



# I

## L'ÉTAT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

---

### I / La confiance perdue

*Isabelle Bensidoun, Agnès Chevallier\**

À l'été 2002, les perspectives à court terme de l'économie mondiale apparaissent singulièrement brouillées. Après la récession atypique de l'économie américaine au cours de l'année 2001, on s'attendait à une reprise assez molle, mais suffisante pour redonner une certaine vigueur au commerce international et à la croissance mondiale. Mais la perte de confiance déclenchée par les suites de l'affaire Enron et les inquiétudes quant aux déséquilibres américains font envisager des scénarios plus sombres. Avant d'évoquer ces questions, on tentera de dégager quelques enseignements des événements et des politiques économiques de l'année 2001.

#### **Les politiques économiques face au ralentissement**

À l'automne 2000, quelques mois après les premiers signes de dégonflement de la bulle boursière, l'exceptionnel dynamisme de l'investissement que les États-Unis connaissent depuis près de dix ans prend fin. La chute des valeurs technologiques révèle le surinvestissement dans ce secteur. La baisse des profits et des cours détériore la situation financière des entreprises, dégrade les anticipations. Dans l'ensemble de l'industrie manufacturière américaine, on assiste à une réduction très forte des stocks et à la chute de l'inves-

---

\* Isabelle Bensidoun est économiste au CEPII ; Agnès Chevallier est économiste senior au CEPII.

tissement. La division internationale du travail, qui donne lieu à des échanges intrabranches très intenses dans le domaine des nouvelles technologies, propage la contraction aux pays émergents. L'économie japonaise extrêmement fragile ne résiste pas à la baisse de la demande américaine et à ses effets récessifs sur l'Asie. La baisse de la Bourse et le ralentissement américain touchent l'Europe au moment où le dynamisme de la demande intérieure faiblit. À la mi-2001, les États-Unis, le Japon, l'Allemagne sont en récession. On assiste à une formidable décélération du commerce mondial. Pour la première fois depuis 1985, les échanges mondiaux ne progressent pas plus vite que le PIB mondial (- 0,7 % en volume contre 2,5 %). Les seules économies qui sont épargnées par le ralentissement de 2001 sont celles qui ont un marché intérieur dynamique (Chine, Inde), sont moins orientées vers les États-Unis (Russie, Europe centrale et orientale) ou sont en marge des flux mondiaux (Afrique).

Dans les grandes économies industrialisées, les réactions sont nettement différenciées. Grâce, notamment, à la faiblesse de l'euro, le solde extérieur amortit le choc en Europe : les importations reculent davantage que les exportations. Au Japon, au contraire, tandis que les débouchés à l'exportation se contractent fortement, les importations restent stables. Mais la principale différence entre les économies est à rechercher du côté de la politique économique. Celle-ci ne peut avoir de prise directe sur le processus de résorption des capacités industrielles excédentaires. En revanche, elle peut agir sur la principale composante du PIB, la demande des ménages. Il s'agit alors de soutenir la confiance et les revenus, entamés par le repli industriel, pour que la baisse de la consommation ne vienne pas faire apparaître de nouvelles surcapacités dans un dangereux processus déflationniste.

À cet égard, les *États-Unis* ont retenu la leçon du Japon. Faute d'avoir su réagir à l'éclatement de la bulle spéculative des années quatre-vingt, l'économie japonaise se trouve, dix ans plus tard, enlisée dans la déflation (chapitre VII). Le gouvernement et la Réserve fédérale mènent une action contra-cyclique d'envergure, amplifiée lorsque les attentats du 11 septembre menacent brutalement le système financier et l'activité économique. Aux réductions d'impôts s'ajoute un plan de dépenses d'urgence ; quant à la Réserve fédérale, elle aura, sur l'année, abaissé onze fois son taux directeur (de 6,5 % à 1,75 %). Les ménages, largement endettés, bénéficient

de la détente des conditions de crédit. Leurs dépenses soutiennent l'activité. Sur l'ensemble de l'année 2001, la consommation privée et publique augmente de 3,1 %, le PIB de 1,2 % (chapitre II).

Au Japon, la demande est chroniquement faible. La politique budgétaire est bridée par la crainte d'alourdir la dette publique ; la politique monétaire, dont l'objectif est d'écarter le risque systémique d'illiquidité, est sans répercussion sur l'activité. Le canal du crédit ne fonctionne plus. Sans instrument de relance, l'économie est très sensible à l'évolution de la demande extérieure. En 2001, la chute des exportations (- 10 % en volume) se solde par un recul du PIB (- 0,4).

Dans la zone euro, et particulièrement en Allemagne, c'est le manque de dynamisme de la consommation qui va peser le plus sur la croissance. Au premier semestre 2001, lorsque les effets du ralentissement américain se font sentir sur les économies européennes, celles-ci sont en train de connaître un rebond de l'inflation : la hausse des prix pétroliers de l'année 2000 s'est diffusée aux prix industriels, les problèmes sanitaires de l'élevage ont fait grimper les prix alimentaires. Le moral des ménages est également affecté par l'arrêt de la baisse du chômage. En Allemagne, la faiblesse des embauches et des hausses de salaires empêche le pouvoir d'achat de progresser. Le ralentissement de la croissance plus marqué que prévu (1,6 % en 2001 pour la zone euro, contre 3,5 % en 2000) provoque des tensions au niveau budgétaire et ravive les polémiques que le Pacte de stabilité et de croissance a suscitées dès son origine.

#### *Les contraintes de la zone euro*

Les programmes nationaux de stabilité présentés en 1999 (et révisés en 2000) visaient l'équilibre budgétaire en 2004, sous des hypothèses de croissance qui doivent être revues en baisse. Dans ces conditions, s'ils veulent maintenir cet objectif, au moins quatre pays, l'Allemagne, la France, l'Italie et le Portugal, ne pourront pas laisser jouer les stabilisateurs automatiques de l'activité ; ils seront contraints d'adopter des mesures restrictives qui réduiront encore la croissance (chapitre II). Cette discipline budgétaire que les pays membres de l'UEM se sont imposée se justifie-t-elle ? On sait qu'elle vise, dans son principe, à éviter que la politique monétaire de l'Union ait à faire face aux conséquences d'un éventuel défaut de

paiement ou à celles d'un déficit excessif d'un État membre. Mais traduire ce souci dans des règles quantitatives rigides (limite supérieure du déficit à 3 %, équilibre à moyen terme) c'est ignorer à la fois la sensibilité des soldes budgétaires à la conjoncture et la nature des dépenses responsables d'un éventuel dépassement (investissement ou dépenses courantes). À court terme, les États se trouvent privés du seul instrument national de stabilisation dont ils pourraient disposer. Le rôle de la politique monétaire dans le réglage de la conjoncture s'en trouve accentué.

Face aux tensions inflationnistes qui se manifestent dans la zone euro en 2001 et début 2002, l'attitude de la BCE est empreinte d'un certain pragmatisme. La détente monétaire de 150 points de base porte le taux directeur à 3,25 % en fin d'année. La BCE laisse la progression de la masse monétaire M3 dépasser le rythme qu'elle juge compatible avec la stabilité des prix ; quant au rythme d'inflation, il dépasse le plafond fixé à 2 %. Mais on reproche à l'action de la BCE son manque de transparence. L'objectif fixé à l'évolution de M3 est inopérant ; le plafond retenu pour le rythme d'inflation est trop bas et devrait être remplacé par une bande cible qui annoncerait non seulement le plafond mais aussi le plancher du rythme d'inflation acceptable (chapitre VIII). Alors que, du fait d'un marché obligataire relativement étroit, les canaux de transmission de la politique monétaire aux taux du marché sont moins efficaces en Europe qu'aux États-Unis, le défaut de transparence et de communication de la BCE est considéré comme un handicap supplémentaire.

La volonté des États membres de se prémunir contre les risques de dérapages des moins disciplinés d'entre eux a conduit la zone euro à inscrire les politiques budgétaires dans un cadre rigide. En même temps, le besoin d'établir sa crédibilité et, plus fondamentalement sans doute, son défaut de légitimité politique, ont conduit la BCE à limiter sa marge d'action discrétionnaire. Mais l'expérience acquise et la nécessité de faire face à une conjoncture moins favorable pourraient renforcer le camp des partisans d'une révision de ces dispositifs, l'objectif étant de doter la zone euro d'une plus grande maîtrise de sa politique économique et d'éviter qu'une rigueur excessive ne réduise son potentiel de croissance.

TABLEAU I – CROISSANCE DU PIB PAR ZONES

	2000	2001	Prévisions	
			2002	2003
Monde	4,7	2,5	2,8	4,0
États-Unis	4,1	1,2	2,3	3,4
Union européenne	3,4	1,7	1,5	2,9
Japon	2,2	-0,4	-1,0	0,8
NPI asiatiques	8,5	0,8	3,6	5,1
Asie en développement	6,7	5,6	5,9	6,4
Amérique latine	4,0	0,7	0,7	3,7
Afrique	3,0	3,7	3,4	4,2
Moyen-Orient et Turquie	5,8	2,1	3,3	4,5
CEI et PECO	6,6	5,0	3,9	4,4

Source: FMI, *World Economic Outlook*, avril 2002.

### Économies émergentes: financement et régimes de change

Les pays émergents largement insérés dans la division du travail qui existe dans le domaine des nouvelles technologies (Taiwan, Singapour) comme ceux qui dépendent étroitement des marchés des pays industrialisés et notamment du marché nord-américain (Mexique, Corée du Sud) sont touchés en 2001 par la forte décélération des importations des pays du Nord. Selon la CNUCED, les exportations des pays en développement, après avoir progressé de 14 % en volume en 2000, augmentent de seulement 0,5 % en 2001. Le tourisme est affecté par les attentats du 11 septembre et par les tensions politiques en Asie du Sud et au Moyen Orient. Cependant, grâce au maintien d'une forte croissance en Chine et en Inde, et à une amélioration en Afrique, la croissance pour l'ensemble des économies en développement atteint 4 % en 2001 après 5,7 % en 2000 (chapitre III).

La baisse des taux d'intérêt dans les pays industriels coïncide avec une légère augmentation des flux de capitaux privés vers les économies émergentes. Après le 11 septembre, le reflux vers les placements sûrs des pays industrialisés n'est que temporaire. Globalement sur l'ensemble de l'année 2001, les primes de risque sur la dette des économies émergentes se réduisent. Cependant, les flux de capitaux restent dans la tendance au repli enregistrée depuis la crise financière asiatique de 1997-1998. Les statistiques du FMI indiquent que, pour l'ensemble des économies en développement et en transition, les entrées de capitaux privés (nettes des sorties effectuées par les résidents) atteignent 31 milliards de dollars en 2001, montant bien inférieur aux 200 milliards du milieu des années quatre-vingt-dix. Les investissements directs constituent toujours la

principale source de financement extérieur (176 milliards). Les prêts bancaires nets restent largement négatifs (- 114 milliards). Le montant des émissions souveraines a reculé, enregistrant la quasi sortie du marché de l'Argentine et de la Turquie.

Alors que, depuis 1995, les marchés financiers émergents ont été soumis à de forts effets de contagion lors des épisodes de crises, en décembre 2001, le défaut sur la dette publique extérieure de l'Argentine, le plus gros acteur du marché, n'a eu que peu de répercussion sur les marchés. Le ralentissement mondial a conduit à réduire les positions spéculatives et il n'y a pas eu d'effet de surprise : les investisseurs ont depuis longtemps anticipé le défaut argentin et réduit leur exposition à ce risque. Le défaut survient quand le FMI, estimant que le risque de contagion est devenu suffisamment faible, cesse de porter l'économie à bout de bras et ne renouvelle pas ses crédits. La catastrophe argentine n'en aura pas moins des conséquences internationales. Les pertes importantes des sociétés qui ont massivement investi en Argentine, la situation catastrophique des banques étrangères implantées dans ce qui semblait être le système bancaire le plus solide d'Amérique latine, pourraient inciter les entreprises et les banques à plus de prudence. À court terme, le Brésil, à l'approche de l'élection présidentielle, et la Turquie, où la situation politique est très fragile, sont les deux pays qui paraissent les plus menacés par l'inquiétude des marchés (chapitre III).

Par ailleurs, plusieurs leçons seront à tirer de l'effondrement argentin. La première concerne les régimes de change. Contrairement aux préconisations qui ont suivi les crises asiatiques, le choix d'un régime de change totalement rigide du type du *currency board* est une option réservée à des cas extrêmement particuliers de petits pays très ouverts (chapitre V). Ce régime, où la seule source de création monétaire par la banque centrale provient des réserves de change, rend en effet l'économie totalement vulnérable aux dérapages des finances publiques et aux fluctuations internationales. L'Argentine, qui a mis en place un *currency board* en 1991 pour sauver sa monnaie détruite par l'hyperinflation, s'est trouvée exposée aux crises financières du Mexique, puis du Brésil qui ont provoqué une surévaluation du peso, rattaché fixement au dollar, et contraint à augmenter les taux d'intérêt. L'assèchement du crédit a plongé le pays dans la récession à partir de 1998, aggravant le déséquilibre

budgétaire. Lorsque, début décembre 2001, le FMI a refusé de débloquer une nouvelle tranche de crédit, les tentatives désespérées menées par le gouvernement pour maintenir la parité du peso et honorer les échéances extérieures ont imposé à la population, souffrant depuis trois ans de la récession, une pression qui a débouché sur une explosion sociale, le renversement du pouvoir, le défaut sur la dette et l'abandon du *currency board* (chapitre III).

Cette sortie dramatique du *currency board* argentin et l'abandon forcé du régime de *crawling peg* (parité glissante par rapport à une monnaie de référence selon des paramètres déterminés) par la Turquie en février 2001, discréditent les régimes de change fixes ou intermédiaires à règles fixes. Face aux contraintes extérieures, les régimes à règles souples sont ceux qui offrent le moins de prise aux attaques spéculatives, tout en laissant aux autorités monétaires (contrairement au flottement pur) la possibilité d'arbitrer entre leurs différents objectifs et d'utiliser toutes les marges d'actions que peuvent leur donner la politique monétaire, les interventions sur le marché des changes et, le cas échéant, le contrôle des capitaux.

Enfin, le défaut argentin place à nouveau au centre des débats sur l'architecture financière internationale les questions relatives aux modes de restructuration d'une dette souveraine constituée essentiellement d'obligations internationales. Dans le cas des défauts souverains des années quatre-vingt, où l'endettement était sous forme de crédits bancaires, la coordination du petit nombre de banques créditrices impliquées était assurée dans le cadre du Club de Londres. L'opération est beaucoup plus compliquée dans le cas des obligations, les investisseurs étant beaucoup plus nombreux et les formes de contrats très diverses. À cet égard, la façon dont va s'effectuer la restructuration particulièrement complexe de la dette argentine fournira sans doute des arguments dans le débat qui oppose les partisans du *statu quo*, favorables aux solutions de marché (échanges d'obligations), utilisées récemment dans les cas du Pakistan, de l'Équateur, de l'Ukraine et de la Russie, aux partisans de la création d'un système international de résolution des crises de la dette souveraine tel que celui proposé récemment par le FMI.



### **Des perspectives brouillées par la perte de confiance**

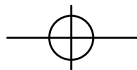
Au début de l'année 2002, l'Europe paraît sans grand ressort : la confiance des entrepreneurs semble revenue, mais la remontée du chômage est préoccupante et la consommation privée (peut-être aussi perturbée par le passage à l'euro) manque de dynamisme. Au premier trimestre de l'année budgétaire (avril-juin), l'économie japonaise semble se redresser grâce à la reprise de la demande extérieure et notamment du marché automobile américain. Mais une nouvelle contraction du PIB paraît l'hypothèse la plus probable pour l'ensemble de l'année (chapitre II). Aux États-Unis, la reprise s'accompagne d'une forte progression des importations et le redémarrage du commerce mondial bénéficie aux économies émergentes. Mais, le moteur américain peut-il entraîner à nouveau l'économie mondiale ?

Au cours du premier semestre 2002, les doutes quant à la solidité de la reprise américaine ont augmenté. Les ménages sont en situation financière fragile. Certes, les taux longs, bas, jouent dans le sens de la reprise mais l'investissement ne redémarrera sans doute pas avant la fin 2002 compte tenu des surcapacités. La consommation risque de ralentir avant que l'investissement ne reparte, surtout si la remontée des prix du pétrole observée au premier trimestre 2002 devait se poursuivre. À cet égard, les tensions au Proche-Orient et les menaces d'une intervention américaine en Irak constituent une menace supplémentaire.

Sur le scénario de reprise molle qui se dessinait, est venu s'imprimer, à la suite de la faillite d'Enron en décembre 2001, le choc produit par les révélations sur la falsification des comptes de plusieurs sociétés américaines de premier plan. La perte de confiance des actionnaires a accéléré la baisse des grands indices boursiers engagée début 2002. À l'été, les marchés d'actions étaient très volatils. Les perspectives de croissance américaine étaient revues en baisse.

#### *Le fonctionnement des marchés*

L'évolution des marchés financiers des pays industrialisés sur la période récente livre des enseignements particulièrement frappants. Elle montre la puissance des instruments de marché; en même temps, elle rappelle leurs limites et la nécessité pour les autorités





monétaires comme pour le pouvoir réglementaire d'en contrôler le fonctionnement.

Aux États-Unis comme en Europe, une grande partie du financement du boom du secteur technologique a été financée hors du système bancaire, par le marché. Les sociétés ont fait appel à leurs fournisseurs, au capital-risque, aux actions et aux obligations. Grâce à la répartition des risques de crédit, le coût financier de l'éclatement de la bulle technologique a été beaucoup plus facilement supporté que celui de l'éclatement de la bulle immobilière de la fin des années quatre-vingt (chapitre VII). À l'échelle microéconomique, la faillite d'Enron, l'un des principaux courtiers en énergie, a d'ailleurs fourni une démonstration de l'efficacité des instruments sophistiqués de répartition des risques. De nombreuses sociétés ont enregistré des pertes à la suite de cette faillite, mais grâce à l'amélioration de la gestion du risque, ces pertes n'ont pas menacé la solvabilité d'autres intervenants.

Cette faillite a provoqué la disparition de milliers d'emplois et la ruine des salariés qui avaient investi leur épargne en actions de leur société. Mais c'est la révélation de la dissimulation des pertes de la société, avec la complicité du cabinet d'audit chargé de la vérification des comptes, qui a donné à cette affaire un caractère systémique. À sa suite, de nombreux autres scandales ont été révélés, touchant notamment Global Crossing et WorldCom. Elle a jeté la suspicion sur les pratiques comptables des sociétés, démontré la défaillance des règles censées assurer la qualité de l'information financière et mis en cause les élus républicains et leurs liens avec les milieux d'affaires.

L'allocation du capital par le marché repose sur l'information financière. Cette information constitue un bien public, mis à la disposition de tous. Ce sont généralement les firmes elles-mêmes qui paient ceux qui produisent l'information ou certifient sa qualité. Le souci des uns et des autres de sauvegarder leur réputation constitue, en principe, une forte incitation à respecter les règles comptables. Mais l'euphorie boursière de la fin des années quatre-vingt-dix, en créant des possibilités de gains énormes, a balayé ce garde-fou. Pour se procurer sur les marchés financiers les capitaux et les liquidités nécessaires à leur lancement et à leur développement, pour assurer les rémunérations par le système des *stocks-options* (droits d'achats d'actions à partir d'une date et à un prix déterminés), les

sociétés qui se sont créées dans les nouvelles technologies avaient besoin d'un cours élevé et en progression. L'incitation était extrêmement forte de manipuler les comptes pour faire apparaître de bons résultats sur lesquels les investisseurs allaient fonder leurs anticipations de profits et faire grimper les cours des actions. Cette manipulation était d'autant plus aisée que les sociétés et les montages financiers étaient devenus très complexes. Quant aux auditeurs, ils avaient développé, à côté de leur activité de vérification des comptes, une activité de conseils très lucrative. Certains ont accepté de certifier les comptes douteux de sociétés avec lesquels ils réalisaient un chiffre d'affaires important en matière de consultation. Enfin, des conflits d'intérêts sont apparus entre les analyses, supposées indépendantes, des analystes financiers et les activités d'introduction en Bourse et de conseil des banques qui les employaient.

Cette affaire rappelle d'abord que la qualité de l'information sur les sociétés ne peut être assurée que si le système de rémunération des producteurs d'information ne comporte pas d'incitations à frauder. Une première condition à cela est que l'ensemble des règles appliquées à cette activité soit établi par des autorités publiques, à l'abri des pressions des professionnels du secteur; ça n'a pas été le cas aux États-Unis. Une autre est que le souci de réduire les possibilités de fraude intervienne dans le choix des règles comptables, à côté des critères purement économiques ou techniques. Ce débat concerne évidemment l'Europe au moment où l'Union a décidé d'unifier ses marchés financiers et les règles qui les régissent d'ici à 2005.

Cependant, certains considèrent qu'il serait vain de trop attendre d'une refonte de dispositifs réglementaires. Une meilleure appréciation des risques liés à une gestion trop « innovante » des sociétés, effectuée sur la base d'indicateurs appropriés, serait plus efficace pour limiter les excès des marchés et les dérives qui les accompagnent. Des progrès sont sûrement à réaliser dans ce domaine. Mais si les analystes n'ont pas su voir le risque porté par Enron et par beaucoup d'autres sociétés, c'est sûrement (si l'on met à part les conflits d'intérêts mentionnés) moins du fait de la déficience des indicateurs de risque que du fait de l'aveuglement provoqué par « l'exubérance irrationnelle » des marchés. Toutes les phases d'engouement et de formation de bulles spéculatives, dans l'immobilier, en Asie, ou dans les nouvelles technologies, portées

par l'attente de profits considérables, sont caractérisées par une forte myopie des acteurs du marché à l'égard des indicateurs d'alerte, jusqu'au retournement, qui révèle brutalement l'irrationalité des comportements. Ici, c'est à la banque centrale que revient la tâche, particulièrement difficile dans ces phases de hausse des prix d'actifs, de guider la formation du jugement collectif (chapitre VIII).

La réaction des marchés financiers à la perte de confiance des actionnaires a contraint les pouvoirs publics comme les entreprises à des réactions rapides aux États-Unis et aussi en Europe. Cette défiance, jointe aux inquiétudes sur le niveau des profits, a rendu les actifs américains moins attractifs, et a contribué à la baisse du dollar.

#### *Quelle croissance financer ?*

Avec la reprise, le déficit courant américain s'est accru : il atteint près de 4,5 % du PIB, soit un besoin de financement de l'ordre de 1,3 milliard de dollars par jour, jugé d'autant plus insoutenable qu'il s'agit de financer la consommation privée et publique et non pas l'investissement. À cet égard, le glissement du dollar enregistré depuis le début de l'année 2002 est bienvenu. Il apporte un soutien à la compétitivité et à l'activité américaines et ne risque pas de se traduire par des pressions inflationnistes, compte tenu des capacités inemployées et du niveau relativement élevé du chômage. La zone euro, pourrait tirer bénéfice du glissement du dollar *via* la baisse des prix des biens importés, particulièrement favorable à la consommation des ménages. La politique monétaire de la BCE pourrait être plus accommodante et favoriser la reprise des investissements qui bénéficieraient aussi de la plus grande attractivité de la zone.

Mais ce type de scénario de rééquilibrage en douceur ne peut s'étendre à toutes les zones. Plusieurs pays asiatiques résistent (par des interventions ou en augmentant leurs réserves) à l'appréciation de leurs monnaies, à commencer par le Japon pour qui un yen faible constitue le seul instrument conjoncturel encore efficace. Entre janvier et début juillet 2002, la baisse du dollar a été de l'ordre de 10 % en termes effectifs (*i.e.* vis-à-vis de l'ensemble des monnaies des partenaires, pondérées selon le poids de chacun dans les échanges américains) mais de 20 % contre la monnaie européenne, menant l'euro à parité avec le dollar. Selon les estimations les plus

courantes, une dépréciation effective du dollar de 25 % permettrait d'abaisser le déficit courant américain à 2-2,5 %. À l'évidence, un tel mouvement ne pourra pas se concentrer sur l'euro dans les mêmes proportions que la baisse récente.

Se mesurent ici les conséquences de la crise de la deuxième puissance économique mondiale et premier exportateur de capitaux. La dépression de la demande japonaise se diffuse dans l'économie mondiale tandis que l'apport massif de liquidités au système financier japonais est un facteur de surliquidité structurelle du système monétaire et financier international et source potentielle d'instabilité.

Se mesure aussi l'absence de progrès réalisés dans les moyens d'investir l'épargne des régions du Nord dans le développement des économies du Sud. Dans ces conditions, quelle pourra être la croissance mondiale si les États-Unis ne peuvent plus jouer le rôle d'emprunteur qu'ils ont tenu ces dernières années ?

### **Bibliographie**

AGLIETTA M. et ORLÉAN A., (2002) *La monnaie entre violence et confiance*, Odile Jacob.  
BRI, (2002) 72<sup>e</sup> rapport annuel, juillet, ([www.bri.org](http://www.bri.org)).