

Chapitre 11

LE SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL

1. Qu'est-ce qu'une monnaie internationale ?

Vous indiquerez quelles sont les monnaies qui, selon vous, remplissent ce rôle.

Une devise nationale peut être considérée comme une **monnaie internationale** si elle remplit les trois fonctions essentielles :

1. *Réserve de valeur* pour les banques centrales et les agents privés ;
2. *Moyen de paiement* pour les échanges et les interventions des banques centrales sur le marché des changes ;
3. *Unité de compte* (libellé et facturation) pour les échanges des agents privés et la facturation de la dette.

C'est Cohen qui a le premier transposé les fonctions traditionnelles de la monnaie au niveau international, en introduisant une distinction entre l'usage de la monnaie par le secteur privé (importateurs et exportateurs, investisseurs) et par le secteur public (gouvernements et banques centrales). Ces différentes fonctions peuvent s'appréhender à partir du tableau n°1.

Les fonctions d'une monnaie internationale

	Rôle dans le secteur privé	Rôle dans le secteur public
Réserve de valeur	Monnaie d'investissement	Monnaie de réserve
Moyen de paiement	Monnaie véhiculaire	Monnaie d'intervention
Unité de compte	Monnaie de libellé	Monnaie d'ancrage

Source : Cohen (1971)¹.

Les opérations sur les marchés des changes sont concentrées sur un petit nombre de monnaies, et très majoritairement sur le dollar. En 2005, le dollar américain intervient en moyenne dans 89 % des transactions. L'euro apparaît dans environ 37 % des transactions ; le yen japonais et la livre britannique sont plus en retrait. L'utilisation de ces *monnaies véhiculaires*, ou *monnaies internationales*, permet aux intervenants de réaliser des transactions multilatérales à moindre coût.

Au niveau mondial, l'euro s'est ainsi progressivement affirmé comme une monnaie internationale. C'est aujourd'hui la deuxième monnaie la plus utilisée derrière le dollar et devant le yen. Toutefois, le tableau des usages internationaux de l'euro montre que cette progression est différenciée selon la fonction considérée : l'euro reste loin derrière le dollar comme monnaie de facturation et de paiement des transactions courantes, tout comme instrument de réserves officielles. Par contre, il fait davantage jeu égal avec le dollar en tant que libellé d'actifs financiers (facturation et choix de portefeuille).

Comme en atteste l'augmentation de la circulation de l'euro à l'étranger (de 39% à 55%), l'euro joue tout de même un rôle croissant comme moyen de paiement au niveau international. Mais si l'on s'intéresse à l'utilisation de l'euro dans les transactions commerciales impliquant deux partenaires tiers, à l'extérieur de la zone euro, il faut reconnaître que l'euro n'est pas encore une monnaie véhicule pour le règlement des échanges commerciaux. En tant qu'unité de compte internationale – actifs financiers mis à part – l'euro n'est pas parvenu à remettre en cause l'hégémonie du dollar dans la facturation des échanges commerciaux, et notamment celle des matières premières ou des grands travaux. Mais l'euro, comme numéraire, est plus présent dans son utilisation officielle de monnaie d'ancrage et ce rôle ne peut que s'accroître compte tenu de l'entrée progressive de nouveaux états membres dans le MCE. En outre, les incertitudes relatives à la valeur du dollar ont encouragé de nombreuses Banques centrales des pays émergents à accroître la part de l'euro dans leurs réserves officielles (Russie) ou à substituer un ancrage sur un panier de devises incluant l'euro à un ancrage sur le seul dollar (Chine).

¹ Cohen B., *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan, London, 1971.

Les usages internationaux de l'euro

	Pre-UEM (a) 1999	Mi-2005	Pour mémoire : part du dollar (2005)
Marché internationaux			
Stock de titres de créance internationale (b)	<20 %	31,5 %	44 %
Marché des changes (c)	53 %	37,2 % *	89 % *
Commerce international (d)	33-50 %	47-63 % *	nd
Pays Tiers			
Monnaie d'ancrage	56 pays	50 pays	75 pays
Monnaie de réserve	18 %	24,9 % *	65,9 % *
Actif de substitution (e)	39	68	Nd
Circulation fiduciaire à l'étranger			
- en milliards d'euros	39	55 (f)	300 (g)
- en % du montant total des billets en circulation	nd	10	60*

(a) anciennes monnaies nationales + ECU ; (b) hors émissions des résidents sur les marchés internationaux ; (c) sur un total général de 200% pour les transactions bilatérales de change (double comptabilisation) ; (d) part pour la facturation des exportations de biens des pays de la zone euro vers des pays hors zone Euro ; (e) montant total des dépôts en euros dans les pays voisins de l'UE, en milliards d'euros ; (f) montant cumulé des envois de billets en euros en dehors de la zone euro, en milliards d'euros ; (g) estimation ; * 2004.

Source : Pouvelle (2006)².

Les progrès de l'utilisation de l'euro comme réserve de valeur internationale sont tels que la part de l'euro dans les réserves officielles est bien supérieure à celle des anciennes monnaies nationales européennes. Récemment, en 2005 et 2006, de nombreuses Banques centrales des pays émergents (Chine par exemple), mais aussi la Banque du Japon, ont annoncé une politique de diversification de leur portefeuille de réserves plus favorable à l'euro.

Il convient néanmoins de relativiser ces observations en rappelant que si la zone d'utilisation du dollar est réellement mondiale, la zone d'utilisation de l'euro demeure encore régionale : l'euro est plus particulièrement utilisé dans les régions voisines de la zone euro (Etats membres de l'Union européenne n'ayant pas encore adopté l'euro, pays non membres d'Europe centrale et orientale, bassin méditerranéen, pays de la zone franc,...).

2. Décrivez les interventions des banques centrales sur le marché des changes.

Vous discuterez notamment des facteurs qui conditionnent l'efficacité de telles interventions.

Dans la plupart des pays, les autorités monétaires – garantes de la stabilité monétaire – surveillent et ajustent le taux de change pour maintenir la compétitivité de l'économie. Pour atteindre leur objectif de change, les autorités monétaires utilisent trois leviers principaux :

- les modifications de parité ;
- les interventions sur les marchés ;
- le contrôle des changes, qui a été levé dans de nombreux pays.

a. La modification des parités

La modification de la parité est un instrument de politique économique qui a été largement utilisé par le passé. L'objectif est de modifier l'équilibre de la balance des paiements. En général, les pays qui ont des difficultés recourent à la dévaluation pour améliorer la compétitivité-prix (les produits du pays

² Pouvelle C., « Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », *Bulletin de la Banque de France*, n° 147, mars, 2006.

deviennent moins chers à l'exportation) et améliorer le solde commercial : c'est ce qu'on appelle la dévaluation compétitive.

La théorie traditionnelle de la dévaluation met en évidence deux types d'effets, qui sont décalés dans le temps : l'effet sur les prix des importations et des exportations et l'effet sur les quantités.

Un effet-prix négatif à court terme :

Une dévaluation, en diminuant la valeur de la monnaie, entraîne une hausse du prix des importations (en monnaie nationale). Toutefois, afin de ne pas perdre de part de marchés les exportateurs étrangers peuvent faire pression sur leur prix en réduisant leur marge, ce qui est susceptible de freiner cette hausse. En ce qui concerne les exportations, la dévaluation a pour effet de diminuer leur prix, mais ils subissent par ailleurs les effets inflationnistes du renchérissement du coût des importations. La diminution du prix des exportations est donc plus faible que l'augmentation du prix des importations, ce qui entraîne une détérioration des termes de l'échange et un transfert de richesse vers l'étranger qui creuse le déficit.

Un effet quantité positif à moyen terme :

La baisse du prix des exportations améliore la compétitivité externe et stimule la demande externe. Dans le même temps, les importations devenues plus coûteuses sont en baisse au profit des produits nationaux, ce qui est favorable à la compétitivité interne. Ces gains de compétitivité permettent de rétablir l'équilibre extérieur en améliorant la balance commerciale.

Ces deux phases définissent ce que l'on appelle la *Courbe en J*, qui décrit la trajectoire du solde commercial à la suite d'une dévaluation, marquée par une dégradation suivie d'une amélioration. En cas de réévaluation d'une monnaie, les effets sont en principe symétriques : on a alors une courbe en crosse.

L'effet total de la dévaluation reste néanmoins difficile à appréhender tant il dépend de très nombreux facteurs, et notamment des élasticité qui mesurent l'impact de la modification des prix relatifs sur les volumes importés et exportés. Marshall et Lerner ont défini un *théorème des élasticités critiques* pour lesquelles une dévaluation est réussie : la somme de l'élasticité des exportations et de l'élasticité des importations doit être supérieure à 1.

En outre, parallèlement à la dévaluation, les pouvoirs publics mettent en œuvre des politiques macroéconomiques d'accompagnement qui visent à maîtriser les tensions inflationnistes et à limiter les transferts de richesses vers l'étranger par une politique de rigueur sur les revenus des agents nationaux.

Néanmoins, même pour les pays respectant les conditions de Marshall-Lerner, les politiques de dévaluations ont été remises en cause pour les effets défavorables qu'elles exercent sur la spécialisation internationale : la faible valeur de la monnaie conduirait à développer des secteurs plus sensibles à la concurrence par les prix qui sont, en général, les moins innovants.

b. Intervention et offre de monnaie

Dans un système de change fixe (ou assimilé) les autorités monétaires interviennent pour maintenir le taux de change de la monnaie :

- pour empêcher une dépréciation du taux de change, la banque centrale achète sa propre monnaie avec les devises qu'elle possède ; la quantité de monnaie nationale diminue sur le marché et, en principe, son cours remonte ;
- pour empêcher une appréciation du taux de change, la banque centrale vend sa propre monnaie et achète des devises, ce qui enclenche le mécanisme inverse.

Les interventions sur le marché des changes ressemblent aux interventions sur le marché monétaire. Elles affectent la base monétaire et l'actif du bilan de la banque centrale. Cet impact est amplifié par le biais du multiplicateur. Pour voir comment l'intervention affecte l'offre de monnaie, prenons l'exemple suivant.

Supposons que la banque centrale intervienne sur le marché des changes en y vendant 100\$ d'obligations étrangères pour de la monnaie nationale, afin d'éviter une appréciation du taux de change. Ces ventes réduisent les avoirs extérieurs officiels que la banque détient de 1500\$ à 1400\$, ce qui diminue l'actif du bilan de la banque centrale de 3500\$ à 3400\$.

Le paiement en monnaie nationale que reçoit la Banque centrale sort de la circulation, ce qui diminue la monnaie en circulation et réduit les engagements (le passif) de la banque du même montant. Le tableau ci-dessous présente le bilan de la banque centrale après la vente d'actifs extérieurs pour 100\$.

Bilan initial de la Banque Centrale	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Actifs extérieurs 1500\$	Dépôts des banques privées 800\$
Actifs intérieurs 2000\$	Monnaie en circulation 3000\$

Bilan de la Banque Centrale après l'intervention (paiement en liquide)	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Actifs extérieurs 1400\$	Dépôts des banques privées 800\$
Actifs intérieurs 2000\$	Monnaie en circulation 2900\$

L'actif et le passif du bilan ont tout deux diminué de 100\$, est sont donc toujours égaux. L'intervention de la banque a provoqué un déclin de l'offre de monnaie dans l'économie.

Dans le cas où le paiement des actifs extérieurs se fait par chèque tiré sur un compte d'une banque privée nationale, la Banque centrale débite 100\$ du compte de la banque privé chez elle et la banque privée fait de même sur le compte de l'acheteur. Sur le bilan de la banque centrale, les dépôts des banques privées diminuent de 100\$, se qui réduit les engagements et donc l'offre de monnaie.

Bilan de la Banque Centrale après l'intervention (paiement par chèque)	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Actifs extérieurs 1400\$	Dépôts des banques privées 700\$
Actifs intérieurs 2000\$	Monnaie en circulation 3000\$

De manière symétrique, un achat d'actifs extérieurs aurait pour conséquence d'accroître l'offre de monnaie. Ainsi, les interventions sur les marchés des changes affectent directement la taille de la base monétaire. Il n'est donc pas possible d'ajuster le taux de change sans modifier la politique monétaire.

c. Interventions stérilisées et non stérilisées

Lorsque la Banque centrale est contrainte d'intervenir pour défendre la parité de sa monnaie, il n'y a donc plus d'autonomie de la politique monétaire. Ce problème peut être résolu en menant des opérations de stérilisation qui visent à supprimer l'impact des interventions en devises sur l'offre domestique de monnaie. La stérilisation est une opération de la banque centrale qui vise à compenser (stériliser) l'émission consécutive à une intervention sur le marché des changes.

En reprenant le même exemple, supposons que la banque centrale décide de vendre 100\$ d'actifs extérieurs et reçoit en contrepartie un chèque de 100\$ sur une banque privée. Nous avons montré que cette opération provoque une diminution de l'offre de monnaie. Si la banque centrale veut annuler cet effet, elle peut acheter sur le marché pour 100\$ d'actifs intérieurs, par exemple des obligations gouvernementales. Cette nouvelle opération a pour conséquence d'accroître l'offre de monnaie du même montant, et compense ainsi l'impact de la vente d'actifs. Si le paiement est également effectué par chèque, le bilan de la banque centrale avant et après l'intervention stérilisée se présente comme suit.

Bilan de la Banque Centrale avant l'intervention stérilisée	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Actifs extérieurs 1500\$	Dépôts des banques privées 800\$
Actifs intérieurs 2000\$	Monnaie en circulation 3000\$

Bilan de la Banque Centrale après l'intervention stérilisée	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Actifs extérieurs 1400\$	Dépôts des banques privées 800\$
Actifs intérieurs 2100\$	Monnaie en circulation 3000\$

La diminution de 100\$ des actifs extérieurs de la banque centrale est compensée par l'accroissement du même montant des actifs intérieurs, ce qui a pour conséquence de ne pas modifier le niveau des engagements (passif). Ainsi, une intervention avec stérilisation n'a pas d'impact sur l'offre de monnaie. Par contre, elle a un impact sur le taux de change de la monnaie – sans pour autant s'attaquer à la cause de la faiblesse de la monnaie – et opère une restructuration de l'actif du bilan de la banque centrale (moins de réserves de change et plus d'actifs nationaux). Cette tentative de dissociation des marchés (marché des changes et marché financier) peut parfois susciter des attaques spéculatives (ex : Asie du Sud-est, Brésil et Russie à la fin des années 1990), accélérer la sortie de devises et l'effondrement du cours de la monnaie.

d. Le contrôle des changes

Le contrôle des changes est un dispositif réglementaire qui vise à limiter ou à interdire certaines opérations susceptibles de nuire à la stabilité des changes. Dans certains pays en développement dont la monnaie est fragile, la convertibilité de la monnaie nationale en devises et les sorties de devise du territoire sont contrôlées (montant limité) ou même parfois interdites. L'objectif est de défendre la valeur de la monnaie nationale : lutte contre la spéculation, la diminution des réserves de change, la fuite des capitaux... Ainsi, lors de la crise financière asiatique de 1997, l'Indonésie a mis en place avec succès un tel contrôle. Ceci lui a permis de limiter la sortie de capitaux et de moins souffrir que les autres pays de la région de la tourmente financière.

Cette réglementation a été levée dans tous les pays industrialisés à économie de marché au cours des années quatre-vingt. La France a assoupli le contrôle des changes à partir de 1986, avant de déréglementer complètement le secteur en 1989. En Europe, la directive du marché unique des capitaux a organisé ce processus de libéralisation à partir de 1990.

Parallèlement au démantèlement des contrôles des changes, de nouvelles *règles prudentielles* ont été établies sous l'égide du Comité de Bâle I en 1988. Ces règles visent à renforcer la solidité et la stabilité du système bancaire international, et mettent en place un ratio international de solvabilité (le ratio Cooke) que toutes les banques se doivent de respecter.

3. Décrivez le contenu des accords de la Jamaïque.

Vous préciserez quelles en sont les principales causes et conséquences.

Les accords de la Jamaïque ont été signés après l'effondrement du système de Bretton Woods. En effet, l'annonce au printemps 1971 d'une aggravation du déficit commercial des Etats-Unis a suffi pour que la spéculation se déchaîne sur les marchés financiers internationaux. Les tensions devinrent si fortes que le 15 août 1971, le président Nixon prit la décision historique de suspendre la convertibilité-or du dollar. Dès lors, les monnaies flottent. Le dollar n'est plus convertible en or, mais les autres monnaies restent convertibles en dollar ce qui engendre une situation fortement dissymétrique : tous les pays subissent une contrainte monétaire par rapport au dollar, mais le dollar est, quant à lui, est délivré de toute contrainte monétaire par rapport à l'or.

Le Système de Bretton-Woods était mort, même si la croyance dans une restauration du système qui se manifeste dès décembre 1971 avec les accords de Washington, persiste jusqu'en 1976. Ces accords visent à rétablir le système grâce à une série de mesures :

- dévaluation de près de 8% du dollar et réévaluation des principales devises européennes ;
- élargissement des marges de fluctuation qui passent de 2,25% de part et d'autre de la parité.

Après la deuxième dévaluation du dollar en 1973, les pays européens et le Japon, incapables de soutenir les nouvelles parités, laissent finalement flotter leur monnaie.

Devant l'impossibilité de rétablir le GES, les membres du FMI se réunissent en janvier 1976 pour tenter de réorganiser le SMI. Les accords de la Jamaïque entérinent l'abandon définitif des changes fixes. Malgré la réticence des Européens qui souhaitaient maintenir le change à l'intérieur de marges

étroites, un régime de changes flottant est instauré avec un nouveau statut pour l'or. Officiellement, la nécessité de maintenir les changes dans certaines limites est réaffirmée sans qu'aucun mécanisme contraignant ne soit réellement mis en place.

- L'or redevient une marchandise comme les autres. Les pays n'ont plus le droit de définir les monnaies nationales en or, ce qui implique qu'elles n'ont plus de parité. Leur cours varie en fonction de l'offre et de la demande sur le marché des changes. La fonction d'étalon monétaire international va désormais être remplie par le DTS, qui devient le pilier du système.
- Les accords maintiennent par ailleurs la volonté de coopération internationale et prévoient de nouvelles attributions pour le FMI qui devient le « gendarme » du nouveau système.

Depuis l'adoption des changes flottants, le SMI est marqué par une profonde instabilité. Contrairement aux prédictions des partisans du flottement des monnaies, les taux de change ont connu d'amples fluctuations et les crises monétaires et financières se sont multipliées.

Sur la période 1971-1985, l'instabilité des taux de change est principalement liée à la détérioration du contexte macroéconomique. Les deux chocs pétroliers et la *stagflation* qui touche plus ou moins tous les pays industrialisés engendrent des différentiels d'inflation importants entre les pays. Les accords du Plaza signés par le G7 en 1985 marque la volonté d'un retour à davantage de coopération et à des actions concertées sur l'évolution des taux de change. Il s'agit de réaffirmer l'importance de cet instrument de politique économique malgré la réticence des Etats-Unis. Dans un premier temps, les pays s'accordent sur la nécessité de faire baisser le cours du dollar qui est de nouveau largement surévalué. Deux ans plus tard, il faudra intervenir à l'inverse pour soutenir le cours du billet vert qui s'effondre : ce sont les accords du Louvre. Le dollar reste relativement faible jusqu'au milieu des années 90, ce qui pénalise les principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis mais favorise la reprise de la croissance américaine. Le dynamisme de l'économie américaine sur la fin des années 90 et le début des années 2000 permet une nouvelle amélioration sensible du cours du dollar. Malgré les tentatives de coopération, les cours des monnaies sont toujours aussi difficiles à contrôler comme en témoigne les crises qui se sont succédées ces dernières décennies.

4. Quelles sont les raisons qui ont favorisé l'émergence de zones monétaires régionales ?

En 1944, la conférence de Bretton Woods organisait le système monétaire international autour de changes fixes. Toutes les monnaies étaient définies par rapport au dollar, lui-même lié à l'or selon une parité fixe : c'était l'étalon-devise or. Ce système n'a pu cependant supporter l'extension du commerce mondial, qui réclamait de plus en plus de liquidités, ni les déficits courants américains, qui fragilisaient la parité-or du dollar. En 1973, le système de changes fixes mondial était définitivement abandonné, pour laisser la place à un système de changes flottants, dans lequel certains pays tentaient malgré tout de stabiliser leurs monnaies entre elles, par exemple en Europe.

Ainsi, depuis l'abandon du système des parités fixes, chaque pays est désormais libre de fixer son régime de change en fonction de règles bilatérales (ancrage de la monnaie nationale à une autre monnaie), régionale (le Système Monétaire Européen, SME) ou internationale (changes flexibles purs).

Dans un régime d'union monétaire, les pays membres de l'union partagent une monnaie unique. Il existe deux formes d'union monétaire. Dans le premier cas, la monnaie unique flotte par rapport aux monnaies des pays extérieurs à l'union. C'est le cas de l'Union Monétaire Européenne (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal) dont la monnaie est l'euro, ce dernier étant susceptible de se déprécier ou de s'apprécier par rapport aux monnaies des pays non membres, par exemple, le dollar ou le yen. Dans le deuxième cas, la monnaie unique a un taux de change fixe (parité) par rapport à la monnaie d'un pays extérieur à l'union. La monnaie de l'union est parfois appelée, dans ce cas, *monnaie satellite*, tandis que la monnaie du pays, qui est retenue pour la fixation du taux de change, est dite *monnaie dominante*. À l'heure actuelle, il existe trois exemples d'un régime de telle nature. Il s'agit de l'Union économique et monétaire ouest africaine ou UEMOA (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal, Togo), de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale ou CEMAC (Cameroun, Congo, Gabon, Guinée équatoriale, République centrafricaine, Tchad) et de l'Union monétaire des Caraïbes orientales ou UMOCA (Antigua-et-Barbuda, Dominique, Grenade, Saint-Kitts-Et-Nevis, Sainte-Lucie, Saint-Vincent-et-les-Grenadines).

Par définition, lorsqu'il n'existe qu'une seule monnaie, tous les problèmes dus à la volatilité des

changes, à l'incertitude des marchés de changes et aux coûts impliqués par toutes les opérations portant sur les changes n'ont plus de raison d'être. En contre partie, il n'y a plus de possibilité d'intervenir sur les marchés des changes afin d'affecter l'équilibre économique et toute politique monétaire et de change national disparaît dans ce domaine. La littérature sur les ZMO, développée suite, notamment, aux travaux de Mundell et qui a connu un regain d'intérêt considérable dans les années 1990 avec la crise du SME, porte sur les avantages et les inconvénients (les coûts) d'une union monétaire.

Entre 1958 et 1970, les pays européens avaient déjà adopté un certain nombre de dispositions en matière de coopération monétaire, inscrites dans le Traité de Rome. Dans le cadre du fonctionnement du système de Bretton Woods, il s'agissait de promouvoir la coordination des politiques économiques nationales en fonction des intérêts communs et d'apporter une aide aux pays membres en cas de difficultés. Mais l'effondrement du SMI va accélérer la mise en place d'un système monétaire régional.

De même, en réponse à la généralisation du flottement des monnaies en 1971 et à l'instabilité des taux de change qui en a résulté, un certain nombre de pays – et notamment de pays en développement – ont mis en place dès la fin des années 70, des politiques de *dollarisation* pour éviter les crises monétaires. Il s'agit pour un pays d'abandonner sa monnaie nationale pour utiliser une monnaie étrangère (le plus souvent le dollar, ou une autre monnaie forte). Les pays qui s'engagent dans une politique de dollarisation (pays *dollarisé*) espèrent ainsi bénéficier d'un certain nombre de gains liés à la réduction des risques et de l'incertitude.

5. Quelle est la spécificité des crises financières intervenues ces dernières décennies ?

Depuis les années 1990-2000, les crises financières se sont multipliées. Le cas de la crise financière asiatique de 1997 a montré qu'elles ne se limitent plus à un ou plusieurs pays mais qu'elles se propagent désormais à l'ensemble de la planète, créant un risque de crise systémique. Le risque systémique est défini comme un risque de contagion régionale ou globale d'un choc local. L'idée sous-jacente est que dans un contexte spécifique, certains chocs peuvent avoir des effets qui dépassent leur dimension initiale et se traduire par une crise mettant en cause la stabilité du système financier global.

Ces dernières décennies, les crises financières ont, pour la plupart, pris la forme de crises de change. C'est le cas des pays européens en 1992, mais aussi de nombreux pays émergents : la crise mexicaine de 1994-1995, la crise asiatique en 1997, puis les alertes touchant la Russie en 1998, le Brésil en 1998-1999, la Turquie en 2001 et plus récemment l'Argentine. Ce qui est nouveau, c'est que les analystes ne parviennent pas à un consensus dans l'explication du déclenchement des crises. Traditionnellement, les crises de change avaient pour origine des déséquilibres des balances des paiements ou une situation macroéconomique détériorée dans un pays. Mais ces crises répondent désormais à d'autres facteurs.

Ainsi, la crise du SME en 1992 ne peut pas s'expliquer par une détérioration des fondamentaux rendant insoutenable le maintien des parités dans les pays touchés. La crise se fonde plutôt sur une perte de crédibilité des autorités quant à leur capacité à coordonner les politiques économiques en Europe.

De même, les déterminants de la crise asiatique qui s'est déclenché avec la dévaluation du bath thaïlandais en juillet 1997, sont sujets à controverse. Pour certains, la perte soudaine de confiance des investisseurs internationaux se justifiait par les performances macroéconomiques de ces pays. Pourtant, de nombreuses études ont montré qu'il n'y avait pas de déséquilibre justifiant un tel ajustement. Pour d'autres, la crise asiatique s'apparente plutôt à une panique financière qui se fonde sur des anticipations auto-réalisatrices. La perte de confiance des investisseurs est principalement liée à l'augmentation de la part des créances douteuses dans les bilans de certaines banques, suite aux afflux massifs de capitaux dans le début des années 90. Elle a provoqué une crise de liquidité bancaire. L'arrêt soudain des entrées de capitaux a transformé cette crise de liquidité en crise de solvabilité bancaire, et finalement en crise de change. Ce n'est donc pas une crise de change conventionnelle puisque ce sont pour l'essentiel des difficultés bancaires qui l'ont provoqué.

Au niveau théorique, cette évolution s'est traduite par un renouvellement des théories du change et des modèles de crises financières. Ces derniers accordent un rôle plus important aux fragilités bancaires ou aux comportements spécifiques des investisseurs internationaux.