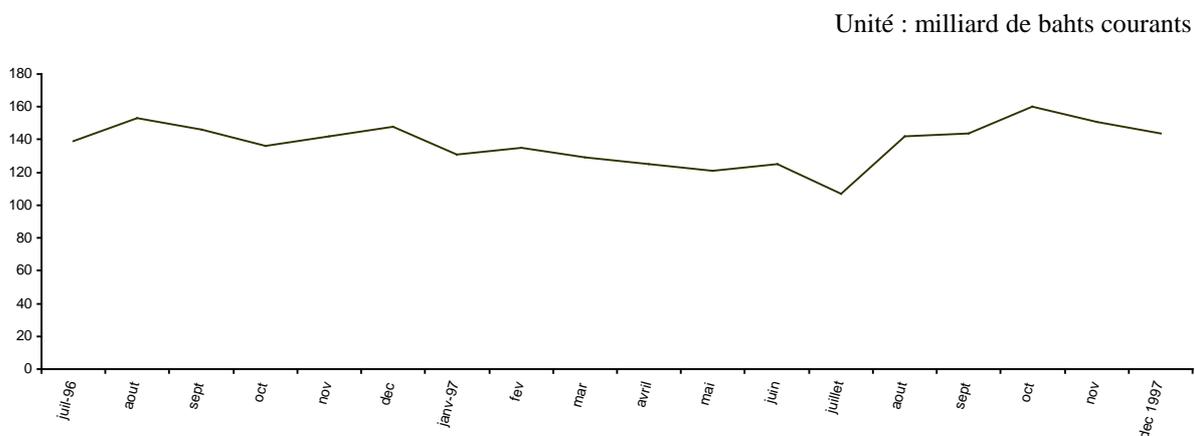
Selon Guglietta et Sgard [1998], les banques commerciales sont entrées en « crise de liquidité de nature systémique » durant l'été 1997, avec la crise de change. Ce n'est que dans les mois suivants, vers la fin de 1997, que les banques commerciales ont connu une crise de solvabilité. La raison en était que les entreprises étaient incapables de payer les intérêts de leurs emprunts bancaires. D'autres ont opportunément cessé de servir leur dette bien qu'elles fussent liquides.

En 1997, les banques étaient-elles exposées au secteur immobilier à plus de 8% comme l'indiquait la décomposition de leurs prêts ? Comme un certain nombre d'entre elles étaient en fait actionnaires de sociétés financières, elles se retrouvaient aussi indirectement concernées

par l'évolution du secteur immobilier [Asiaweek, 28 February 1997]. Cependant cette implication était-elle vraiment préjudiciable ? Comment les banques commerciales sont-elles entrées en crise de solvabilité ? Trois hypothèses peuvent être émises : des prêts trop importants aux sociétés financières qui en faisant faillite induisirent des créances douteuses, par des liens de propriété avec les sociétés financières ou par des faillites consécutives au recul de l'activité dans les différentes industries du pays.

La première hypothèse ne semble pas valide car sur la période courant de la mi-1996 à la fin 1997, c'est-à-dire de la crise de solvabilité des sociétés financières à celle des banques commerciales, les emprunts des sociétés financières auprès des banques commerciales ont été très stables et n'ont jamais dépassé plus de 2-3% de l'actif de ces dernières (le Graphique 49 en donne le montant). De toutes les manières, à partir de la mise en place du FIDF, les sociétés financières n'avaient aucun intérêt à se tourner vers les banques commerciales, dont le crédit était nécessairement plus coûteux.

Graphique 49 - Emprunts des sociétés financières auprès des banques commerciales, juillet 1996 – décembre 1997



Source : BOTQB, diverses éditions.

La seconde hypothèse, sur les liens de propriété avec les sociétés financières, est difficilement évaluable sans connaître la nature des relations de propriété entre les banques commerciales et les sociétés financières. Néanmoins, il apparaît que les participations des banques commerciales dans le capital des sociétés financières (titres d'autres institutions financières dans l'actif, c'est-à-dire hors participations croisées entre banques commerciales) est toujours demeuré extrêmement faible, avec un maximum de 1,2% en avril 1997. Cependant, comme les opérations de recapitalisation ont été menées par la Banque de

Thaïlande, les propriétaires du capital n'ont pas été sollicités, seul le contribuable ayant participé au renflouement.

En somme, aucun des liens directs entre les banques commerciales et les sociétés financières ne peut mettre en évidence une quelconque transmission de la crise de solvabilité. Seule la dernière hypothèse semble être valide.

Une crise de change agit de trois manières différentes sur les bilans : (1) pour les firmes, une dévaluation rend le poids de la dette en monnaie étrangère beaucoup plus lourd, ce qui affaiblit le bilan de ces entreprises et les empêche de trouver de nouveaux crédits, (2) une dévaluation de la monnaie conduit à une forte inflation et produit une hausse du taux d'intérêt, ce qui pèse sur l'activité économique, les firmes paient alors des intérêts très élevés, ce qui réduit les bénéfices et affecte leurs bilans, (3) une détérioration du bilan du secteur bancaire et une crise bancaire du fait du passif en monnaie étrangère [Mishkin, 1999, 2001]. Il apparaît que les banques commerciales furent victimes principalement du recul de l'activité économique consécutif à la crise de change. En juillet 1997, les taux d'intérêt se sont mis à monter très brutalement provoquant de nombreuses faillites parmi les entrepreneurs. Dans un certain nombre d'industries, ces derniers souffraient déjà de surcapacités productives. Ce choc de taux d'intérêt toucha ceux qui étaient les plus vulnérables. De nombreux clients des sociétés financières et banques commerciales se trouvaient à court de liquidité quand les deux tiers des sociétés financières furent fermés, en août 1997. Beaucoup durent cesser leur activité en laissant les banques commerciales avec des créances douteuses. Du fait d'une moindre exposition, il paraît évident que le déclin du secteur immobilier toucha moins les banques commerciales que les sociétés financières ; néanmoins, elles furent aussi atteintes par les dépôts de bilan enregistrés parmi les promoteurs immobiliers.

Comme l'économie est violemment entrée en récession, un nombre très important d'entrepreneurs et de particuliers a fait faillite, faisant naître des créances douteuses à grande échelle dans le système bancaire [Asiaweek, 15 August 1997]. La principale cause d'apparition de celles-ci a pour origine les faillites liées à la récession plus que la mauvaise qualité des prêts comme cela était le cas pour les sociétés financières. Les banques, ne sachant quelles entreprises étaient solvables, ont fortement restreint le crédit [Ito et Pereira da Silva, 1998].

En 1998, deux banques commerciales sur les 15 que comptaient le pays semblaient saines : la *Bangkok Bank Public* et la *Thai Farmers Bank*. Toutes les autres devaient faire face à une accumulation de créances douteuses liée en grande partie à la récession que connaissait

l'économie depuis la mi-1997. Pour faire face à ce problème, 8 banques commerciales ont vendu des participations détenues dans des banques étrangères pour un montant de 2,8 milliards de dollars. En mars 1998, la Banque de Thaïlande estimait qu'il faudrait trouver encore 3,6 milliards de dollars pour les banques commerciales avant la fin de l'année [Asiaweek, 30 March 1998].

Comme les sociétés financières, les banques commerciales furent touchées par un processus de restructuration puisque quatre d'entre elles (sur un total de 15) durent être nationalisées : *First Bangkok City Bank* (315 milliards de bahts d'actif), *Siam City Bank* (217), *Bangkok Metropolitan Bank* (191) et *Bangkok Bank of Commerce* (160), soit 16% de l'ensemble de l'actif bancaire du pays ou un montant de 883 milliards de bahts [The Nation, 10 February 1998]. Ce montant est à peu près équivalent à celui impliqué dans la restructuration des 58 sociétés financières alors que l'actif total de ces dernières équivalait au quart de celui des banques. Cette décision de nationalisation a été prise en février 1998. Les autres banques ne furent pas nationalisées mais, tout en conservant leurs créances douteuses, elles furent jugées capables d'y faire face.

Les quatre banques commerciales nationalisées étaient de taille moyenne et ont été largement aidées par les autorités monétaires pour continuer à fonctionner car elles dépendaient de manière très importante du FIDF : 53% des fonds de la BMB dépendaient de liquidités à court terme fournies en grande partie par le FIDF, 44% pour la *First Bangkok City Bank*, 24% pour la *Siam City Bank* et 18% pour la *Bangkok Bank of Commerce* [The Nation, 10 February 1998]. En outre, pour ces banques, leur incapacité à faire face aux demandes de retrait montre également la piètre qualité de leur actif. Elles étaient clairement en crise de solvabilité et le FIDF a contribué à leur fournir une quantité considérable de liquidité leur permettant de faire face aux demandes de retrait. Pour les autres banques, *UBS Securities* a évalué à 8% la part des créances douteuses dans leur actif, montant qui pouvait être effacé si les 11 banques commerciales restantes réussissaient à trouver 250 milliards de bahts.

En outre, pour les autorités en charge des restructurations, se posait la question de la vente des actifs liés aux créances douteuses. Le risque principal était de vendre tout d'une seul coup (*fire sale*) ou trop rapidement et de provoquer une chute du prix de l'ensemble des actifs. Cela aurait pu conduire à un affaiblissement de l'ensemble des banques commerciales et sociétés financières restantes.

CONCLUSION DE LA SECONDE PARTIE

Il s'agit maintenant de synthétiser la thèse développée dans les deux derniers chapitres de cette seconde partie. Nous pouvons la résumer de la manière suivante : la crise thaïlandaise est de nature financière, c'est-à-dire qu'elle est la résultante des conditions d'octroi du crédit par les sociétés financières, et elle prend sa source dans les dysfonctionnements du secteur immobilier. Néanmoins, même si ce secteur est celui par lequel la crise est arrivée, il ne fait aucun doute que l'industrie dans son ensemble présentait des signes de surinvestissement (sous forme d'investissements directs étrangers, d'investissement de portefeuille et, surtout, de crédit bancaire), notamment à la suite d'entrées massives de capitaux consécutives à la déréglementation des premières années de la décennie 1990. Si l'on ne peut nier l'impact négatif du surinvestissement dans les différentes industries sur les bilans des sociétés financières et des banques commerciales, à travers l'apparition de créances douteuses liées aux défaillances d'emprunteurs, il ressort clairement que l'immobilier a été l'élément déclencheur, notamment en raison de la précocité du phénomène de spéculation, que l'on peut faire remonter à 1988, bien avant la mise en place de la libéralisation financière.

A partir de 1988, le secteur immobilier thaïlandais a connu une forte expansion après plusieurs années de stagnation. Les sociétés financières, profitant du rendement élevé offert par ce secteur, se sont mises à prêter massivement aux promoteurs immobiliers, qui lançaient de grands projets d'immeubles d'habitation ou de bureaux. Ainsi, la part de ce secteur dans l'ensemble des prêts effectués par les sociétés financières est passée de 12% en 1986 à 23% en 1990, soit un quasi-doublement en 4 ans. Du côté de la demande, les autorités aidèrent les accédants à la propriété en leur accordant des emprunts avec des conditions préférentielles. Mais, rapidement, une partie de la demande se révéla être motivée par des considérations spéculatives. Cette bulle immobilière s'est amplifiée dans la première moitié de la décennie 1990, largement soutenue par les conditions favorables du crédit pour les entrepreneurs immobiliers. Ainsi, cette crise est d'abord une crise industrielle, liée au développement de l'immobilier, qui s'est transformée en crise financière lorsque les premières entreprises immobilières devinrent insolvables. En 1995, le marché de l'immobilier, alors largement soutenu par une demande spéculative, s'est retourné, provoquant des faillites dans les entreprises immobilières. Cette insolvabilité s'est transmise aux sociétés financières, dont un quart des prêts était dirigé vers ce secteur en 1996, par le biais de l'actif avec l'apparition de

créances douteuses. C'est ainsi que l'on explique l'insolvabilité des sociétés financières dès l'été 1996.

Les banques commerciales, quant à elles, du fait de leur moindre exposition au secteur immobilier, ne connurent pas un problème de solvabilité aussi important, la diversification des secteurs emprunteurs ayant probablement été un élément clé de leur sauvegarde, avant la crise de 1997. Cette moindre exposition dans le secteur immobilier soulève une question majeure : pourquoi les banques commerciales, à l'inverse des sociétés financières, ont-elles limité leur encours immobilier ? Peut-on imaginer que ce soit par une clairvoyance sur les conséquences à long terme d'un surinvestissement ? Qui plus est, nous devons mettre en évidence un fait assez remarquable : entre 1990 et 1997, les banques commerciales ont vu la part de leur encours immobilier nettement régresser, passant de 12% à 8%, et ceci dans un environnement hautement spéculatif. Ce recul ne va pas de soi et nécessite une explication.

L'évolution divergente entre les banques commerciales et les sociétés financières dans le crédit à l'immobilier, secteur attrayant pour les rendements élevés à la fin des années 1980 et au début des années 1990, pourrait *a priori* s'expliquer par quatre facteurs : une autodiscipline des dirigeants des banques commerciales (soit une restriction volontaire de l'offre de crédit), un recul général de la demande de crédit des compagnies immobilières, une hausse plus forte du crédit aux autres secteurs pour les banques commerciales, ou une conséquence d'une réglementation. Le premier point semble peu probable : les administrateurs des banques commerciales n'auraient pas spontanément refusé d'octroyer des crédits à une industrie rentable, en tout cas jusqu'en 1994. La seconde hypothèse est démentie par les faits car les compagnies immobilières ont continué à demander du crédit, même en 1996, lorsque la situation devenait très défavorable. Le troisième point est très incertain dans la mesure où le secteur immobilier était l'un des plus dynamiques dans la première moitié des années 1990, en Thaïlande. En conséquence, il ressort que la baisse graduelle du poids du crédit immobilier pour les banques commerciales résulte d'une contrainte imposée par la Banque de Thaïlande.

La raison est donc de nature réglementaire : depuis les années 1950, les banques commerciales étaient utilisées par la Banque de Thaïlande pour mettre en œuvre sa politique de développement. En conséquence, une certaine proportion de leur crédit devait être destinée aux secteurs jugés prioritaires, à savoir l'agriculture depuis les années 1950, à laquelle s'est ajoutée l'industrie à partir des années 1980. En revanche, les sociétés financières, acteurs de second rang pour la Banque de Thaïlande, ne jouaient aucun rôle dans cette politique économique et ne subissaient donc aucune contrainte réglementaire quant à leur politique de

crédit. Ce point réglementaire concerne la longue période et ne peut expliquer à lui seul la divergence d'évolution entre les banques commerciales et les sociétés financières.

Plus important encore, un autre aspect réglementaire permet d'expliquer directement pourquoi les sociétés financières sont devenues des acteurs spécialisés dans la fourniture de crédit à l'immobilier, ou plutôt pourquoi les banques commerciales ont vu leur encours dans ce secteur diminuer en proportion. En réalité, ces dernières, bien que contraintes dans la distribution du crédit, ont également voulu profiter des opportunités liées à l'expansion du secteur immobilier à la fin des années 1980, comme en témoigne le passage de 4% à 12% de la part de cette industrie dans l'ensemble des prêts, entre 1987 et 1990 (un triplement en 3 ans !). Autant la Banque de Thaïlande a laissé faire les sociétés financières, autant elle a pris des mesures coercitives à l'encontre des banques commerciales. Comme ces dernières jouaient un rôle essentiel dans sa politique de développement économique, un nouvel instrument de contrôle a été mis en place : la planification sectorielle du crédit. Au début de 1990, les banques commerciales furent sommées par la Banque de Thaïlande de fournir leurs prévisions de crédit, avec un accent particulier devant être mis sur les secteurs prioritaires, et surtout de s'y tenir. En outre, elles devaient fournir une évaluation mensuelle de leur crédit et devaient la comparer avec les prévisions du plan. Les résultats furent satisfaisants puisqu'en 1996 l'immobilier comptait pour seulement 8% du total de leurs prêts, contre 26% pour les sociétés financières qui, elles, furent soumises au plan en 1995, sans doute déjà trop tard. C'est ce choc institutionnel de nature réglementaire qui explique, en grande partie, l'évolution divergente entre ces deux acteurs. En résumé, la politique restrictive de la Banque de Thaïlande a immunisé les banques commerciales contre une crise de solvabilité liée aux évolutions du secteur immobilier.

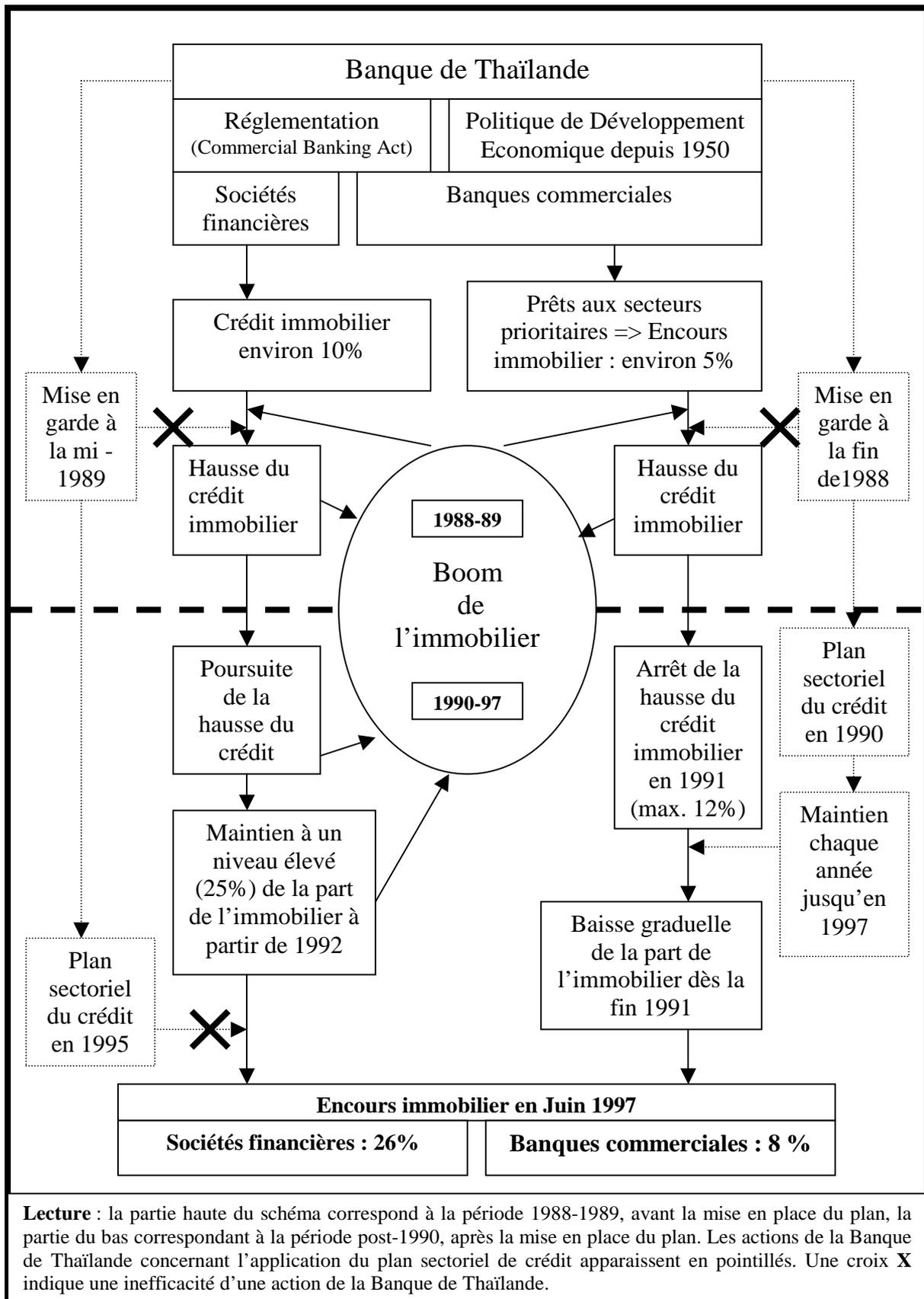
Nous concluons donc que cette crise financière est la résultante d'une dynamique interne, initiée en 1988, liée à des évolutions réglementaires divergentes (la mise en place d'une planification sectorielle du crédit pour les banques commerciales, mais pas pour les sociétés financières avant 1995), ce qui, pour les sociétés financières, la rend relativement indépendante du phénomène de libéralisation financière, achevé en 1994. En outre, l'activité des banques commerciales et des sociétés financières n'était pas totalement libéralisée lors des premières années de cette spéculation. Enfin, les sociétés financières ont été les pourvoyeuses majeures de crédit au secteur immobilier et, comme plus de 90% de leurs ressources étaient d'origine interne, on ne peut pas soutenir qu'elles ont été un canal drainant du capital étranger en direction de l'immobilier. Même si les capitaux étrangers ont pu jouer un rôle dans

l'amplification de cette bulle, il reste que le principal déterminant était l'accroissement du crédit interne, plus que les investissements de portefeuille ou les investissements directs étrangers. En résumé, la libéralisation financière, qui constitue également un choc institutionnel dans les modèles de troisième génération n'explique pas la divergence d'évolution des sociétés financières et des banques commerciales. Néanmoins, elle a eu un impact considérable : les banques commerciales, empruntant massivement à l'étranger, et à court terme, se sont mises en position de vulnérabilité, risquant de subir un *run* international.

Sans nier le rôle plutôt défavorable de la libéralisation financière, le caractère interne de cette crise apparaît assez clairement. Du simple point de vue de la périodisation de ces événements, la mise en évidence d'une dynamique spéculative propre à la Thaïlande, préexistant à la libéralisation financière (dont les effets principaux furent perceptibles à partir de 1993) ne fait pas de doute. Enfin, attribuer à la seule libéralisation financière la crise de 1997 paraît incompatible avec la dynamique spéculative interne, dont les débuts remontent à 1988. Nous considérons donc que la libéralisation financière est une cause secondaire venant se surajouter à une dynamique déjà profondément ancrée.

Il a été mis en évidence de manière détaillée les différences entre les sociétés financières et les banques commerciales dans le déroulement de la crise thaïlandaise de 1997 : alors que ces dernières apparaissent plutôt comme les victimes de l'abandon du change fixe, les premières semblent très impliquées dans les déboires connus par le pays. Du point de vue de la compréhension de cette crise, notre approche insiste sur le rôle particulier des sociétés financières. Souvent, il n'est mentionné qu'à la marge leurs problèmes avant juillet 1997, sans toujours les relier à la spéculation dans l'immobilier. D'autres fois, il n'est pas fait de distinction entre les banques commerciales et les sociétés financières. Enfin, il arrive que l'on mette en évidence les dysfonctionnements du secteur immobilier sans les rapprocher de la politique de crédit des sociétés financières. Il apparaît de manière claire que les banques commerciales et les sociétés financières ont suivi deux dynamiques profondément divergentes, dont peu de théories ont vraiment rendu compte. En résumé, comprendre la crise thaïlandaise de 1997 nécessite de se pencher sur les différents acteurs du crédit, sans oublier que ceux qui paraissent le moins importants en termes de volume peuvent provoquer des crises d'une ampleur majeure. La Figure 7 résume cette dynamique.

Figure 7 - Banques commerciales, sociétés financières et boom immobilier, 1988-1997 : des dynamiques divergentes suite à la mise en place du plan sectoriel de crédit



Par ailleurs, notre analyse permet de nuancer voire d'infirmier un discours très répandu, mais souvent peu démontré par des faits précis, selon lequel la crise thaïlandaise de 1997 serait aussi due, en grande partie, à l'incapacité de la Banque de Thaïlande à prendre des mesures de surveillance adaptées. Quasiment toutes les théories insistent sur cette faiblesse persistante des autorités réglementaires dans la Thaïlande des années 1990. La mise en place du plan sectoriel de crédit vient infirmer cette vision manichéenne qui suppose que les banques commerciales auraient été laissées totalement libres de leurs faits et gestes. Dans la période antérieure à 1997, nous pouvons affirmer que la Banque de Thaïlande était loin d'avoir complètement fauté dans ses prérogatives réglementaires et qu'elle a su éviter une situation porteuse de risques pour les banques commerciales.

Malheureusement, et c'est bien là le revers de la médaille, le plan sectoriel de crédit n'a pas été appliqué aux sociétés financières avant 1995. La Banque de Thaïlande n'a pas rempli sa mission avec suffisamment de persévérance comme elle avait pu le faire avec les banques commerciales. Le travail n'a été fait qu'à moitié. Et ce sens, le discours jetant l'opprobre sur la Banque de Thaïlande est, pour partie seulement, justifié.

Ce que nous devons également souligner est la raison ayant poussé la Banque de Thaïlande à mettre en place ce plan : il s'agissait de préserver les facilités de crédit accordées par les banques commerciales aux secteurs prioritaires. Initialement, l'objectif poursuivi n'était pas la limitation des risques d'une spéculation dans l'immobilier mais plutôt le maintien du développement, qui risquait d'être affaibli par le comportement inadapté des banques commerciales. A mesure que la bulle immobilière gonflait dans les années 1990, il est vraisemblable que le plan a été détourné de son objectif initial au profit d'une limitation stricte du crédit à des fins spéculatives et c'est très probablement pour cette raison qu'il a été étendu aux sociétés financières en 1995.

En revanche, concernant la capacité de la Banque de Thaïlande à gérer les questions relatives à la solvabilité et à la liquidité, aucun doute n'est permis : le résultat est désastreux. Durant des années, la *Bangkok Bank of Commerce* a été maintenue à flot, alors que son insolvabilité était connue de tous. Au second semestre 1996, alors qu'il devenait évident pour les autorités réglementaires que les sociétés financières entraient en crise de solvabilité, les décisions drastiques qui auraient dû être prises ont fait place à des demi-mesures voire, encore pire, à l'indécision, ce qui a provoqué une panique bien justifiée du public. En ce sens, l'action de la Banque de Thaïlande dans la gestion des crises est une succession d'échecs.

**CONCLUSION GENERALE : UNE SEQUENCE SPECIFIQUE DE
CRISE FINANCIÈRE**

Cette conclusion générale a deux objectifs : d'une part, elle présente de manière détaillée les travaux rapidement évoqués en introduction et, d'autre part, elle reprend l'ensemble de la thèse en présentant une comparaison synthétique des différents points abordés durant le développement. Nous avons mis en évidence trois principaux types d'approche. Il ne semblait pas opportun de les développer de manière extensive en introduction mais, pour reprendre le fil de cette thèse qui vise à opérer une comparaison entre les crises anglaise de 1866 et thaïlandaise de 1997, et après plus de deux cents pages de développement, il apparaît nécessaire de les expliciter avant de procéder à la comparaison des deux crises.

Dans un deuxième temps, il s'agira de procéder à la comparaison des deux crises. Cette opération sera fondée sur les conclusions tirées de l'analyse des travaux précédemment décrits, notamment en fonction des éléments de nature institutionnelle qui auront été isolés. L'objectif final de la thèse étant d'identifier une séquence de crise financière, il s'agit donc de montrer les points communs aux deux événements mais aussi de montrer les différences, en vue de poser les limites de notre analyse. A la question de départ, qui était de savoir si la séquence constituée par un choc institutionnel induisant une modification du comportement d'une partie des acteurs bancaires ou financiers non bancaires conduisant à une crise de solvabilité sectorielle partielle, puis à une crise financière, constitue une séquence classique de crise financière, nous répondrons par l'affirmative, puisque ce long développement avait pour but d'identifier ces mécanismes dans deux occurrences. La comparaison mettra en parallèle les deux crises selon les critères suivants : la nature du choc institutionnel, la structure du système bancaire et financier, la gestion de la crise par la Banque centrale, la défiance des étrangers.

Enfin, à l'issue de cette comparaison, nous proposerons un schéma récapitulatif de la séquence identifiée, à l'image de ce mode de représentation des crises développé à plusieurs reprises dans la thèse. Au-delà des analyses fouillées des deux crises présentées ici, cette identification d'une séquence reste le principal apport de la thèse.

LES TRAVAUX DEDIES A LA COMPARAISON DE CRISES FINANCIERES

Ici, nous cherchons à présenter de manière approfondie les travaux évoqués en introduction. Trois types de recherche sont ainsi possibles : une comparaison entre deux crises, une analyse qualitative incluant un nombre réduit de crises et une analyse quantitative prenant en considération de nombreuses occurrences. D'une part, les principaux résultats de chacun d'eux seront évoqués et, d'autre part, nous montrerons en quoi ils proposent, ou non, une lecture sous l'angle institutionnel³⁸.

EICHENGREEN [1999] COMPARE LA CRISE ARGENTINE DE 1890 ET LA CRISE MEXICAINE DE 1994-1995

Dans cette démarche visant à comparer les crises argentine de 1890 et mexicaine de 1994, Eichengreen dresse les multiples points communs entre ces deux épisodes de l'histoire financière et pointe les différences les plus significatives. L'auteur se concentre en particulier sur la période précédant la crise, plus que sur la crise elle-même. Il tente ainsi de mettre en perspective sur quelques années chacune des crises et de montrer en quoi elles affichent de nombreuses ressemblances.

Eichengreen produit une analyse selon neuf aspects qui lui semblent pertinents pour comparer les deux crises : les flux de capitaux, le rôle de la finance internationale, l'investissement privé et les garanties publiques, les finances publiques, les banques d'Etat, la consommation et l'investissement, le taux de change et la politique monétaire, l'arrivée de la crise, les conséquences de la crise.

Le premier point développé concerne l'environnement institutionnel très favorable aux flux internationaux de capitaux. Lors des deux périodes, des changements structurels permirent aux investisseurs étrangers de se positionner plus facilement dans les pays émergents. Dans le cas du Mexique, des réformes économiques furent le terreau d'une accélération des mouvements de capitaux : libéralisation des échanges, privatisations d'entreprises publiques, réformes du système de droits de douane, libéralisation financière... En ce qui concerne l'Argentine, ce processus fut plus lent mais il résulta également de décisions gouvernementales visant à encourager les investissements étrangers, notamment

³⁸ Il existe d'autres travaux que nous ne faisons qu'évoquer : Delong [1999] compare la fin du XIXème siècle et la période actuelle. Ou encore, Schenk [2000] compare les liens entre Hong-Kong et la Chine dans la période actuelle et dans les années 1945-1950.

dans les chemins de fer ou dans d'autres infrastructures comme les ports. C'est dans les années 1880 que l'Argentine développa un fort potentiel d'attraction car, en 1889, le pays recevait environ 40 à 50% du montant total des investissements étrangers d'origine anglaise.

Les conditions financières internationales ont joué un rôle assez similaire dans les deux cas. Dans les années précédant le déclenchement de la crise, le taux d'intérêt du Centre (Europe, et surtout Angleterre, en 1890, et Etats-Unis en 1994-1995) était relativement bas, en comparaison de celui des pays émergents, ce qui créa un différentiel d'intérêt favorable à des mouvements internationaux de capitaux. Une hausse rapide du taux d'intérêt anglais dans la seconde moitié de 1889 rendit les placements étrangers nettement moins attractifs, situation analogue à celle vécue en 1994 quand la Fed durcit sa politique monétaire. Ainsi, le niveau élevé de l'endettement externe mit ces deux pays dans une situation délicate lorsque le taux d'intérêt s'éleva brutalement dans le Centre. Il s'agit d'un argument de nature conjoncturelle.

Deux tiers des investissements anglais en Argentine étaient liés au financement des infrastructures ferroviaires. L'Argentine des années 1880 fut marquée par un boom de ce secteur. Une des raisons expliquant l'attractivité de ce type d'investissement réside dans les garanties données par le Gouvernement argentin : si les profits des entreprises ferroviaires se révélaient insuffisants pour payer les intérêts, le Gouvernement s'engageait à payer la différence. Cet arrangement a encouragé les investisseurs étrangers à placer leurs capitaux dans le secteur des chemins de fer. Il s'agissait d'un moyen efficace de compenser les effets négatifs liés à l'asymétrie d'information dont étaient victimes les Anglais. Les investissements privés étaient alors garantis par les autorités publiques³⁹.

L'état des finances publiques, en Argentine, à la fin de la décennie 1880, était très préoccupant. Tous les échelons – national, provincial et municipal – affichaient un déficit budgétaire. En 1889, quand il fut admis que cette situation n'était pas tenable, le Gouvernement décida une réduction des dépenses et une hausse des recettes. Mais la mise en oeuvre d'une politique de réduction des dépenses fut contestée par les travailleurs qui craignaient de voir leurs conditions de vie se dégrader. Des grèves se déclenchèrent si bien que la volonté du Gouvernement d'imposer une politique budgétaire restrictive se trouva émoussée. Selon Eichengreen, le parallèle avec la crise mexicaine paraît clair : à l'approche des élections de 1994, le Gouvernement se montra réticent à imposer des restrictions budgétaires par crainte de voir la population se soulever. Dans les deux situations, une

³⁹ Sur ce point, Eichengreen n'apporte pas de commentaire sur la crise mexicaine mais on peut supposer qu'il fait implicitement référence aux interventions du FMI et de la Fed, qui étaient anticipées par les investisseurs étrangers.

incertitude sociale limita la capacité d'action du Gouvernement pour réduire les dépenses publiques. Ceci fit naître des doutes chez les investisseurs étrangers, qui ne croyaient plus vraiment à un retour de l'équilibre budgétaire.

Les banques d'Etat ont joué un rôle significatif lorsque les Gouvernements ont tenté de masquer certains aspects budgétaires déplaisants. En Argentine, des banques provinciales ont contracté des emprunts étrangers pour financer les dépenses des provinces. Pour le Mexique, le Gouvernement émit une dette libellée en dollar pour supprimer les risques liés à la dévaluation. Cette opération fut gérée par les banque d'Etat.

Aussi bien pour le Mexique, en 1994, que pour l'Argentine, en 1890, la dégradation des conditions macroéconomiques durant la période précédant la crise fit naître des doutes, chez les investisseurs, dans la capacité des pays à soutenir leur position externe, notamment pour le paiement des intérêts de la dette. A partir de 1992, la croissance mexicaine faiblit et, pour l'Argentine, le rendement kilométrique des investissements ferroviaires déclina entre 1884 et 1890. Une part croissante des importations était destinée à alimenter la consommation et non plus l'investissement.

Selon Eichengreen, la plus grande différence entre les deux crises réside dans le système de taux de change et la politique monétaire qui lui est associée. Le Mexique, avec son régime de change fixe, a connu une surévaluation réelle de sa monnaie. Depuis 1991, le pays s'était engagé dans le maintien de la fixité du change, cet élément étant particulièrement surveillé par les marchés internationaux. Les politiques budgétaires, monétaires et salariales étaient devenue trop accommodantes, ce qui les rendait incompatibles avec le maintien du taux du change. Une hausse des taux d'intérêt aurait peut-être permis de garder la crédibilité mais le déficit du compte courant était financé par les réserves de change. Pour l'Argentine, la question de la politique monétaire se trouve davantage au centre de la crise. L'abandon du bi-métallisme, en 1885, au profit de l'étalon-or, se traduisit par un abandon de la convertibilité au pair de la monnaie fiduciaire. La quantité de billets en circulation crût de manière substantielle entre 1884 et 1886 et la monnaie se déprécia rapidement par rapport à l'or. Une loi de 1887, la *Free Banking Law*, autorisa les banques de province à émettre de la monnaie fiduciaire gagée sur les obligations gouvernementales. Celles-ci étaient achetées grâce à des emprunts contractés à l'étranger. Les banques ne payèrent pas la totalité des emprunts mais émirent la quantité totale de billets.

Dans les deux cas, même si la crise n'était pas formellement anticipée, plusieurs fragilités avaient été identifiées. Pour le Mexique, il avait été annoncé qu'une hausse du taux d'intérêt

américain aurait fait peser un risque sur les mouvements internationaux de capitaux, notamment en direction de l'Amérique Latine. La surévaluation de la monnaie avait aussi été identifiée comme un facteur de risque. Pour l'Argentine, dès 1886, des signes de fragilités financières et bancaires avaient signifié une nette dégradation de la situation. La Banque d'Angleterre intervint secrètement pour sauver la banque anglaise Baring, alors lourdement exposée en Argentine. Ce mode de résolution diffère radicalement de celui expérimenté au Mexique, en 1994-1995, qui impliquait les autorités monétaires de plusieurs pays.

Quant à la crise elle-même, elle fut brève et intense pour la Baring qui fut sauvée et fonctionna encore longtemps après. Pour l'Argentine, ce fut le début d'une crise bancaire pour deux banques majeures mais, au Mexique, l'assistance internationale permit d'éviter les faillites. Dans les deux cas, le déficit de la balance courante se réduisit : par une hausse de la valeur des exportations au Mexique et par une baisse de la valeur des importations en Argentine. Le Mexique se remit plus rapidement de la crise.

En conclusion, Eichengreen signale que la crise mexicaine n'est pas si originale que beaucoup l'affirment. En ce sens, elle rappelle des cycles de boom du crédit. En dehors du régime monétaire, la principale différence tient dans la réponse que les autorités ont donné à la crise : l'intervention de la Banque d'Angleterre visait principalement à soulager la Baring et plus généralement le système bancaire et financier anglais, mais peu l'Argentine, alors que le sauvetage mené par le FMI et la Fed, en 1995, visait essentiellement à aider le Mexique. Ceci reflétait la nature centralisée du système financier du XIX^{ème} siècle, lorsqu'une institution était très engagée dans un pays précis.

DELARGY ET GOODHART [1999] COMPARENT LES CRISES DE LA PERIODE D'ETALON-OR ET LA CRISE ASIATIQUE DE 1997-1998

Les auteurs proposent une analyse en trois temps. Dans une première partie, ils traitent des conditions de la période précédant la crise, notamment sous les aspects de la demande réelle, des relations avec l'extérieur et des conditions financières internes. Ensuite, il est question de la période de la crise proprement dite. Celle-ci est alors analysée à travers l'éclatement de la bulle financière, les flux internationaux de capitaux, le retournement économique et la contagion. Enfin, l'étude se concentre sur la manière dont les pays touchés retrouvent le chemin de la croissance. En conclusion, les auteurs insistent sur les différences

entre la crise asiatique de 1997-1998 et les crises de la période d'étalon-or. Il n'existe pas une partie spécifique dédiée aux conditions institutionnelles mais l'étude comporte en quelques points des comparaisons entre les deux périodes, notamment sur la question bancaire. Ce travail de recherche aborde la comparaison en se fondant le plus souvent sur les grandeurs macroéconomiques (croissance du PIB, des exportations, des importations, du crédit, de la FBCF...). Il s'agit donc principalement d'histoire quantitative, même si chacune des crises étudiées est expliquée avec un certain nombre de détails. Nous revisitons cette recherche en extrayant les points communs et les différences trouvés entre les deux périodes étudiées.

Les points communs entre les deux périodes

Pour les deux périodes comparées, les conditions macroéconomiques existant avant la crise sont sensiblement identiques. La croissance du PNB était forte pour les pays asiatiques. Même si le bilan est davantage contrasté pour la période pré-1914, il reste que, dans la plupart des cas, ces économies ont connu une croissance importante dans les quelques années précédant le déclenchement de la crise. Comme le soulignent les auteurs, l'Asie a montré une croissance plus forte et, surtout, plus uniforme dans la période pré-crise. Pour la période antérieure à 1914, il ressort que la croissance moyenne fut plus forte lors des cinq années précédant la crise que lors des cinq suivantes.

Presque tous les pays touchés dans la période antérieure à 1914 ont connu un phénomène de spéculation, qui, le plus souvent, était lié à la construction ou à l'immobilier, mais aussi aux chemins de fer. Plusieurs pays asiatiques ont également connu un phénomène de spéculation dans l'immobilier. Dans les deux cas, on retrouve une implication très forte du secteur privé et un rôle très limité des interventions directes des institutions publiques. L'état des finances publiques dans chacun des cas était globalement bon dans les années précédant le déclenchement de la crise. Aussi bien dans la période antérieure à 1914 que pour les pays asiatiques en 1997-1998, les Gouvernements ont tenu un rôle indirect important dans le processus spéculatif en encourageant les investissements privés.

En Asie, en 1997, comme dans la période antérieure à 1914, toutes les économies touchées avaient montré une forte hausse des exportations. Dans le même temps, les entrées de capitaux, lors des quelques années précédant la crise, se situaient à un niveau très élevé. Dans les cinq années suivant les crises, lors de la première période étudiée, le taux de croissance des exportations était élevé, sinon encore plus important qu'avant la crise.

Pour les deux périodes, au niveau interne, les entrées de capitaux ont provoqué une expansion monétaire et une hausse des prix des actifs. La hausse du stock de monnaie a eu tendance à s'accélérer dans les années précédant la crise. Celles du XIX^{ème} siècle ont été précédées d'un boom du crédit ayant provoqué une croissance insoutenable. Les capitaux étrangers entrant par l'intermédiaire du système bancaire et par les émissions obligataires ont soutenu des investissements productifs et d'autres moins productifs, comme la construction et l'immobilier.

Dans les mois ou les années précédant le déclenchement des crises, les prix des différents actifs (immobiliers et titres) chutèrent, ce qui provoqua des risques pour la solvabilité des banques, dans un contexte de forte expansion du crédit. Comme il n'existe pas d'indices boursiers globaux pour les pays touchés dans la période pré-1914 (sauf pour les Etats-Unis), les auteurs ont tenté de donner un ordre de grandeur en se focalisant sur les titres les plus représentatifs. Cette méthode laisse une grande marge de liberté : elle est donc subjective dans le choix de titres pris en considération. Cependant, par cette approche, les auteurs ont pu mettre en évidence une baisse considérable de l'ensemble des actions analysées.

Dans chacun des cas, des faillites bancaires ont pu être mises en évidence. Que le système bancaire soit concentré, avec quelques banques d'émission, ou décentralisé comme aux Etats-Unis, de nombreuses faillites bancaires intervinrent lors de la période antérieure à 1914. Mais le sens de la relation entre crise bancaire et crise financière n'est pas toujours évident à déterminer. Des faillites bancaires intenses ont toujours accompagné les crises financières pré-1914, en les aggravant. Cependant, les auteurs n'ont identifié que deux cas pour lesquels la crise bancaire est la cause première de la crise financière (Italie en 1893 et Etats-Unis en 1907).

Les différences entre les deux périodes

Selon Delargy et Goodhart, dans la période d'étalon-or, les crises étaient plus violentes que celles par vécues les pays asiatiques, en 1997-1998 ; mais elles étaient aussi plus courtes. Les auteurs expliquent ce fait en signalant l'absence de Banque centrale dans les pays touchés, ainsi que d'institution internationale comme le FMI, ou encore d'assurance des dépôts. Trois aspects montrent une gravité accrue lors de la période pré-1914 : le nombre de faillites bancaires, le recul de la richesse, la contraction monétaire. Cependant, la résolution intervenait plus rapidement.

Si le choc initial (qui est en fait le retournement et le début de la crise) est nettement plus fort pour la période pré-1914, le retour à la situation antérieure intervient nettement plus rapidement. Les auteurs expliquent cela par la nature du régime de change. Généralement, il était anticipé qu'au terme de la crise, le change reviendrait à la parité dans le système d'étalon-or. La violence de la crise provoquait une dévaluation de la monnaie mais les anticipations de retour à l'équilibre provoquaient un afflux de métal, permettant ce retour à l'équilibre. Pour l'Asie, une fois la crise de change initiée, les anticipations d'un retour au taux de change initial étaient inexistantes. De ce fait, les effets stabilisateurs des flux entrants, qui s'observaient lors de la période pré-1914, n'ont pas existé dans ce type d'arrangement institutionnel. En ce qui concerne les taux d'intérêt, il apparaît que les différentes occurrences de la période pré-1914 furent caractérisées par une hausse brutale mais limitée dans le temps, à l'inverse de ce qui s'est produit pour l'Asie, en 1997-1998.

La plus grande différence entre les deux périodes se situe donc au niveau externe et concerne le régime de change : les dévaluations menées ou subies par les pays asiatiques n'ont pas été perçues comme temporaires et stabilisatrices. Au contraire, un retour à l'équilibre semblait impossible et une baisse future apparaissait toujours envisageable. En réalité, c'est la croyance dans le maintien du système de change qui fait toute la différence.

L'environnement institutionnel explique en grande partie pourquoi les crises sont aujourd'hui plus longues qu'il y a un siècle : le change flexible imprimant une spirale de chute (ce qui augmente le poids de la dette en dollar), combiné avec les efforts déployés pour imposer une pause dans le paiement de la dette, et un taux d'intérêt élevé (voire très élevé) contribuent à rendre beaucoup moins rapide le retour à l'équilibre, en comparaison de la période avant 1914.

EICHENGREEN ET BORDO [2001] PROPOSENT UNE ANALYSE QUANTITATIVE

Tout au long de leur étude, Eichengreen et Bordo [2001] font référence à la publication de Delargy et Goodhart [1999], en essayant d'approfondir ou de nuancer plusieurs conclusions déjà ébauchées.

Une comparaison entre la période actuelle et celle couvrant la fin du XIXème et le début du XXème siècle est justifiée car, dans les quarante années précédant la première guerre

mondiale, il y eut une période intense de mondialisation. Plusieurs éléments étayent cette affirmation. D'un point de vue technologique, à partir des années 1860, lorsque les premiers câbles transatlantiques furent posés, les marchés financiers fonctionnèrent avec des informations circulant pratiquement en temps réel, ce qui les rapproche du mode de développement actuel. Cette innovation s'est alors traduite par une hausse considérable des montants de capitaux transférés. En outre, des accords favorisant le commerce furent adoptés à cette époque. Enfin, l'établissement de l'étalon-or comme régime monétaire favorisa un climat de confiance parmi les investisseurs en limitant les variations du taux de change entre les différents pays. Les banques étaient très développées à l'époque, notamment en Angleterre, et nombre d'entre elles possédait des succursales dans les pays étrangers. Même si les banques disposaient d'une information de bonne qualité en moyenne, il reste que les marchés boursiers n'arrivaient pas toujours à obtenir suffisamment de précisions sur les sociétés cotées en Bourse. Les normes comptables commencèrent à apparaître au milieu du XIX^{ème} siècle mais les incitations pour les respecter n'étaient pas toujours suffisamment fortes. Les cas de fraude étaient courants. En comparaison avec la période actuelle, l'information était bien moins parfaite. Même si plusieurs différences notables existent, les auteurs insistent sur l'environnement institutionnel de la fin du XIX^{ème} siècle pour justifier leur comparaison. Pour expliquer le boom du crédit dans les pays émergents, les auteurs soulignent également la mauvaise surveillance des institutions financières ainsi que la naïveté des investisseurs étrangers.

Une grande différence entre la période actuelle et la précédente ère de la mondialisation réside dans les modalités de l'investissement international : à l'époque, il se faisait principalement sous forme obligataire ou par emprunt interbancaire, le poids des actions étant très faible.

Les auteurs mettent en évidence quatre facteurs propices à l'émergence de crises : un taux de change fixe⁴⁰, une forte mobilité du capital, des asymétries d'information et des institutions financières affaiblies. Les deux périodes étudiées présentent, sur ces quatre points, un certain nombre de ressemblances. La méthode des auteurs consiste alors à partir du constat que les conditions institutionnelles étaient relativement similaires entre les deux périodes pour, dans un second temps, évaluer les parallèles, notamment en termes du nombre et de l'intensité des crises.

⁴⁰ En ce qui concerne l'étalon-or, il s'agit davantage d'un taux de change stabilisé dans la mesure où le niveau du change entre deux monnaies résultait de la définition interne de chaque monnaie en quantité de métal.

Eichengreen et Bordo critiquent l'argument de Delargy et Goodhart selon lequel la crise asiatique ressemble aux crises de la fin du XIX^{ème} siècle du fait qu'elle prend ses racines dans les dysfonctionnements du secteur privé. Selon ce point de vue, les crises de cette période ne seraient pas consécutives à un déséquilibre insoutenable des finances publiques provoquant une crise de la balance des paiements. Mais, pour Eichengreen et Bordo, « cette caractérisation est trop simple ». Ils font remarquer que, sur la période 1865-1913, l'implication des Gouvernements fut assez forte dans la mesure où 40% des investissements étrangers sous forme obligataire se dirigeaient vers le secteur public. Une grande partie des emprunteurs était les Etats. Conséquemment, la question des crises financières ne se limitait pas seulement au secteur privé, même si celui-ci était prépondérant.

Pour mener cette comparaison, les auteurs étudient 21 pays pour la période antérieure à 1914 et 56 pays⁴¹ pour la période commençant en 1973. Trois types de crises sont identifiés : les crises bancaires, qui sont définies comme des épisodes de *run*, de faillites bancaires, ou de difficultés sectorielles touchant l'actif par une dégradation de la qualité des collatéraux ; les crises de change, qui impliquent un changement dans la parité, un abandon de la fixité ou une aide internationale ; les crises jumelles sont une combinaison des deux occurrences simultanément ou dans un temps assez proche. Même si quatre périodes sont analysées (avant 1914, entre-deux-guerres, Bretton Woods, et après Bretton Woods), cet article est plus spécifiquement dédié à une comparaison entre les deux périodes extrêmes. Cette recherche mesure donc la fréquence des différents types de crise et la probabilité de subir ces événements pour un pays.

Par rapport aux divers éléments mis en avant par Delargy et Goodhart, Eichengreen et Bordo ajoutent l'importance des conditions monétaires du Centre et de la périphérie : c'est quand le Centre n'offre pas un rendement suffisant que les investisseurs étrangers se tournent vers la périphérie (les marchés émergents). Lorsque le rendement des investissements du Centre s'avère insuffisant pendant une longue période, les financiers acceptent un risque plus important en échange d'une meilleure rentabilité du capital. Comme Delargy et Goodhart, Eichengreen et Bordo concluent que les taux d'intérêt reviennent assez rapidement à leur niveau d'avant la crise pour la première période tandis que pour celle d'après 1973, ils restent élevés durant un long moment.

⁴¹ A la suite de la décolonisation, dans les années 1960, le nombre de pays a fortement augmenté.

Eichengreen et Bordo trouvent que les crises bancaires sont autant présentes pour les deux périodes comparées alors que celles de change apparaissent plus fréquentes à la fin du XX^{ème} siècle. En conséquence, la fréquence des crises jumelles tend également à augmenter. Globalement, la fréquence est plus élevée à l'époque actuelle.

Quant à la question de savoir si les crises étaient plus néfastes pour la croissance avant 1913 qu'après 1973, les auteurs se montrent moins affirmatifs que Delargy et Goodhart. Ils ne trouvent pas d'indication allant dans ce sens. La perte de produit associée est sensiblement la même pour les deux périodes. En ce qui concerne le temps de récupération, rien ne montre qu'il se soit accru de nos jours.

Delargy et Goodhart soutiennent qu'il était généralement admis que les crises de change étaient temporaires et permettaient un retour rapide à l'équilibre grâce à la croyance dans la maintien de la parité avec l'action du Gouvernement. Il s'agit donc d'un processus auto-réalisateur. Si la convertibilité devait être suspendue temporairement à la suite de réserves métalliques insuffisantes, il était attendu que les autorités rétablissent la convertibilité rapidement au niveau antérieur. Ainsi, il n'y avait pas d'anticipations de dépréciation majeure de la monnaie. Les investisseurs pouvaient seulement craindre une dépréciation temporaire. Mais les analyses de Eichengreen et Bordo contredisent cette affirmation : le temps de récupération était aussi long lors de la première ère de la mondialisation.

La principale différence entre les deux régimes monétaires ne tient donc pas au temps de récupération ou à la perte de produit associée mais aux effets de contagion de la crise bancaire : une crise bancaire se développant dans la période avant 1914 avait moins de chance de se transformer en crise de change. Aujourd'hui, une crise bancaire, à cause des anticipations négatives des investisseurs étrangers quant aux interventions des autorités cherchant à préserver le système bancaire, tend à se transmettre aux marchés des changes. Une intervention massive pour soutenir le système bancaire risque d'aggraver le déficit budgétaire et de rendre le maintien du change impossible : c'est le classique problème des crises jumelles. A l'époque de l'étalon-or, la croyance dans le maintien de la convertibilité permettait de faire jouer les arbitrages. Les crises de change sont donc directement liées au régime de change.

BOYER, DEHOVE ET PLIHON [2005] APPELLENT A UNE APPROCHE FONDEE SUR L'IDENTIFICATION D'INVARIANTS

Sans effectuer une démarche comparative par elle-même, cette recherche s'appuie sur les travaux de Bordo et *alii* [2001] et de Boucher [2003] afin de montrer la multiplication des crises financières dans la période contemporaine. Mais les auteurs, sans se limiter à ce constat, cherchent à identifier des faits stylisés communs à toutes les crises plutôt qu'à étudier chacune d'elles après son déclenchement. On comprend alors bien l'intérêt de trouver des mécanismes réguliers à l'origine des crises financières, indépendamment des particularités de chacune d'elles. Plutôt que de les étudier une à une, il convient d'en découvrir les causes communes.

Selon ces auteurs, trois invariants sont à l'origine des crises. Premièrement, les marchés financiers, qui diffèrent fondamentalement des marchés de biens et de services du fait qu'ils sont des marchés de promesses, sont par nature instables et caractérisés par l'alternance de phases d'optimisme et de pessimisme, souvent sans rapport avec les valeurs fondamentales, parce que l'incertitude fait naître chez les investisseurs des valorisations conventionnelles. Deuxièmement, les acteurs bancaires et financiers se comportent de manière procyclique dans leurs prises de risque : quand les perspectives sont bonnes, ils augmentent leur prise de risque alors que, en cas de prévisions défavorables, l'aversion au risque s'accroît. On explique ainsi le pouvoir déstabilisateur de ces acteurs. Enfin, le troisième mécanisme concerne la contagion accrue entre les différents marchés d'actifs, qui résulte d'un niveau d'interdépendance élevé.

La démarche des auteurs est illustrée dans Boyer, Dehove et Plihon [2004], qui effectuent une comparaison entre quatre crises financières : trois grandes crises américaines (1929, 1987 et 2000) et la crise japonaise des années 1990 (« la décennie perdue »).

Cette comparaison vise à faire ressortir l'importance du système bancaire dans la gravité des crises financières, notamment dans sa capacité à engendrer une crise systémique. Les auteurs émettent une hypothèse : si les banques portent à elles seules la totalité du risque direct, une crise boursière ou immobilière peut prendre un caractère systémique. En revanche, lorsque le risque n'est pas porté seulement par les banques mais est partagé avec d'autres institutions financières, une telle menace est moins envisageable.

Pour démontrer cette hypothèse, ils mobilisent les quatre crises précitées. La crise de 1929 prit rapidement un caractère systémique car les banques furent touchées par la crise boursière. En 1987, la Bourse connut une chute identique à celle de 1929 mais l'intervention massive et prompt de la Fed, qui a fourni de la liquidité, évita une propagation au secteur

bancaire. La crise qui commença en 2000 toucha principalement la Bourse car elle prit son origine dans le développement de la « nouvelle économie ». Elle s'est manifestée par une récession sans déflation. Les taux ont été baissés rapidement et une politique de relance budgétaire fut mise en œuvre. Au Japon, les banques, qui n'étaient pas soumises à une surveillance prudentielle moderne, supportaient l'ensemble des risques. Les banques ont vu les créances douteuses s'accumuler et, malgré les injections de liquidités opérées par les autorités, elles imposèrent une contraction du crédit. Finalement, la crise bancaire s'est transmise à tous les secteurs qui ont subi la restriction du crédit décidée par les banques.

Cette comparaison constituée de quatre exemples vise à montrer comment le système bancaire peut être à l'origine des crises financières longues et profondes. Les auteurs en concluent que les crises financières « combinent un petit nombre de mécanismes clés, largement invariants quant à leur nature mais pas nécessairement leur intensité » [Boyer, Dehove et Plihon, 2004, p. 89].

Même si les méthodologies de comparaison diffèrent, les études de Eichengreen [1999], Delargy et Goodhart [1999] et Eichengreen et Bordo [2001] s'accordent à mettre en valeur des facteurs institutionnels favorisant l'émergence des crises : les mouvements internationaux de capitaux, les mauvaises pratiques bancaires, la spéculation dans un ou plusieurs secteurs, l'importance de l'investissement privé, le régime de change fixe, la forte croissance du PNB et des exportations dans les années précédant la crise. Celle de Boyer, Dehove et Plihon [2004] montre l'importance de la résilience du système bancaire.

Dans notre comparaison, dont la finalité veut répondre à la proposition de Boyer, Dehove et Plihon [2004, 2005] – à savoir déterminer un mécanisme de crise financière –, on s'intéresse davantage aux conditions internes, c'est-à-dire à la manière dont le choc institutionnel a déstabilisé le système bancaire et financier, qu'à la crise de change, que nous interprétons plutôt comme conséquence de la crise interne. En conséquence, nous ne nous appesantirons pas sur la différence entre le régime de l'étalon-or et le régime de change fixe. De même, la question de la contagion se situe au-delà de notre analyse. Elle sera alors évoquée à travers l'analyse de la défiance des étrangers vis-à-vis du pays touché.

COMPARAISON DES CRISES ANGLAISE DE 1866 ET THAÏLANDAISE DE 1997

Par rapport aux travaux décrits précédemment, la comparaison faite ici diffère sur un point essentiel : alors que l'ensemble des crises étudiées touchait des pays émergents, la crise de 1866 toucha l'Angleterre, le principal centre financier international. Généralement, les diverses recherches mettent en avant la défaillance dans la conduite des banques pour signifier que le système bancaire n'était pas correctement contrôlé (aux Etats-Unis, en Australie, en Argentine pendant le XIX^{ème} et en Asie pour la crise de 1997-1998). En était-il de même pour l'Angleterre ? Pourquoi comparer la première puissance économique mondiale du XIX^{ème} siècle avec un petit pays émergent ? Justifions cette comparaison.

La crise anglaise de 1866 fut l'une des dernières crises bancaires anglaises. A cette époque, la réglementation de l'activité des banques n'en était qu'à ses débuts et touchait davantage les conditions d'émission de la monnaie que les conditions d'octroi du crédit ou le niveau des réserves obligatoires. Les règles prudentielles n'étaient pas édictées par des autorités compétentes. En somme, à cette époque, le fonctionnement bancaire anglais était caractérisé par une certaine auto-surveillance de ses acteurs. C'est la discipline interne nécessaire pour donner confiance aux déposants qui constituait l'environnement des banques et des maisons d'escompte. Il s'agissait alors de règles implicites, à la différence de la situation contemporaine qui voit des règles explicites imposées par des autorités de surveillance. Les comportements non prudents étaient rapidement sanctionnés par une faillite.

La Banque d'Angleterre était encore en phase d'apprentissage dans la manière de se comporter en cas de crise. Les dirigeants et actionnaires des banques menaient leurs activités en fonction de leur politique commerciale et de l'expérience acquise au fur et à mesure des années. En Thaïlande, même si la Banque de Thaïlande avait un pouvoir réglementaire et de contrôle, il ressort que les conditions de fonctionnement des diverses institutions financières étaient plus opaques que pour les pays développés. Néanmoins, même si les interventions de la Banque de Thaïlande étaient modérément efficaces, elles ont eu, malgré tout, un impact sur le fonctionnement du système bancaire et financier. Il n'est pas possible de soutenir que les acteurs bancaires et financiers se sont comportés comme si la réglementation n'existait pas. Ainsi, dans les deux cas, les acteurs bancaires et financiers non bancaires disposaient d'une certaine marge de manœuvre dans la manière de conduire leur entreprise.

LE CHOC INSTITUTIONNEL ET SES EFFETS

La principale hypothèse de la thèse – à savoir la contribution d'un choc institutionnel à l'apparition d'une crise financière – est testée sur la base d'une comparaison de deux crises. Dans le but de mettre en lumière les points communs, il s'agit d'établir ce qui rapproche, mais aussi ce qui différencie, les deux modifications institutionnelles, l'une étant de nature législative et l'autre de nature réglementaire. Un point mérite d'être soulevé : on pourrait arguer que *tout* relève *in fine* du juridique (qui regroupe le législatif et le réglementaire). Bien évidemment, l'ensemble de l'activité des entreprises, banques commerciales et sociétés financières comprises, est contraint par les lois et les règlements. Mais aller jusqu'à prétendre, qu'en dernier recours, on peut trouver une dimension juridique pour expliquer n'importe quel phénomène – une crise dans le cas qui nous intéresse – paraît excessif et tel n'est pas notre propos. Par contre, nier le rôle de cette composante n'est pas non plus justifié. Il s'agit d'établir comment la modification d'une loi ou d'un règlement peut conduire à une crise financière. En bref, nous tentons de montrer le rôle de la dimension juridique comme cause possible de crises financières.

Au-delà de cette distinction législatif-réglementaire, comment pourrait-on qualifier ce choc selon son impact ? De Bandt et Hartmann [2000, p.10] identifient deux types de choc : le choc *idiosyncratique* touche une institution isolément tandis que le choc *systémique* affecte l'ensemble des institutions. Entre les deux, ils définissent le choc *systémique limité*. Précisons que, dans leur étude, les auteurs prennent en compte les chocs réels ou monétaires, voire financiers. En appliquant cette définition aux deux chocs institutionnels précédemment identifiés, il ressort que le choc législatif anglais de 1862 est de type *systémique* et que le choc réglementaire thaïlandais est de type *systémique limité*. Cependant, dans les faits, le choc de 1866 est aussi de type *systémique limité* car les banques n'ont pas profité de cette mesure. Il est donc potentiellement systémique mais son application le rend *systémique limité*. Pour la crise thaïlandaise de 1997, il est aussi de type *systémique limité* puisqu'il ne concernait qu'une seule catégorie d'acteurs.

En ce qui concerne la crise anglaise de 1866, la thèse démontrée est que la généralisation en 1862 de la responsabilité limitée à l'ensemble des entreprises, y compris celles des secteurs bancaire et financier, a induit des comportements risqués de la part de certains entrepreneurs. En effet, avant l'établissement de cette loi, l'actionnaire de la banque était totalement solidaire des dettes de son entreprise, ce qui signifie qu'une faillite bancaire se traduisait, dans la

majorité des cas, par une faillite personnelle. L'hypothèse sous-jacente consistait à penser qu'une contrainte législative stricte induisait nécessairement une auto-surveillance efficace des comportements des entrepreneurs dans les secteurs bancaire et financier. Ainsi, l'assouplissement législatif, se traduisant concrètement par la possibilité de procéder à une faillite sans risquer de devoir rembourser l'ensemble des dettes, a produit une modification du comportement des actionnaires des sociétés financières, lesquels ont notamment accru les risques liés à des prêts dans des secteurs hautement spéculatifs.

Le responsable de la modification était le Parlement anglais, qui sous la pression des milieux d'affaires, décida de voter la loi de 1862, elle-même faisant suite à plusieurs lois qui allaient dans une direction similaire : dès le début du XIX^{ème} siècle, les actionnaires cherchaient à faire modifier les conditions de fonctionnement des entreprises. L'impulsion primitive venait, dans ce cas-là, des hommes d'affaires et la direction générale traduisait un assouplissement législatif.

Pour la crise thaïlandaise de 1997, le processus, qui relève également d'un choc institutionnel mais de nature réglementaire, ne suit pas tout à fait la même logique. Au contraire, la Banque de Thaïlande décida d'imposer cette contrainte supplémentaire à l'activité des banques commerciales. La direction prise est donc inverse à celle mise en évidence pour la crise anglaise de 1866. Néanmoins, d'un point de vue méthodologique, ce mouvement ne constitue pas réellement une limite en soi, dans la mesure où la contrainte imposée par la Banque de Thaïlande s'est corrélativement traduite par un laisser-faire pour les sociétés financières. Sans affirmer que l'imposition du plan sectoriel de crédit a procédé d'un pur processus d'assouplissement de la réglementation, il est possible de conclure que les sociétés financières ont quand même joui d'une plus grande liberté que les banques commerciales quant à leur politique de crédit. C'est donc le fait que cette planification soit de nature différentielle qui nous permet de la comparer au choc législatif de 1866. Il aurait été autrement plus difficile de soutenir une telle comparaison si la Banque de Thaïlande avait assujéti les sociétés financières à ce plan en même temps que les banques commerciales, en 1990. En outre, comme elle concernait toutes les entreprises, la loi de 1862 avait une portée générale. Le plan sectoriel de la Banque de Thaïlande, dans le domaine du crédit, avait également une portée générale ; il ne s'agissait pas de limiter le crédit au seul secteur immobilier.

A chaque fois, un effet de report a été mis en évidence : les banques commerciales ont été limitées dans leur capacité à nourrir un phénomène spéculatif alors que les sociétés

financières ont pu contribuer à entretenir ce processus. Pour la crise anglaise de 1866, le facteur de retenue était l'habitude de bonne conduite issue de la longue tradition de la banque anglaise. Ainsi, le secteur bancaire anglais a montré une continuité dans la bonne conduite tandis que le secteur financier, constitué principalement par les sociétés financières, a montré rapidement une capacité à mettre en œuvre une politique de crédit de nature douteuse. Pour la crise thaïlandaise de 1997, la limitation venait d'un règlement qui contraignait les banques commerciales dans leur volonté de spéculer dans l'immobilier.

LA STRUCTURE DU SYSTEME BANCAIRE ET FINANCIER : BANQUES COMMERCIALES ET SOCIETES FINANCIERES

L'étude de ces deux crises a mis en évidence un élément particulièrement frappant dans la constitution du système bancaire et financier : la présence des sociétés financières. Leur fonctionnement restait identique dans les deux cas : leur principal objectif consistait à capter localement les dépôts pour investir, le plus généralement sous forme de prêts et quelquefois par des investissements de portefeuille, dans des secteurs réputés rémunérateurs.

Dans le cas de la crise anglaise de 1866, il faut bien reconnaître le manque criant d'information et de données sur les sociétés financières. On en connaît le nombre, tout comme celui des nouvelles créations mais, à notre connaissance, aucune donnée relative à leur situation comptable n'est disponible. La constitution d'une banque de données sur les sociétés financières pourrait être une piste de recherche stimulante. Cependant, il y a de fortes chances pour que les comptes d'un bon nombre de sociétés financières aient disparu au moment de leur faillite, ce qui rend aléatoire la possibilité d'exhumer ces informations qui pourraient nous éclairer sur ces acteurs sous-estimés du système financier anglais du XIX^{ème} siècle. En tout état de cause, tous les témoignages des observateurs de l'époque s'accordent à souligner leur implication dans la crise de 1866. Quant à la Thaïlande, on dispose de données en plus grand nombre grâce aux publications de la Banque de Thaïlande. Il est donc plus aisé d'établir le rôle des sociétés financières dans la crise de 1997, même si peu de recherches approfondies ont été menées sur le sujet.

En se penchant sur l'implication des sociétés financières, il ressort que la ressemblance entre les deux crises est particulièrement frappante, au point même que l'on pourrait les confondre tant elles ont joué un rôle similaire en tant que fournisseurs de capital pour un secteur industriel particulièrement en proie à la spéculation. Les sociétés empruntaient à court terme, essentiellement auprès du public, en proposant une rémunération plus élevée que les

banques commerciales. Elles prêtaient souvent à long terme et généralement sans garantie. La grande majorité de leurs ressources était d'origine interne. Dans les deux cas, le secteur s'est retrouvé sinistré, subissant une crise de solvabilité généralisée.

Une différence à souligner entre les deux crises comparées réside dans la formation des sociétés financières : alors que, pour la crise de 1866, toutes furent créées à la suite de la déréglementation de 1862, en Thaïlande, leur nombre est resté quasiment stable entre la fin des années 1970 et 1997. Dans les années précédant la crise, elles ont pris de l'importance par rapport aux banques commerciales, en termes de volume de crédits alloués et de dépôts, même si elles n'ont jamais atteint leur niveau de développement.

Quels enseignements peut-on dégager de l'analyse de ces deux crises montrant des dynamiques assez similaires quant au fonctionnement des sociétés financières ? Dans les deux cas, les sociétés financières pouvaient être considérées comme des acteurs de second rang, notamment par le volume de prêts alloués (même si, rappelons-le, nous ne disposons d'aucune donnée pour l'Angleterre des années 1860). Ainsi, la plus grande partie de l'activité de prêt se trouvait réalisée par les banques commerciales. Les sociétés financières étaient des acteurs périphériques de l'activité bancaire.

LA GESTION DE LA CRISE PAR LA BANQUE CENTRALE

Les deux crises ont nécessité une intervention massive de la Banque centrale en tant que prêteur en dernier ressort.

La Banque d'Angleterre, dans sa tradition d'intervention instituée progressivement depuis la crise de 1847, notamment dans la première partie de la crise, lors des mois d'avril et mai, puis confirmée en 1857, a une nouvelle fois montré sa capacité à intervenir pour fournir de la liquidité au secteur bancaire. La décision d'intervenir, pour fournir de la liquidité en dernier ressort, était fondée sur le constat selon lequel la Banque d'Angleterre était systématiquement la dernière institution du pays encore capable de fournir de la liquidité en cas de crise, toutes les autres se retrouvant en proie au *run*. De ce fait, elle aussi souffrait d'un *run* des banques et des maisons d'escompte mais, en suspendant le *Bank Charter Act*, il lui était possible de procéder à une surémission temporaire de billets visant à fournir de la liquidité à ceux qui en avaient besoin.

Lors des deux crises précédant celle de 1866, la Banque d'Angleterre avait déjà fourni des avances aux banques commerciales, aux maisons d'escompte et aux entreprises

industrielles. Elle conditionnait systématiquement cette intervention à une bonne qualité des collatéraux. En 1866, tant les banques commerciales que les maisons d'escompte devaient faire face à un *run* du public, ce qui se traduisait par une baisse des réserves liquides disponibles. De manière à faire face à cette demande accrue de la part du public, elles devaient impérativement reconstituer la réserve de billets, opération qui pouvait être assurée exclusivement par la Banque d'Angleterre. C'est pour cette raison que cette dernière se retrouvait en dernière ligne pour fournir de la liquidité au système bancaire anglais en cas de crise. En outre, pour les maisons d'escompte, le *run* devenait encore plus grave dans la mesure où les banques avaient pris l'habitude de déposer leur réserve chez les escompteurs de manière à obtenir un intérêt, même faible. Ainsi, quand les banques étaient en proie à un *run* du public, elles récupéraient leur dépôt, ce qui mettait l'escompteur sous pression en réduisant encore la liquidité disponible. Ces derniers se retrouvaient alors doublement atteints par le *run* qui provenait du public et des banques commerciales.

En conséquence, le rôle de la Banque d'Angleterre dans la mise à disposition de liquidité pour le système bancaire fut primordial dans la crise de 1866. La demande fut soudaine et strictement liée à la panique du 11 mai. Dans les jours précédents, on ne constata pas de demande accrue de liquidité de la part des banques commerciales ou des maisons d'escompte. La Banque d'Angleterre fut sollicitée pendant quelques jours pour fournir de la liquidité aux banques commerciales et aux maisons d'escompte. Plus tard, comme le secteur bancaire avait complètement coupé le crédit au commerce et à l'industrie, il fallut également aider les entreprises. Mais l'essentiel de l'aide fut concentré sur une période très courte. Quant aux sociétés financières, elles ont disparu avant ou très rapidement après le début de la crise. Il n'a pas été possible de trouver mentionnée une quelconque aide de la Banque d'Angleterre à l'une de ces sociétés.

Les témoignages des administrateurs de l'époque sont sans équivoque : la Banque d'Angleterre a conditionné son aide à la possession de collatéraux de bonne qualité, qui pouvaient être des titres de l'Etat, des obligations ou des actions d'entreprises réputées solides, voire, dans certains cas, des titres de chemins de fer. De ce fait, le mode d'intervention était de nature discrétionnaire. Les demandes étaient examinées au cas par cas et la Banque d'Angleterre se réservait le droit d'en refuser certaines comme ce fut le cas pour *Overend & Gurney*, qui fut jugée irrécupérable.

Pour la Thaïlande, la Banque de Thaïlande a également agi en tant que prêteur en dernier ressort pour les sociétés financières. Il a été montré que l'intervention de la Banque de

Thaïlande avait commencé en août 1996, lorsque les premières injections de liquidités avaient été réalisées par l'intermédiaire du FIDF.

D'ailleurs, la Banque de Thaïlande, soit directement, soit par l'intermédiaire du FIDF, avait, bien avant la crise de 1997, mis en place un système d'aide pour les banques commerciales et les sociétés financières en difficulté. A cet égard, il convient de souligner une différence majeure entre la Banque d'Angleterre et la Banque de Thaïlande : alors que la première se donnait le pouvoir d'aider toutes sortes d'entreprises, y compris les sociétés industrielles et commerciales, la seconde limitait ses interventions aux banques commerciales et sociétés financières.

La procédure de soutien aux sociétés financières menée par la Banque de Thaïlande, initiée en août 1996, fut dès lors appliquée au second semestre de 1996 et durant toute l'année 1997. La stratégie d'aide mise en place par la Banque de Thaïlande consistait à fournir de la liquidité aux sociétés financières qui affirmaient en avoir besoin. Leur nombre n'a cessé d'augmenter sur toute cette période : en septembre 1996, on en comptabilisait 7, puis 16 en décembre, 30 en février... Finalement, la quasi-totalité fut approvisionnée en liquidité par le FIDF. Quant aux banques commerciales, elles firent également appel à cette institution, mais seulement à partir de la crise de change de juillet 1997.

La Banque de Thaïlande s'est révélée incapable de différencier les sociétés financières qui avaient réellement besoin de son aide de celles qui étaient insolvable et qu'il aurait fallu fermer ou restructurer sur le champ. N'importe quel dirigeant de société financière sollicitant l'aide du FIDF était satisfait, situation qui encouragea les comportements opportunistes. Le contrôle exercé par la Banque de Thaïlande sur la validité des recours auprès du FIDF étant inexistant, il devenait évident que certains décidèrent de profiter de cette manne providentielle. La politique d'aide s'inscrivait donc dans une optique de mise à disposition illimitée et généralisée de liquidités, à l'inverse d'un octroi discrétionnaire. De même, le conditionnement d'obtention de ces prêts du FIDF n'était apparemment pas fondé sur la possession de collatéraux de bonne qualité même si, théoriquement, il devait l'être. Rien n'était exigé des sociétés financières. En somme, la Banque de Thaïlande, avec son incapacité, ou son manque de volonté, pour discriminer les sociétés financières saines des insolvable, s'est trouvée dans une situation d'aléa moral qui s'est traduite par une intervention non discrétionnaire. La prise en charge de l'insolvabilité sectorielle du secteur financier par la Banque de Thaïlande fut d'une bien piètre qualité et surtout en désaccord majeur avec les doctrines du prêteur en dernier ressort.

LA DEFIANCE DES ETRANGERS

Dans les deux crises, nous avons constaté une profonde défiance de la part des étrangers. Pour la crise anglaise de 1866, nous avons pu la mesurer précisément en mobilisant la théorie des arbitrages. Les observateurs de l'époque nous ont aussi livré des informations sur ce sujet. Néanmoins, nous n'avons pas trouvé de données concernant les mouvements de capitaux. Il n'a pas été possible d'évaluer l'existence d'une crise de liquidité externe pour les banques. Pour la crise thaïlandaise de 1997, les mouvements de capitaux ont montré une forte défiance des étrangers.

Même si, dans les deux crises, nous avons pu mettre en évidence l'existence d'une défiance de la part des étrangers, il reste qu'elle ne prit pas la même forme : on explique cette différence par la nature du système monétaire.

SYNTHESE ET PERSPECTIVES

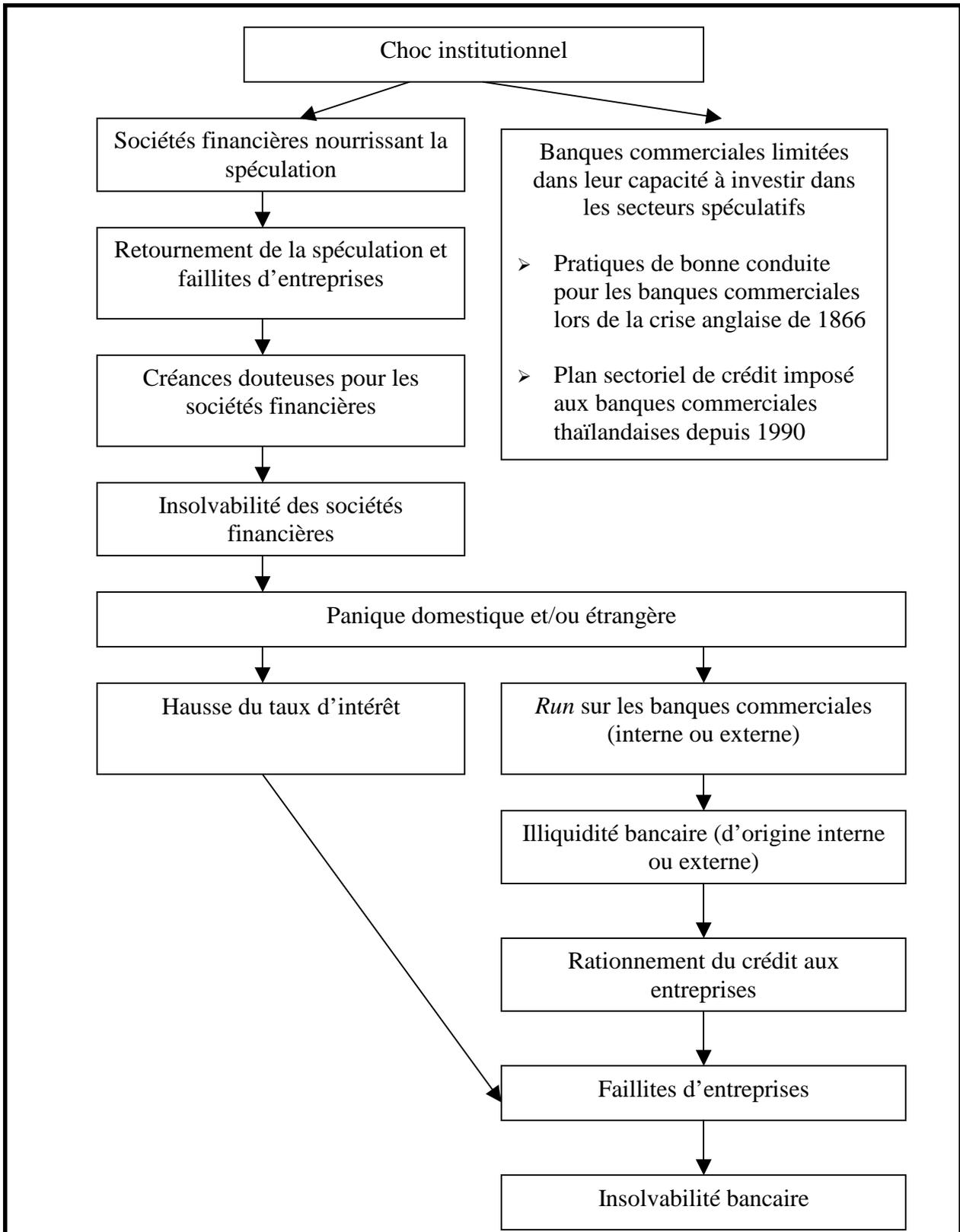
Nous pouvons synthétiser la thèse par le contenu des deux pages suivantes :

- Une comparaison des deux crises point par point avec le Tableau 11
- Une séquence spécifique de crise financière avec la Figure 8

Tableau 11- Comparaison synthétique des crises anglaise de 1866 et thaïlandaise de 1997

Crise anglaise de 1866	Crise thaïlandaise de 1997
Structure du système bancaire et financier à l'époque de la crise	
Banques commerciales Sociétés financières Maisons d'escompte	Banques commerciales Sociétés financières Institutions spécialisées
Nature du choc institutionnel	
Législatif	Réglementaire
Type de choc	
Potentiellement systémique Systémique limité dans les faits	Systémique limité
Conséquence du choc institutionnel pour les sociétés financières	
Constitution de nombreuses sociétés financières sous le régime de la responsabilité limitée. Mise en œuvre de comportements risqués de leur part.	Aucune : poursuite de la politique de laisser-faire pour l'octroi de crédit par les sociétés financières
Conséquence du choc institutionnel pour les banques commerciales	
Aucune : les banques commerciales ont continué à appliquer les règles de bonne conduite et n'ont pas modifié leur comportement	Apparition d'une contrainte dans leur politique de crédit
Secteur dans lequel s'est développé le phénomène spéculatif	
Chemins de fer	Immobilier
Fonctionnement des sociétés financières	
Emprunts à court terme Prêts à long terme Taux d'intérêt plus élevé que celui des banques commerciales pour attirer les dépôts Pas de collatéraux pour garantir les prêts Ressources principalement d'origine interne	Emprunts à court terme Prêts à long terme Taux d'intérêt plus élevé que celui des banques commerciales pour attirer les dépôts Pas de collatéraux pour garantir les prêts Ressources principalement d'origine interne
Nature des crises	
Sociétés financières : crise de solvabilité Banques, maisons d'escompte : crise de liquidité interne	Sociétés financières : crise de solvabilité Banques commerciales : crise de liquidité externe, puis crise de solvabilité (après la crise de change)
Temps de gestation de la crise de solvabilité des sociétés financières	
Novembre 1862-fin 1865 = 3 ans	Janvier 1990-mi 1996 = 6,5 ans
Nature de l'intervention de la Banque centrale	
Discrétionnaire	Indifférenciée
Défiance des étrangers	
Rupture des arbitrages pendant 3 mois	Reflux des capitaux étrangers

Figure 8 - Schéma commun aux crises anglaise de 1866 et thaïlandaise de 1997



La thèse contribue à apporter quatre nouveautés :

- Développer une vision plus claire et plus complète de la crise anglaise de 1866 : cette crise a souvent été étudiée partiellement, en ne prenant en compte qu'une seule de ses composantes comme le mode de financement des chemins de fer, l'évolution de la structure du système bancaire et financier ou les arbitrages entre la France et l'Angleterre. La thèse essaie de dépasser ces limitations en présentant un schéma plus complet.
- La crise thaïlandaise de 1997 a fait l'objet de nombreux travaux mais il est un point qu'il paraissait nécessaire d'approfondir : le rôle des sociétés financières dans l'origine de la crise. Nous avons mis en évidence les divergences d'évolution entre les sociétés financières et les banques commerciales. Sans contester l'ensemble des théories expliquant cette crise, notre but a consisté à approfondir la compréhension des événements de 1997 en distinguant clairement les sociétés financières des banques commerciales.
- Pour ces deux crises, nous avons mis en évidence l'importance de la composante juridique. Une modification brutale de l'environnement juridique (législatif ou réglementaire) des acteurs bancaires et financiers peut déstabiliser partiellement ou intégralement le système bancaire et financier.
- Enfin, avec un objectif plus opérationnel, la thèse utilise ces deux crises pour mettre à jour une séquence spécifique conduisant à une crise financière. Cette thèse s'inscrit dans une série de travaux visant à étudier les crises sur la longue durée.

Deux perspectives de recherche devraient être poursuivies à l'issue de ce travail :

- La mise en évidence de l'importance de l'aspect juridique, dans le déclenchement des crises financières, appelle à une meilleure prise en compte de cet élément dans les modèles des crises financières. Le système bancaire et financier, beaucoup plus encadré aujourd'hui qu'il y a un siècle par des autorités édictant des règles prudentielles ou par le législateur, est sans doute davantage sujet à subir les conséquences de choix inadaptés. C'est pour cette raison que l'étude des crises financières internationales, notamment pour la partie touchant la question des acteurs bancaires et financiers non bancaires, devrait prendre en compte la dimension juridique.

➤ Le résultat de cette thèse – l’identification d’une séquence particulière de crise financière – répond à une approche de l’étude des crises financières fondée sur la mise en évidence de quelques variables pertinentes. Nous avons identifié un fait stylisé que l’on retrouve dans chacune des deux crises présentées. Même si de nombreuses crises ne rentrent sans doute pas dans ce schéma, d’autres pourraient être mieux comprises en adoptant une approche similaire à celle proposée ici.

ANNEXES

ANNEXE 1 : LA NOUVELLE FORME DU BILAN DE LA BANQUE D'ANGLETERRE A PARTIR DE 1844

Tableau 12 - Nouvelle forme du bilan de la Banque d'Angleterre à partir de 1844

Actif du département d'émission	Passif du département d'émission
Dettes du gouvernement Autres titres Bullion	Billets
Actif du département de banque	Passif du département de banque
Titres d'Etat Autres titres (Créances et avances) Billets Monnaie (<i>Coin</i>)	Capital des propriétaires Reste Dépôts publics Dépôts privés

Source : Andreades [1924].

ANNEXE 2 : LES CRITERES D'ARBITRAGE ENTRE LES MARCHES MONETAIRES

On considère ici les arbitrages entre les places de Londres et de Paris tels qu'ils pouvaient s'opérer à l'époque de la crise de 1866.

➤ **Arbitrage de type I : arbitrage non couvert entre deux marchés monétaires domestiques** [Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard, 2001, p. 17]

Il s'agit de comparer le rendement entre un placement étranger à trois mois et le même dans son propre pays. Dans le cas du premier, deux opérations de change sont nécessaires. L'arbitragiste doit, dans un premier temps, se procurer des livres. Il achète à Paris une lettre courte libellée en livres puis, sur le marché anglais, en achète une autre, longue cette fois en livres. Une fois cette dernière arrivée à maturité, au terme des trois mois, il achète une lettre courte en francs sur le marché londonien, dans le but de rapatrier son capital. La comparaison se fait entre deux placements à trois mois en principe sans risque.

Les deux variables prises en considération sont les deux taux d'escompte. L'investissement se dirige vers la place offrant le plus élevé. L'arbitragiste fait néanmoins une anticipation en ce qui concerne le retour de son capital. Alors qu'il connaît le taux de change auquel il achète la lettre courte (PLc), celui du retour (LPc), au bout de trois mois, est inconnu. C'est en cela que l'on peut parler d'un arbitrage non couvert.

Les effets attendus lors de cet arbitrage sont :

si $EL > EP$: importation de capitaux à Londres

si $EL < EP$: exportation de capitaux de Londres

Concrètement, si le taux d'escompte anglais est supérieur au taux français, le capital devrait s'écouler de Paris vers Londres. Les deux variables motrices étant les taux d'escompte, l'équilibre (ou le déséquilibre) induit par l'arbitrage est provoqué par des causes exogènes aux marchés des changes. Ce mécanisme est censé être automatique et exempt de considération propre aux arbitragistes. C'est d'ailleurs un des arguments avancés par les autorités monétaires lorsqu'elles modifient leur taux d'escompte. Tant qu'il existe un différentiel entre deux pays, le flux ne cesse jamais. Si l'Angleterre en maintient un avec la France pendant plusieurs semaines, le capital doit se diriger de Paris vers Londres. L'achat de la lettre étrangère prenant environ une semaine, les investisseurs doivent être certains du

maintien du niveau de l'escompte avant l'opération effectuée. La conséquence en est un certain délai entre la montée de taux d'escompte et l'arrivée de capital sur la place concernée.

Concernant le taux de change entre la France et l'Angleterre, seule une appréciation de la livre courte devrait pouvoir s'observer. Le change court PLc monte car l'offre de francs et la demande de livres augmentent en France. Aucune modification du change long n'est observable car il n'est pas concerné par cette stratégie. Au bout de trois mois, une appréciation du franc court devrait être perceptible en Angleterre (soit une baisse de LPc), conséquence du rapatriement des capitaux.

➤ **Arbitrage de type II : arbitrage non couvert entre un marché monétaire domestique et un marché de change long** [Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard, 2001, p. 18]

Le choix se fait entre une lettre domestique à trois mois et une lettre de change à trois mois. Dans ce cas de figure, les variables mises en jeu sont respectivement le taux d'escompte et le taux d'intérêt implicite dans le change. En effet, au terme des trois mois, dans le deuxième cas, les capitaux doivent être rapatriés au taux de change court en vigueur. Dans le cas de l'investissement à l'étranger, deux opérations de change ont lieu : un achat de lettre longue immédiatement et un achat de lettre courte au bout de trois mois. Une anticipation est faite sur le taux de change court à trois mois, auquel sera rapatrié le capital.

Les effets attendus sont :

si $IL > EP$: importation de capitaux à Londres

si $IP > EL$: exportation de capitaux de Londres

Le facteur déclenchant peut être une variation du taux d'escompte ou du taux d'intérêt implicite dans le change. Il est à noter que des mouvements sont possibles dans les deux sens, à la différence du premier cas. Il y a sortie de capital d'une place, si son taux d'intérêt dans le change est supérieur à son taux d'escompte, une baisse de ce dernier pouvant alors provoquer ces sorties de capitaux, à taux d'intérêt implicite stable et dans le cas d'une égalité initiale. Une modification des taux de change long et court peut aussi faire varier le taux d'intérêt implicite et être à l'origine de mouvements de capitaux.

Supposons que le taux d'intérêt implicite à Londres, IL , calculé sur les changes court et long de la livre à Paris, augmente et que le taux d'escompte de la Banque de France reste

stable, avec une égalité initiale. Cette hausse peut être due à une appréciation de la livre courte (hausse de PLc), ou à une dépréciation de la livre longue (baisse de PLl). A partir de ce moment, des comportements d'arbitrage doivent s'observer. Il devient plus avantageux de faire ses placements à Londres. On constate donc un achat de lettres longues à Paris, provoquant une hausse de PLl (soit une appréciation de la livre longue due à la demande supplémentaire). Sur le change court de Londres, on ne constate aucune variation immédiate car il n'est pas concerné pour le moment. Mais au bout de trois mois, le rapatriement des capitaux à Paris provoque une baisse de LPc (soit une appréciation du franc).

Par rapport au cas précédent, il convient de noter le caractère endogène de l'ajustement. Alors que l'arbitrage entre deux marchés domestiques ne modifiait pas la valeur des variables de décision (les taux d'escompte), celles-ci étant exogènes, dans ce type d'arbitrage, l'achat de lettres longues modifie directement une des variables de décision, le taux d'intérêt implicite. La hausse de PLl, provoquée par les achats de lettres longues sur l'Angleterre, diminue le taux d'intérêt implicite. Cette réduction amenuise d'autant le gain financier. Ainsi l'écart initial entre les deux variables devrait finir par disparaître. Plus ces comportements sont mis en œuvre, moins ils deviennent profitables. Cet arbitrage comporte un processus d'ajustement endogène.

➤ **Arbitrage de type III : arbitrage couvert entre un marché monétaire domestique sur une place et le marché des lettres longues d'une autre place**
[Boyer-Xambeu, Deleplace et Gillard, 2001, p 19]

L'arbitragiste compare le gain sur la vente d'une lettre courte et l'achat d'une lettre longue (le taux d'intérêt dans le change) sur une place et l'escompte de la lettre longue sur l'autre place (mesuré par le taux d'escompte en vigueur sur cette place). Deux cas sont possibles : soit il a vendu une lettre courte pour financer l'achat d'une lettre longue puis fait escompter cette dernière à Londres pour récupérer les fonds lui permettant de payer cet achat ; soit il achète une lettre longue avec ses propres fonds, la fait escompter à Londres et rapatrie au taux de change court à Paris les capitaux obtenus à Londres. Son gain est le taux d'intérêt implicite dans le change à Londres. Cette procédure ne prend pas plus d'une semaine et ne comporte aucun risque. Elle est intéressante si le taux d'intérêt dans le change est supérieur au taux d'escompte de l'autre place.

Les effets attendus sont :

si $IL > EL$: importation de capitaux à Londres

si $IP > EP$: exportation de capitaux de Londres

Ce type d'arbitrage est profondément différent des deux premiers dans la mesure où il prend peu de temps. En une semaine, l'opération est complètement terminée alors que les deux autres nécessitaient trois mois. En outre, le rapatriement des capitaux se faisant rapidement, le risque de change est nul. C'est pour cela que l'on parle d'arbitrage couvert. A la différence des deux premiers, on sait quasiment à quel taux de change le capital reviendra. Dans ce cas, les effets du retour se font sentir immédiatement, alors que les précédents voyaient les conséquences sur le change court seulement au bout de trois mois.

Tout comme dans le cas précédent, au fur et à mesure du processus, le gain issu de l'opération diminue. Supposons que le taux d'intérêt dans le change de Londres soit supérieur à son taux d'escompte. Les Français vont acheter de la livre longue et faire augmenter PLI. Mécaniquement, le taux d'intérêt dans le change va diminuer et se rapprocher du taux d'escompte. Au bout d'un certain nombre d'allers-retours, les opportunités seront épuisées dans le pays d'où les arbitrages étaient partis. Comme les capitaux reviennent dans la semaine, le change court de la place d'escompte va être influencé au bout de trois jours. Les Français, désireux de rapatrier leur capital, vont acheter du franc court à Londres et faire baisser LPc (appréciation du franc contre la livre).

Tout comme dans le deuxième cas, les capitaux peuvent se diriger dans les deux directions. Ce phénomène est forcément temporaire. Il dure aussi longtemps que les ajustements n'ont pas annulé les opportunités. Ce type d'arbitrage est mis en œuvre tant qu'un gain est possible. Il est arrivé que l'on constate, pendant des périodes assez courtes, des flux de capitaux se croisant sur la Manche, chaque place mettant à profit les arbitrages.

BIBLIOGRAPHIE

ÁBEL, I., BONIN, J.P. (1994) « Financial Sector Reform in the Economies in Transition », in BONIN, J.P., SZEKELY, I.P. (eds.) (1994), pp. 109-126.

ACRES, M.W. (1931) *The Bank of England from within, 1694-1900*, London : Oxford University Press, 2 vols.

AKERMAN, J. (1957) *Structures et cycles économiques*, Paris : Presses Universitaires de France, 2 vols.

ALBA, P., HERNANDEZ, L., KLINGEBIEL, D. (2001) « Financial Liberalization and the Capital Account: Thailand, 1988-1997 », in LUKAUSKAS, A., RIVERA-BATIZ, F. (eds.) (2001), pp. 110-164.

ALLEN, F. (2001) « Financial Structure and Financial Crisis », *International Review of Finance*, vol. 2, n°1 et 2, January, pp. 1-19.

ALLEN, F., GALE, D. (2000) *Comparing Financial Systems*, Cambridge (Mass.) ; London : The MIT Press.

ANDERSON, B. L., COTTRELL, P. L. (eds.) (1974) *Money and Banking in England. The Development of the Banking System, 1694-1914*, Newton Abbot ; London ; Vancouver : David and Charles.

ANDREADES, A. (1924) *History of the Bank of England (1640 to 1903)*, 2^{ème} ed., London : P.S. King and Son.

Anonyme, (1866) « The Financial Pressure and Ten per Cent », *Fraser's Magazine*, vol. 74, August, pp. 229-243.

ARESTIS, P., GLICKMAN, M. (2002) « Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 26, pp. 237-260.

ARTUS, P. (2000) *Crises des pays émergents. Faits et modèles explicatifs*, Paris : Economica.

AYCARD, M. (1867) *Histoire du Crédit mobilier, 1852-1867*, Paris : Librairie internationale.

BAGEHOT, W. (1873) *Lombard Street, a Description of the Money Market*, London : H. S. King.

BANK of THAILAND (1983) «The Role of the Bank of Thailand in Providing Financial Assistance to Priority Economic Sectors », *Bank of Thailand Quarterly Bulletin*, vol. 23, n°2, June, pp. 27-38.

BATCHELOR, R. A. (1986) «The Avoidance of Catastrophe: Two Nineteenth-century Banking Crises' », in CAPIE, F., WOOD, G.E (eds.) (1986), pp. 41-73.

BAYOUMI, T., EICHENGREEN, B., TAYLOR, M.P. (eds.) (1996) *Modern Perspectives on the Gold Standard*, Cambridge : Cambridge University Press.

BONIN, J.P., SCHAFFER, M.E. (1995) « Banks, Firms, Bad Debts and Bankruptcies in Hungary, 1991-1994 », *Centre for Economic Performance, Discussion Paper*, n°234.

BONIN, J.P., SZEKELY, I.P. (eds.) (1994) *The Development and Reforms of Financial Systems in Central and Eastern Europe*, London : Edward Elgar.

BOOT, H.M. (1984) *The Commercial Crisis of 1847*, Hull : Hull University Press.

BORDO, M. (ed.) (1992) *Financial Crises*, Aldershot ; Brookfield : E. Elgar, 2 vols.

BORDO, M., EICHENGREEN, B., KLINGEBIEL, D., MARTINEZ-PERA, M.S. (2001) « Is the Crisis Problem Growing more Severe? », *Economic Policy*, vol. 32, April, pp. 51-73.

BORDO, M., KYDLAND, F.E. (1996) «The Gold Standard as a Commitment Mechanism », in BAYOUMI, T., EICHENGREEN, B., TAYLOR, M.P. (eds) (1996), pp. 55-100.

BORDO, M., SCHWARTZ, A. (eds.) (1984) *A Retrospective on the Classical Gold Standard: 1821-1931*, Chicago ; London : University of Chicago Press.

BOUCHER, C. (2003) « Identification des crises boursières », Document de travail, Université Paris XIII, 27 mars.

BOYER, R., DEHOVE, M., PLIHON, D. (2004) *Les crises financières : analyse et propositions*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 50, Paris : La Documentation française.

BOYER R., DEHOVE, M., PLIHON, D. (2005) « Les crises financières contemporaines : entre nouveauté et répétition », *La Lettre de la Régulation*, n°52, avril.

BOYER-XAMBEU, M.T., DELEPLACE, G., GILLARD, L. (1995) « Bimétallisme, taux de change et prix de l'or et de l'argent (1717-1873) », numéro spécial d'*Economies et Sociétés*, série AF, n°19-20.

BOYER-XAMBEU, M.T., DELEPLACE, G., GILLARD, L. (2001) « L'intégration des marchés monétaires au 19^{ème} siècle : les places financières de Paris et Londres (1833-1873) », *Histoire et Mesure*, vol. XVI-1/2, pp. 113-155.

CAPIE, F., WOOD, G.E (eds.) (1986) *Financial Crises and the World Banking System*, London : MacMillan.

CARTAPANIS, A. (2004) « Trois générations de modèles de crises de change », in BOYER, R., DEHOVE, M., PLIHON, D. (2004), pp. 271-292.

CARUS-WILSON, E.M. (ed.) (1954-1962) *Essays in Economic History*, London : E. Arnold, 3 vols.

CHANG, R., VELASCO, A. (1998) « The Asian Liquidity Crisis », *NBER Working Paper*, n°6796.

CHANG, R., VELASCO, A. (1999) « Financial Crisis in Emerging Markets: A Canonical Model », *Federal Reserve Bank of Atlanta*, vol. 84, n°2, second quarter, pp. 4-17.

CHANG, R., VELASCO, A. (2001) « A Model of Financial Crises in Emerging Markets », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, n°2, May, pp. 489-517.

CHUBB, H. (1872) « The Bank Act and the Crisis of 1866 », *Journal of the Statistical Society of London*, vol. 35, n°2, June, pp. 171-195.

CLAPHAM, J. (1945) *The Bank of England: A History*, Cambridge : Cambridge University Press, 2 vols.

CLARE, G. (1894) *Le marché monétaire anglais et la clef des changes*, 2^{ème} ed., Paris : Lecène, Oudin et Cie.

CLEVELAND-STEVENSON, E. (1915) *English Railways, their Development and their Relation to the State*, Studies in Economics and Political Science, n°42, London : G. Routledge and Sons.

COLLINS, M. (1992) « The Bank of England as Lender of Last Resort, 1857-1878 », *Economic History Review*, new series, vol. 45, n°1, February, pp. 145-153.

COLLINS, M., BAKER, M. (2003) *Commercial Banks and Industrial Finance in England and Wales, 1860-1913*, Oxford : Oxford University Press.

CONANT, C.A. (1915) *A History of Modern Banks of Issue*, 5th ed., New York : G.P. Putnam's Sons.

CORSETTI, G., PESENTI, P., ROUBINI, N. (1998a) « What Caused the Asian Currency and Financial Crisis ? Part I: a Macroeconomic Overview », *NBER Working Paper*, n°6833.

CORSETTI, G., PESENTI, P., ROUBINI, N. (1998b) « What Caused the Asian Currency and Financial Crisis ? Part II: the Policy Debate », *NBER Working Paper*, n°6834.

CORSETTI, G., PESENTI, P., ROUBINI, N. (1999) « Paper Tigers ?, A Model of the Asian Crisis », *European Economic Review*, vol. 43, n°7, pp. 1211-1236.

COTTRELL, P. L. (1975) « Railway Finance and the Crisis of 1866: Contractor's Bills of Exchange and the Finance Companies », *The Journal of Transport History*, nouvelle série, vol. 3, n°1, pp 20-40.

COTTRELL, P. L. (1980) *Industrial Finance, 1830-1914. The Finance and Organization of English Manufacturing Industry*, London ; New York : Methuen.

COULLET, P.J., JUGLAR, C. (1865) *Extraits des enquêtes parlementaires anglaises sur les questions de banque, de circulation monétaire et de crédit - traduits et publiés par ordre de la Banque de France*, Paris : Furne, 8 vols.

DE BANDT, O., HARTMANN, P. (2000) « Systemic Risk: A Survey », *European Central Bank Working Paper Series*, n° 35.

DELARGY, P.J.R., GOODHART C. (1999) « Financial Crises : Plus ça Change, Plus c'est la Même Chose ! », *Financial Markets Group and ESRC Research Centre Special Paper Series*, n° 108, January.

DELONG, J.B. (1999) « Financial Crises in the 1890s and the 1990s: Must History Repeat? », *Brookings Papers on Economic Activity*, n°2, pp. 253-294.

DESTHIEUX, N., SAUCIER, Ph. (2002) « Monetary Cooperation, Regional Integration and Contagion of Financial and Exchange Rate Crisis: A Comparison between the 1997 Asian Crisis and the 1992 EMS Crisis », in RUFFINI (éd.) (2002), pp.198-213.

DIAMOND, D., DYBVIK, P. (1983) « Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n°3, pp. 401-419.

DONER, R.F., RAMSAY, A. (1999) « Thailand: from Economic Miracle to Economic Crisis », in JACKSON, K.D. (1999), pp. 171-207.

DORNBUSCH, R., FRENKEL, J.A. (1984) « The Gold Standard and the Bank of England in the Crisis of 1847 », in BORDO, M.D, SCHWARTZ, A. (eds.) (1984), pp. 233-264.

DORNBUSCH, R. (1998) « Asian Crisis Themes », mimeo, MIT.

DORNBUSCH, R. (1999) « Emerging Market Crises: Origins and Remedies », mimeo, MIT.

EDISON, J.H., LUANGARAM, P., MILLER, M. (2000) « Asset Bubbles, Leverage and 'Lifeboats': Elements of the East Asian Crisis », *The Economic Journal*, vol. 110, n°460, January, pp. 309-334.

EICHENGREEN, B. (1999) « The Baring Crisis in a Mexican Mirror », *International Political Science Review*, vol. 20, n°3, pp. 249-270.

EICHENGREEN, B., BORDO, M.D. (2001) « Crises Now and Then: what Lessons from the last Era of Financial Globalization ? », Paper prepared for the conference in honor of Charles Goodhart, held at the Bank of England, November 15-16.

EICHENGREEN, B., WYPLOSZ, C. (1994) « Pourquoi le SME a explosé et comment le relancer », *Revue Economique*, vol. 45, n° 3, mai, pp. 673-682.

EINAUDI, L. (2001) *Money and Politics: European Monetary Unification and the International Gold Standard 1865-1873*, Oxford : Oxford University Press.

FEAVEARYEAR, A.E. (1932) *The Pound Sterling: a History of English Money*, Oxford : Oxford University Press.

FISCHER, S. (1999) « Reforming the International Financial System », *The Economic Journal*, vol. 109, n°459, November, pp. 557-576.

FLOOD, R., GARBER, P. (1984) « Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples », *Journal of International Economics*, vol. 17, n° 1-2, August, pp.1-13.

FLOOD, R., MARION, N. (1999) « Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature », *International Journal of Finance & Economics*, vol. 4, n°1, pp. 1-26.

FOREMAN-PECK, J. (ed.) (1991) *New Perspectives on the late Victorian Economy : Essays in Quantitative Economic History, 1860-1914*, Cambridge : Cambridge University Press.

FOURQUET, F. (2000) « Une géohistoire de la mondialisation », *Cahiers du LED*, n°2, décembre.

FRANKEL, J.A. (1998) « The Asian Model, the Miracle, the Crisis and the Fund », conference held at the U.S. International Trade Commission, April 16.

FURMAN, J., STIGLITZ, J. (1998) « Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, pp. 1-135.

GAVIN, M., HAUSMAN, R., LEIDERMAN, L. (1995) « The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues », *Working Papers n°310*, Inter-American Development Bank, Research Department.

GAYER, A.D., ROSTOW, W.W., SCHWARTZ, A.J. (1953) *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850, an Historical, Statistical and Theoretical Study of Britain's Economic Development*, Oxford : Clarendon Press, 2 vols.

- GIFFEN, R. (1886) *Essays in Finance*, London : G. Bell and Sons.
- GOLDFAJN, I., VALDES, R.O. (1997) « Capital Flows and the Twin Crises: the Role of Liquidity », *International Monetary Fund Working Paper 97/87*.
- GOODHART, C., DELARGY, P.J.R. (1998) « Financial Crises : Plus ça Change, Plus c'est la Même Chose ! », *International Finance*, vol. 1, n°2, pp. 261-287.
- GOSCHEN, G.J. (1861) *Theory of Foreign Exchanges*, London : Effingham Wilson.
- GOSCHEN, G.J. (1865) « Seven Per Cent », in GOSCHEN, G.J. (1905), pp. 1-47.
- GOSCHEN, G.J. (1868) « Two Per Cent », in GOSCHEN, G.J. (1905), pp. 48-102.
- GOSCHEN, G.J. (1905) *Essays and Adresses on Economic Questions (1865-1893)*, London : E. Arnold.
- GOURVISH, T.R. (1973) « A British Business Elite: The Chief Executive Managers of the Railway Industry, 1850-1922 », *Business History Review*, vol. XLVII, n°3, Autumn, pp. 289-316.
- GUGLIETTA, J., SGARD, J. (1998) « Thaïlande : de la crise de croissance à la crise monétaire », *Economie Internationale*, n°76, 4^{ème} trimestre, pp. 169-189.
- HANKEY, T. (1867) *Principes de la Banque d'Angleterre, son Utilité et ses Opérations*, London : Wilson.
- HAWKE, G. R., REED, M.C. (1969) « Railway Capital in the United Kingdom in the Nineteenth Century », *Economic History Review*, 2^{ème} série, vol. 22, n°2, pp. 269-286.
- HAWTREY, R.G. (1919) *Currency and Credit*, London : Longmans, Green and Co. Reprint Edition, 1979, New York : Arno Press.
- HAWTREY, R.G. (1932) *The Art of Central Banking*, London, New York, Toronto : Longmans, Green and Co. Reprint editon, 1970, London : Franck Cass.
- HAWTREY, R.G. (1938) *A Century of Bank Rate*, London : Longmans, Green and Co. Reprint Edition, 1965, New York : Kelley Reprints.

HELPS, A. (1888) *Life and Labours of Thomas Brassey (1805-1870)*, 7th ed., London : G. Bell and Sons.

HUNT, B.C. (1936) *The Development of the Business Corporation in England 1800-1867*, Cambridge (Mass.) : Harvard University Press.

ITO, T. (1998) « The Development of the Thailand Currency Crisis: a Chronological Review », *Journal of Research Institute for International Investment and Development*, vol. 24, n°9, pp. 66-93.

ITO, T. (1999) « Capital Flow to Asia », *NBER Working Paper*, n° 7134.

ITO T., PEREIRA DA SILVA, A. (1998) « The Credit Crunch during the 1997-98 crisis: Theoretical and Operational Issues derived from Bank Survey Results », mimeo, World Bank.

JACKSON, K.D. (ed.) (1999) *The Asian Contagion: The Causes and Consequences of a Financial Crisis*, Oxford : Westview Press.

JANNET, C. (1892) *Le capital, la spéculation et la finance au XIX^{ème} siècle*, Paris : E. Plon, Nourrit et Cie.

JANSEN, K. (1997) *External Finance in Thailand's Development: an Interpretation of Thailand's Growth Boom*, Houndmills, Basingstoke, New York : Macmillan Press, St. Martin's Press.

JANSEN, W. J. (2003) « What Do Capital Inflows Do? Dissecting the Transmission Mechanism for Thailand, 1980–96 », *Journal of Macroeconomics*, vol. 25, n°4, December, pp. 457-480.

JENKS, L.H. (1927) *The Migration of British capital to 1875*, New York : A. A. Knopf.

JEVONS, W.S. (1909) *Investigations in Currency and Finance*, 2nd ed., London : Macmillan and Co.

JOMO, K.S. (ed.) (1998) *Tigers in Trouble. Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, London ; New York : Zed Books.

JUGLAR, C. (1862) *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, Paris : Guillaumin.

KAMINSKY, G.L., REINHART, C.M. (1999) « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review*, vol. 89, n°3, pp. 473-500.

KENWOOD, A.G. (1965) « Railway Investment in Britain, 1825-1875 », *Economica*, nouvelle série, vol. 32, n°127, August, pp. 313-322.

KINDLEBERGER, C.P. (1984) *A Financial History of Western Europe*, London ; Boston ; Sydney : G. Allen and Union. Trad. fr. : *Histoire financière de l'Europe occidentale*, nouv. éd., Paris : Économica, 1989.

KINDLEBERGER, C.P. (1978) *Manias, Panics, and Crashes: a History of Financial Crises*, New York : Basic Books. Trad. fr. : *Histoire mondiale de la spéculation financière, de 1700 à nos jours*, Paris : Editions P.A.U., 1994.

KING, W.T.C. (1936) *A History of the London Discount Market*, London : Routledge.

KITTISRIKANGWAN, P., SUPAPONGSE, M., JANTARANGS, J. (1995) « Monetary Policy Management in Thailand », *Bank of Thailand Quarterly Bulletin*, vol. 35, n°1, March, pp. 37-50.

KRONGKAEW, M. (1999) « Capital Flows and Economic Crisis in Thailand », *The Developing Economies*, vol. 37, n° 4, December, pp. 395-416.

KRUGMAN, P. (1979) « A Model of Balance of Payments Crises », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, n° 3, August, pp. 311-325.

KRUGMAN, P. (1998a) « What Happened to Asia », mimeo, MIT.

KRUGMAN, P. (1998b) « Fire-Sale FDI », mimeo, MIT.

KRUGMAN, P. (1998c) « Currency crises », mimeo, MIT.

KRUGMAN, P. (2001) *Crises: the Next Generation ?*, Razin Conference, Tel Aviv University, March 25-26.

KUZNETS, S.S. (1930) *Secular Movements in Production and Prices: their Nature and their Bearing upon Cyclical Fluctuations*, Boston : Houghton Mifflin Co., The Riverside Press. Reprint, 1967, New York : A. M. Kelley.

LAURENCE, H. (1999) « Financial System Reform and the Currency Crisis in East Asia », *Asian Survey*, vol. 39, n°2, March, pp. 348-373.

LAURIDSEN, L.S. (1998) « Thailand: Causes, Conduct, Consequences », in JOMO, K.S. (ed.) (1998), pp. 137-161.

LEVI, L. (1870) « On Joint Stock Companies », *Journal of Royal Statistical Society*, vol. 33, March, pp. 1-41.

LEVI, L. (1880) *History of British Commerce and of the Economic Progress of the British Nation, 1763-1870*, 2nd ed., London : J. Murray.

LINDGREN, C.J., BALINO, T.J.T., ENOCH C., GULDE A.-M., QUINTYN, M., TEO, L. (1999) « Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia », *IMF Occasional Paper*, n°188.

LUKAUSKAS, A.J., RIVERA-BATIZ, F. (eds.) (2001) *The Political Economy of the East Asian Crisis and its Aftermath: Tigers in Distress*, London : Edward Elgar.

LYON-CAEN, C., RENAULT, L. (1892) *Traité des sociétés commerciales*, Paris : Pichon.

MACLEOD, H.D. (1866) *The Theory and Practice of Banking*, 2nd ed., London : Longmans, Green, Readers, Dyer, 2 vols.

MACLEOD, H.D. (1876) *The Elements of Banking*, London : Longmans, Green.

MACLEOD, H.D. (1889-1891) *The Theory of Credit*, London : Longmans, Green, 3 vols.

MACLEOD, H.D. (1896) *A History of Banking in all the Leading Nations*, New York : The Journal of Commerce and Commercial Bulletin, 4 vols.

MARRIOTT, J.A.R (1942) *England since Waterloo*, 12th ed., London : Methuen, 8 vols.

MARSHALL, D. (1998) « Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure », *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, vol. 22, n°3, 3rd quarter, pp. 13-28.

MCKINNON, R.I., PILL, H. (1994) *Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome*, mimeo, Stanford University.

MICKLETHWAIT, J. (2003) *The Company: a Short History of a Revolutionary Idea*, New York : Modern Library.

MINSKY, H.P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven : Yale University Press.

MIOTTI, L., PLIHON, D. (2001) « Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires », *Revue d'Economie Internationale*, n° 85, 1^{er} trimestre, pp. 3-36.

MISHKIN, F.S. (1999) « Lessons from the Asian Crisis », *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, n° 4, August, pp. 709-723.

MISHKIN, F.S. (2001) « Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries », *NBER Working Paper*, n°8087.

MITCHELL, B.R. (1964) « The Coming of the Railway and United Kingdom Economic Growth », *The Journal of Economic History*, vol. 24, n°3, pp. 315-336.

MORGAN, E.V. (1965) *The Theory and Practice of Central Banking, 1797-1913*, London : F. Cass and Cie.

NOEL, O. (1888) *Les Banques d'Emission en Europe*, Paris : Berger-Levrault.

NUKUL COMMISSION REPORT (1998) *Analysis and Evaluation of Facts Behind Thailand's Economic Crisis*, Bangkok : Nation Multimedia Group.

OBSTFELD, M. (1994) « The Logic of Currency Crises », *Cahiers Économiques et Monétaires*, vol. 43, pp. 189-213.

OGDEN, T. (1991) « An Analysis of Bank of England Discount Behaviour, 1870-1914 », in FOREMAN-PECK, J. (ed.) (1991), pp. 305-343.

ORMESSON, W. (1933) *La grande crise mondiale de 1857 : l'histoire recommence, les causes, les remèdes*, Paris : M. d'Hartoy.

PALGRAVE, R. (1880) *Bank Rates in England, France and Germany, 1844-1878, with Remarks on the Causes which Influence the Rate of Interest Charged, and an Analysis of the Accounts of the Bank of England*, London : Effingham Wilson, Royal Exchange.

PATTERSON, R.H. (1870) « On our Home Monetary Drains, and the Crisis of 1866 », *Journal of the Statistical Society of London*, vol. 33, n°2, June, pp. 216-242.

PATTERSON, R.H. (1871) « On the Rate of Interest, and the Effects of a High Bank – Rate during Commercial and Monetary Crisis », *Journal of the Statistical Society of London*, vol. 34, n°3, September, pp. 334-356.

PAULET, E. (1999) *The Role of Banks in Monitoring Firms*, London ; New York : Routledge.

PESENTI, P., TILLE, C. (2000) « The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction », *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, September, pp. 3-16.

POLLINS, H. (1957) « Railway Contractors and the Finance of Railway Development in Britain », *The Journal of Transport History*, vol. 3, n° 1, pp. 41-50 et 103-110.

PULBROOK, A. (1882) *The Companies Acts, 1862-80*, 7th ed., Londres : Effingham Wilson, Royal exchange.

QUIGLEY, J.M. (2001) « Real Estate and the Asian Crisis », *Journal of Housing Economics*, vol. 10, pp. 129–161.

RADELET, S., SACHS, J.D. (1998) « The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects », *Brookings Papers on Economic Activity*, n°1, pp. 1-90.

RADELET, S., SACHS, J.D. (1999) « What have we learned, so far, from the Asian Financial Crisis ? », mimeo, Harvard Institute for International Development, January.

RAJAN, R. (2001) « (Ir)relevance of Currency Crises Theory to the Evaluation and Collapse of the Thai Baht », *Princeton Studies in International Economics*, n°88, February.

RHODES, J.F. (1893-1906) *History of the United States from Compromise of 1850*, London : Macmillan, 8 vols.

ROBB, G. (1992) *White-Collar Crime in Modern England – Financial Fraud and Business Morality, 1845-1929*, Cambridge : Cambridge University Press.

RUFFINI, P.B. (éd.) (2002) *International trade and capital flows in economic restructuring and growth: European and East Asian experiences*, Mont-Saint-Aignan : Publications des universités de Rouen et du Havre.

SAYERS, R.S. (1960) « Monetary Thought and Monetary Policy in England », *The Economic Journal*, vol. 70, n°280, December, pp. 710-724.

SCHENK, C.R. (2000) « Another Asian Financial Crisis: Monetary Links between Hong Kong and China, 1945-50 », *Modern Asian Studies*, vol. 34, n°3, July, pp. 739-764.

SEYD, E. (1872) « Statistical Critique on the Operation of the Bank Charter Act of 1844, and Suggestions for an Improved System of Issue », *Journal of the Statistical Society of London*, vol. 35, n°4, December, pp. 458-540.

SGARD, J. (1995) « Recapitalisation bancaire et aléa moral en Hongrie et en Pologne », *Revue Economique*, vol. 46, n°2, mars, pp. 481-500.

SGARD, J. (1996) *Credit Crisis and the Role of Banks During Transition: a Five-Country Comparison*, CEPII, Document de travail n° 96-08.

SGARD, J. (2002) *L'économie de la panique. Faire face aux crises financières*, Paris : La Découverte.

SHANNON, H. A. (1932) « The First Five Thousand Limited Liability Companies and their Duration », *Economic History Review*, 2ème série, vol. 2, pp. 396-424.

SHENG, Y.K., KIRINPANU, S. (1999) « Bangkok Housing's Boom and the Financial Crisis in Thailand: only the Sky was the Limit », *UMP-Asia Occasional paper*, n°3.

TODD, G. (1932) « Some Aspects of Joint Stock Companies, 1844-1900 », *Economic History Review*, vol. 4, n° 1, pp. 46-71.

TOOKE, T., NEWMARCH, W. (1838-1857) *A History of Prices and of the State of the Circulation, from 1793 to Present Time*, London : Longman, Orme, Brown, Green and Longmans, 6 vols.

TOUGAN-BARANOVSKI, M.I. (1913) *Les crises industrielles en Angleterre*, Paris : M. Giard et E. Brière.

TRAIRATVORAKUL, P., PUNYASHIHLTI, P. (1992) « Some Structural Changes in Performances of Finance and Securities Companies in Thailand, 1981-1990 », *Bank of Thailand Quarterly Bulletin*, vol. 32, n°2, pp. 31-47.

VINES, D., WARR, P. (2003) « Thailand's Investment-driven Boom and Crisis », *Oxford Economic Papers*, vol. 55, pp. 440-466.

WADE, R. (1998) « From Miracle to 'Cronyism': Explaining the Great Asian Slump », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, n° 6, November, pp. 693-706.

WADE, R., VENEROSO, F. (1998) « The Asian Crisis: The High Debt Model vs. The Wall Street-Treasury-IMF Complex' », *New Left Review*, March-April, pp. 3-23.

WALPOLE, S. (1904-1908) *The History of Twenty Five Years*, London : Longmans, Green and Co, 4 vols.

WARD-PERKINS, C.N. (1950) « The Commercial Crisis of 1847 » in CARUS-WILSON, E.M. (ed.) (1954-1962), vol. 3, pp. 263-279.

WARR, P. (1999) « What Happened to Thailand? », *The World Economy*, vol. 22, July, pp. 631-650.

WHITT, J. (1999) « The Role of External Shocks in the Asian Financial Crisis », Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, 2nd Quarter.

WOLOWSKI, L.F.M.R. (1867) *La Banque d'Angleterre et les Banques d'Ecosse*, Paris : Guillaumin.

WORLD BANK (1998) *Global Development Finance 1998*, Washington, D.C.

Périodiques :

➤ *Pour la crise anglaise de 1866*

Bankers' magazine

Economist (The)

Moniteur des tirages financiers (Le)

➤ *Pour la crise thaïlandaise de 1997*

Asiaweek

Bangkok Post

Bank of Thailand Quarterly Bulletin (BOTQB)

Nation (The)

TABLES ET INDEX

INDEX DES NOMS D'AUTEURS

A

Ábel	16
Acres	26, 38
Alba	160
Allen	123
Anderson	74
Andreades	26, 33, 56, 57, 99
Arestis	139
Artus	126, 129
Aycard	64

B

Bagehot	73, 75, 77, 93, 100, 107, 108, 109, 111, 122
Baker	61, 88, 93, 94, 95, 97, 98
Batchelor	100
Bonin	16
Boot	29, 30
Bordo	9, 17, 122, 245, 247, 248, 249, 250
Boucher	9, 249
Boyer	7, 9, 141, 249, 250
Boyer-Xambeu	20, 25, 49, 50, 51, 56, 60, 113, 114

C

Cartapanis	7, 11, 126, 130, 138
Chang	129, 144
Chubb	101
Clapham	26, 33, 56
Clare	105, 107, 108, 110, 118, 119
Cleveland-Stevens	88
Collins	61, 88, 93, 94, 95, 97, 98, 123
Conant	33
Corsetti	11, 128, 140, 141, 144, 158, 163, 170
Cottrell	56, 61, 64, 73, 74, 79, 81, 83, 89, 90
Coullet	43, 44, 45, 46, 47, 48, 49

D

De Bandt	252
Dehove	7, 9, 141, 249, 250
Delargy	8, 9, 242, 244, 245, 247, 248, 250
Deleplace	20, 25, 49, 50, 51, 56, 60, 113, 114
Delong	239
Diamond	139
Doner	211
Dornbush	175, 217
Dybvig	139

E

Edison	163
Eichengreen	8, 9, 11, 17, 131, 239, 240, 241, 242, 245, 247, 248, 250
Einaudi	99

F

Flood	127, 138
Foreman-Peck	123
Furman	152, 153, 158, 159, 162

G

Gale	123
Garber	127
Gavin	136
Gayer	27, 30, 32, 33, 72, 103
Giffen	62
Gillard	20, 25, 49, 50, 51, 56, 60, 113, 114
Glickman	139
Goldfajn	136
Goodhart	8, 9, 242, 244, 245, 247, 248, 250
Goschen	61, 71, 77, 86, 111
Gourvish	80
Guglietta	227

H

Hankey	103, 107, 108, 115
Hartmann	252
Hawke	82
Hawtrey	25, 33, 39, 57, 60, 63, 99, 118
Hayek	20, 72
Helps	99
Hernandez	160
Hunt	70, 71, 76, 81, 87

I

Ito	215, 225, 229
-----	---------------

J

Jansen	215
Jenks	74, 84, 93
Jevons	62
Juglar	33, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 57

K

Kaminsky	16, 136
Kenwood	28, 29, 31, 83
King	61, 74, 77, 271, 272
Kirinpanu	163, 165, 169, 170, 210
Kittisrikangwan	207
Klingebiel	160
Krongkaew	14
Krugman	10, 125, 127, 129, 134, 138, 143, 160, 215
Kuznets	58
Kydland	122

L

Laurence	101, 158
Lauridsen	163
Levi	26, 70, 71, 76, 77, 118
Lindgren	159, 160, 162
Lyon-Caen	69

M

Macleod	33, 34, 35, 36, 37, 38, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 49, 58, 107
Marion	138
Marriott	72
McKinnon	16
Micklethwait	67
Minsky	139
Miotti	137
Mishkin	143, 158, 229
Morgan	33

N

Noel	33
Nukul	183, 184, 185, 186, 188, 190, 191, 192, 203, 223, 224, 225

O

Obstfeld	10, 131, 132, 134
----------	-------------------

P

Patterson	104, 116
Paulet	64
Pesenti	11, 128, 138, 140, 141, 144, 158, 163
Pill	16
Plihon	7, 9, 137, 141, 249, 250
Pollins	80, 81, 84, 90
Pulbrook	70, 75

Q

Quigley 163

R

Radelet 11, 129, 142, 147, 149,
153, 158
Rajan 6, 7, 13, 160, 163
Ramsay 211
Reed 82
Reinhart 16, 136
Renault 69
Rhodes 42, 43
Robb 86, 93
Rostow 27, 30, 32, 33, 72, 103
Roubini 140, 141, 144, 158, 163

S

Sachs 11, 129, 142, 147, 149, 153,
158
Sayers 123
Schaffer 16
Schenk 239
Schwartz 27, 30, 32, 33, 72, 103
Seyd 93
Sgard 12, 16, 156, 157, 160, 196,
227
Shannon 70
Sheng 163, 165, 167, 169, 170, 210
Stiglitz 152, 153, 158, 159, 162

T

Tille 138
Todd 70
Tooke 34, 35, 37

Trairatvorakul 161

V

Valdes 136
Velasco 129, 144
Veneroso 152, 154
Vines 216

W

Wade 152, 154
Walpole 67
Ward-Perkins 33, 34, 35
Warr 151, 216
Whitt 150
Wolowski 33, 63, 71, 75, 78, 86,
92, 100, 104, 106
Wyplosz 11, 13

INDEX DES NOTIONS CLES

Notion		pages	Notion		pages
Actif	<i>liquide</i>	93-96	Crise de solvabilité	<i>en 1866</i>	109-110
	<i>étranger</i>	219		<i>en 1997</i>	182-192, 227-230
Aléa moral	<i>définition</i>	141	Crises jumelles		136-137
	<i>en 1997</i>	195	Déréglementation	<i>en 1866</i>	67-70
Arbitrages	<i>théorie (des)</i>	50		<i>en 1997</i>	211-214
	<i>en 1857</i>	51-54	Krach boursier	<i>en 1866</i>	103-104
	<i>en 1866</i>	111-115		<i>en 1997</i>	170
Banque commerciale	<i>vulnérabilité</i>	217-220	Libéralisation financière	<i>Choc</i>	151-155
	<i>plan de 1990</i>	206-208		<i>en 1997</i>	211-214
	<i>run en 1866</i>	104	Overend & Gurney		99-101
	<i>run en 1997</i>	226-227	Planification du crédit		207-208
Banque d'Angleterre	<i>Bank Charter Act</i>	33	Règles de bonne conduite		93
	<i>taux d'escompte</i>	33	Règles prudentielles		159, 201
	<i>en 1847</i>	33-24, 36-38	Responsabilité limitée		69
	<i>en 1857</i>	47-49	Run bancaire	<i>en 1847</i>	37
	<i>en 1866</i>	106-109		<i>en 1857</i>	46-48
<i>politique de développement</i>	200-202	<i>en 1866</i>		114	
Banque de Thaïlande	<i>gestion de la crise</i>	182-183, 195-197, 229-230	Séquence de crise	<i>en 1997</i>	190, 226 227,
	<i>instauration</i>	33		<i>concept</i>	17
<i>Bank Charter Act</i>	<i>suspension</i>	37, 48, 107	Société financière	<i>identification</i>	261
	<i>déroulement</i>	165-171		<i>en 1866</i>	77
Boom immobilier	<i>financement</i>	175-179	Société par actions		67-69
	<i>en 1847</i>	27-31			
Chemins de fer	<i>en 1857</i>	42-43			
	<i>en 1866</i>	79-83			
	<i>définition</i>	16			
Choc institutionnel	<i>en 1866</i>	66-72			
	<i>en 1997</i>	206-208			
	Choc monétaire		150		
Choc réel	<i>en 1847</i>	32			
	<i>en 1857</i>	44			
Coton	<i>en 1847</i>	34			
	<i>en 1864</i>	57-59			
Crise de liquidité	<i>théorie</i>	144-150			
	<i>en 1866</i>	99-100			
	<i>en 1997</i>	226			

LISTE DES TABLEAUX

TABLEAU 1 - PRIX DU BLE EN ANGLETERRE ENTRE 1842 ET 1850.....	33
TABLEAU 2 - LES PRINCIPAUX POSTES DU BILAN DE LA BANQUE D'ANGLETERRE.....	34
TABLEAU 3 - LES TROIS TYPES D'ARBITRAGE.....	51
TABLEAU 4 - IMPORTATIONS DE COTON EN ANGLETERRE, 1860-1867.....	58
TABLEAU 5 - NOMBRE DE BANQUES ET SOCIETES FINANCIERES CONSTITUEES SOUS LE REGIME DE LA RESPONSABILITE LIMITEE ENTRE 1856 ET 1865 EN ANGLETERRE.....	76
TABLEAU 6 - NOMBRE DE BANQUES, MAISONS D'ESCOMPTE ET SOCIETES FINANCIERES A RESPONSABILITE LIMITEE OFFRANT DES TITRES ENTRE 1863 ET 1865 EN ANGLETERRE ET CAPITAL LEVE PAR CES ENTREPRISES.....	77
TABLEAU 7 – SITUATION D' <i>OVEREND & GURNEY</i> EN 1865 : MONTANT DES PRINCIPAUX PRETS LEUR EVALUATION	101
TABLEAU 8 - LES PRINCIPALES FAILLITES BANCAIRES DE LA CRISE DE 1866.....	110
TABLEAU 9 - EVOLUTION DES PRIX DES TERRAINS A BANGKOK, 1987-1995.....	167
TABLEAU 10 - LOGEMENTS VACANTS EN THAÏLANDE, 1987-1996.....	169
TABLEAU 11- COMPARAISON SYNTHETIQUE DES CRISES ANGLAISE DE 1866 ET THAÏLANDAISE DE 1997.....	260
TABLEAU 12 - NOUVELLE FORME DU BILAN DE LA BANQUE D'ANGLETERRE A PARTIR DE 1844.....	265

LISTE DES FIGURES

FIGURE 1 – LA CRISE DE 1847.....	40
FIGURE 2 – LA CRISE DE 1857.....	55
FIGURE 3 - LA CRISE DE LIQUIDITE BANCAIRE, A PARTIR DE MAI 1866.....	102
FIGURE 4 - BANQUES COMMERCIALES, MAISONS D'ESCOMPTE, SOCIETES FINANCIERES ET BOOM FERROVIAIRE, 1862-1866 : DES DYNAMIQUES DIVERGENTES A LA SUITE DU VOTE DE LA LOI DE 1862.....	121
FIGURE 5 – LA CRISE DE SOLVABILITE DES SOCIETES FINANCIERES THAÏLANDAISES, 1996-1997.....	181
FIGURE 6 - BANQUES COMMERCIALES : DE LA CRISE DE LIQUIDITE EXTERNE A LA CRISE DE SOLVABILITE.....	222
FIGURE 7 - BANQUES COMMERCIALES, SOCIETES FINANCIERES ET BOOM IMMOBILIER, 1988-1997 : DES DYNAMIQUES DIVERGENTES SUITE A LA MISE EN PLACE DU PLAN SECTORIEL DE CREDIT.....	235
FIGURE 8 - SCHEMA COMMUN AUX CRISES ANGLAISE DE 1866 ET THAÏLANDAISE DE 1997.....	261

LISTE DES GRAPHIQUES

GRAPHIQUE 1 - NOMBRE D'AUTORISATIONS D'ETABLISSEMENT DE COMPAGNIE FERROVIAIRE VOTEES PAR LE PARLEMENT ANGLAIS, 1842-1849	27
GRAPHIQUE 2 - DEPENSES ANNUELLES DU SECTEUR FERROVIAIRE, 1841-1850	28
GRAPHIQUE 3 - EVOLUTION DE L'INDICE DE LA BOURSE DE LONDRES, 1840-1849.....	30
GRAPHIQUE 4 - INDICE DES PRIX INTERIEURS ANGLAIS, 1845-1848	32
GRAPHIQUE 5 - BILAN DE LA BANQUE D'ANGLETERRE EN 1847	38
GRAPHIQUE 6 - EVOLUTION DES POSTES DU BILAN DE LA BANQUE D'ANGLETERRE EN 1857.....	48
GRAPHIQUE 7 - EMISSION SUPPLEMENTAIRE NON COUVERTE DE BILLETS DE LA BANQUE D'ANGLETERRE DURANT LE MOIS DE NOVEMBRE 1857.....	49
GRAPHIQUE 8 - EVOLUTION DES POSTES DU BILAN DE LA BANQUE D'ANGLETERRE EN 1864.....	59
GRAPHIQUE 9 - NOMBRE DE CONSTITUTIONS ANNUELLES DE SOCIETE A RESPONSABILITE LIMITEE EN ANGLETERRE, 1856-1868	70
GRAPHIQUE 10 - CAPITAL INVESTI ANNUELLEMENT DANS LES COMPAGNIES A RESPONSABILITE LIMITEE EN ANGLETERRE, 1856-1868	71
GRAPHIQUE 11 - EVOLUTION DE L'INDICE DE LA BOURSE DE LONDRES, 1862-1868.....	72
GRAPHIQUE 12 - NOMBRE DE COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER CONSTITUEES SOUS LE REGIME DE LA RESPONSABILITE LIMITEE EN ANGLETERRE, 1856-1865.....	81
GRAPHIQUE 13 - SOURCES DE FINANCEMENT DU SECTEUR DES CHEMINS DE FER EN ANGLETERRE ET EN ECOSSE, 1857-1868.....	82
GRAPHIQUE 14 - DEPENSES ANNUELLES DU SECTEUR FERROVIAIRE, 1857-1867	83
GRAPHIQUE 15 - SOURCE DES FONDS DES BANQUES COMMERCIALES ANGLAISES ET ECOSSAISES, 1860-1866	95
GRAPHIQUE 16 - EVOLUTION DE LA PART LIQUIDE DE L'ACTIF DES BANQUES COMMERCIALES ANGLAISES ET ECOSSAISES, 1860-1866.....	97
GRAPHIQUE 17 - EVOLUTION DE LA PART ILLIQUIDE DE L'ACTIF DES BANQUES COMMERCIALES ANGLAISES ET ECOSSAISES, 1860-1866.....	98
GRAPHIQUE 18 - EVOLUTION DE L'INDICE DE LA BOURSE DE LONDRES PENDANT L'ANNEE 1866.....	103
GRAPHIQUE 19 - EVOLUTION DE CERTAINS POSTES DU BILAN DE LA BANQUE D'ANGLETERRE.....	109
GRAPHIQUE 20 - LES TROIS CRITERES D'ARBITRAGE ENTRE LONDRES ET PARIS LORS DE LA CRISE DE 1866.....	113
GRAPHIQUE 21 - SURFACE ANNUELLE AUTORISEE POUR LA CONSTRUCTION EN THAÏLANDE, 1988-1998	167
GRAPHIQUE 22 - MONTANT DES TRANSACTIONS SUR LES TERRAINS EN THAÏLANDE, 1988-1998.....	168
GRAPHIQUE 23 - CONSTRUCTION DE LOGEMENTS DANS LA REGION DE BANGKOK, 1987-1996.....	168
GRAPHIQUE 24 - INDICE DE LA BOURSE ET INDICE DE L'IMMOBILIER EN THAÏLANDE, 1990-1997.....	170
GRAPHIQUE 25 - PART DU CREDIT OCTROYE PAR LES BANQUES COMMERCIALES ET LES SOCIETES FINANCIERES, 1985-1996.....	172
GRAPHIQUE 26 - PART DU PASSIF D'ORIGINE ETRANGERE DES SOCIETES FINANCIERES, 1992-1996	173
GRAPHIQUE 27 - EVOLUTION DE LA COMPOSITION DE L'ACTIF DES SOCIETES FINANCIERES, JANVIER 1992-JUN 1997	174
GRAPHIQUE 28 - EVOLUTION DU POSTE DES EMPRUNTS DES SOCIETES FINANCIERES, 1992-1995	174
GRAPHIQUE 29 - ENCOURS DE CREDIT IMMOBILIER DES SOCIETES FINANCIERES ET DES BANQUES COMMERCIALES, 1985-1996.....	176

GRAPHIQUE 30 - REPARTITION SECTORIELLE DES PRETS DES SOCIETES FINANCIERES A LA FIN 1985 ET A LA FIN DE 1996 : UNE SPECIALISATION ACCRUE DANS LE FINANCEMENT DE L'IMMOBILIER.....	176
GRAPHIQUE 31 - FLUX ANNUELS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ETRANGERS (IDE) ET DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE ENTRANT EN THAÏLANDE DANS LE SECTEUR IMMOBILIER, 1988-1997	177
GRAPHIQUE 32 - PART DE L'IMMOBILIER DANS LES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE ET LES IDE, 1988-1997	178
GRAPHIQUE 33 - STOCK DE CAPITAL INVESTI DANS LE SECTEUR IMMOBILIER SOUS FORME DE CREDIT INTERNE (BANQUES COMMERCIALES ET SOCIETES FINANCIERES), D'IDE OU D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE, 1988-1996.....	179
GRAPHIQUE 34 - EVOLUTION DU POSTE DES EMPRUNTS DES SOCIETES FINANCIERES, JANVIER 1996-JUIN 1997..	189
GRAPHIQUE 35 - EMPRUNT DES SOCIETES FINANCIERES AUPRES DE LA BANQUE DE THAÏLANDE ET DU FIDF, JUILLET 1996-JUIN 1997	190
GRAPHIQUE 36 - PART DES PRETS OCTROYES A L'AGRICULTURE ET A L'INDUSTRIE PAR LES BANQUES COMMERCIALES, 1985-1997	201
GRAPHIQUE 37 - EVOLUTION DE LA PART DE L'ENCOURS IMMOBILIER DES SOCIETES FINANCIERES ET DES BANQUES COMMERCIALES, 1985-1997	210
GRAPHIQUE 38 - LES PRETS DU BIBF, 1993-1996.....	213
GRAPHIQUE 39 - REPARTITION DES PRETS DU BIBF SELON LA NATURE ET SELON LE TYPE D'ETABLISSEMENT EN 1996.....	214
GRAPHIQUE 40 - FLUX DE CAPITAUX ENTRANT EN THAÏLANDE, 1990-1996	215
GRAPHIQUE 41 - COMPOSITION DES FLUX DE CAPITAUX PRIVES EN THAÏLANDE, 1990-1996.....	216
GRAPHIQUE 42 - PART DES DEPOTS DOMESTIQUES DANS LE PASSIF DES BANQUES THAÏLANDAISES, 1990-1996 .	217
GRAPHIQUE 43 - TOTAL DES DEPOTS ET DES EMPRUNTS A MATURITE DE 3 MOIS OU MOINS, 1991-1996	218
GRAPHIQUE 44 - PART DE L'ACTIF ET DU PASSIF D'ORIGINE ETRANGERE POUR LES BANQUES COMMERCIALES, 1990-1997.....	219
GRAPHIQUE 45 - PART DES EMPRUNTS BANCAIRES DANS LE PASSIF D'ORIGINE ETRANGERE DES BANQUES COMMERCIALES, 1990-1997	220
GRAPHIQUE 46 - EXPORTATIONS THAÏLANDAISES, 1996-1997.....	223
GRAPHIQUE 47 - FLUX NETS BANCAIRES EN THAÏLANDE, 1994-1997	226
GRAPHIQUE 48 - LES BANQUES COMMERCIALES SOLLICITENT L'AIDE DE LA BANQUE DE THAÏLANDE A PARTIR DE LA CRISE DE CHANGE DE JUILLET 1997	227
GRAPHIQUE 49 - EMPRUNTS DES SOCIETES FINANCIERES AUPRES DES BANQUES COMMERCIALES, JUILLET 1996 – DECEMBRE 1997	228

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE	5
<i>Les méthodes d'analyse des crises financières : développer des modèles, déterminer des indicateurs avancés de crises, faire des études descriptives ou regarder « dans le rétroviseur de l'Histoire »</i>	<i>6</i>
<i>Les travaux visant à comparer les crises contemporaines à des crises anciennes.....</i>	<i>7</i>
<i>La crise asiatique de 1997 et le renouveau de la littérature sur les crises financières : une prise en compte des facteurs institutionnels</i>	<i>10</i>
<i>Un rôle particulier des acteurs financiers non bancaires dans la crise thaïlandaise de 1997</i>	<i>13</i>
<i>La crise thaïlandaise de 1997 comme conséquence du choc institutionnel de 1990.....</i>	<i>15</i>
<i>L'objet de la thèse : identifier la séquence de crise présente dans la crise thaïlandaise de 1997 en opérant une comparaison avec une crise plus ancienne.....</i>	<i>17</i>
<i>La crise anglaise de 1866 en regard de la crise thaïlandaise de 1997</i>	<i>17</i>
<i>Méthodologie : la méthode historique versus la méthode analytique, et les données utilisées</i>	<i>19</i>
<i>Comment présenter une comparaison entre deux crises ?</i>	<i>21</i>
<i>Plan de la thèse.....</i>	<i>22</i>
PREMIERE PARTIE : LA CRISE ANGLAISE DE 1866.....	23
INTRODUCTION DE LA PREMIERE PARTIE	24
CHAPITRE 1 - LA CRISE ANGLAISE DE 1866 NE S'EXPLIQUE PAS COMME CELLES DE 1847 ET 1857 PAR UN CHOC REEL	25
SECTION 1 LA CRISE ANGLAISE DE 1847 RESULTE D'UN CHOC REEL INTERNE.....	26
1 Un boom ferroviaire : une des origines de l'illiquidité bancaire du second semestre 1847	27
2 Avril 1847 : une crise de la balance commerciale causée par un choc réel interne	32
3 Octobre 1847 : une crise de liquidité causée par la hausse du taux d'escompte dans un contexte de faible liquidité bancaire.....	35
SECTION 2 LA CRISE ANGLAISE DE 1857 EST PROVOQUEE PAR UN CHOC REEL EXTERNE	41
1 Une crise industrielle puis bancaire aux Etats-Unis	42
2 Une transmission à l'Angleterre causée par une crise de change et des faillites de maisons de commerce anglaises.....	44
3 Les arbitrages entre la France et l'Angleterre en 1857.....	50
<i>La théorie de l'arbitrage.....</i>	<i>50</i>
<i>Les arbitrages lors de la crise de 1857.....</i>	<i>51</i>
SECTION 3 LA CRISE ANGLAISE DE 1866 PEUT-ELLE ETRE EXPLIQUEE PAR UN CHOC REEL, COMME CELLES DE 1847 ET 1857?	56
1 Une crise de dimension européenne qui prend racine dans les perturbations monétaires du milieu des années 1860 liées au commerce du coton.....	57

- 2 Une crise anglaise montrant des caractéristiques spécifiques et différentes de celles des autres pays d'Europe 60

CHAPITRE 2 - LA LOI DE 1862 : UN CHOC INSTITUTIONNEL A L'ORIGINE DE LA CRISE ANGLAISE DE 1866 65

SECTION 1 LES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES ONT CONNU UNE CRISE DE SOLVABILITÉ GÉNÉRALISÉE A L'ENSEMBLE DU SECTEUR EN 1866..... 66

- 1 La déréglementation, prudemment initiée en 1826, est brutalement achevée en novembre 1862, en provoquant un choc institutionnel 67
Une première étape : la création des sociétés par actions (joint stock companies)..... 67
Le régime de la responsabilité limitée apparut en 1856 en Angleterre et fut généralisé en 1862..... 69
- 2 Le secteur bancaire et financier a particulièrement profité de la déréglementation à partir de 1862..... 73
L'évolution de la réglementation concernant les banques et les maisons d'escompte dans l'Angleterre du XIX^{ème} siècle..... 73
Les conséquences du processus de déréglementation sur la structure du secteur bancaire et la naissance des sociétés financières..... 76
- 3 L'industrie des chemins de fer dans l'Angleterre du XIX^{ème} siècle et le boom des années 1860 79
- 4 Les racines de la crise : la généralisation d'un mode de financement douteux des chemins de fer par les sociétés financières *via les contractors*..... 84

SECTION 2 LES BANQUES COMMERCIALES ET LES MAISONS D'ESCOMPTE ENTRENT EN CRISE DE LIQUIDITÉ EN MAI 1866 91

- 1 Les modifications du système bancaire anglais durant les années 1860 92
Les modifications du fonctionnement du système bancaire anglais après 1856 et le rapprochement des banques et des maisons d'escompte..... 92
Des banques plus illiquides au moment de la crise 93
- 2 Le déroulement de la crise de liquidité bancaire, à partir de mai 1866..... 99
Le facteur de déclenchement : la faillite d'Overend & Gurney..... 99
Etape I : un krach boursier de grande ampleur 103
Etape II : un run sur les banques, maisons d'escompte et sociétés financières provoquant une crise de liquidité généralisée au système bancaire et financier..... 104
Etape III : des faillites en chaîne parmi les entreprises de commerce et les entreprises industrielles à la suite de la restriction du crédit 105
Etape IV : une pression des banquiers sur les escompteurs : la crise de liquidité aggravée chez les escompteurs 105
Etape V : une forte pression des banquiers et des escompteurs (mais pas du public) sur la réserve de billets de la Banque d'Angleterre..... 106
Etape VI Une crise de solvabilité limitée à quelques établissements bancaires mais généralisée à l'ensemble des sociétés financières 109
Etape VII : une crise de change de faible importance..... 110
- 3 L'analyse des arbitrages avec la France lors de la crise de 1866 montre un défaut d'intégration et une défiance de la part des Français 111
L'utilisation du taux d'escompte par la Banque d'Angleterre 111
Lors de la période précédant la crise de mai 1866 les arbitrages ont très bien fonctionné..... 112
Les arbitrages pendant la période de la crise : une défaillance du marché 113
Les arbitrages à partir du mois d'août 1866 : un retour à la normale 115

4	Un risque systémique en Angleterre décourage les étrangers d'investir.....	116
	<i>Le risque de marché</i>	116
	<i>Le risque de change</i>	117
	<i>Le risque de crédit</i>	119
	CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE	120
	SECONDE PARTIE : LA CRISE THAÏLANDAISE DE 1997	124
	INTRODUCTION DE LA SECONDE PARTIE	125
	CHAPITRE 3 - MODELES DE CRISES DE CHANGE ET CHOC INSTITUTIONNEL	126
	SECTION 1 LES MODELES DE PREMIERE ET DEUXIEME GENERATIONS N'INTEGRENT PAS LES FACTEURS INSTITUTIONNELS.....	127
1	Les modèles de première génération.....	127
	<i>Le modèle canonique</i>	127
	<i>Des modèles de première génération peu opérants pour analyser la crise thaïlandaise</i>	128
2	Les modèles de deuxième génération.....	131
	<i>Le modèle canonique</i>	131
	<i>Les modèles de deuxième génération n'expliquent pas la crise thaïlandaise de manière</i> <i>satisfaisante</i>	133
	SECTION 2 LA LITTERATURE SUR LES CRISES JUMELLES : UNE TRANSITION ENTRE LES MODELES DE PREMIERE ET DEUXIEME GENERATIONS ET CEUX DE TROISIEME GENERATION.....	136
	SECTION 3 DANS CERTAINS MODELES DE TROISIEME GENERATION, LA LIBERALISATION FINANCIERE PEUT ETRE ANALYSEE COMME UN CHOC INSTITUTIONNEL.....	138
1	Les thèmes généraux abordés par les modèles de troisième génération : les mouvements internationaux de capitaux, l'illiquidité bancaire d'origine internationale et l'aléa moral	138
2	La vision « fondamentaliste » : la crise asiatique est la conséquence d'une détérioration insoutenable des fondamentaux sous l'emprise de l'aléa moral.....	140
3	Un choc de liquidité d'origine externe : une panique internationale.....	144
	<i>La crise asiatique est une crise classique (ce n'est pas une crise de troisième</i> <i>génération) : c'est un run international inspiré d'un run domestique</i>	144
	<i>La crise asiatique est une crise de liquidité bancaire d'origine externe résultant d'un</i> <i>défaut de coordination entre prêteurs étrangers</i>	147
4	Un choc monétaire externe.....	150
5	Un choc institutionnel : l'incompatibilité entre le modèle asiatique de développement et la libéralisation financière.....	151
	<i>La critique du concept de l'aléa moral et du « crony capitalism » (le capitalisme</i> <i>« népotique »)</i>	152
	<i>Une remise en cause des avantages de la libéralisation financière</i>	153
	SECTION 4 COMMENT ANALYSER LA THAÏLANDE COMPTE TENU DES ENSEIGNEMENTS TIRES DES MODELES DE TROISIEME GENERATION ?.....	155
1	La nécessité d'analyser la situation de chaque pays touché par la crise.....	156
2	Pour la Thaïlande, la surveillance et la réglementation du système bancaire et financier est un facteur institutionnel régulièrement évoqué.....	158

3	En Thaïlande, les sociétés financières étaient des acteurs atypiques du système financier	160
---	---	-----

CHAPITRE 4 - LA CRISE DE SOLVABILITE DES SOCIETES FINANCIERES..... 164

SECTION 1 LE BOOM IMMOBILIER EST ESSENTIELLEMENT NOURRI PAR DU CREDIT INTERNE 165

1	Le secteur immobilier thaïlandais, 1988-1997 : du boom à la crise.....	165
2	Les sociétés financières : des acteurs qui prennent de l'importance tout en restant en retrait des banques commerciales	172
3	Le financement de l'immobilier par les sociétés financières	175
4	Des investisseurs étrangers prenant le train en marche à partir de 1993.....	177

SECTION 2 LA CRISE DE SOLVABILITE DES SOCIETES FINANCIERES, A PARTIR DE 1996..... 180

1	La Crise de solvabilité des sociétés financières de la mi-1996 à février 1997 et sa gestion par la Banque de Thaïlande.....	182
	<i>Les outils de gestion de la crise : la Banque de Thaïlande et le Financial Institutions Development Fund (FIDF).....</i>	<i>182</i>
	<i>Le cas de la Bangkok Bank of Commerce : la première alerte mais, surtout, une incapacité avérée de la Banque de Thaïlande à gérer les crises des institutions financières.....</i>	<i>183</i>
	<i>L'assistance du FIDF aux sociétés financières à partir du second semestre 1996 et la prise de conscience de la crise de solvabilité sectorielle</i>	<i>185</i>
2	De Mars à Juin 1997 : la reconnaissance publique de la crise de solvabilité.....	187
	<i>Le plan de mars 1997 ou le début de la prise en charge par la Banque de Thaïlande</i>	<i>187</i>
	<i>La crise de solvabilité s'est doublée d'une crise de liquidité interne à partir mars 1997</i>	<i>188</i>
	<i>Avril-Juin 1997 : l'échec de la stratégie de restructuration sectorielle.....</i>	<i>190</i>
3	La restructuration des sociétés financières à partir du mois de juillet 1997.....	193
4	La Banque de Thaïlande incapable de faire la différence entre l'insolvabilité et l'illiquidité.....	195

CHAPITRE 5 - LA CRISE DE LIQUIDITE EXTERNE DES BANQUES COMMERCIALES.... 198

SECTION 1 LES BANQUES COMMERCIALES, INSTRUMENTS DE LA BANQUE DE THAÏLANDE POUR SA POLITIQUE DE DEVELOPPEMENT, ETAIENT DAVANTAGE CONTRAINTES QUE LES SOCIETES FINANCIERES DANS L'OCTROI DE CREDIT 199

1	La politique de développement économique de la Banque de Thaïlande en direction des secteurs prioritaires depuis les années 1950.....	200
2	La réglementation des banques commerciales et des sociétés financières est établie par la Banque de Thaïlande	203
3	En 1990, la Banque de Thaïlande a commencé à limiter l'expansion du crédit alloué aux secteurs jugés non prioritaires en instaurant une planification sectorielle du crédit pour les banques commerciales.....	206
4	Comme la Banque de Thaïlande ne contrôlait que les banques commerciales, ces dernières ont vu décroître leur engagement dans l'immobilier dans les années 1990	209

SECTION 2 LA LIBERALISATION FINANCIERE A ACCRU LA VULNERABILITE EXTERNE DES BANQUES COMMERCIALES 211

1	Le principe de la déréglementation financière et de l'ouverture internationale.....	211
2	Les flux de capitaux privés en Thaïlande avant 1997	215

3 Une vulnérabilité accrue des banques commerciales due à des emprunts massifs à l'étranger à court terme	217
SECTION 3 DE LA CRISE DE LIQUIDITE D'ORIGINE EXTERNE, A PARTIR DU DEUXIEME TRIMESTRE 1997, A LA CRISE DE SOLVABILITE, APRES LA CRISE DE CHANGE DE JUILLET 1997	221
1 Au premier semestre 1997, la perte de confiance des étrangers dans l'économie thaïlandaise : les débuts de l'illiquidité d'origine externe.....	223
2 Les banques entrent en crise de solvabilité au second semestre 1997 à la suite des faillites provoquées par le recul de l'activité.....	227
CONCLUSION DE LA SECONDE PARTIE.....	231
CONCLUSION GENERALE : UNE SEQUENCE SPECIFIQUE DE CRISE FINANCIERE.....	237
LES TRAVAUX DEDIES A LA COMPARAISON DE CRISES FINANCIERES.....	239
EICHENGREEN [1999] COMPARE LA CRISE ARGENTINE DE 1890 ET LA CRISE MEXICAINE DE 1994-1995	239
DELARGY ET GOODHART [1999] COMPARENT LES CRISES DE LA PERIODE D'ETALON-OR ET LA CRISE ASIATIQUE DE 1997-1998	242
<i>Les points communs entre les deux périodes</i>	<i>243</i>
<i>Les différences entre les deux périodes.....</i>	<i>244</i>
EICHENGREEN ET BORDO [2001] PROPOSENT UNE ANALYSE QUANTITATIVE	245
BOYER, DEHOVE ET PLIHON [2005] APPELLENT A UNE APPROCHE FONDEE SUR L'IDENTIFICATION D'INVARIANTS	249
COMPARAISON DES CRISES ANGLAISE DE 1866 ET THAÏLANDAISE DE 1997.....	251
LE CHOC INSTITUTIONNEL ET SES EFFETS	252
LA STRUCTURE DU SYSTEME BANCAIRE ET FINANCIER : BANQUES COMMERCIALES ET SOCIETES FINANCIERES.....	254
LA GESTION DE LA CRISE PAR LA BANQUE CENTRALE	255
LA DEFIANCE DES ETRANGERS	258
SYNTHESE ET PERSPECTIVES.....	259
ANNEXES.....	264
ANNEXE 1 : LA NOUVELLE FORME DU BILAN DE LA BANQUE D'ANGLETERRE A PARTIR DE 1844	265
ANNEXE 2 : LES CRITERES D'ARBITRAGE ENTRE LES MARCHES MONETAIRES	266
BIBLIOGRAPHIE	270
TABLES ET INDEX.....	286
INDEX DES NOMS D'AUTEURS	287
INDEX DES NOTIONS CLES	289
LISTE DES TABLEAUX	290
LISTE DES FIGURES	290
LISTE DES GRAPHIQUES.....	291
TABLE DES MATIERES.....	293

TITRE : CRISE FINANCIERE ET CHOC INSTITUTIONNEL : UNE COMPARAISON DES CRISES ANGLAISE DE 1866 ET THAÏLANDAISE DE 1997

RESUME : Cette thèse se propose d'opérer une comparaison des crises anglaise de 1866 et thaïlandaise de 1997. Elle s'inscrit dans une démarche comparative initiée par une série de travaux récents visant à étudier et à comparer les crises financières sur la longue durée. Elle se compose de deux parties : la première est consacrée à la crise anglaise de 1866 tandis que la seconde traite de la crise thaïlandaise de 1997. Dans un but de mise en perspective de cette double analyse, une conclusion reprend les éléments des deux parties en organisant une comparaison selon des thèmes communs aux deux crises. La crise anglaise de 1866 résulte d'un choc institutionnel, initié en 1856 et achevé en 1862, constitué par l'assouplissement brutal des conditions d'établissement des entreprises anglaises, avec notamment l'instauration de la responsabilité limitée. Dans le cas de la crise thaïlandaise de 1997, le choc institutionnel est, à partir de 1990, l'application d'une réglementation différenciée du crédit aux sociétés financières et aux banques commerciales. La thèse identifie ainsi une séquence spécifique de crise financière : un choc institutionnel provoque une dynamique divergente entre les sociétés financières et les banques commerciales, les premières connaissant une crise de solvabilité, et les secondes une crise de liquidité.

TITLE : FINANCIAL CRISIS AND INSTITUTIONAL SHOCK : A COMPARISON BETWEEN THE ENGLISH CRISIS OF 1866 AND THE THAI CRISIS OF 1997

SUMMARY : This thesis aims at doing a comparison between the English crisis of 1866 and the Thai crisis of 1997. It uses a comparative method developed by recent works dealing with financial crises in the long run. This study is divided in two parts : the first one is dedicated to the English crisis of 1866 whereas the second one concerned with the analysis of the Thai crisis of 1997. In order to perform a comparison, the conclusion picks up common elements shared by the two crises. The English financial crisis comes from an institutional shock which began in 1856 and was completed in 1862. This shock is the relaxation of conditions to set up English companies, especially the possibility of registering under the limited liability regime. In the case of the Thai crisis of 1997, an institutional shock is, from 1990 on, the implementation of differential credit regulation for financial companies and commercial banks. The conclusion is dedicated to show off a specific sequence of financial crisis: an institutional shock provokes a different dynamics of crisis, financial companies experiencing solvency crisis while commercial banks suffering from liquidity crisis.

DISCIPLINE : Sciences économiques

MOTS-CLES : crise financière – choc institutionnel – société financière – banque commerciale – crise anglaise de 1866 – crise thaïlandaise de 1997

ADRESSE DU LABORATOIRE : Laboratoire d'Economie Dionysien
Equipe Pensée économique et Economie Historique (LED-EPEH)
2, Rue de la Liberté
93526 Saint-Denis Cedex