

## LA CRISE DE CHANGE DES PAYS ÉMERGENTS DE L'ÉTÉ 1997

*La crise de change qui a affecté les devises de plusieurs pays émergents au mois de juillet 1997 est riche d'enseignements. Loin de frapper les seules devises asiatiques, elle a également touché plusieurs monnaies européennes. L'appréciation du dollar vis-à-vis du yen et du mark paraît être un facteur important, mais l'ensemble des économies concernées présentent également les mêmes configurations macro-économiques. Or, si on y relève bien des déséquilibres, qui ne sont pas sans rappeler les risques révélés par le choc mexicain de 1994 (de forts déficits courants associés à une appréciation du change réel vis-à-vis du dollar), leurs atouts ne manquent pas comparativement aux autres économies émergentes : niveau élevé d'investissement, endettement extérieur modéré. La question du maintien du rythme d'investissement des économies dynamiques et, dans ce cadre, des orientations de politique économique est donc bien posée. Cette étude reprend le supplément n° 3 de la revue « Risques émergents ».*

Les derniers mois auront été marqués par de fortes tensions sur les marchés des devises des pays émergents. En mai 1997, une première phase d'attaques spéculatives avait conduit à l'adoption de mesures de contrôle des changes par les autorités thaïlandaises et, quelques jours plus tard, à l'abandon des marges de fluctuations de la couronne tchèque. Le 2 juillet 1997, la décision de laisser flotter le baht thaïlandais se traduisait par une dévaluation *de facto* de 18% (25% du 2 juillet au 8 août). Le 11 juillet, le peso philippin devait subir le même sort (8%). Au cours de cette même semaine, la couronne tchèque devait pour sa part céder à nouveau près de 7% vis-à-vis du dollar, suivie du zloty polonais (6%) et de la couronne slovaque (6%). Le ringgit malaysien était également mis sous tension, la surprise de la non-intervention des autorités monétaires et donc, le flottement de fait, limitant néanmoins la portée de l'attaque (7%). Une semaine plus tard, la rupiah indonésienne était à son tour touchée, abandonnant près de 7% vis-à-vis du dollar après l'élargissement de sa bande de fluctuation de 8% à 12%.

Compte tenu de l'ampleur modérée de la crise, de son caractère diffus et de ses faibles retombées internationales, on est bien loin du choc mexicain de décembre 1994. Cependant les configurations macro-économiques de chacun de ces pays présentent trop de similitudes pour ne pas être rapprochées.

### ◆ UNE CONFIGURATION À LA MEXICAINE ?

À certains égards, les caractéristiques des pays attaqués s'éloignent considérablement de celles du Mexique de 1994.

Ces pays appartiennent au groupe des économies émergentes les plus dynamiques (graphique 1) : elles connaissent un taux de croissance élevé (rythme supérieur à 5% en 1996 et 1997) et possèdent des taux d'investissement très supérieurs à ceux que l'on observe dans les pays développés (plus de 20% en 1996).

Si l'on exclut l'Indonésie, les économies dont les devises ont été touchées sont globalement moins endettées que le Mexique de 1994, relativement à leur niveau d'exportation et la plupart d'entre elles disposent de réserves extérieures bien plus confortables (graphique 2).

On est donc bien loin de la situation mexicaine où une croissance modérée (3%), reposant sur une forte consommation et un faible taux d'investissement, coexistant avec un niveau d'endettement extérieur déjà relativement élevé, était apparue comme une cause importante du dérapage.

Pourtant, l'analyse de l'évolution de ces économies au cours de la dernière période indique que, dans tous les pays, à l'exception peut-être de la Malaisie et de l'Indonésie, la crise de change répond à une situation de déséquilibre macro-économique rappelant celle qui avait été observée au Mexique en décembre 1994.

Pour la plupart, ces économies font apparaître entre l'épargne et l'investissement un important déséquilibre, qui se manifeste par la présence d'un déficit courant élevé. Dans certains cas, comme la Thaïlande ou la République tchèque, ce déficit a connu une forte dégradation sur la dernière période. Dans le même temps, les soldes budgétaires sont en général proches de l'équilibre, ce qui témoigne à la fois d'un déséquilibre de financement attribuable au seul secteur privé et du faible poids de la dette extérieure publique (graphique 3).

Les problèmes de compétitivité, dont une composante importante est l'appréciation du change réel, paraissent expliquer largement ce déséquilibre. Ces économies possèdent un solde du commerce extérieur souvent très déficitaire et ont toutes connu au cours de la période 1994-96 une forte appréciation réelle de leur devise vis-à-vis du dollar (graphique 4) et, de manière encore plus marquée, vis-à-vis du yen et du mark.

Enfin, le financement de ces économies s'accompagne d'un accroissement sensible de la dette extérieure privée et peut ponctuellement se traduire par un gonflement des financements courts. La part des investissements directs dans le PIB est en général faible, tandis que la dette à court terme peut être élevée, en proportion de la dette totale.

### ◆ LE DYNAMISME ET SON DÉRAPAGE

Certes, ces différentes économies se distinguent sur de nombreux points qui ne doivent pas être négligés<sup>1</sup>. Néanmoins, la crise actuelle montre bien qu'à partir de situations structurellement solides, certaines économies émergentes sont susceptibles d'entrer dans une spirale provoquant la perte de contrôle de leur demande intérieure. Ce mécanisme peut parfaitement être illustré par les exemples d'économies aussi éloignées que la Thaïlande et la République tchèque.

L'écart d'inflation avec les pays développés, ajouté à la nécessité d'encourager la constitution d'une épargne domestique, se traduit par des niveaux de taux d'intérêt nominaux relativement élevés. Les entrées de capitaux peuvent donc très rapidement excéder les besoins de financement des balances courantes. Selon le régime de change adopté, cela se traduit par un accroissement des réserves de change (graphique 5) ou par l'appréciation du

taux de change nominal à l'intérieur des marges de fluctuation. Dans tous les cas, on observe une appréciation du taux de change réel (graphique 6).

L'entrée des capitaux, associée à des anticipations de croissance très favorables, alimente la demande domestique. Le taux d'investissement s'accroît plus que le taux d'épargne nationale, compte tenu de l'expansion parallèle de la consommation (graphique 7).

Appréhendé du point de vue de la balance des paiements, ce mécanisme se traduit par une forte stimulation des importations (de biens d'équipement comme de biens de consommation), tandis que la progression des exportations est contrariée par les pertes de compétitivité-prix, liées à l'appréciation réelle du taux de change. Le déficit courant se creuse donc sous l'effet de l'aggravation du déficit commercial (graphique 8). Alors que le développement de la demande extérieure avait entraîné des anticipations très favorables de croissance, stimulant la demande intérieure, le mécanisme contraire ne s'observe pas : la consommation et l'investissement continuent de croître, malgré le ralentissement des exportations.

La réponse par des politiques monétaires restrictives est rendue très difficile en raison de la présence de capitaux spéculatifs. La hausse des taux d'intérêt renforce l'attrait de la devise locale et l'appréciation du change. Le recours à la dévaluation est rejeté, en raison de ses effets inflationnistes et de la brutalité du retournement de confiance auquel il exposerait l'économie. Ne voulant pas instaurer un contrôle sélectif des entrées de capitaux, les autorités nationales disposent de moyens très limités : tentatives de stérilisation, accroissement des réserves obligatoires pour la restriction du crédit interne et élargissement des marges de fluctuations afin d'accroître le risque de change.

Ce processus finit cependant par se heurter au retournement de confiance dans la devise, la crise de change apparaissant comme la première étape (mais non la seule) de la correction. En plus du tarissement brutal des sources de financement, il s'ensuit un retournement des anticipations de croissance et une forte contraction de la demande intérieure, alors susceptible de restaurer les comptes extérieurs du pays.

Ce type d'enchaînement doit-il être considéré comme une fatalité ou être attribué à des éléments purement exogènes (chocs extérieurs) ou à de mauvais ajustements de la politique économique ?

#### ◆ LE CONTEXTE INTERNATIONAL

Le premier élément de réponse est que le contexte international s'est révélé particulièrement propice à l'aggravation des tensions sur les devises.

Alors que les conditions de liquidité s'étaient durcies dans la période précédant le choc mexicain, les taux courts japonais et allemands atteignent aujourd'hui des points bas historiques, tandis que les taux américains sont relativement stables. Les taux longs internationaux sont pour leur part maintenus à un niveau faible depuis plus d'un an. La crise de juillet 1997 se déclare donc dans un contexte où l'accroissement des liquidités à la recherche de hauts rendements exacerbe la sensibilité aux taux

d'intérêt nationaux des mouvements de capitaux vers les pays émergents.

Mais surtout, le dollar remonte fortement vis-à-vis du mark et du yen, alors qu'il se situait dans une phase de dépréciation à la veille du choc mexicain. La forte appréciation réelle des devises vis-à-vis du mark et du yen s'est donc traduite par des pertes de compétitivité importantes des économies exposées à la concurrence des produits japonais et européens et donc, en premier lieu, des économies asiatiques et est-européennes (graphique 9).

#### ◆ LES RÉGIMES DE CHANGE SONT-ILS EN CAUSE ?

Cette sensibilité des économies émergentes aux mouvements des devises fortes pose directement le problème de la pertinence des politiques de change. Dans le cadre d'une politique monétaire axée sur le maintien de la compétitivité extérieure, on aurait naturellement assisté à une dépréciation vis-à-vis du dollar, limitant les répercussions de la hausse vis-à-vis du yen et du mark. Or cela n'a pas été le cas. Plus que le régime de change à proprement parler, cette situation révèle donc les contradictions qui sont apparues entre les différents objectifs des politiques monétaires.

L'une des principales caractéristiques communes de ces pays est qu'en raison de leur faible endettement, l'ajustement extérieur (c'est-à-dire la nécessité de dégager un surplus d'épargne destiné au service de la dette) ne fait pas partie des objectifs de la politique monétaire. De même, la relative stabilité monétaire libère la Banque centrale d'objectifs fortement déflationnistes.

La politique monétaire est donc *a priori* vouée, par les moyens traditionnels de maniement des taux d'intérêt mis à sa disposition, à encourager la croissance, tout en assurant la poursuite du ralentissement de l'inflation. L'objectif de soutien à la croissance est particulièrement présent en Asie, tandis qu'il est mis en balance, en Europe de l'est, avec celui de la réduction progressive du rythme d'inflation.

La stabilité des économies encourage la libéralisation des flux de capitaux, considérée par ailleurs comme une condition préalable au financement de la croissance par des flux de capitaux privés. Le régime de change adopté répond alors à une double contrainte : il doit à la fois comporter une certaine marge de flexibilité et assurer le maintien de la compétitivité extérieure.

L'ensemble des économies dont les monnaies ont été attaquées s'inscrivaient, avant la crise de change, dans une configuration de flottement contrôlé, associé à une large liberté de circulation des capitaux (tableau 1). Généralement, et au moins officiellement, le système reposait sur la définition d'un taux objectif sur la base d'un panier de devises, encadré d'une marge de fluctuation plus ou moins large. Dans le cas de l'Indonésie et de la Pologne, il intègre un mécanisme de parité glissante (*crawling peg*) compensant l'effet de l'inflation sur le taux de change réel.

Compte tenu des objectifs initiaux des politiques monétaires, ces régimes n'étaient pas inadaptés. Mais, dans un contexte de forte dépendance aux capitaux spéculatifs, il est cependant devenu impossible d'effectuer l'ajustement commandé par la dégradation de la

compétitivité (modification des poids dans le panier ou dévaluation). Ce qui, dans un autre régime de change se serait traduit par la dépréciation des devises (flottement), s'est traduit ici, comme dans un régime de change fixe, par des attaques spéculatives (voir encadré). Signalons à cet égard que la dégradation modérée de la situation du Mexique depuis 1996 (appréciation du change, retournement du solde courant) démontre que, même dans une situation de flottement, les pressions à l'appréciation liée à l'afflux des capitaux peuvent se poursuivre indépendamment du solde courant.

#### ◆ UNE MAUVAISE AFFECTATION DE L'INVESTISSEMENT

Si les objectifs des politiques monétaires arrivent à ce point de contradiction, cela signifie que, plus fondamentalement, le problème posé par la crise de juillet 1997 est celui d'un excès de financement, relativement aux capacités concurrentielles des économies. Malgré le taux élevé d'investissement, les systèmes nationaux n'ont pas trouvé le moyen d'orienter le financement extérieur vers des secteurs assurant un accroissement équivalent du taux d'épargne domestique. Autrement dit, les investissements n'ont pas engendré de flux nets d'exportations (flux nouveaux d'exportations ou substitués aux importations).

Sans doute, cette crise de change est-elle encore loin d'être achevée. D'une part, de nouvelles corrections sur le change sont à prévoir dans les économies les plus fragilisées (Thaïlande, République tchèque, ...). D'autre part, on est loin d'être allé au bout de ses conséquences. Les corrections et le retournement de confiance sont de nature à enclencher un processus très récessif, dont on peut attendre qu'il ramènera le pouvoir d'achat des économies au niveau de leurs capacités concurrentielles. Les risques soulevés en termes d'insolvabilité bancaire ou d'instabilité politique sont loin d'être négligeables.

Le second enseignement est que l'ensemble des économies est potentiellement exposé à ce type de déséquilibre, dès lors que le degré d'ouverture aux financements extérieurs ne répond pas aux capacités productives des économies, et notamment à l'efficacité de l'investissement. Cela implique d'examiner de près l'évolution des systèmes productifs non seulement dans les économies à forte croissance ouvertes aux capitaux extérieurs, mais également dans celles qui maintiennent encore des contrôles et dont l'ouverture pourrait être à l'ordre du jour : Chili, Corée et Chine.

Dans ce cadre, il est nécessaire d'accorder une vigilance accrue à plusieurs types de facteurs pouvant hâter le déclenchement d'une spirale d'investissement non rentable (ou prématuré) et qui sont particulièrement présents au stade actuel de développement de ces économies.

Parmi ces facteurs, l'état des systèmes bancaires occupe une place non négligeable. D'une manière générale, on relève que la libéralisation financière, qui accompagne généralement l'ouverture aux flux de capitaux, peut se traduire par d'importants problèmes de bilan. Les banques recherchent alors diverses solutions pour

accroître leur rentabilité (accroissement du crédit, notamment à la consommation, élévation des taux d'intérêt, placements immobiliers, ...). Cela se traduit à la fois par un gonflement général du crédit et par un effet d'antisélection du crédit productif. A cet égard, autant constater que l'ensemble des pays d'Asie, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovaquie et le Mexique, font apparaître de graves difficultés, qui risquent de s'accroître encore dans l'hypothèse d'une réduction de la croissance, tandis que des économies comme la Pologne ou la Chine sont dans une situation à peine moins critique (graphique 10).

Les problèmes soulevés par la spécialisation internationale accentuent encore les difficultés des pays à fort taux d'investissement restant positionnés sur des créneaux traditionnels (comme c'est le cas de la Thaïlande), ou des pays déjà engagés sur des produits à plus forte valeur ajoutée, mais qui sont concurrencés par des économies à moindres coûts. Ce problème rejoint alors celui de l'évolution des sociétés et de la pression croissante à la hausse des revenus dans les pays les plus avancés (Chili, Corée du Sud, Mexique, République tchèque, Pologne, ...). Il pourra, dans l'avenir, être exacerbé par les rapprochements régionaux avec des pays développés (ALENA pour le Mexique, intégration à l'Union européenne pour les pays de l'Est).

Dans tous les cas, il apparaît que le recours aux instruments de politique industrielle, susceptibles de faciliter une bonne orientation de l'investissement (aménagement de la fiscalité ou formes sélectives de crédit) sera l'un des éléments déterminants de l'évolution des économies émergentes dynamiques. De ce point de vue, les économies qui privilégient le recours à l'investissement direct, à la fois comme source de financement stable et comme instrument de modernisation sélective de leur économie, paraissent relativement moins exposées (graphique 10). Parmi celles-ci, on relève notamment la Malaisie et l'Indonésie (dans le secteur pétrolier).

Les configurations actuelles de risque ne se limitent pas seulement aux situations traditionnelles d'endettement élevé (Brésil, Argentine, Hongrie, ...) ou à l'absence de stabilisation monétaire des économies, souvent associée à une forte instabilité politique (Russie, Turquie, Bulgarie, ...). La crise de change de l'été 1997 sanctionne l'ensemble des déséquilibres associés à la forte croissance d'économies dynamiques. Alors que l'on pouvait supposer une marge de manoeuvre relativement large, les évolutions récentes ont au contraire démontré que, dans un contexte de grande liquidité internationale, ce mode de croissance peut rapidement buter sur un seuil d'inefficacité des systèmes productifs et se traduire par une brutale correction, aux effets potentiellement dévastateurs (insolvabilité bancaire, instabilité politique). Il n'y a pas de modèle de développement sans risque.

*Achévé de rédiger le 8 août 1997 par l'équipe de recherche "risque pays - marchés émergents"*

<sup>1</sup> voir supplément n°3 de Risques émergents pour les pays asiatiques (août 1997) et Risques émergents n°5 pour les pays de l'Est (juin 1997).

<sup>2</sup> voir la typologie de Zones émergentes n°3, mai 1997

## L'attaque spéculative sur le baht : un bras de fer inégal

A chaque attaque spéculative contre une monnaie plus ou moins ancrée vis-à-vis d'une monnaie ou d'un panier de référence, on assiste à une escalade de moyens mis en oeuvre par les autorités monétaires pour tenter d'enrayer ce qui apparaît bien souvent comme un processus fatal. Si ces réponses à la spéculation peuvent être techniquement plus ou moins efficaces à court terme, il faut néanmoins constater qu'elles ne permettent souvent que de différer l'échéance de la dévaluation ou du flottement.

Techniquement, le principe d'une attaque spéculative est extrêmement fruste. Lorsqu'une devise paraît surévaluée, il suffit d'enchaîner les opérations suivantes pour espérer réaliser une plus-value de change :

- emprunter la monnaie locale, en général pour une durée courte,
- céder le montant emprunté sur le marché des changes contre devise forte, au cours en vigueur, souvent proche du cours officiel,
- refinancer la position courte en monnaie locale jusqu'à ce que celle-ci se soit dépréciée,
- solder la position courte en rachetant la monnaie locale à un cours inférieur.

En pratique, la spéculation peut bien sûr utiliser d'autres canaux en se focalisant sur d'autres instruments du marché monétaire ou des changes (swaps, contrats à terme, ...). L'idée de base reste la même : vendre aujourd'hui à un prix élevé une monnaie qui coûtera moins cher demain.

Il est certain qu'une attaque spéculative comporte un caractère auto-réalisant. Plus le montant de monnaie locale cédée sur le marché au comptant est important, plus les pressions à la baisse du taux de change se manifesteront, rationalisant ainsi le comportement des spéculateurs. La capacité de la banque centrale à défendre le cours officiel dépendra alors du montant des réserves officielles de change dont elle dispose et des accords conclus avec d'autres banques centrales. Ce montant total, et la connaissance qu'en ont les spéculateurs, déterminera le degré de résistance opposé au marché. Le cours au comptant peut ainsi être maintenu constant plus ou moins longtemps grâce aux interventions de la banque centrale, ce qui peut provisoirement décourager la spéculation.

Il ne faut cependant pas exagérer ce caractère auto-réalisant. Bien qu'il puisse exister des attaques spéculatives non justifiées, notamment en cas de contagion, les spéculateurs s'attaquent en général à des monnaies pour lesquelles les fondamentaux économiques appellent à une dépréciation qui s'opérerait d'elle-même sans le soutien de la banque centrale. C'est dans ce caractère profondément dissymétrique qu'il faut rechercher la justification *a posteriori* des attaques :

- le simple mécanisme de l'offre et de la demande sur le marché des changes conduirait à un taux de change d'équilibre plus faible,
- le montant des réserves de la banque centrale qui permettraient de maintenir le cours officiel face à l'excès d'offre sur le marché des changes est limité.

Ce simple constat permet d'expliquer que le marché se retrouve comme un seul homme face à la banque centrale et d'anticiper rationnellement l'issue de l'attaque spéculative à plus ou moins longue échéance.

Outre les interventions sur le marché des changes, la banque centrale dispose de tout un éventail de mesures permettant de faire pression sur le marché de façon à laisser inchangée sa politique de change à court terme :

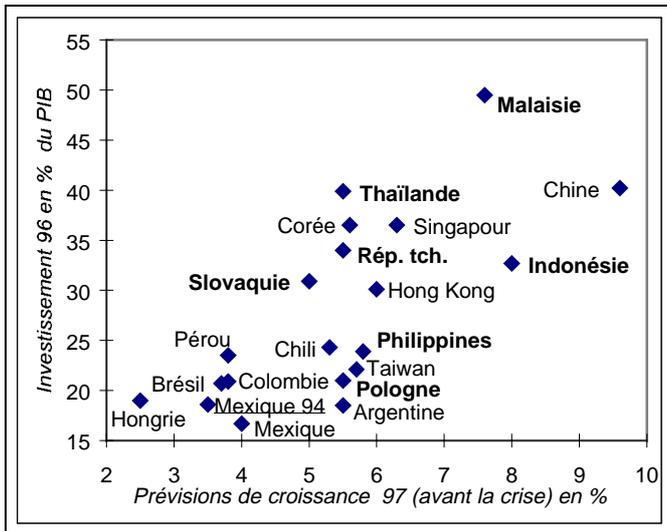
- invectives et mises en garde des autorités monétaires et financières contre les spéculateurs,
- hausse spectaculaire des taux d'intérêt de façon à renchérir le coût de (re)financement de positions courtes en monnaie locale et à éviter les sorties de capitaux en dépit de la dépréciation de change anticipée,
- contrôle des changes, voire des capitaux afin, d'une part, d'empêcher la constitution de nouvelles positions courtes et, d'autre part, d'obliger les spéculateurs à solder les positions en cours.

Ces mesures peuvent être très efficaces à court terme. Ainsi, lors de la première attaque spéculative de l'année, le taux au jour le jour sur le baht a plus que doublé, calmant les attaques jusqu'à fin avril. Cette hausse des taux d'intérêt s'avérant néanmoins insuffisante, les autorités monétaires ont mis en place, à la mi-mai, un contrôle des changes de façon à déconnecter le marché domestique du baht des marchés *offshore* (principalement HongKong et Singapour). En interdisant le prêt des banques locales thaïlandaises aux « spéculateurs étrangers » (refinancement des banques *offshore*), il s'agissait ainsi d'assécher le marché *offshore* du baht (*squeeze*). Dans une telle situation, le spéculateur, devant faire face à une échéance sur une position courte en baht, a le choix entre reconduire sa position à des taux exorbitants ou la solder en réalisant une perte.

Mettant à profit les positions spéculatives à six mois prises à la mi-décembre lors de l'attaque spéculative de fin d'année, le contrôle des changes a ainsi eu son effet maximal à la mi-juin. Le 18 juin, la banque centrale thaïlandaise pouvait ainsi crier victoire puisque le cours du baht contre dollar (22,75) était au plus haut depuis 15 ans sur les places *offshore*, contre 25,70 sur le marché domestique. Le taux d'intérêt implicite au jour le jour sur le *swap* baht/dollar était, le même jour, de 560% sur les places *offshore*, soit un coût en capital de 1,5% par jour. Un des lieutenants de Georges Soros déclarait ainsi le 2 juillet que les autorités monétaires avaient effectué un travail de maître, s'appropriant ainsi les profits qui étaient attendus par les spéculateurs. La veille (faut-il y voir la volonté de prendre le marché à contre-pied ?), un responsable de la *Monetary Authority of Singapore* ne déclarait-il pas victorieusement avoir brisé l'attaque sur le baht et, de ce fait, rendu la région plus stable.

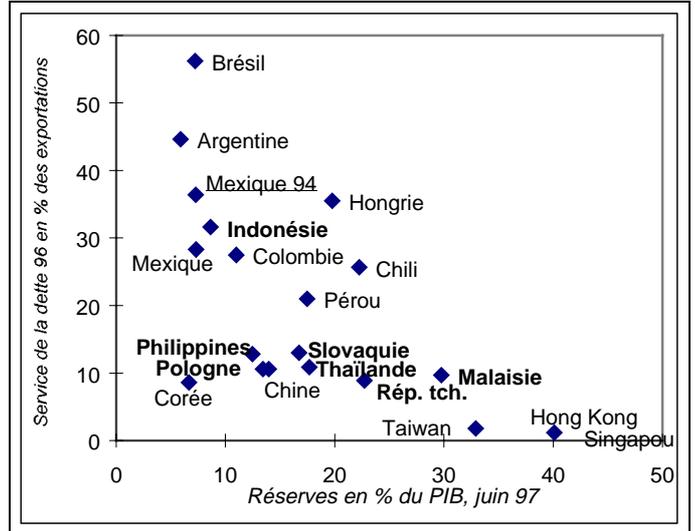
Ces mesures ne peuvent néanmoins être que des solutions de court terme et la spéculation s'est révélée globalement gagnante depuis le 2 juillet. Si le déséquilibre structurel sur le marché des changes n'est pas résolu simultanément, le maintien d'un niveau très élevé des taux d'intérêt asphyxie l'économie et ne permet pas de rétablir la confiance dans sa monnaie. De plus, ils peuvent entraîner une crise de liquidité (comment dissocier les opérations de refinancement spéculatives des autres ?), et ce d'autant plus que le besoin de capitaux extérieurs est important. Lutter contre une attaque spéculative est donc possible à court terme, mais constitue certainement un luxe qu'un pays ne peut s'offrir bien longtemps lorsque l'impossibilité de soutenir la politique de change est évidente.

**Graphique 1**  
**Croissance et taux d'investissement**



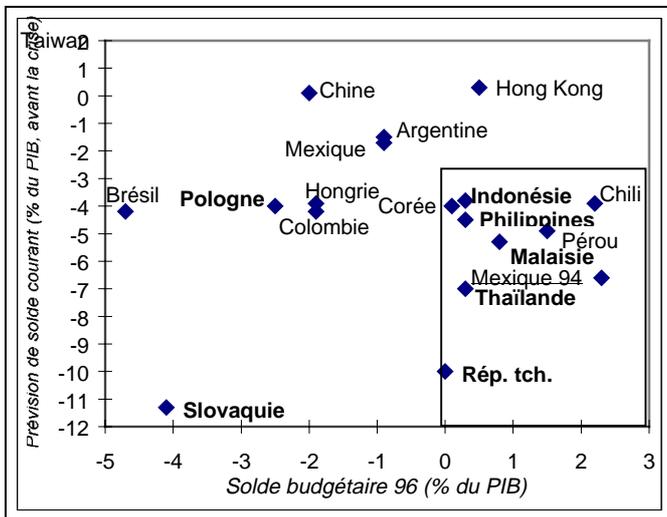
Sources : données nationales, EIU, CDC

**Graphique 2**  
**Endettement et réserves**



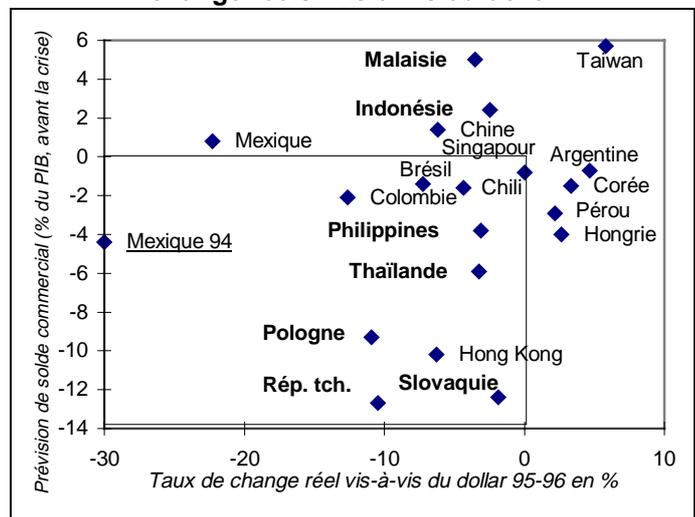
Sources : EIU, CDC

**Graphique 3**  
**Solde courant et solde budgétaire**



Sources : données nationales, EIU, CDC

**Graphique 4**  
**Soldes commerciaux et évolution des taux de change réels\* vis-à-vis du dollar**

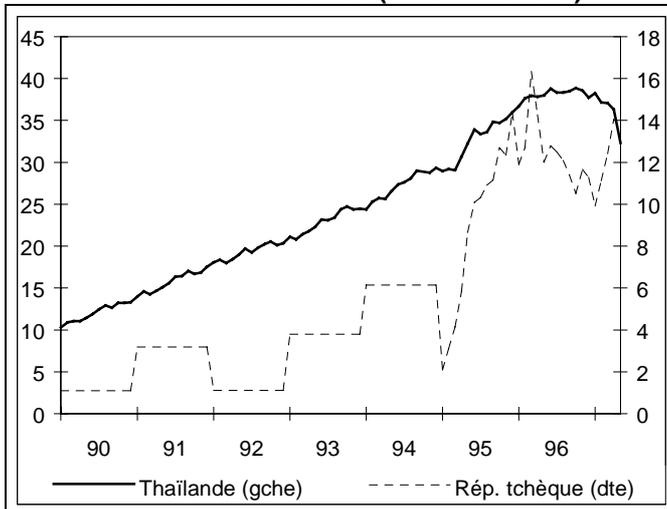


Sources : données nationales et Datastream

\* Une baisse indique une appréciation du taux de change réel

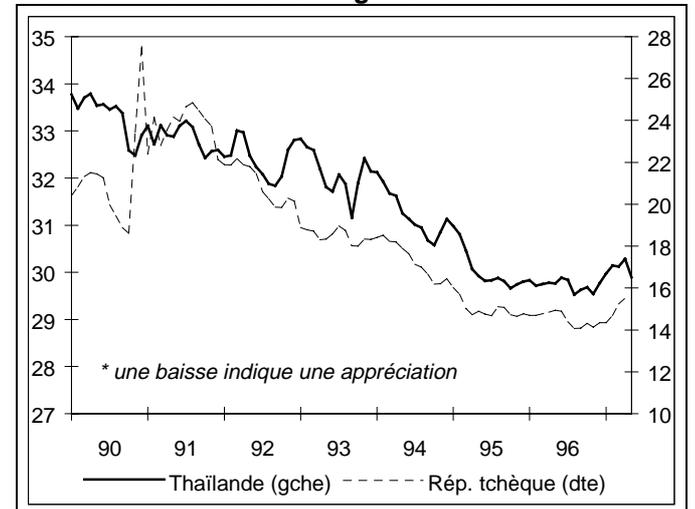
NB. La comparaison avec le Mexique s'effectue sur les années 1993 (pour l'année 1996) ou 1994 (pour l'année 1997).

**Graphique 5**  
**Évolution des réserves (Mds de dollars)**



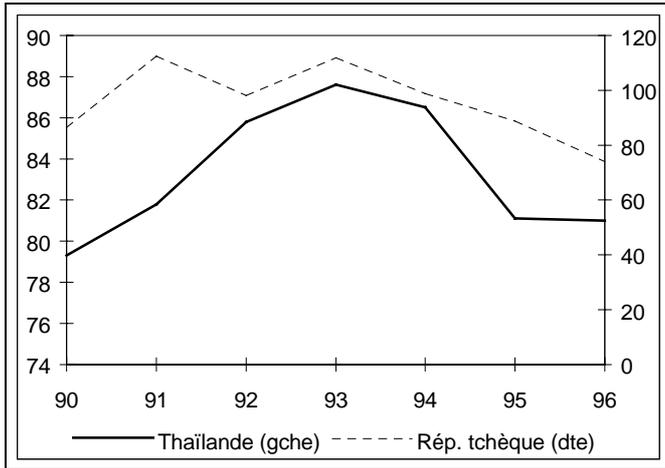
Sources : données nationales

**Graphique 6**  
**Évolution des taux de change réels vis-à-vis du dollar\***



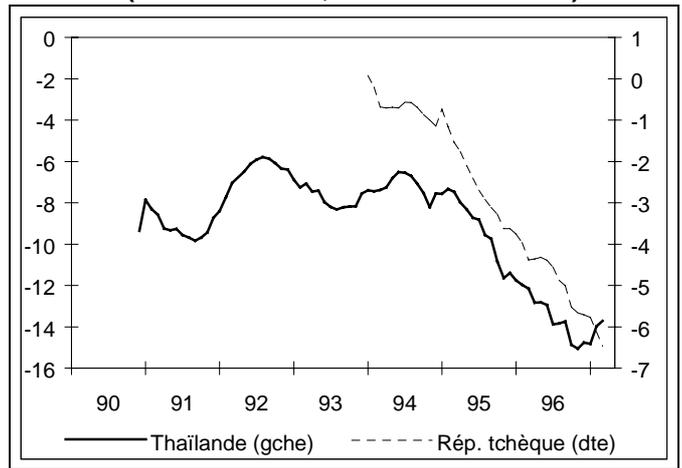
Sources : données nationales

**Graphique 7**  
Épargne en % de l'investissement



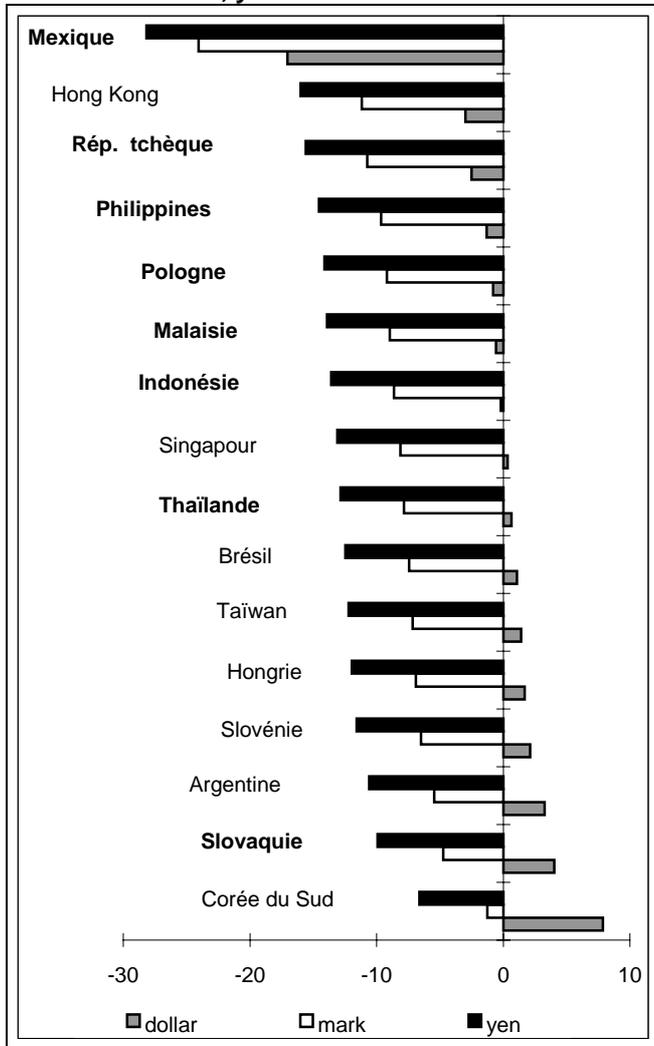
Source : EIU

**Graphique 8**  
Évolution du solde commercial  
(Mds de dollars, cumul sur 12 mois)



Sources : données nationales, Datastream

**Graphique 9**  
Évolution des taux de change réels\* contre  
dollar, yen et mark en 1996



Source : Datastream

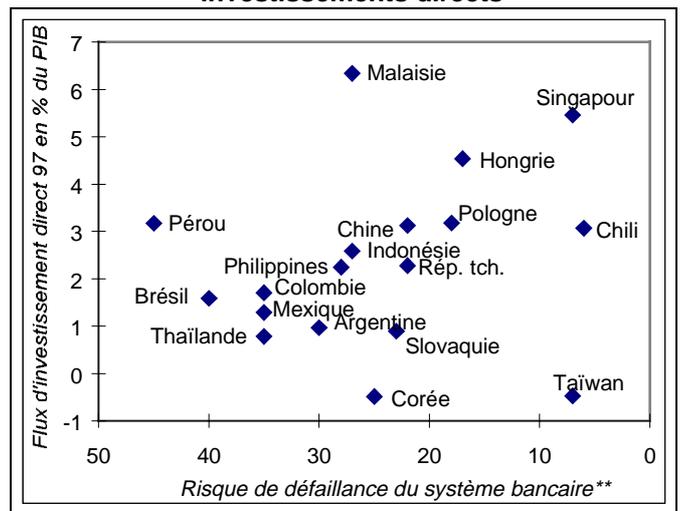
\* Une baisse indique une appréciation du taux de change réel

**Tableau 1**  
Les régimes de change

	Flottement	Flottement contrôlé	Fixité ou crawling peg
Contrôle des mouvements de capitaux spéculatifs		Bésil Chili Chine Corée du Sud	Hongrie
Absence de contrôle des mouvements de capitaux spéculatifs	Mexique Pérou  Flottement consécutif aux attaques	Pologne Slovaquie Indonésie Rép. Tchèque Thaïlande Malaisie Philippines	Argentine

Au 8 août 1997

**Graphique 10**  
État des systèmes bancaires et  
investissements directs



Sources : DRI, EIU, CDC

\*\* Probabilité de défaillance sur 5 ans en %