

Chapitre 6 - Un aperçu des crises financières

EXTRAIT DU PROGRAMME : 5. Relations économiques et financières internationales : Institutions et relations monétaires internationales depuis 1944 ; globalisation économique et financière, principaux faits et grandes tendances ; système monétaire et financier international.

PLAN DU COURS

- I. **LA CRISE DE LA DETTE MEXICAINE EN 1982**
 - A. **CONTEXTE**
 - B. **MECANISMES**
 - C. **RESOLUTION DE LA CRISE DE LA DETTE MEXICAINE**
- II. **LA CRISE BOURSIERE DE 1987**
- III. **LA CRISE DU SYSTEME MONETAIRE EUROPEEN DE 1992-1993**
- IV. **LA CRISE MEXICAINE DE 1994-1995**
- V. **LA CRISE ASIATIQUE DE 1997**
 - A. **CONTEXTE**
 - B. **MECANISMES**
- VI. **LA CRISE RUSSE DE 1998**
- VII. **LES CRISES EN ARGENTINE**
 - A. **ENTRE 1998 ET 2002**
 - B. **LE RISQUE DE DEFAUT DE PAIEMENTS EN 2020**

MOTS CLES : endettement, confiance, régime de change, régime de change fixe/flexible, ancrage glissant, caisse d'émission, crise de change, crise boursière, crise bancaire, crise monétaire, anticipation, krach boursier, effet tequila, effet systémique, spéculation, crise de « seconde génération », crise de « troisième génération ».

THEORIES/AUTEURS : Paul Volcker, plan Baker (1985), plan Brady (1989), Glass Steagall Act/Banking act (1933)^{***}, Financial Services Modernization Act (1999), John Hicks (1974)^{***}, Hyman Minsky (1974)^{***}, Barry Eichengreen et Alain Naef (2020), Maurice Obstfeld (1994)^{***}, Paul Krugman (1999).

BIBLIOGRAPHIE :

- Combe, E. (2019). Précis d'économie. PUF. **Chapitre 9 – Le désordre monétaire international. Les relations monétaires internationales III. et IV.**
- Drobinski, V. (2021). Introduction à l'économie. Ellipses : **Chapitre 7 – Les marchés financiers.**

DOCUMENT COMPLEMENTAIRE : Crise de la dette : passer de l'urgence à la croissance !

L'Ethiopie se dit incapable de verser les 33 millions de dollars dus à ses créanciers. La menace plane sur la finance internationale, avec un excès d'endettement qui heurte un durcissement monétaire.

LA
CHRONIQUE
de Jean-Marc
Daniel



Il y a un peu plus d'un mois, l'Ethiopie s'est déclarée incapable de verser les 33 millions de dollars qu'elle devait à ses créanciers. Le montant faible de la somme par rapport à la taille de son économie – le PIB éthiopien est de 93 milliards de dollars – montre la volonté d'Addis-Abeba de poser le problème de l'endettement des pays émergents sur un plan avant tout politique.

Ce défaut ainsi voulu par l'Ethiopie rejoint le rôle qu'elle a joué il y a 40 ans dans la prise de conscience des difficultés de ce qu'il était convenu d'appeler le tiers-monde. La famine dramatique que subissait le pays avait attiré l'attention des opinions publiques sur les malheurs de ce tiers-monde. Certes, l'Ethiopie avait surtout sombré à cause de la politique délirante d'un gouvernement militaire se réclamant du marxisme. Mais l'émotion que son sort avait suscitée, au point d'inspirer des chansons de soutien, mettait en lumière la grave crise économique des pays en voie de développement.

Plan Brady

A l'origine de cette crise, il y a un alourdissement brutal de la facture issue de la dette accumulée dans les années 1970. Après 1979, la Réserve fédérale américaine mène une politique restrictive pour se débarrasser de l'inflation. Les taux d'intérêt à court terme américains montent de 7,4 % en 1978 à 14 % en 1981. Les pays endettés en dollars doivent consacrer des sommes de plus en plus importantes pour assumer le service de leur dette.

Le premier à lâcher prise est le Mexique en juillet 1982, enclenchant la chute des dominos, tandis que le FMI est appelé à la rescousse. A partir de 1984/1985 et de l'émoi lié au destin de l'Ethiopie, un accord entre les pays surendettés et leurs créanciers devient un thème central des sommets internationaux. En mars 1989, le FMI adopte enfin un plan en trois volets, dit « plan

Brady », du nom du secrétaire au Trésor américain. Son premier volet est l'échange des dettes des Etats en faillite contre des obligations – les « Brady bonds » – d'une durée de 30 ans et d'un rendement inférieur à celui des dettes échangées. Le deuxième est le fait que ces Brady bonds sont utilisables sur le marché monétaire américain et sont acceptés en refinancement par la Réserve fédérale.

Le troisième est l'acceptation, par les pays qui échangent leur dette contre des Brady bonds, d'une révision de leur politique économique allant dans le sens des préconisations du FMI. Celles-ci associent une contraction à court terme de la demande par une hausse des impôts et une baisse des dépenses publiques à des objectifs de long terme tendant à faire reposer la croissance sur la libéralisation de l'économie. Ce plan est complété en 1996 par une initiative, décidée au G7 de Lyon, dite « pays pauvres très endettés » (PPTTE) d'annulations de dette.

L'Ethiopie veut poser le problème de l'endettement des pays émergents sur un plan avant tout politique.

Bien que l'histoire ne se répète jamais de façon identique, l'Ethiopie sert de nouveau de lanceur d'alerte en soulignant la menace qui plane sur la finance internationale liée, comme dans les années 1980, à un excès d'endettement heurtant un durcissement monétaire. Elle conforte le diagnostic du « chief economist » de la Banque mondiale qui constatait en décembre dernier : « Dans un contexte marqué par la plus forte hausse des taux d'intérêt mondiaux depuis quatre décennies, les pays en développement ont dépensé un montant record de 443,5 milliards de dollars pour assurer le service de leur dette publique extérieure et des dettes garanties par l'Etat en 2022, soit une augmentation sur un an de 5 % ».

Il ajoutait que « chaque trimestre où les taux d'intérêt restent élevés se traduit par une augmentation du nombre de pays en développement qui basculent dans le surendettement et se heurtent au

choix difficile entre le service de leur dette publique et l'investissement dans la santé publique, l'éducation et les infrastructures. Cette situation appelle une action rapide et coordonnée de la part des gouvernements débiteurs, des créanciers privés et publics et des institutions financières multilatérales, plus de transparence, de meilleurs outils pour assurer la viabilité de la dette et des modalités de restructuration plus rapides. Faute de quoi, ce sera une autre décennie perdue pour ces pays. » Une réaction reprenant peu ou prou le « plan Brady » s'impose, dans le prolongement de l'octroi de délais de paiement d'ores et déjà accordé à 73 pays.

Fuite en avant

Par-delà, serait-il possible de passer d'une logique de l'urgence à une logique de la croissance où la dette ne serait pas une fuite en avant mais du temps que l'on donne à l'investissement ? En pratique, une dette excessive est une dette improductive, c'est-à-dire une dette qui finance un acteur de l'économie ne créant aucune richesse. Force est de constater que cet acteur est en général l'Etat. C'est ce que théorisait par exemple Maurice Allais à l'occasion de la crise asiatique de 1997 : « Autant la mobilisation d'« épargnes vraies » par les banques pour leur permettre de financer des investissements productifs est fondamentalement utile, autant la création de « faux droits » par la création monétaire (étatique) est fondamentalement nocive, tant du point de vue de l'efficacité économique qu'elle compromet par les distorsions de prix qu'elle suscite que du point de vue de la distribution des revenus qu'elle altère et rend inéquitable. »

Le monde – pays émergents et pays développés – se condamne à un enchaînement de « plans Brady » s'il ne revient pas à la discipline financière qui a fait la force économique du XIX^e siècle. Cette discipline repose sur deux piliers : le premier est le respect de l'équilibre budgétaire structurel, le déficit acceptable étant le déficit conjoncturel, contractuel ; le second est d'avoir des politiques monétaires évitant les embardées dans l'évolution des taux pour donner une certaine lisibilité aux investisseurs privés.

Jean-Marc Daniel est professeur émérite à l'ESCP Business School.

Source : Les Echos, 07 février 2024.

I. La crise de la dette mexicaine en 1982

A. Contexte

- Vidéo à partir de 1 minute.
 - Expliquez l'afflux de capitaux vers le Mexique.
 - Que s'est-il passé en août 1982 ?
 - Qui est venu en aide au Mexique ?
- Les **crédits internationaux** sont accordés dans un climat **inflationniste** avec une **politique monétaire expansionniste** menée aux Etats-Unis après le **premier choc pétrolier de 1973**. La liquidité est **abondante** au niveau mondial pour plusieurs raisons :
 - **Recyclage des pétrodollars** : **actifs financiers** achetés grâce aux **royalties versées en dollars par les compagnies extractrices américaines ou autres, aux gouvernements des pays où elles extraient le pétrole**. Une partie de ces pétrodollars reviennent aux **Etats-Unis** :
 - Soit sous forme de revenus des **exportations** vers les pays producteurs de pétrole : **commerce extérieur**.
 - Soit sous forme d'**investissements financiers** par les pays producteurs de pétrole : **achats de titres américains considérés comme sûrs**.
 - **Sous-évaluation des risques** de non solvabilité en Amérique Latine notamment.
 - Taux d'intérêt **réels très faibles**, voire **négatifs**.
- « **Moment Minsky** » : **choc de taux d'intérêt en octobre 1979**. **Paul Volcker** décide de casser l'inflation américaine en **relevant fortement les taux directeurs**.
 - Or le Mexique s'est endetté à **taux variables** auprès des banques **privées étrangères** : le **poids** de la **dette** devient rapidement **écrasant** avec des **taux d'intérêt réels** augmentant de 20 % entre 1979 et 1981.

B. Mécanismes

- Hausse du **coût de l'endettement** du Mexique, avec des prêts consentis à échéance **plus courte** et à **taux variables**.
- Parallèlement, le **cours des matières premières** diminue progressivement avec la mise en place de la **politique monétaire restrictive** aux Etats-Unis et la **baisse de la demande mondiale suite aux chocs pétroliers**.
 - **Baisse des revenus d'exportation** du Mexique notamment.
 - Exemple : la détérioration des termes de l'échange des pays non pétroliers est de – 12 % entre 1978 et 1982.
- **Eclatement de la crise au Mexique** : la charge de la dette mexicaine **double** en un an. Le pays connaît alors une **fuite massive de capitaux** par une **anticipation de dévaluation du peso**.
 - Le peso est **moins demandé** avec la **baisse des exportations** au Mexique et avec la crainte de **non remboursement** de la dette de ce pays aux **fondamentaux fragiles** : **perte de confiance** donc **perte de valeur de la monnaie**.

- Hors le Mexique avait adopté un régime de **change fixe**... : **défense de la parité** par la banque centrale Mexicaine grâce à ses réserves de change... **jusqu'à un certain point** !
 - Remarque : aujourd'hui, le Mexique a adopté un régime de change flexible.
 - Le Mexique **suspend le service de sa dette extérieure en 1982** ; le président **nationalise** les banques mexicaines ; le peso est **considérablement dévalué**.
 - **Crise systémique** : les banques coupent le crédit à **tous les emprunteurs latino-américains**. Or sur une dette de **635 milliards de dollars à la fin 1982** pour l'ensemble des pays en développement, **près de la moitié** est concentrée sur **cinq pays** (Brésil, Mexique, Argentine, Corée du Sud, Venezuela).
- ⇒ **La crise de solvabilité menace de s'étendre à d'autres pays en développement et les banques créancières sont menacées de faillite...**

C. La résolution de la crise de la dette mexicaine

- **Interventions des institutions internationales et du gouvernement américain** :
 - La Banque des Règlements Internationaux (BRI) et le FMI accordent un **crédit relais** au Mexique : ce sont des financements à **court terme** aux pays faisant face à des difficultés de balance des paiements.
 - Les institutions internationales espèrent ainsi redonner **confiance** aux prêteurs.
 - En parallèle, la réserve fédérale américaine a **assoupli dans les années 80 sa politique monétaire** : **baisse des taux directeurs**. Ce qui rend les emprunts **moins onéreux**.
 - Comme les banques **continuaient** à rationner excessivement le crédit, des **schémas de refinancement américain** (Plan Baker, 1985) et de **réductions de dette bancaire** (Plan Brady, 1989) visent à limiter la contagion de la crise mexicaine aux autres économies.
 - **Plan Baker (1985)** : **nouveaux prêts** aux pays en développement **les plus endettés** pour qu'ils puissent faire face à leurs engagements contre la mise en œuvre de **plans d'ajustements structurels (PAS)**. Uniquement du **refinancement** : **il faudra rembourser**.
 - **Mais** comme les banques continuaient de rationner le crédit de manière excessive, des schémas de **réduction** de dettes bancaires furent mis au point sous l'impulsion du nouveau secrétaire d'Etat au trésor, **Nicholas Brady**.
 - **Changement d'idée** : on **réduit** carrément les dettes extérieures.
 - **Plan Brady (1989)** : instaure le **principe de la réduction de dette**. Le plan a donc permis de restaurer la **stabilité financière** dans les pays d'Amérique latine, moyennant des **pertes** pour les prêteurs.
- **Résolution de la crise de la dette** :
 - Le peso Mexicain est **rattaché au dollar** selon un système de **crawling peg** ou **d'ancrage glissant**.
 - Entre 1988 et 1994, le taux d'inflation chute de 180 % à 7 %. Progressivement, le Mexique redevient un pays **très prometteur et prisé des IDE**...

II. La crise boursière de 1987

- Vidéo de 6 min. 16 à 7 min. 12.
 - Que s'est-il passé en octobre 1987 ?
 - A quel évènement plus ancien cela peut-il vous faire penser ?
- **19 octobre 1987** (Lundi noir) : un **krach boursier** à New-York avec une **spéculation** à la baisse du dollar (vente de dollars contre des marks), suite à l'apparition d'un **désaccord** entre les autorités **américaines** et **allemandes** sur la politique monétaire à mener. Effondrement du Dow Jones de **22,6 %** sur le marché boursier américain.
 - **Allemagne** : politique monétaire **restrictive** pour augmenter les taux d'intérêt **pour lutter contre l'inflation**.
 - **Etats-Unis** : politique monétaire **expansionniste** pour baisser les taux d'intérêt car tendance à la **baisse de l'activité économique** dans le pays et pour **aider** les pays d'Amérique Latine comme on vient de le voir à se financer à moindre coût.
 - Les agents **anticipent** donc une **dépréciation** à terme du dollar. Ainsi, autant s'en débarrasser avant que la valeur du dollar ne baisse : **attaque spéculative à la baisse du dollar**.
- Mais la **contagion au reste de l'économie mondiale est évitée**. Il ne fallait pas refaire les erreurs de la crise économique de 1929 !
La Fed et les autres banques centrales **injectent massivement du dollar dans l'économie** pour **éviter les faillites bancaires en chaîne**.
 - Nécessité d'une action **concertée et coordonnée** par les différentes autorités monétaires : il n'y a pas eu de panique bancaire **généralisée**, si bien que les effets sur l'économie réelle ont été **relativement faibles**.
 - De plus, **depuis 1929**, les Etats-Unis se sont dotés d'**instruments de régulation financière protecteurs** : **Glass Steagall Act ou Banking Act (1933)** :
 - **Federal Deposit Insurance Corporation** : création d'un **fonds d'assurance des dépôts** aux Etats-Unis. Ce qui limite la **panique bancaire**, en limitant les **ruées bancaires**.
 - Séparation des métiers de banque de **dépôt** et de banque d'**investissement** : fin du modèle des **banques universelles** pour limiter l'impact des faillites bancaires sur les dépôts et donc les petits épargnants.

⇒ Abrogé et remplacé par le **Financial Services Modernization Act (1999)** qui autorise la création de **banques universelles**. **Trois** raisons à ce retour en arrière :

 - Forte pression des **lobbies des banques** ;
 - Majorité **républicaine** au congrès ;
 - Fusion souhaitée pour la création d'un grand groupe financier, **Citygroup uniquement possible si banques universelles à nouveau autorisées** : Citycorp (secteur bancaire/banque de dépôt) et Travelers Group (assurance, crédit, courtage = finance/banque d'investissement).

⇒ Intérêt **renouvelé** avec la crise de 2007 : la **loi Dodd-Frank** qui introduit la **règle Volcker (2010)**, qui permet de revenir à une **certaine séparation** des activités **traditionnelles** des banques, de leurs activités d'**investissements** potentiellement **spéculatifs**.

III. La crise du système monétaire européen de 1992-1993

- **Rappel** : SME (1979 – 1998) : chaque monnaie a un **taux de change fixe exprimé par rapport à l'ECU (créé en 1975 à la conférence de Lomé)**, à partir desquels sont déterminés des **cours pivots bilatéraux** entre monnaies européennes.
 - Les marges de fluctuations sont de **+/- 2,25 %** (élargies à 6 % pour certaines monnaies comme la lire italienne jusqu'en 1990, la peseta espagnole, l'escudo portugais, la livre sterling).
 - Ce système de changes fixes est **néanmoins ajustable**. Si les parités ne parviennent pas à être maintenues dans les marges autorisées, elles peuvent être **officiellement modifiées** (« **réalignements monétaires** »).
 - 1992 : **vague de spéculation** contre la livre sterling, la lire italienne, la peseta espagnole et l'escudo portugais par des **anticipations de dévaluation** de ces monnaies. La lire et la livre **quittent** le SME et flottent à la baisse, et la peseta et l'escudo sont **dévalués**.
 - 1993 : **attaque spéculative** contre le franc et la livre irlandaise que les fondamentaux des économies ne justifient pas. Pour les spéculateurs, la **politique de convergence imposée par le Traité de Maastricht (1992) n'est pas politiquement et socialement soutenable**.
 - Ce sont bien des **crises de « seconde génération »** : **auto-réalisatrices** sans lien avec les fondamentaux économiques.
 - Selon **Barry Eichengreen et Alain Naef (2020)**, la pression sur les devises du SME a commencé à s'intensifier avant la tenue du **second référendum danois** sur le Traité de Maastricht (il fait suite au **rejet** du traité l'année précédente), ce qui suggère que celui-ci a été **un facteur aggravant**, mais non l'amorce, de la crise du SME.
 - La phase **la plus aiguë** de la crise du SME semble avoir débutée avec **les propos plus ou moins informels** tenus par **Helmut Schlesinger**, le président de la Bundesbank à l'époque, à la veille du référendum **français** sur le Traité de Maastricht.
 - Il a pu suggérer que la banque centrale allemande n'était **pas prête à intervenir massivement pour soutenir le cours des autres monnaies** : signal possible que la coopération entre les banques centrales du SME **était limitée**.
 - Ce sont de tels propos qui ont pu ainsi amener les investisseurs financiers à véritablement **douter de la crédibilité du projet d'unification monétaire**.
- ⇒ Mènera à l'élargissement à **+/- 15 % des marges de fluctuations**. Ce qui **désarmera** les spéculateurs.

IV. La crise mexicaine de 1994-1995

- A partir des années 1990, des placements importants sont à nouveau effectués au sein des pays émergents, en Asie de l'Est et au Mexique essentiellement. Il ne s'agit **plus de prêts bancaires** comme à la fin des années 1970, mais d'**investissement directs étrangers** ou d'**investissement de portefeuille** attirés par des **rendements élevés** et rassurés par les **politiques libérales** mises en œuvre sous l'égide du FMI.
 - On passe d'une économie d'**endettement (finance intermédiée)** à une économie de **marchés financiers (finance de marché)**. Terminologie de **John Hicks, 1974**.
- **Sous-estimation du risque de défaut et hausse de l'endettement extérieur des pays en développement, notamment d'Amérique Latine.**

- A partir de 1994, des changements de nature **politique** modifient le climat au Mexique : révolte des indiens du Chiapas, assassinat d'un candidat aux élections présidentielles, Luis Donaldo Colosio.
 - Le **déficit de la balance commerciale Mexicaine** s'aggrave de plus en plus, avec l'**accélération de l'inflation**. Signes que l'économie est **sous perfusion**, qu'elle vit **au-dessus** de ses moyens.
- ⇒ La **myopie** vis-à-vis de l'accroissement de l'endettement du Mexique a conduit à une **crise de défiance** quant à ses capacités de remboursement : **sortie de capitaux soudaine (rapatriés aux Etats-Unis)** menant à un déficit de la balance des **capitaux** en 1994.
- La banque centrale mexicaine tente alors de **protéger la valeur du peso** en achetant du peso contre des devises pour lutter contre **sa tendance à la dépréciation**.
 - Mais les réserves de change s'épuisent en quelques jours et le taux de change s'effondre, obligeant la banque centrale mexicaine à **renoncer au système d'ancrage glissant à taux fixe indexé sur le dollar**.
 - **Dévaluation en décembre 1994 de 15 %**, **chute du PIB de 7 %** et l'inflation 'accélère à **50 % annuel**.
 - **Intervention du FMI : plan de stabilisation** assorti de mesures **drastiques** afin d'assainir les finances publiques.
 - La crise mexicaine sème au final le **trouble** sur les marchés financiers pour les **autres pays latino-américains** (Argentine, Brésil, Pérou) et entraîne une volatilité accrue des marchés dans **d'autres parties du monde** (en Asie) : c'est l'**effet « téquila »**.
 - Les **causes** et le **contexte** de cette crise (**libéralisation financière** et **absence de ratios prudentiels, sous-estimation des risques de défaut, ancrage de la monnaie sur le dollar**) restent les mêmes pour la crise asiatique de 1997, qui est vue souvent comme une **conséquence** de la crise mexicaine.

 *Regarder la vidéo sur l'effet Téquila sur le site internet du cours.*

V. La crise asiatique de 1997

- Crise de **surinvestissement** aggravée par des **fragilités bancaires**, une **dégradation du solde courant** et une **inadaptation du taux de change fixe** aux fondamentaux économiques.
 - **Crise de « troisième génération »** exposée par **Paul Krugman (1999)**.

A. Contexte

- Afflux massif de capitaux **étrangers** en Asie du Sud-Est : **abondance de liquidités** qui favorise la **prise de risque**. L'excédent de la balance des **capitaux** permet de financer le déficit de la balance **commerciale**.
- Les **systèmes prudentiels** sont inadaptés à la **libéralisation** des économies asiatiques et à leur ouverture aux **échanges internationaux** : les banques prêtent à tout va **sans se préoccuper des niveaux de risques**.
- **Régime de change** : **ancrage** des monnaies asiatiques sur le dollar, qui a conduit à une **surévaluation progressive** des monnaies asiatiques.
 - L'ancrage fixe sur le dollar de plusieurs monnaies de la région donnait l'**illusion d'une garantie de change**. Ce qui permit un endettement important à **court terme** et en **devises étrangères** du **système**

bancaire local, sans se préoccuper du **risque de change**, pour financer des investissements **immobiliers massifs**.

- Les banques pensaient que le taux de change était **solidement** ancré sur le dollar et qu'elles n'avaient **pas besoin de se couvrir** contre un quelconque risque de change...
- **Sous-estimation des risques** : les banques **locales** étaient le maillon faible du système du fait des risques qu'elles portaient : **risque de crédit** (sur les débiteurs) et surtout **risque de change** car **leurs emprunts étaient libellés en dollar**.

B. Mécanismes

- **Déclenchement en Thaïlande** :
 - La crise asiatique a été précédée par la **dégradation des balances courantes** dans les années 1980 et 1990 : Corée, Malaisie, Philippines, Thaïlande.
 - La monnaie devrait **théoriquement** se déprécier car **les fondamentaux se dégradent...**
 - Mais comme le taux de change fixe ne peut pas se déprécier, **le baht (monnaie thaïlandaise) apparaît alors surévalué (crise de change) : attaque spéculative**. Ce qui mènera à **l'abandon de l'ancrage du baht** sur le dollar le 2 juillet 1997.
- **Renchérissement des dettes libellées en devises** du fait de **l'appréciation du dollar par rapport au bath**.
 - Dès que l'ancrage de la monnaie n'est plus maintenu, **sortie des capitaux étrangers. Insolvabilité et illiquidité** des banques locales (crise de **change** qui entraîne la **crise bancaire**).
 - Effondrement de la **demande dans l'immobilier** et **ventes forcées** pour honorer les prêts (**spirale dette-déflation d'Irving Fisher, 1933**) : **crise immobilière** en Thaïlande qui provoque une **brutale augmentation des créances douteuses** dans le bilan des banques.
- **Panique et contagion aux autres pays, Malaisie, Indonésie, Philippines, Hong-Kong, Corée du Sud** :
 - Points communs entre les **indicateurs macro-économiques** des différents pays voisins.
 - **Fuite des capitaux + contagion de la crise bancaire** aux autres pays voisins.
Exemple : les banques coréennes avaient massivement prêté aux banques thaïlandaises.
 - **Attaques spéculatives** en Indonésie, Malaisie, Philippines puis Hong-Kong et Corée du Sud.
Exemple : attaque spéculative contre le *currency board* de Hong-Kong. Alors que le système est **sain** et que les réserves de changes sont **abondantes**, des fonds d'investissement spéculent sur le décrochage du \$ de Hong-Kong.
L'attaque contre la devise de Hong-Kong a été un **catalyseur dans la propagation de la crise**. La fuite des capitaux a entraîné la **dévaluation des devises** de la région. En deux mois, le **won coréen** a perdu 50 % de sa valeur et la **roupie indonésienne** 80 %.
- **Interventions des institutions internationales et du gouvernement américain** :
 - Le gouvernement américain débloqua une **aide d'urgence** pour la Corée qui calma un peu la spéculation.
 - Le FMI organisa des **opérations de prêts** (Thaïlande, Indonésie, Corée du Sud).
- Remarque : impact de cette crise au regard de la méfiance de la Chine vis-à-vis d'un financement **uniquement tourné vers les capitaux internationaux**. La Chine préfère financer son développement sans recourir

massivement à l'épargne étrangère. Elle cherche donc à **dégager une épargne domestique** et des **excédents commerciaux** pour financer son propre développement **sans recourir à l'emprunt étranger**.

VI. La crise russe de 1998

- L'Etat russe a émis des titres d'Etat (**appelés GKO**) pour financer son **déficit public**.
- La Russie n'a pas bénéficié d'entrées **massives** de capitaux mais elle a connu quand même des **rapatriements massifs après la crise asiatique : contagion de la crise asiatique**.
 - Les investisseurs se sont inquiétés de la **capacité de l'Etat russe à rembourser sa dette et à payer ses intérêts**.
- En 1998, les taux d'intérêt sont montés **au-dessus de 80 %** alors que l'inflation était **inférieure à 10 %** et que le taux de change était **stable** : augmentation de la **prime de risque**.
 - La charge de la dette russe croissait à un rythme **exponentiel**.
 - Ce qui a conduit à un **défaut de paiement irrémédiable**, la dette russe étant à **très courte échéance**.
- Le FMI est intervenu avec un **rééchelonnement de la dette**, prévoyant que les **banques russes** allaient **acheter les GKO**. Mais les banques russes souffraient d'un important **manque de liquidités** et elles **n'ont pas réussi à refinancer la dette étatique**.
- En deux semaines, le **système bancaire russe se désintégra**, le marché des GKO fut fermé (**plus d'acheteurs !**) ; le **rouble s'effondra** et le gouvernement russe prononça unilatéralement le **moratoire sur la dette publique** et sur les **engagements externes** des banques russes. Les **créanciers** supportèrent des pertes considérables.

VII. Les crises en Argentine

A. Entre 1998 et 2002

- **Contexte**
 - Régime de **caisse d'émission** (*currency board*) sur le dollar **depuis 1991**.
 - Cela interdisait le **financement monétaire de la dette publique** de manière à **lutter contre l'hyperinflation** qui caractérisait l'économie argentine dans la fin des années 1980.
 - L'émission de monnaie est possible **ssi achat de dollars** : cela alimente les réserves de change comme ça se crée un **coussin de sécurité**. Et cela **limite les politiques monétaires expansionnistes** de fait.
 - Le **paiement régulier du service de la dette et l'ancrage du peso sur le dollar** sont les deux conditions de **l'attractivité du territoire argentin** pour les capitaux étrangers.
 - En 1999, une forte dévaluation du réal brésilien a suscité des doutes sur la **soutenabilité** de la dette argentine faisant **monter la prime de risque**.
 - Le **déficit courant argentin** a conduit à une **surévaluation croissante du peso argentin par rapport au dollar** (comme dans la crise asiatique).
 - Et en plus, le **dollar s'appréciait** de plus en plus sous l'effet de la **bulle internet** de l'an 2000.
- ⇒ Les exportations et la compétitivité prix **chutent**.

- Le peso **devrait se déprécier** mais comme il est indexé sur le dollar, cela n'est pas possible : **utilisation des réserves de change** jusqu'à ce que ce ne soit plus possible !
- Le pays traverse une **phase de ralentissement économique et de fort chômage** : taux de chômage de 17,4 % en 2001, - 11 % taux de croissance en 2002 ! **Défaut de paiement à hauteur de 100 milliards de dollars** !
 - Malgré **une intervention du FMI et d'autres institutions internationales en 2000**, les investisseurs étaient convaincus que l'Argentine était devenue **insolvable**.
 - ⇒ « **Sudden stop** » : **crise de confiance, de liquidité** et **credit crunch**.
 - **En février 2002**, le système de **caisse d'émission** était **officiellement aboli** et remplacé par un système de change **flexible** après une **dévaluation très forte du peso argentin de 400 %**.
 - La **diminution des dépenses publiques** exigée par le FMI a aggravé la récession menant à une **vraie crise sociale**.
- Sous l'égide du FMI, un **schéma de restructuration** de la dette argentine est prévu.
 - **1^{ère} vague 2005** : **70 % des créanciers** acceptent le plan de remboursement qui prévoit une **décote de 70 %**.
 - **2^{nde} vague 2010** : au total 93 % auront accepté ; il reste 7 % qui continuent à se battre sur le plan juridique.
 - On les appelle les **fonds « vautours »** : fonds **d'investissement spéculatifs** qui se spécialisent dans l'achat à bas prix de **dettes émises par des débiteurs en difficulté** ou **proches du défaut de paiement** avec pour objectif de réaliser **une plus-value** :
 - Soit lors de la phase de **restructuration de la dette**.
 - Soit en refusant la restructuration et en obtenant **par action en justice le remboursement de leur créance à une valeur proche de la valeur nominale plus intérêts et éventuels arriérés de retard**.

B. Le risque de défaut de paiement dans les années 2020

- En **2015**, élection de **Mauricio Macri**, libéral, opposé à l'interventionnisme de **Cristina Kirchner** qui le précède. Il adopte les mesures économiques suivantes :
 - **Levée du contrôle des changes et dévaluation du peso de 30 %** ;
 - **Libéralisation de l'économie argentine** : forte augmentation du prix du gaz, de l'électricité, des transports et flexibilisation du marché du travail ;
 - **Retour sur le marché financier international** afin de se financer ;
 - **Politiques budgétaires de rigueur** ;
 - **31 mars 2016** : loi du sénat argentin pour rembourser 4,65 milliards de dollars aux *hedge funds*.
 - **Jackpot pour les fonds vautours** : NML capital, un fonds d'investissement particulièrement agressif, empoche 2 milliards pour des obligations d'Etat achetées 80 millions, soit 2 500 % de plus-value !
- Mais cela conduisit à la **récession** avec **crise de l'emploi**, relance de l'**inflation** et **baisse de pouvoir d'achat** : **crise sociale**.
 - L'inflation atteint 53 % en 2019, et la pauvreté 35 %. **Vidéo jusqu'à 2 min. 20**.
- **2019** : élection du péroniste de centre-gauche **Alberto Fernandez**, épaulé par l'**ex-présidente Cristina Kirchner**.

- L'Argentine est entrée à nouveau en **défaut de paiement (9^{ème} de son histoire) en mai 2020** en n'honorant pas une échéance de **500 millions de dollars** d'intérêt à payer.
 - **Chute du PIB de 10 % ; taux de pauvreté à 42 % en 2020.**
 - **Accord de restructuration de sa dette en septembre 2020** permettant notamment de bénéficier d'une **baisse des taux d'intérêt (de 7 % à 3,07 %)**. Mais ce n'est pas fini...
 - Accord sur le **rééchelonnement des remboursements de la dette du pays auprès du FMI** contre notamment un contrôle du **déficit public**, appelé à décroître jusqu'à atteindre 0,9 % en 2024.
- Mais la situation économique est toujours **très précaire** : **le taux de croissance a atteint -1,8 %**, **l'inflation les 110 % en 2023**, et **l'Etat argentin est encore endetté à hauteur de 3 milliards de dollars auprès d'investisseurs privés** ! Alors qu'est arrivé au pouvoir **Javier Milei en décembre 2023**, partisan de **l'école autrichienne** sur le plan économique.