

David FOUCAUD

Université PARIS 8 - LED-EPEH

DOCTORAT DE SCIENCES ECONOMIQUES

**DEREGLEMENTATION ET CRISE FINANCIERE :
UNE COMPARAISON DES CRISES ANGLAISE DE 1866
ET THAILANDAISE DE 1997**

Version avril 2006

RESUME

Cet article, qui présente une comparaison historique entre la crise anglaise de 1866 et la crise thaïlandaise de 1997, vise à mettre en lumière le lien entre processus réglementaire, comportement des acteurs bancaires et non-bancaires et crise financière. Dans une optique institutionnaliste, il a été possible d'isoler un facteur déclenchant relatif à une action de réglementation : pour l'Angleterre, il s'agissait de la généralisation de la responsabilité limitée à l'ensemble des entreprises, y compris celles du système bancaire, en 1862 ; pour la Thaïlande, à partir du début des années 1990, une planification sectorielle du crédit a été mise en place pour réglementer l'octroi de crédit par les banques commerciales alors que les compagnies financières n'y étaient pas soumises. Dans les deux cas, des acteurs de second rang, les compagnies financières, ont profité de cette modification réglementaire pour prêter massivement à des secteurs en fort développement tandis que les banques commerciales sont restées relativement à l'écart de ce processus. Par la suite, la spéculation s'est retournée et les compagnies financières se sont retrouvées en crise de solvabilité.

INTRODUCTION

La crise asiatique de 1997, qui ne correspondait pas aux standards des modèles de crises de première ou seconde génération, engendra une littérature abondante que l'on regroupa sous le terme de *modèles de crises de troisième génération*. De cette nouvelle littérature, deux enseignements majeurs peuvent être tirés. D'une part, ces modèles se différencient fondamentalement de leurs prédécesseurs par la prise en compte de facteurs institutionnels comme causes de la crise. D'autre part, même si l'on utilise le terme de *crise asiatique*, il apparaît une certaine hétérogénéité dans les situations des pays concernés.

Concernant la crise thaïlandaise, il apparaît que certains facteurs institutionnels peuvent être désignés comme causes de la crise. Plus précisément, c'est la contrainte réglementaire imposée par la Banque de Thaïlande aux acteurs bancaires et non-bancaires à partir de la fin des années 1980 qui sera ici analysée. En effet, il sera montré que la réglementation différenciée imposée par la Banque de Thaïlande aux banques commerciales et aux compagnies financières concernant les prêts au secteur immobilier aura pour conséquence majeure deux crises différentes et relativement indépendantes l'une de l'autre : les compagnies 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 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 interne 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. En somme, il ne s'agit pas 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 cet article est l'identification de la réglementation comme cause de la crise thaïlandaise, sans que l'on la définisse comme cause unique, et son implication sur le comportement des acteurs bancaires et non-bancaires. L'objectif est également de dépasser le cadre trop restrictif reliant déréglementation et crise financière. Il s'agit donc de se pencher sur la question réglementaire d'une manière plus générale.

Le retour des crises financières dans la fin du XX^{ème} siècle a remis au goût du jour l'étude de celles de la seconde moitié du XIX^{ème} siècle, à des fins de comparaison.

En suivant une démarche comparative de cette nature, et selon une approche empirique, nous nous proposons de rechercher si une crise de la fin du XIX^{ème} siècle pouvait avoir de commun avec la crise thaïlandaise de 1997 un processus réglementaire modifiant les comportements des entreprises bancaires et non-bancaires.

Il nous a paru que la crise anglaise de 1866 répondait bien à cette contrainte de recherche. En effet, cette crise conserve encore une part de mystère, tant au niveau de ses causes que de ses effets. On s'explique mal pourquoi elle ne toucha que l'Angleterre alors que les autres pays ne furent jamais atteints. Le principal effet de la crise, une défiance généralisée de la part de tous les pays européens vis-à-vis de l'Angleterre, se comprend également difficilement. La thèse soutenue est que la crise de 1866 a comme cause la déréglementation générale de 1862 étendant le principe de responsabilité limitée à toutes les entreprises anglaises. Cette loi modifia en profondeur le comportement des entrepreneurs ce qui conduisit à faire apparaître un risque systémique dans le secteur bancaire. De cette manière, on peut expliquer la non-contagion internationale de la crise et la méfiance des investisseurs étrangers.

Ainsi, il s'agit de comparer la crise anglaise de 1866 et la crise thaïlandaise de 1997 sous l'angle d'une modification réglementaire provoquant un changement dans les comportements des acteurs bancaires et non-bancaires afin de démontrer que les crises financières provoquées par une modification réglementaire ne sont pas l'apanage de la fin du XX^{ème} siècle et que la question de la cause des crises financières ne se réduit pas seulement à la déréglementation.

La première partie mettra en évidence les ressemblances (et les différences) entre les deux crises sous leurs différents aspects : les acteurs bancaires et non-bancaires (notamment les banques commerciales et les compagnies financières) ; la modification réglementaire conduisant à une évolution des pratiques des acteurs bancaires et non-bancaires ; la gestion de la crise par la Banque Centrale ; la défiance de la part des étrangers.

La seconde partie, qui s'appuiera sur les acquis de la première, présentera le déroulement des deux crises en tentant d'en trouver les principales régularités.

I. Les points de comparaison entre les deux crises

I.1 La structure du système bancaire : banques commerciales et compagnies financières

Dans les deux situations, les principaux acteurs bancaires sont les banques commerciales. Cependant, comme nous le verrons par la suite, les banques commerciales ont joué un rôle secondaire dans la crise et ont davantage subi les répercussions qu'elles n'ont provoqué la crise.

L'étude de ces deux crises a mis en évidence un élément central pour la compréhension de la structure du secteur bancaire : la présence des compagnies financières. Pour la crise anglaise de 1866, elles faisaient strictement partie du secteur bancaire, puisque, à l'époque, on ne distinguait pas les banques commerciales, les maisons d'escompte et les compagnies financières, tandis que pour la crise thaïlandaise, elles constituaient des acteurs financiers non-bancaires. Même si la terminologie diffère entre ces deux périodes, il reste que leur fonctionnement est identique : dans les deux cas, leur principale activité consiste à capter localement les dépôts pour investir, le plus généralement sous forme de prêts et quelquefois par des investissements de portefeuille, dans des secteurs souvent réputés dynamiques et spéculatifs.

En se penchant sur leur implication dans l'origine de la crise, il ressort que la ressemblance entre les deux crises est particulièrement frappante tant les compagnies financières ont joué un rôle similaire pour la fourniture de capital à un secteur industriel particulièrement en proie à la spéculation. Une différence à souligner réside dans la formation de ces acteurs : alors que pour la crise de 1866, une grande partie fut créée à la suite de la déréglementation de 1862, en Thaïlande, leur nombre est resté quasiment stable entre la fin des années 1970 et 1997. Au moment de l'arrivée de la crise, dans les deux cas, environ 90 compagnies financières étaient en fonctionnement. Dans les années précédant la crise, elles prirent davantage d'importance par rapport banques commerciales en termes de volume de crédit alloué et de dépôts.

Dans les deux cas, les compagnies financières peuvent être considérées comme des acteurs de second rang, notamment par le volume de prêts alloués. Ainsi, la plus grande partie de l'activité de prêt se trouvait réalisée par les banques commerciales. Les compagnies financières étaient des acteurs périphériques.

En Angleterre, il existait des maisons d'escompte tandis qu'en Thaïlande, on trouvait des institutions spécialisées appartenant à l'Etat et proposant du crédit à taux préférentiel aux accédants à la propriété ou aux petites et moyennes entreprises.

I.2 La nature de la modification réglementaire

En ce qui concerne la crise anglaise de 1866, la thèse démontrée est que la généralisation de la responsabilité à l'ensemble du secteur bancaire en 1862 a induit des comportements risqués de la part des entrepreneurs de ce secteur. Il est possible de l'analyser comme un choc législatif. En effet, avant l'établissement de cette loi, les actionnaires de la banque étaient totalement solidaires des dettes de leur entreprise, ce qui signifie qu'une faillite bancaire se traduisait dans la majorité des cas par une faillite personnelle.

En 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*. 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 devaient prendre ce nouveau statut [Pulbrook, 1882].

La loi prévoyait un régime un 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 enregistrée 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.

L'hypothèse sous-jacente consistait à penser qu'une contrainte réglementaire stricte induisait nécessairement un contrôle des comportements des entrepreneurs de ce secteur. 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 entreprises du secteur bancaire, lesquels ont notamment accru les risques liés à des prêts dans des secteurs hautement spéculatifs.

Dans les faits, la traduction de cette nouvelle loi fut une croissance exceptionnelle des créations d'entreprises dans le secteur bancaire.

Pour la crise thaïlandaise de 1997, le processus, tout en relevant également d'un choc réglementaire, ne suit pas tout à fait la même logique. A partir des années 1950, les banques commerciales thaïlandaises ont joué un rôle central dans la politique de développement économique menée par la Banque de Thaïlande alors que les compagnies financières, acteurs de second rang en terme de volume de crédit et d'implantation géographique, n'étaient pas utilisées dans ce cadre. L'activité des banques commerciales, tout comme celle des compagnies financières, était régie par la loi de 1985. Ainsi, même si chacune 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 compagnies financières étaient libres dans leur politique d'octroi du crédit avant 1990, la Banque de Thaïlande a modifié les règles du jeu en imposant une planification sectorielle du crédit aux seules banques commerciales [Kittisrikangwan et alii, 1995].

Cette nouvelle réglementation fut prise à la suite du développement très soutenu du secteur immobilier à partir de 1988. Aussi bien les banques commerciales que les compagnies financières se mirent à pratiquer une politique de crédit facile vis-à-vis de ce secteur. Cependant, quand les banques commerciales ont suivi les compagnies financières sur le terrain de la spéculation immobilière, par une augmentation conséquente de l'encours de crédit, la Banque de Thaïlande les a contraintes en leur imposant de suivre un plan de crédit sectoriel défini par elles-mêmes mais nécessitant l'accord de la Banque de Thaïlande pour devenir effectif.

On voit bien que la Banque de Thaïlande décida d'imposer cette loi telle une contrainte supplémentaire sur 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 compagnies 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 compagnies financières ont quand même joui d'une plus grande liberté quant à leur politique de crédit. C'est donc le fait que cette planification fut de nature différentielle qui nous permet de la comparer au choc législatif de 1866.

I.3 Les effets de la modification réglementaire sur le comportement des compagnies financières

Pour la crise anglaise de 1866, le principal effet de la déréglementation se retrouve dans les conditions de financement du secteur ferroviaire par les compagnies financières.

A cette époque, la construction 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 ancienne entreprise ; assistance directe du *contractor* (qui est un entrepreneur de travaux publics) à une nouvelle compagnie [Pollins, 1957]. C'est ce dernier point qui va particulièrement nous intéresser dans l'apparition de la crise de 1866. Les deux premiers modes de financement sont relativement classiques, à l'époque, d'un point de vue industriel. L'intervention du *contractor* dans le financement de la construction va remettre en cause la logique habituelle.

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)[Cottrell, 1975]. 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'en 1864, 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 contentaient de faire les travaux. On était dans une phase de financement par le marché. Mais les titres ferroviaires ont baissé d'avril à novembre 1864 pour remonter par la suite. Les entreprises ferroviaires ont dû trouver d'autres moyens de financement pour continuer les projets en cours : elles se sont alors tournées vers les *contractors* qui eux-mêmes trouvèrent des capitaux auprès des compagnies financières. Et c'est à partir de l'été 1864 que ce mode de financement indirect a remplacé celui qui consistait à placer les titres ferroviaires directement sur les marchés boursiers anglais. Les compagnies financières ont joué leur rôle de pourvoyeur de capital pour les *contractors*. C'est en 1864, grâce à leur capacité à apporter du capital à une industrie de moins en moins attrayante pour les investisseurs, que les compagnies financières connurent leur plus forte expansion.

La technique de financement consistait en l'utilisation par les *contractors* des actions des compagnies de chemins de fer comme collatéral pour emprunter auprès des compagnies financières. Ces dernières pouvaient apporter des capitaux de deux manières différentes : soit elles fournissaient un crédit bancaire avec les titres comme collatéral, soit elles prenaient ces titres et émettaient une lettre de change que pouvait faire escompter le *contractor* pour avoir de la monnaie. A partir de 1865, le financement du secteur ferroviaire fonctionnait majoritairement sur ce modèle. Ainsi, la compagnie financière pouvait faire un crédit sans avoir de capital disponible en émettant une dette qu'elle pouvait rembourser à terme soit avec le collatéral, en cas de défaillance de l'emprunteur, soit avec la monnaie remboursée par le *contractor*.

Au final, les actions des compagnies de chemins de fer nouvellement créées se retrouvaient dans les mains de ces compagnies financières. Lorsque le *contractor* ou son donneur d'ordre se retrouvait en faillite et que le projet n'aboutissait pas, la compagnie financière se retrouvait avec des titres sans valeur ou 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 compagnies financières.

Les difficultés de certains *contractors* provoquèrent des problèmes de liquidité dans les compagnies financières et certaines banques et maisons d'escompte dès l'été 1865. Les dépôts de bilan avaient commencé avant mai 1866. En février vint la première faillite : celle 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*.

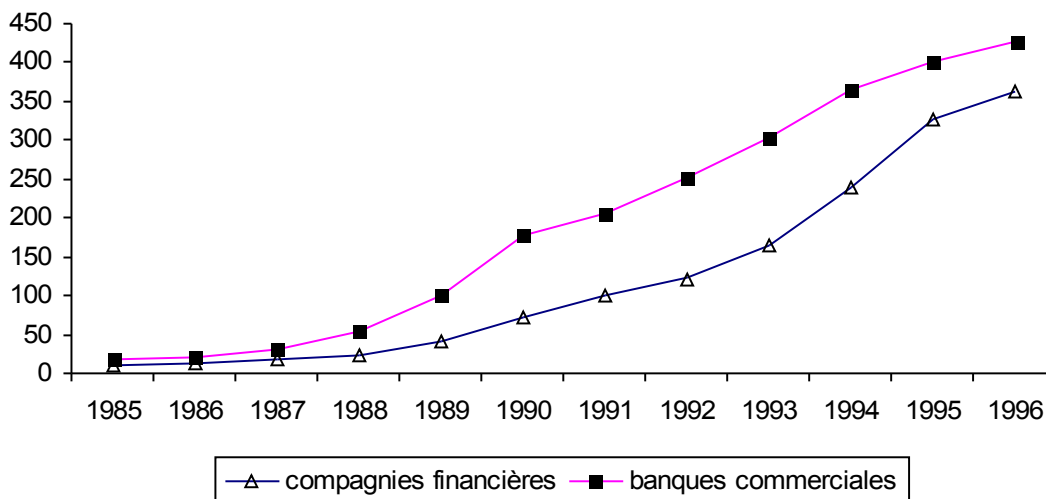
Les compagnies financières ayant prêté aux *contractors* ou aux compagnies de chemins de fer ont connu des moments difficiles lorsque les entreprises de travaux publics ont commencé à défaillir et à ne pas pouvoir rembourser leurs emprunts. Les collatéraux détenus par ces établissements de crédit, les actions des nouvelles sociétés ferroviaires, auraient dû être vendus pour disposer de liquidité. Mais vu la nature et la qualité de ces titres, leur réalisation s'avéra impossible ou se fit dans des conditions très désavantageuses. La crise de liquidité masquait en fait une crise de solvabilité.

Dans le cas de la crise thaïlandaise de 1997, les compagnies financières se sont illustrées par leur capacité à soutenir et entretenir un marché immobilier hautement spéculatif. Plusieurs études ont déjà souligné le rôle de l'immobilier comme cause de la crise thaïlandaise [Sheng et Kirinpanu, 1999 ; Quigley, 2001]. En volume, la hausse des prêts des compagnies

financières au secteur immobilier apparaît très importante. En 1985, elles avaient un encours de 11 milliards de bahts avec les promoteurs, contre 19 milliards pour les banques commerciales, et ce alors que les compagnies financières comptaient pour 15% seulement du total du crédit. En 1996, les compagnies financières avaient 363 milliards de bahts de prêts contre 426 milliards de bahts pour les banques commerciales (Graphique 1), alors que les compagnies financières totalisaient 22% du crédit. Jusqu'en 1990, les banques commerciales suivaient une tendance exponentielle alors que dans la période suivante, de 1990 à 1994, leur encours de crédit au secteur immobilier apparaît linéaire. Cette évolution montre très clairement que les compagnies financières ont abondamment financé l'immobilier puisqu'elles comptaient pour presque la moitié des prêts dont disposait ce secteur.

Graphique 1
Encours du crédit immobilier des compagnies financières et des banques commerciales

Unité : milliard de bahts courants

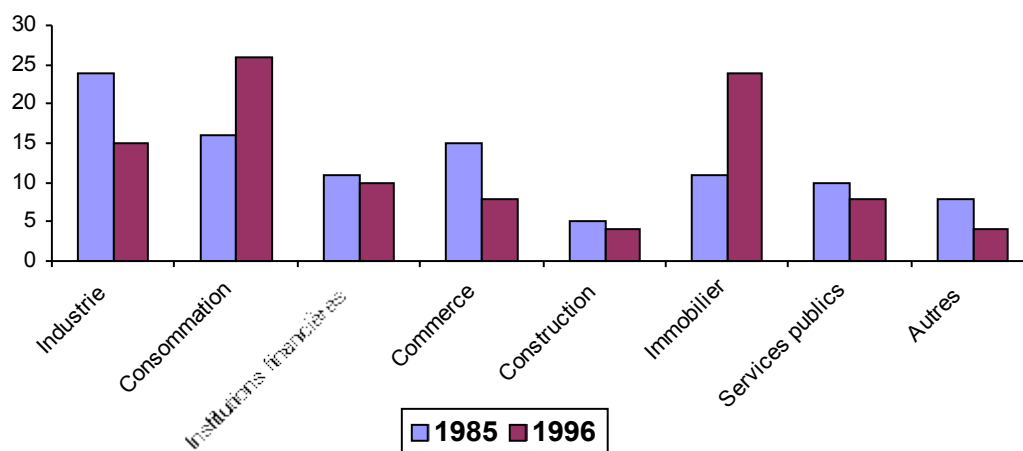


Source : Banque de Thaïlande

Le Graphique 2 montre la distribution sectorielle des prêts accordés par les compagnies financières en 1985 et 1996. Au début de cette période, environ un quart de l'encours était dirigé vers l'industrie alors que le poste « immobilier » était minoritaire (12%). En revanche, à la fin de l'année 1996, il ne fait pas de doute que les compagnies financières ont vu leurs prêts à ce secteur croître de manière très significative puisqu'il représentait 24%.

Graphique 2

Répartition sectorielle des prêts des compagnies financières à la fin de 1985 et à la fin de 1996



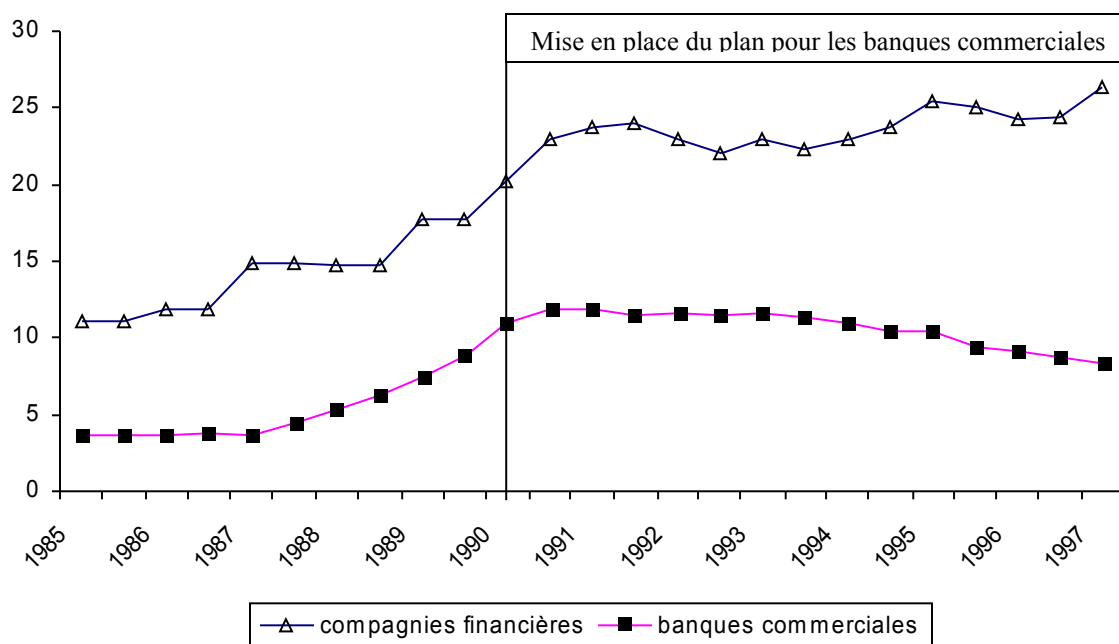
Source : Banque de Thaïlande.

Les effets bénéfiques du plan se firent rapidement sentir. Les banques commerciales avaient suivi une dynamique vertigineuse puisque leur exposition à l'immobilier était passée de 4% à 12% entre 1987 et 1990. C'est à cette période-là que la Banque de Thaïlande a réagi en leur demandant de lui fournir une planification sectorielle du crédit : immédiatement, elles 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 compagnies 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 limitant les risques en cas de retournement de l'immobilier.

Graphique 3

Evolution de la part de l'encours immobilier des compagnies financières et des banques commerciales, 1985 à mi-1997

Unité : pourcentage du crédit total



Source : Banque de Thaïlande

A moyen terme, la conséquence de cette réglementation différenciée fut une exposition nettement plus faible des banques commerciales à l'immobilier. Il est tout à fait remarquable que, sur la période 1991-1997, leur encours ait même reculé (en proportion). De ce fait, au moment du retournement de ce marché, en 1995, les banques commerciales subirent de manière très atténuée le choc des créances douteuses sur leur actif.

Lors de la crise anglaise de 1866 et de la crise thaïlandaise de 1997, les banques commerciales ont davantage été les victimes indirectes des agissements des compagnies financières. En 1866, dans la tradition de la banque privée, elles pratiquaient le crédit avec discernement et connaissaient bien leurs clients. Même si la responsabilité limitée pouvait s'appliquer à elles, la tradition de prudence issue de plusieurs décennies de pratique sous le régime de responsabilité illimitée était toujours respectée.

I.4 La défiance de la part des étrangers

Le début des années 1860 marque une rupture dans la manière d'utiliser le taux d'escompte par la Banque d'Angleterre [Goschen, 1861, Palgrave, 1880]. La finalité devenait la reconstitution de la réserve métallique par l'intermédiaire de l'action sur le taux de change.

En augmentant son taux d'escompte, la Banque d'Angleterre rendait alors les placements anglais plus attractifs pour les investisseurs étrangers. Pour envoyer des fonds en Angleterre, il fallait posséder de la monnaie anglaise. L'augmentation de la demande de livres sur le marché des changes des pays étrangers 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 les caisses du département d'émission.

La crise de 1866 a eu la particularité de durer trois mois. La gestion de la crise par la Banque d'Angleterre 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 expliciterons alors la théorie de l'arbitrage en l'appliquant aux conditions monétaires de 1866 pour montrer que les arbitrages ont différé de ce qui était observable en période d'absence de crise.

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 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, compagnies 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.

Le risque de change : Les deux types d'arbitrage, en lettre domestique ou en lettre de change, comportent un risque de change car le change court auquel les fonds seront rapatriés au bout de trois mois est incertain : l'arbitragiste est donc dans une position ouverte. Si le taux de change de la livre est complètement déprimé au bout de trois mois, le gain issu de l'opération peut être annulé. 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, c'est une faillite pure et simple de la Banque d'Angleterre que l'on craignait. 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.

Le risque de crédit : 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. 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]. 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.

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. Ces trois raisons de ne pas investir en Angleterre se sont auto-renforcées au point de faire naître un risque systémique en Angleterre.

Au début de 1997, la monnaie de Thaïlande fut la proie d'attaques spéculatives pour deux raisons : une très nette baisse des exportations en 1996 ; une confiance déclinante dans la capacité de la Thaïlande à honorer sa dette privée extérieure [Nukul Commission Report, 1998]. La baisse de la confiance des investisseurs et des crédateurs internationaux, 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. Les premières attaques spéculatives remontent à la dernière semaine de janvier (les 30 et 31), au moment de la publication des données économiques mensuelles, quand des rumeurs firent état d'une possible dévaluation. De nouveau, au début mai, les attaques spéculatives reprirent mais, cette fois-ci, elles furent beaucoup plus virulentes. La Banque de Thaïlande dépensa plus de 6 milliards de dollars en une seule journée de ce mois.

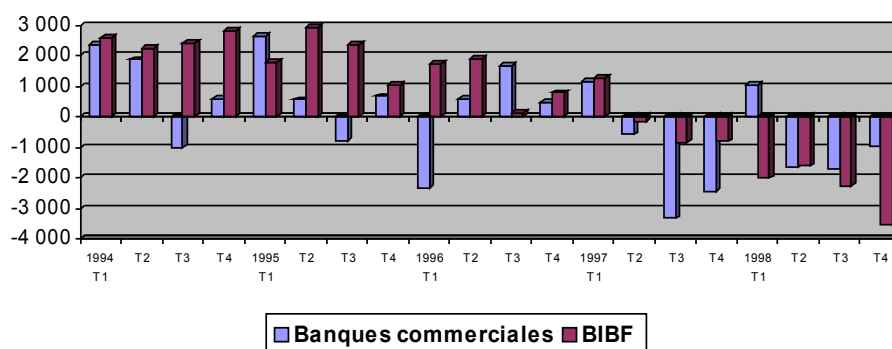
Le Graphique 4 montre les flux nets bancaires sur une base trimestrielle. Ils comprennent les flux bancaires proprement dits, c'est-à-dire ceux entre établissements étrangers et thaïlandais, et ceux transitant par l'intermédiaire du BIBF¹. Entre 1994 et le premier trimestre 1997, les banques commerciales 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 thaïlandaises commencèrent à voir la liquidité d'origine externe se raréfier.

¹ *Bangkok International Banking Facilities*. Une banque adhérant au BIBF, c'est-à-dire disposant d'une licence, avait 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 avec un régime fiscal avantageux. Les compagnies financières thaïlandaises n'avaient pas la possibilité de disposer de licence BIBF.

Graphique 4

Flux nets bancaires

Unité : million USD courants



Source : Banque de Thaïlande.

Le 2 juillet 1997, la décision de laisser flotter la monnaie fut prise à la suite à 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 spéculatives de la première quinzaine de mai.

Les étrangers, tout comme pour la crise de 1866, percevaient un risque systémique pour la Thaïlande.

I.5 La gestion de la crise par la Banque Centrale

Les deux crises ont nécessité une intervention massive de la Banque d'Angleterre ou de la Banque de Thaïlande, qui se sont comportées comme des prêteurs en dernier ressort.

La Banque d'Angleterre, dans sa tradition d'intervention instituée progressivement depuis les crises de 1847 et de 1857, a une nouvelle fois montré sa capacité à intervenir pour fournir de la liquidité au secteur bancaire ou même industriel [Bagehot, 1874]. La décision d'intervenir pour fournir de la liquidité en dernier ressort était fondée sur l'observation par ses administrateurs que la Banque d'Angleterre était la dernière institution du pays encore capable de fournir de la liquidité en cas de crise, toutes les autres se retrouvant en proie à un *run*. De ce fait, elle aussi souffrait d'un *run* de la part des banques et des maisons d'escompte mais, grâce à la suspension du *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, toujours contre des collatéraux de bonne qualité.

Lors des deux crises précédant celle de 1866, la Banque d'Angleterre avait déjà fourni des avances de liquidité 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* de la part 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, ce qui pouvait être assuré 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 a fallu également aider les entreprises. Mais l'essentiel de l'aide fut concentré sur une période très courte.

Les témoignages des administrateurs de l'époque sont sans équivoque : la Banque d'Angleterre a conditionné son aide au dépôt de collatéraux de bonne qualité, lesquels pouvaient être des titres de l'Etat, des obligations ou des actions d'entreprises réputées solides, voire, dans certains cas, des titres de compagnies 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. La fonction de prêteur en dernier ressort endossée par la Banque d'Angleterre lors des crises était donc de nature discrétionnaire.

Pour le cas de la Thaïlande, la Banque de Thaïlande a également agi comme un prêteur en dernier ressort pour les compagnies financières. Lors de cette crise, l'intervention de la

Banque de Thaïlande avait commencé en août 1996 lorsque, par l'intermédiaire du FIDF², les premières injections de liquidités avaient été réalisées.

A cet égard, il convient de souligner une différence majeure entre les interventions de la Banque d'Angleterre et de la Banque de Thaïlande : alors que la première se donnait le pouvoir d'aider toute sorte d'entreprises, y compris les sociétés industrielles et commerciales, la seconde limitait ses interventions aux banques commerciales et compagnies financières.

La procédure de soutien de la Banque de Thaïlande aux compagnies financières, initiée en août 1996, fut dès lors étendue tout au long 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 entreprises 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 d'entre elles 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 compagnies financières qui avaient réellement besoin de son aide de celles qui étaient insolubles et qu'il aurait fallu fermer ou restructurer sur le champ. N'importe quel dirigeant de compagnie financière sollicitant l'aide du FIDF était satisfait sur le champ, situation qui encouragea les comportements opportunistes. Le contrôle exercé par la Banque de Thaïlande sur la validité des recours au FIDF étant inexistant, il devenait évident que certains décidèrent de profiter de cette manne providentielle de liquidité à un coût réduit. La politique d'aide s'inscrivait donc dans une optique de mise à disposition illimitée et généralisée de liquidité, à l'inverse d'un octroi discrétionnaire. De plus, l'obtention de ces prêts de la part du FIDF n'était pas conditionnée à la possession de collatéraux de bonne qualité : rien n'était exigé des compagnies financières. En somme, la Banque de Thaïlande, avec son incapacité ou son manque de volonté pour discriminer les compagnies financières saines des insolubles, 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 partielle par la Banque de Thaïlande fut d'une bien piètre qualité et surtout en désaccord majeur avec les doctrines de prêteur en dernier ressort.

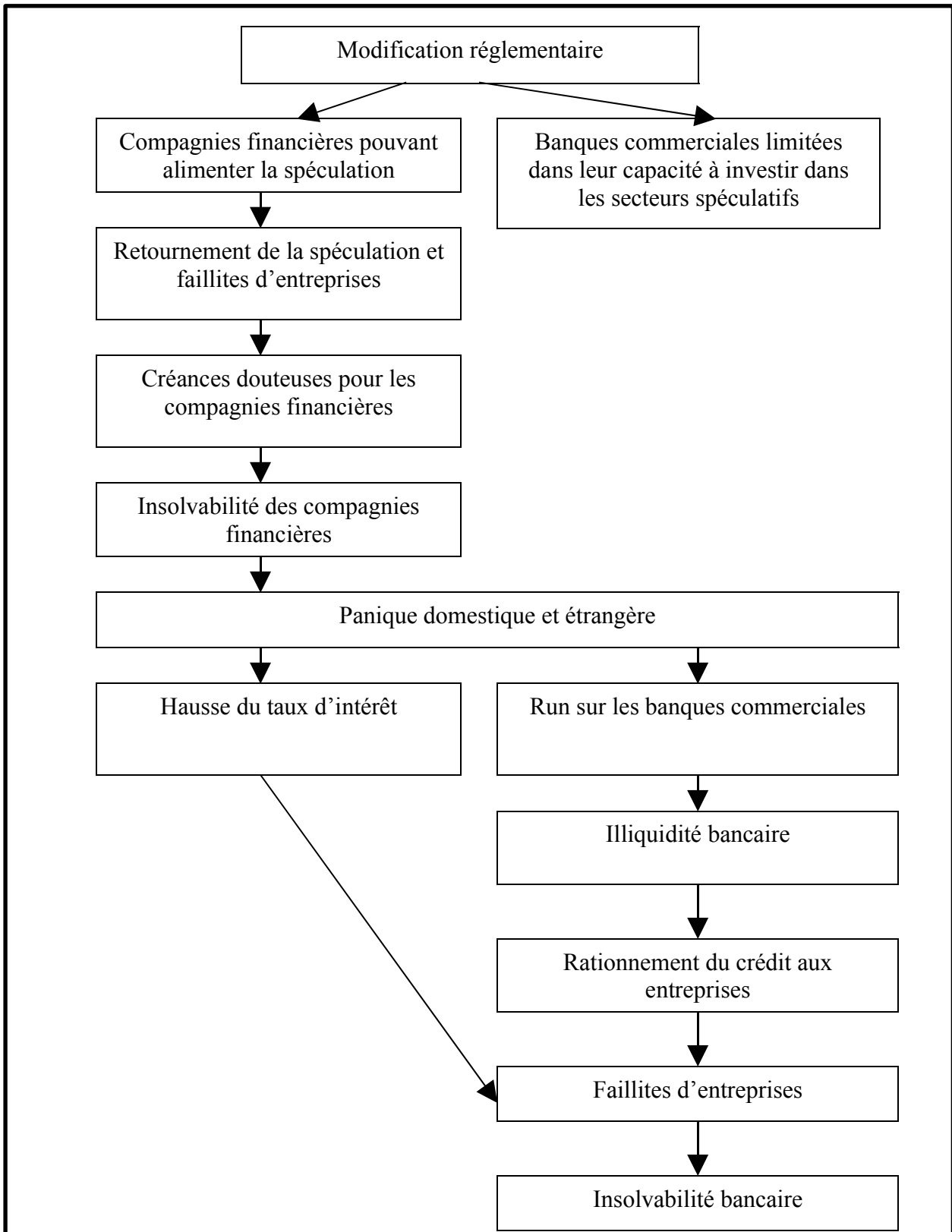
² Le FIDF est un établissement destiné à remettre sur pieds les banques commerciales ou compagnies financières illiquides ou insolubles, en organisant la mise à disposition de liquidités. Il dispose de capitaux grâce à ses émissions obligataires et peut devenir actionnaire en vue de recapitaliser les banques et les compagnies financières qui en ont besoin ; il peut aussi fournir du crédit à taux préférentiel.

Une comparaison entre les actions de prêteur en dernier ressort de la Banque d'Angleterre et la Banque de Thaïlande montre une différence capitale : alors que la première mettait en pratique le conditionnement de l'aide à la bonne qualité des collatéraux, l'autre distribuait sans tenir compte de la qualité des emprunteurs.

II . Analyse et déroulement des crises

Après avoir détaillé les principaux points communs entre les deux crises, il convient d'en détailler le déroulement pour chacune d'entre elles sur la base du schéma qui suit.

Schéma commun aux crises anglaise de 1866 et thaïlandaise de 1997



II.1 La crise anglaise de 1866

Etape I : un krach boursier de grande ampleur

A partir du jeudi 10 mai 1866 à 14h30, la Bourse de Londres connut une chute considérable. La faillite d'*Overend & Gurney* fut le signal de départ du krach boursier. Les quatre premiers mois de l'année avaient enregistré 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%.

Ce krach boursier a deux acteurs : les particuliers qui voulaient se débarrasser de leurs titres à risque, ceux des entreprises de chemins de fer et des compagnies 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.

Etape II : un *run* bancaire sur les banques, maisons d'escompte et compagnies financières provoquant une crise de liquidité

Dès l'annonce de la faillite d'*Overend & Gurney*, le 10 mai à 14h30, les compagnies financières, les banques et les maisons d'escompte furent prises d'assaut par les clients soucieux de récupérer leurs dépôts. Elles connurent, pour la plupart, une crise de liquidité. Pour faire face à cette situation, elles devaient trouver impérativement de la liquidité.

Les acteurs bancaires pouvaient se procurer de la liquidité en vendant les titres détenus en tant que 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 *finance companies* étaient sur ce point les plus mal loties du fait de la nature de leur 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 aggravait 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 du manque de liquidité

Le secteur bancaire a contracté le crédit aux entreprises du fait du *run* dont il était la victime. 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 faillite. 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 mondial, 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 leurs paiements avec des engagements à hauteur de 400 000 livres.

Etape IV : une pression de la part des banquiers sur les escompteurs : la crise de liquidité 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 de la part 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.

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

Quelques jours avant la faillite d'*Overend & Gurney*, la Banque d'Angleterre avait une réserve de billets de 5,8 millions de livres. Le jeudi 10 mai 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 de 1 million à Londres)³. 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.

³ "The Financial pressure and ten per cent", *Fraser's Magazine*, p. 235.

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mr Holland, fit parvenir une lettre au chancelier de l'Echiquier, Mr Gladstone, 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 situaient 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. En conséquence, la décision de suspendre le *Bank Charter Act* fut prise dans la nuit suivante, 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 avances⁴. Plus de quatre millions de livres se sont retrouvées en circulation en moins d'une semaine.

La Banque d'Angleterre fut la victime des banques et des maisons d'escompte plus que des particuliers. Les premières, désirant se procurer de la liquidité pour faire face aux demandes de billets de leurs clients, vidèrent leurs comptes. Les maisons d'escompte pratiquèrent l'escompte dans le but d'obtenir des billets pour rembourser les banques et faire face aux retraits des particuliers.

Etape VI : une crise bancaire

La crise de solvabilité a touché en premier lieu les compagnies financières du fait de leur exposition extrême avec les titres de chemins de fer, devenus irréalisables pour la plus grande partie. De plus 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*. Les banques furent diversement atteintes. Moins exposées que les *finance companies*, elles disposaient en plus d'une réserve⁵. Les maisons d'escompte furent aussi touchées, surtout les plus exposées dans l'industrie ferroviaire.

En effet, les défauts de paiement des clients disparus se transformèrent en créances douteuses. La crise de solvabilité menaça un grand nombre de banques. Le nombre de dépôts de bilan dans le secteur bancaire fut plus important que jamais. D'autres établissements

⁴ Selon Bagehot (1874), 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. 159, le premier jour de la panique, les avances s'élevèrent à 929 000 livres, le jour suivant à 747 000 livres et lors des cinq jours suivants elles 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

⁵ Macleod (1876), p 265. Mais MacLeod précise qu'un certain nombre de banques ayant déposé leur bilan dans la crise de 1866 avaient investi dans des actions étrangères et notamment dans des chemins de fer étrangers.

connurent des pertes considérables sans pour autant faire faillite. L'année 1866 fut catastrophique pour la plupart des banques [MacLeod, 1866, vol. 2, p. 159].

Etape VII : une crise monétaire externe 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 à la fin juin. La réserve de billets passa de 5,81 millions de livres le 9 mai à 0,85 le 30 (diminution de 85%) : cette baisse est 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*. Une baisse relativement modérée de métal ne permet pas d'affirmer qu'il y eut une crise monétaire interne en plus de la crise financière. La baisse du bullion provenait d'une cause externe : la dépréciation de la livre conduisit les arbitragistes à préférer le paiement en or à celui en lettres de change, devenues trop cher à cause du rapatriement des capitaux étrangers, vers la France notamment. Il y eut un *external drain*, relativement modéré tout de même.

II.2 La crise thaïlandaise de 1997

II.2.a la crise de solvabilité des compagnies financières à partir de la mi-1996

Même si la plupart des compagnies 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 compagnies financières réussissaient encore à recueillir des dépôts 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. La Banque de Thaïlande, par l'intermédiaire du FIDF, organisa la mise à disposition de liquidités.

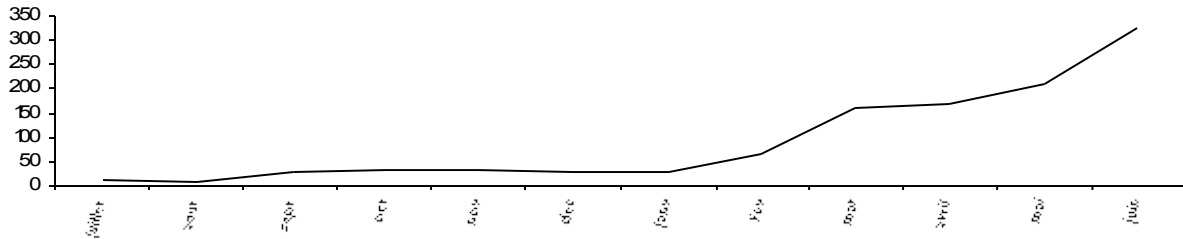
En août 1996, une première compagnie financière reçut une assistance de deux milliards de bahts de la part du FIDF du fait de son incapacité à rembourser une partie de ses billets à ordre arrivant à échéance. En septembre 1996, des rumeurs faisant état du défaut de paiement de sept compagnies financières traduisirent de nouveau les difficultés de ces acteurs. En janvier et février 1997, l'assistance du FIDF se fit de plus en plus soutenue, notamment en direction des compagnies financières. A la fin février, 14 d'entre elles (sur 91) faisaient appel au Fond pour un montant total de 50 milliards de bahts.

En mars 1997, la Banque de Thaïlande décida de régler l'insolvabilité des compagnies financières par une opération de recapitalisation. Il fut demandé aux compagnies financières de trouver elles-mêmes du capital frais mais, dans le cas où elles n'y arriveraient pas, le FIDF se porterait garant de ces nouvelles émissions. Une fois le public au courant de l'insolvabilité des compagnies financières, il ne renouvela pas les billets à ordre, si bien que la liquidité devint de plus en plus rare. A la crise de solvabilité s'est donc ajoutée une crise de liquidité interne. Finalement, devant l'impossibilité de trouver des capitaux privés, c'est le FIDF qui devint actionnaire des compagnies financières à recapitaliser. Avant l'annonce de la demande d'augmentation de capital, en mars 1997, le FIDF avait un encours de 40 milliards de bahts auprès des compagnies financières mais après, il ressort que le montant de cette aide est passé à 130 milliards pour 30 compagnies (Graphique 5). Comme les compagnies 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. Le montant emprunté auprès du FIDF couvrait presque exactement les retraits des déposants, laissant quasi-inchangé le montant total du passif.

Graphique 5

Emprunts des compagnies financières auprès de la Banque de Thaïlande et du FIDF, juillet 1996- juin 1997

Unité : milliard de bahts courants



Source : Banque de Thaïlande.

En mai, le nombre de compagnies 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 compagnies financières mais plus de la moitié de ce montant était absorbée par les 16 qui furent suspendues peu après. La décision de les suspendre, en juin 1997, fut prise sur un critère d'endettement auprès du FIDF. La valeur des actifs détenus par ces entreprises était de 400 milliards de bahts, soit environ un quart de l'ensemble des actifs des compagnies financières (1700 milliards de bahts) ⁶. Mais, aux yeux du public, cette opération ne semblait pas convaincante car le *run* ne s'arrêta pas et une bonne partie des compagnies financières continua à demander l'aide du FIDF.

La crise de change, en juillet 1997, provoqua une brusque montée des taux d'intérêt mettant en difficulté les compagnies financières et leurs clients. En outre, certaines entreprises industrielles et commerciales possédaient des billets à ordre des 16 compagnies 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, lesquels engendraient une hausse des créances douteuses pour les compagnies financières restantes et les banques commerciales.

Après la dépréciation du baht, 68 compagnies financières (en comprenant les 16 suspendues précédemment) faisaient 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 compagnies financières survivantes devaient faire face à un *run* continu de la part du public, environ 15 à 20 milliards de bahts par semaine.

⁶ *The Nation*, "16 firms frozen as Thanong sets 'rescue' deadline", 28 June 1997.

Au début du mois d'août 1997, 42 compagnies financières ne respectant pas les conditions de solvabilité définies par les autorités furent suspendues. L'argument selon lequel seules les compagnies financières ayant continué à emprunter auprès du FIDF ont été fermées est à nuancer. En effet, la Banque de Thaïlande ne s'est pas exclusivement fondée sur ce critère pour évaluer la viabilité des entreprises, ce qui prouve que même un abus de la part des dirigeants des compagnies financières qui avaient profité des liquidités à bon compte n'a pas suffi à condamner leur entreprise.

Dès l'annonce de cette nouvelle série de fermetures, le 5 août 1997, on a vu un véritable « *flight to quality* » ruinant l'ensemble des compagnies financières et les plus petites banques commerciales. Les déposants, inquiets de la pérennité de l'ensemble des compagnies financières, furent à l'origine d'un *run* et déposèrent leurs fonds dans des banques de bonne réputation.

Entre mars et août 1997, plus de 450 milliards de bahts furent prêtés par la Banque de Thaïlande (directement ou via le FIDF) aux compagnies financières, les autorités ne pouvant sélectionner celles qui en avaient réellement besoin (les illiquides), celles pour qui il était trop tard (les insolubles) et celles qui pouvaient s'en dispenser. Même celles qui se trouvaient insolubles restaient couvertes par les injections massives de liquidités. Cette perfusion indifférenciée a donné une image extrêmement négative de l'état du système financier puisque, comme n'importe qui pouvait bénéficier de l'aide, le public se trouvait incapable d'évaluer chacune des compagnies financières. Il s'agit clairement d'une situation d'aléa moral pour la Banque de Thaïlande.

La restructuration des 58 compagnies financières suspendues a été gérée grâce à l'établissement d'une institution, la *Financial Restructuring Authority* (FRA), ayant pour objectif de solder les créances douteuses⁷. Il est à noter que l'actif des compagnies financières suspendues représentait deux tiers de l'ensemble des 91 compagnies financières, lequel était évalué à 1640 milliards de bahts à la fin octobre 1997.

II.2.b Les banques commerciales à partir du second trimestre 1997 : la crise de liquidité d'origine externe suivie d'une crise de solvabilité

Pour les banques commerciales, la crise thaïlandaise a pris une forme fondamentalement différente de celle des compagnies financières. Leur exposition au secteur immobilier étant d'une ampleur nettement plus limitée, le montant des créances douteuses liées aux faillites de

⁷ *The Nation*, « Finance bailout could cost Bt300 bn », 23 octobre 1997.

promoteurs devait être plus faible. Les banques commerciales n'ont pas fait état de difficultés liées à des défaillances de promoteurs immobiliers.

En juillet 1997, au moment de l'abandon du change fixe, les banques étaient-elles indirectement exposées au secteur immobilier à plus de 8% comme l'indiquait la décomposition de leurs prêts ? Deux hypothèses peuvent être émises : celle de prêts trop importants aux compagnies financières qui, en faisant faillite, auraient induit des créances douteuses, ou celle de liens de propriété avec les compagnies financières.

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 compagnies financières à celle des banques commerciales, les emprunts des compagnies financières auprès des banques commerciales ont été très stables et n'ont jamais dépassé plus de 2-3% de l'actif de ces dernières. La seconde hypothèse est difficilement évaluable sans connaître la nature des relations de propriété entre les banques commerciales et les compagnies financières. Néanmoins, il apparaît que les participations des banques commerciales dans le capital des compagnies financières (titres d'autres institutions financières dans l'actif des banques commerciales, c'est-à-dire hors participations croisées entre banques) sont toujours demeurées extrêmement faibles, avec un maximum de 1,2% en avril 1997. En somme, aucun des liens directs entre les banques commerciales et les compagnies financières ne semble pouvoir démontrer une quelconque transmission de la crise de solvabilité.

Il apparaît donc que les banques commerciales furent principalement victimes 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 entreprises. En outre, de nombreux clients des compagnies financières et des banques commerciales se trouvaient à court de liquidité quand les deux tiers des compagnies financières furent fermées, en août 1997. Beaucoup durent cesser leur activité en laissant les banques commerciales avec des créances douteuses. Comme l'économie entra violemment en récession, un nombre très important d'entreprises et de particuliers fit faillite, faisant naître des créances douteuses à grande échelle dans le système bancaire.⁸

⁸ *Asiaweek*, « Filling a \$50-Billion Hole », 15 august 1997.

CONCLUSION

Cet article, fondé sur une comparaison historique entre les crises anglaise de 1866 et thaïlandaise de 1997, cherche à montrer les liens entre processus réglementaire, comportements des compagnies financières et crises financières.

Après avoir isolé une modification réglementaire engendrant une évolution des comportements des compagnies financières, il a été montré dans quelle mesure ces dernières ont été en grande partie à l'origine de ces deux crises en connaissant une grave situation d'insolvabilité.

Il a été mis en évidence de manière détaillée les différences entre les compagnies financières et les banques commerciales : alors que ces dernières apparaissent plutôt comme les victimes de la récession économique, les premières semblent très impliquées dans les déboires expérimentés dans les deux cas. Il apparaît de manière claire que les banques commerciales et les compagnies financières ont suivi deux dynamiques profondément divergentes. En somme, il s'agit de ne pas oublier que les acteurs qui paraissent les moins importants en termes de volume de crédit peuvent provoquer des crises d'une ampleur majeure.

Plus généralement, cet article pose la question de l'importance de la réglementation des activités des acteurs bancaires et non-bancaires dans la survenue des crises financières. Souvent la question de déréglementation est abordée en terme général mais, ici, nous avons cherché à montrer comment une modification réglementaire précisément identifiée a pu avoir des conséquences majeures sur le fonctionnement des acteurs bancaires et non-bancaires, au point de provoquer une crise financière. Enfin, il convient de souligner que des crises de déréglementation se sont également déroulées au XIX^{ème} siècle.

BIBLIOGRAPHIE

BAGEHOT, W, (1874), *Lombard Street, ou le Marché Financier en Angleterre*, Paris, Germer-Baillière.

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.

GOSCHEN, G.J., (1861), *Theory of Foreign Exchanges*, Londres, Effingham Wilson.

KITTISRIKANGWAN, P., M. Supapongse et J. Jantarangs (1995), « Monetary Policy in Thailand » vol. 35, n°1, march, pp 37-50.

MACLEOD, H.D., (1866), *The Theory and Practice of Banking*, 2nd ed., London, Longmans, Green, Readers, Dyer.

Nukul Commission Report, (1998), *Analysis and evaluation of facts behind Thailand’s financial crisis*, Nation Multimedia Group, Bangkok, 184 p.

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.

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.

SHENG, Y.K. et S. KIRINPANU, (1999), *Bangkok housing’s boom and the financial crisis in Thailand : only the sky was the limit*, UMP-Asia Occasional paper, n°3, 17 p.

WOLOWSKI, L.F.M.R., (1867), *La Banque d’Angleterre et les Banques d’Ecosse*, Paris, Guillaumin.

Périodique :

Asiaweek

Le moniteur des tirages financiers

The Nation (Bangkok)