

## **L'EURO : UNE CHANCE POUR L'EUROPE ET POUR LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL**

Conférence prononcée par M. Jacques de Larosière  
devant l'assemblée annuelle de l'association France-Italie  
(Rome, Campidoglio, 27 mars 2001)

Un peu plus de deux ans après son introduction, l'euro présente un bilan largement positif, trop souvent éclipsé par sa dépréciation contre dollar.

Il a aidé la zone euro à résister aux différents chocs exogènes auxquels elle a été confrontée et il a été un catalyseur des transformations et des restructurations des économies européennes. Il a pris une place importante sur les marchés financiers internationaux, particulièrement sur le marché obligataire. Même s'il demeure encore des étapes à franchir avant que l'euro n'atteigne un statut de devise mondiale comparable au dollar américain, son existence même est de nature à améliorer en profondeur le fonctionnement du système monétaire international.

### **I. L'EURO : UNE CHANCE POUR L'EUROPE**

#### **1. L'euro est un facteur de convergence, d'intégration et de stabilité**

L'euro a stabilisé l'économie européenne, facilité et accéléré son intégration.

L'introduction de l'euro — jointe à l'intense travail de coordination des politiques économiques qui l'a précédée pendant des années — a été un formidable facteur de convergence au sein de la zone. De fait, on a assisté, de manière concrète, à un double mouvement de convergence tant des rythmes d'inflation que des rendements obligataires. Il s'est agi d'une convergence vers la situation la meilleure, soit, par exemple, celle des Bunds allemands pour les taux longs.

À cet égard, les avantages économiques provenant de la baisse spectaculaire des taux longs observée dans certains pays, depuis quelques années, ne sauraient être sous-estimés. Jusqu'en 1997, les écarts de taux d'intérêt constatés en Europe sur les obligations à 10 ans dépassaient couramment 5 à 600 points de base. Ils ont pratiquement disparu aujourd'hui (voir tableau I).

La création de l'euro en 1999 a, par définition, supprimé le risque de change au sein de la zone. Il s'agit-là d'une novation fondamentale. Elle se révèle à la fois source d'intégration commerciale et de concurrence accrue — du fait de la transparence qui en résulte en matière de prix — mais aussi source de stabilité économique.

Quand on songe à la volatilité des changes qui régnait encore en Europe il y a quelques années, à leur sensibilité aux chocs extérieurs et aux menaces que cette erraticité faisait peser sur l'existence même du marché unique, on ne peut qu'être frappé du changement radical qu'a entraîné la création de l'euro pour ce qui concerne le fonctionnement même des marchés. Je me souviens encore des raisonnements tenus par les économistes anglo-saxons à la fin des années 1980. Ils saluaient, certes, l'avènement du marché unique, mais soulignaient que le marché européen ne serait vraiment unifié que lorsque l'incertitude sur les taux de change et donc sur les prix d'un pays à l'autre aurait disparu. Mais, ils considéraient alors la levée de cette incertitude avec une forte dose de scepticisme...

L'absence de risque de change au sein de la zone a également été un facteur structurant en ce sens qu'elle a favorisé le développement des mouvements de fusions et d'acquisitions, (particulièrement dans le domaine financier), tant au sein de la zone euro qu'au-delà de ses frontières. Ainsi, les opérations de fusions ou d'acquisitions concernant des cibles de la zone euro sont passées de 272 milliards de dollars en 1998 à 638 milliards en 1999, pour atteindre encore 198 milliards au premier semestre 2000. Les chiffres concernant les entreprises de la zone euro, considérées cette fois-ci en tant qu'acquéreurs, sont tout aussi spectaculaires, les opérations passant de 150 milliards de dollars en 1998, à 245 milliards en 1999, puis encore 245 milliards sur le seul premier semestre 2000.

## 2. L'euro protège l'économie européenne des chocs extérieurs

L'Union économique et monétaire a également permis de protéger l'économie européenne des chocs extérieurs au cours des dernières années : crise des pays émergents de 1998, choc pétrolier des derniers mois, ralentissement en cours de l'économie américaine et du commerce mondial. Le commerce intra-zone euro s'est en effet fortement développé, le taux d'ouverture de la zone sur l'extérieur ne se situant aujourd'hui qu'à environ 13 % du PIB de la zone, contre des taux allant de 20 % à 70% pour les économies nationales avant la mise en place de l'Union Européenne et Monétaire. Ainsi, les exportations vers les Etats-Unis ne pèsent que 2,2 % du PIB de la zone (avec des situations nationales toutefois contrastées, le ratio étant de 2,2 % pour la France, mais de 3,2 % pour l'Allemagne).

Ce rôle de « bouclier » de l'euro permet d'atténuer le fort ralentissement américain actuel (après 5 % de croissance en 2000, il n'est pas exclu que le PIB américain reste stable en 2001). Ce ralentissement pourrait être presque compensé par le programme de baisse des impôts en Italie, en Allemagne et en France. L'euro permet ainsi d'assurer une relative stabilité à la croissance de l'économie européenne, tandis que la politique de la Banque centrale et les gains de productivité dégagés grâce aux investissements et aux fusions préservent cette zone de l'inflation. Ainsi, en 2001, le PIB de la zone euro pourrait augmenter de 2,5 % après 3,4 % en 2000, la croissance des prix à la consommation se limitant à

1,9 % (1,3 % pour l'inflation sous-jacente), après 2,3 % en 2000 (1,3 % pour l'inflation sous-jacente ).

Arrêtons-nous quelques instants sur ces considérations macroéconomiques. Les indications récentes montrent que l'économie européenne croissait au dernier trimestre 2000 à un rythme annuel de l'ordre de 3 % alors que l'économie américaine progressait de 1,4% . « Pour la première fois depuis la fin de 1995, le différentiel de croissance est durablement passé en faveur de l'Europe », comme le soulignait un économiste d'un grande banque américaine<sup>1</sup>

Mais plus significatif encore que ces chiffres, est la nature même de l'expansion économique propre à l'Europe et aux Etats-Unis. La croissance américaine a été suscitée par les gains de productivité nés de la révolution technologique et a été soutenue par les « effets-richeesse » ressentis par les consommateurs qui bénéficiaient de la poussée des actifs boursiers liée à la croissance de l'investissement. Mais, on assiste aujourd'hui, de la part des entreprises américaines, à des anticipations de profits moins optimistes que celles qui avait présidé à l'emballement boursier. Intervient alors la correction inévitable. Celle-ci provoque un renversement de l' « effet-richeesse » et une détérioration de la confiance des consommateurs. Face à ce processus, la situation de l'économie européenne apparaît très différente dans la mesure où elle n'a pas connu le même modèle de cycle que celui des Etats-Unis. L'Europe, dont les réformes structurelles commencent à porter leurs fruits et où les politiques budgétaires sont plus accommodantes — peut-être dans certains cas un peu trop accommodantes... — , profite aujourd'hui de la vigueur retrouvée de la demande intérieure, source traditionnelle de croissance moins dépendante en Europe de la performance des bourses qu'elle ne l'est aux Etats-Unis.

\*  
\*      \*

Au total, l'Europe aura relevé avec succès le défi de l'entrée en vigueur de l'euro. La croissance se situe autour de 3 % depuis trois ans. L'inflation a été maîtrisée : la hausse des prix à la consommation aura été inférieure en moyenne à 2 % sur les deux dernières années, face à 2,8 % aux Etats-Unis. En fin de compte, n'est-ce pas là le vrai test de succès pour une banque centrale ? C'est, en effet, sur le pilier de la stabilité monétaire que l'Union Monétaire et la Banque Centrale Européenne ont été construites. Cet objectif a été respecté. Les autorités monétaires européennes ont agi avec compétence, prudence et efficacité. Les détenteurs d'euros, salariés ou épargnants, qui voient leur pouvoir d'achat préservé, le savent. C'est sur leur jugement quotidien et sur leurs attentes que se forge, au fil du temps, la crédibilité d'une Banque Centrale. « Mission accomplie ».

---

<sup>1</sup> Nicolas Sobczak, La Lettre du Trésorier, Mars 2001.

## II. L'EURO : UNE CHANCE POUR LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

J'en viens maintenant à l'aspect international du sujet. Dans quelle mesure la création d'une nouvelle grande monnaie mondiale — dont l'assise en termes de PIB, de démographie et d'intégration dans le commerce mondial, est du même ordre de grandeur que celle des Etats-Unis —, est-elle de nature à modifier, voire à améliorer les conditions de fonctionnement du système financier international ?

### 1. La création de la monnaie unique a favorisé la montée en puissance d'un grand marché financier international : celui de l'euro

Pour répondre à la question posée, il convient tout d'abord d'examiner le rôle joué par l'euro sur le marché financier international. En effet, une devise ne saurait jouer un rôle décisif de monnaie réserve que si elle fournit aux investisseurs un marché abondant et liquide. Jusqu'à présent, le marché financier des Etats-Unis était, sans conteste, le plus grand réservoir de ressources, celui dont l'ampleur et la facilité d'accès expliquaient, pour beaucoup, le rôle mondial du dollar. Qu'en est-il aujourd'hui ?

Si l'euro ne s'est pas encore imposé comme monnaie de réserve, ni comme moyen de paiement dans les échanges de biens et de services, il a rapidement égalé, voir dépassé le dollar comme devise d'émission.

Sur le marché obligataire, le succès de l'euro dépasse, en effet, toutes les espérances.

Pour ce qui est des titres d'Etat, la conversion en euro de la dette publique des Etats participant à la monnaie unique a créé un très vaste marché. Les émissions nouvelles de titres d'Etats de la zone euro ont largement dépassé, depuis deux ans, les émissions de titres du Trésor est Etats-Unis (ces dernières n'ont représenté pour la période 1999-2000 que 65 % des émissions européennes). (Voir tableau II).

Pour l'ensemble des émissions (gouvernements et autres émetteurs internationaux), les chiffres comparés sont saisissants. Même si le stock de la dette obligataire libellée en dollars (voir tableau III) reste encore prédominant — en raison du poids du passé — il est significatif de noter que les émissions nettes nouvelles libellées en euros ont désormais atteint et même dépassé le niveau américain. Le mouvement s'est même accentué au cours des premiers mois de l'année 2001. Ainsi, depuis le début de 1999 (et jusqu'en mars 2001), les émissions libellées en euros ont atteint un total de 1745 milliards d'euros contre 1688 pour des titres libellés en dollars.

Plus significatif et spectaculaire encore est le développement depuis deux ans des obligations internationales émises en euro par les sociétés (« corporates et utilities »). Il y a eu là une véritable explosion (voir tableau IV). Traditionnellement, les émissions européennes ne représentaient, selon les

années, que 20 à 30 % des émissions comparables aux Etats-Unis. Mais, au cours des deux dernières années, du fait de la création de l'euro, les émissions lancées par les entreprises internationales sur le marché de l'euro ont atteint 90 % des émissions du même type libellées en dollars.

Il faut mesurer la portée de ce changement. Cela veut dire que le marché de l'euro s'est considérablement élargi et qu'il est désormais une source abondante et sûre de liquidités pour les entreprises européennes et mondiales au même titre que le marché des Etats-Unis. Nous vivons, de ce point de vue, dans une situation nouvelle : celle d'un marché financier international bipolaire. Cela veut dire aussi que les modes de financement changent profondément en Europe. D'un modèle de financement largement intermédié par les banques, les entreprises européennes sont de plus en plus attirées par les financements de marchés. Le mouvement est loin d'avoir atteint ses limites. À cet égard, la profondeur du gisement de titrisation en Europe devrait constituer un puissant soutien au marché obligataire en euros.

On sait que le marché des actions reste moins développé en Europe qu'aux Etats-Unis (la capitalisation de la zone euro atteignait 77 % du PIB en mars 2001, contre 126 % aux Etats-Unis et 70 % au Japon). Mais, les rapprochements entre bourses, la qualité de leurs plates-formes électroniques et la montée en puissance des indices européens sont des éléments positifs, autorisant des analyses de risques plus sectorielles et moins nationales. Il n'est pas douteux qu'un nombre de plus en plus large d'entreprises européennes tendra à recourir au marché des actions pour assurer leur développement.

On voit donc que les débuts du marché financier libellé en euros sont plus que prometteurs. Mais il faut faire davantage pour favoriser encore le développement de ce marché afin de tirer tous les avantages potentiels de la monnaie unique tant pour les épargnants européens que pour les entreprises.

À cet égard, il paraît absolument nécessaire — afin d'assurer la croissance optimale de l'économie européenne — d'accélérer la construction de l'Europe financière. Trop de réglementations nationales différentes font encore obstacle à la circulation des capitaux et des services financiers en Europe. Les coûts de cette « non-Europe-financière », en termes de croissance, sont, du reste, parfaitement identifiés.

Les processus qui gouvernent l'adoption et l'harmonisation des législations et réglementations européennes en matière financière s'avèrent trop longs (il faut souvent plusieurs années pour adopter et ratifier une directive). Dans un monde où les pratiques concurrentielles changent très vite, l'Europe financière doit avancer plus rapidement.

Il paraît essentiel, de ce point de vue, de simplifier nos méthodes de travail au moment même où l'achèvement du marché européen des services financiers suppose la préparation et l'adoption d'un nombre important de textes communautaires. Afin de ne pas retarder l'intégration du marché européen des

services bancaires et financiers, j'ai suggéré que l'élaboration des prescriptions applicables aux acteurs ou aux produits financiers, soit confiée à FESCO, le Forum européen des régulateurs nationaux. Son statut et sa composition devraient tenir compte du mouvement d'unification des régulateurs nationaux en cours dans plusieurs Etats membres et intégrer une participation adéquate des professions financières afin d'asseoir la légitimité de cette instance.

Une fois les « exigences essentielles » adoptées, selon la procédure normale, par le Parlement européen et le Conseil des ministres, la Commission, outre son pouvoir de proposition des directives et règlements communautaires, pourrait se voir confier la tâche d'élaborer les "mandats" qui seraient adressés à cet organisme.

Une telle approche simplifierait l'adoption des textes communautaires et permettrait une adaptation beaucoup plus rapide de la réglementation aux évolutions techniques des marchés. Elle serait d'autant plus efficace si les Etats membres accéléraient la consolidation et la rationalisation de leurs dispositifs nationaux de régulation.

À côté de cette dynamisation du processus actuel d'élaboration des réglementations, il ne faut pas exclure que l'achèvement du marché unique européen des services financiers puisse déboucher, à terme, sur la mise en place d'une régulation unifiée des marchés, c'est-à-dire d'un contrôle plus homogène et plus rapproché du respect, par les opérateurs, des règles ainsi édictées.

## 2. Le rôle de l'euro dans le fonctionnement du système monétaire international

Sur le marché des biens et services, le dollar demeure la devise de référence avec 60 % du commerce mondial libellé ou financé dans cette devise (soit 4 fois le PIB américain), l'euro occupant la deuxième place avec 15 % (1,9 fois le PIB de la zone<sup>2</sup>).

Ainsi que je l'ai déjà mentionné, le rôle de l'euro comme monnaie de réserve est encore modeste face au dollar qui représentait les deux tiers des réserves officielles à la fin de 1999.<sup>3</sup>

Mais, il est à penser que le rôle de l'euro comme monnaie de réserve progressera dans l'avenir pour deux raisons essentielles.

En premier lieu, le succès de l'euro en matière de stabilité monétaire fera apparaître cette devise, sur la longue période, comme un bon conservateur de valeur. Par ailleurs, le développement du marché des instruments libellés en euros favorisera la détention de cette monnaie par les institutions financières à travers le monde.

---

<sup>2</sup> En 1999, le PIB américain a représenté 21,9 % du PIB mondial, contre 15,8% pour la zone euro.

<sup>3</sup> Il est, du reste, difficile de mesurer la place de l'euro à cet égard en raison du biais statistique qui résulte de ce que les anciennes monnaies européennes détenues par les banques centrales de la zone euro ne sont plus comptabilisées comme des réserves de change.



En second lieu, le processus d'élargissement de l'Union européenne vers l'Europe de l'Est va, à terme, rapprocher un certain nombre de pays de l'euro. D'ores et déjà, Chypre, la Macédoine, la Bosnie-Herzégovine, la Bulgarie et l'Estonie ont lié leurs monnaies à l'euro (les trois derniers au moyen d'un « Currency board »). La Hongrie a adopté l'euro comme référence pour son système « crawling peg ». La Slovénie gère aussi son flottement en se référant à l'euro. Avec l'intégration monétaire, à terme, des pays candidats à l'Union européenne, on voit que l'assise géographique de l'euro est destinée à s'étendre substantiellement.

Mais, de manière plus large, comment peut-on envisager le rôle de l'euro dans le fonctionnement même du système monétaire international ?

Pour le moment, comme on le sait, le système est caractérisé par le flottement des trois plus grandes devises : le dollar, l'euro et le yen.

Dans un contexte de capitaux entièrement libres, de déséquilibres massifs des balances des paiements, et dans une situation où il n'existe pas, à l'évidence, de réelle coordination des politiques économiques entre les trois zones, le flottement des monnaies présente l'avantage de simplifier la conduite de la politique monétaire du G3. Ceci est d'autant plus vrai pour ceux d'entre eux qui sont relativement protégés de l'extérieur par le caractère intégré et continental de leur commerce. C'est le cas en particulier des Etats-Unis et de l'Europe.

Mais pour les autres pays, notamment les pays de taille petite ou moyenne qui sont très ouverts sur l'extérieur, le fonctionnement du système actuel, caractérisé par une grande volatilité des changes, est extrêmement pénalisant. Paradoxalement, cette volatilité est particulièrement négative pour les pays qui se comportent bien sur le plan de la discipline économique. Ceux-ci peuvent se voir littéralement submergés, selon l'humeur des investisseurs, les à-coups politiques et les phénomènes de contagion, par des entrées et des sorties de capitaux à court terme, et cela à tout moment. On a vu, au cours des dernières années, combien de tels mouvements pouvaient être redoutables pour la stabilité monétaire interne et l'équilibre économique de certains pays.

En dehors de la création d'une monnaie mondiale qui apparaît aujourd'hui comme un rêve plus que comme une solution, il existe deux manières de sortir d'une telle situation :

- dans une première perspective, les trois grands ensembles monétaires s'organiseraient afin de gérer leur change de manière concertée. Ceci impliquerait que les pays en question acceptent, dans certaines circonstances, de subordonner leurs décisions de politique économique interne à des considérations de caractère externe. Une telle discipline, acceptée et partagée, a toujours été à la base des systèmes monétaires multilatéraux du passé. Mais je ne vois pas cette perspective comme réaliste dans les conditions actuelles ;

- dans une seconde perspective, on assisterait à la formation d'ensembles monétaires régionaux ancrés sur une des trois monnaies de référence (ou, le cas échéant sur un panier de ces devises) choisie notamment en fonction de la composition du commerce extérieur des zones régionales intéressées. C'est cette direction — déjà engagée — qui semble la plus vraisemblable. Elle s'accompagnera sans doute d'une intensification des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux entre les ensembles régionaux considérés et la zone émettrice de la monnaie d'ancrage. Ce que j'ai dit de l'évolution de l'Europe Centrale et Orientale en est une illustration.

Dans ce grand mouvement, vraisemblable, de « polarisation monétaire », la qualité de la monnaie d'ancrage constituera à terme un élément essentiel dans le choix des participants au système. Une monnaie d'ancrage dont la gestion interne ne maîtriserait pas le glissement inflationniste et qui perdrait de ce fait de son pouvoir d'achat, aurait peu de chance de devenir ou de demeurer un aimant puissant.

C'est dans cette perspective que se situe l'importance, non seulement pour l'Europe elle-même, mais aussi pour la qualité du fonctionnement de notre monde global, d'une gestion anti-inflationniste de l'euro. S'il s'avère, par exemple, que l'Europe continue à être le principal partenaire des pays du Mercosur, zone avec laquelle l'Union européenne cherche à intensifier sa coopération et ses échanges, et que l'euro est perçu comme un bon conservateur de valeur, serait-il déraisonnable de penser qu'un jour, ce vaste ensemble régional d'Amérique du Sud pourrait se rapprocher monétairement, au besoin partiellement, de l'euro ? Qui aurait imaginé une telle éventualité, il y a seulement quelques années ?

\*  
\*       \*

On se posait, à la fin de 1998, deux questions sur l'euro :

- 1 le système monétaire européen réussira-t-il à maintenir une croissance non-inflationniste ?
- 2 le marché financier de l'euro pourra-t-il se développer plus rapidement que la somme de ses composantes, tirant ainsi parti de l'effet multiplicateur de l'unification monétaire ?

À ces deux questions, je crois avoir montré que la réponse est indiscutablement positive.

Il est vrai que la faiblesse de l'euro face au dollar depuis 18 mois a été l'occasion pour de nombreux commentateurs de mettre en doute la validité de l'entreprise.



Il y a là, me semble-t-il, une complète erreur de perspective. Dans un monde où les mouvements de capitaux sont libres et où les cycles économiques sont désynchronisés, il est inévitable — bien que regrettable — que les variations de change soient amples. Les investissements massifs effectués depuis deux ans aux Etats-Unis par les Européens ont largement contribué à la baisse de l'euro. Mais quand on reprend l'historique des relations entre le dollar et monnaies européennes depuis le début des années 80, on s'aperçoit que le positionnement actuel de l'euro face au dollar reste en ligne avec les évolutions observées depuis vingt ans (voir graphiques V et VI en annexe), et qu'il est, en termes réels (PPP), peu éloigné de son point d'équilibre.

Ce qui est important c'est que la baisse de l'euro contre dollar ne se traduise pas par une reprise de l'inflation dans la zone. Or, cela n'a pas été le cas.

De manière plus générale, l'Europe doit apprendre la leçon que nous ont enseignée les Etats-Unis, à savoir de ne pas nous polariser sur les variations au jour le jour du taux de change. L'Europe est la monnaie d'un des ensembles économiques les plus puissants du monde, dont l'inflation est maîtrisée. Les entreprises y sont dans une situation financière saine ; le taux d'épargne des ménages y est très élevé ; les déficits publics y sont assez faibles et, contrairement à ce qui se passe aux Etats-Unis, la balance courante est équilibrée (- 0,4 % du PIB en 2000). Tous ces éléments fondamentaux devraient contribuer à soutenir l'euro.

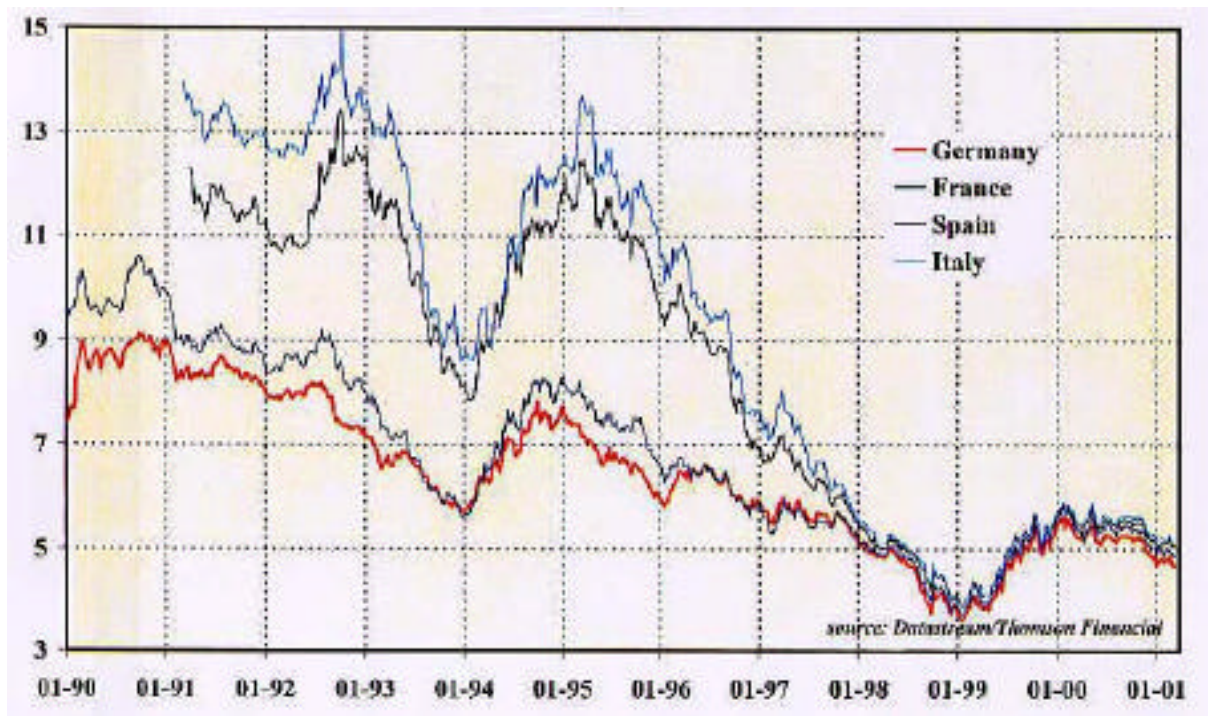
\*  
\*       \*

Mais pour jouer pleinement ce rôle international que j'ai évoqué, tirer tout le parti possible de la monnaie unique, l'Union européenne doit relever un certain nombre de défis qui dépassent le domaine technique. C'est par là que je souhaite terminer.

Seul un approfondissement des réformes structurelles en cours, qui concernent les marchés des capitaux, celui des biens mais également celui du travail, permettrait d'asseoir durablement le succès de l'euro sur les marchés internationaux, en rendant la zone encore plus attrayant pour les investisseurs étrangers. Je pense à l'impérieuse nécessité de réduire les prélèvements obligatoires. Je pense aussi à des mesures favorisant la demande et l'offre de capitaux, d'une part grâce à une meilleure intégration technique et réglementaire des marchés et d'autre part au moyen du développement des fonds de pension. Il serait également souhaitable de mettre en place des politiques communes dans les domaines fiscaux (notamment en ce qui concerne l'harmonisation de la fiscalité de l'épargne) et structurels. L'enjeu est de parvenir à augmenter le taux de croissance potentiel de la zone euro de manière à diminuer l'écart avec les Etats-Unis. Les mouvements de capitaux (investissements directs et de portefeuille) et les taux de change sont en effet largement déterminés par les anticipations des écarts de croissance à long terme par les investisseurs.

Après la formidable percée que représente la création de la monnaie européenne, il convient donc d'approfondir et d'intensifier les réformes structurelles, d'alléger et d'harmoniser les réglementations, de libéraliser les conditions de fonctionnement des marchés. De la manière dont se fera cette avancée structurelle, — je pense à son rythme et à la qualité du dialogue qui y mènera — dépendra pour beaucoup le succès à long terme de l'euro et, par là-même, du développement de l'Europe, de son équilibre social et politique, et donc de son rayonnement mondial.

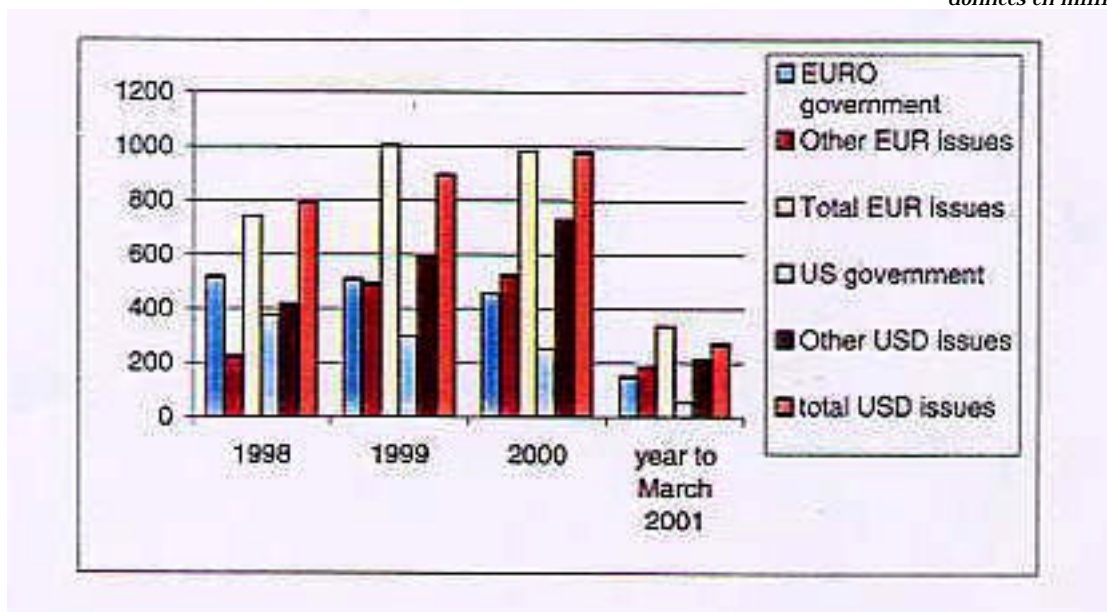
## Annexe 1 : les taux d'intérêt dans la zone euro sur 10 ans



## Annexe 2

	1998	1999	2000-mars 2001
EUR government	518	510	150 2001 inclut la Grèce
Other EUR issues	223,8089	493,0552	186,687 Marché international uniquement
<b>Total EUR issues</b>	<b>741,8089</b>	<b>1003,055</b>	<b>336,687</b>
US government	377	298	57
Other USD issues	416,258	596,68	214,296 Marché international uniquement
<b>Total USD issues</b>	<b>793,258</b>	<b>894,68</b>	<b>271,296</b>

données en milliards d'euro

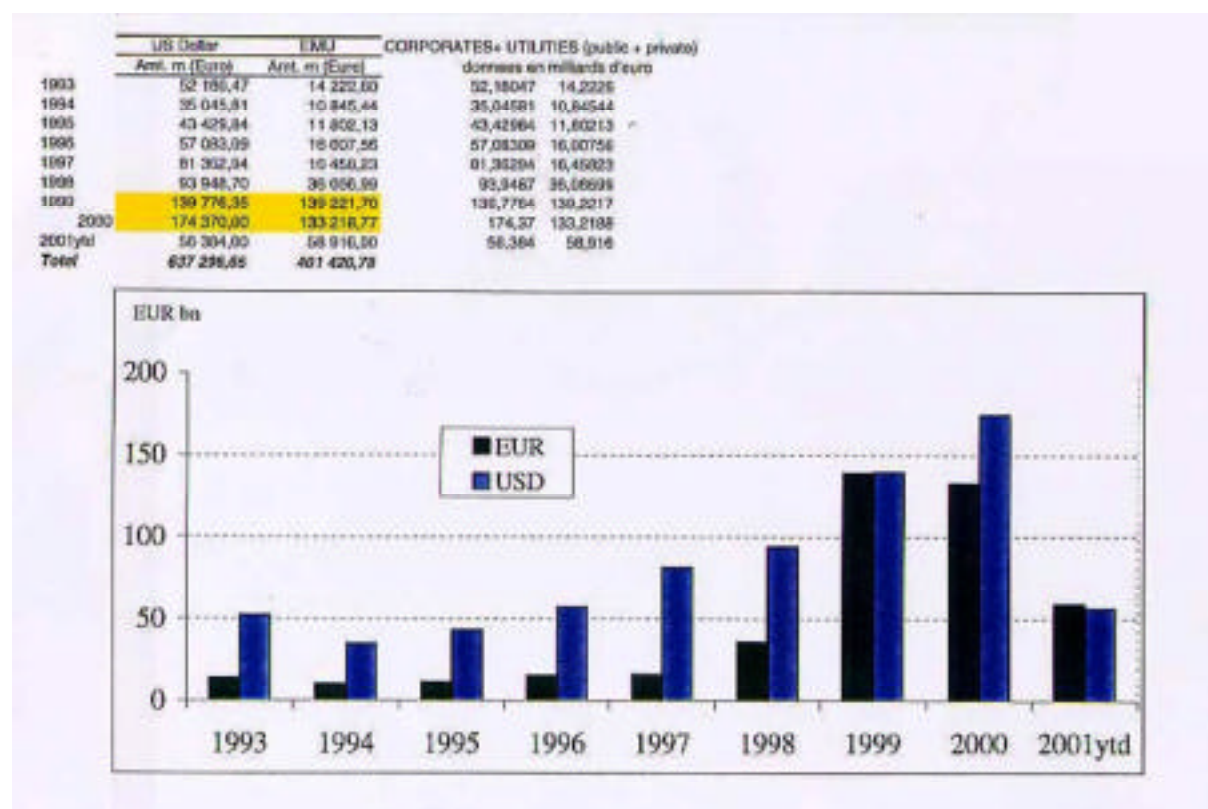


### Annexe 3 : Structure de l'encours et des émissions de titres internationaux

en % du total mondial	Emissions nettes			Emissions brutes			Encours		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998 Déc.	1999 Déc.	2000 Déc.
Euro	32,8	47,1	38,7	28,3	38,4	34,2	27,3	28,9	30,1
Dollar	60,3	44,7	47,7	50,3	43,7	42,3	45,0	46,6	48,7
Yen	-3,9	-0,6	0,3	6,3	6,7	11,4	11,5	10,1	8,2
Autres	10,8	8,8	13,3	15,1	11,2	12,1	16,2	14,4	13,0

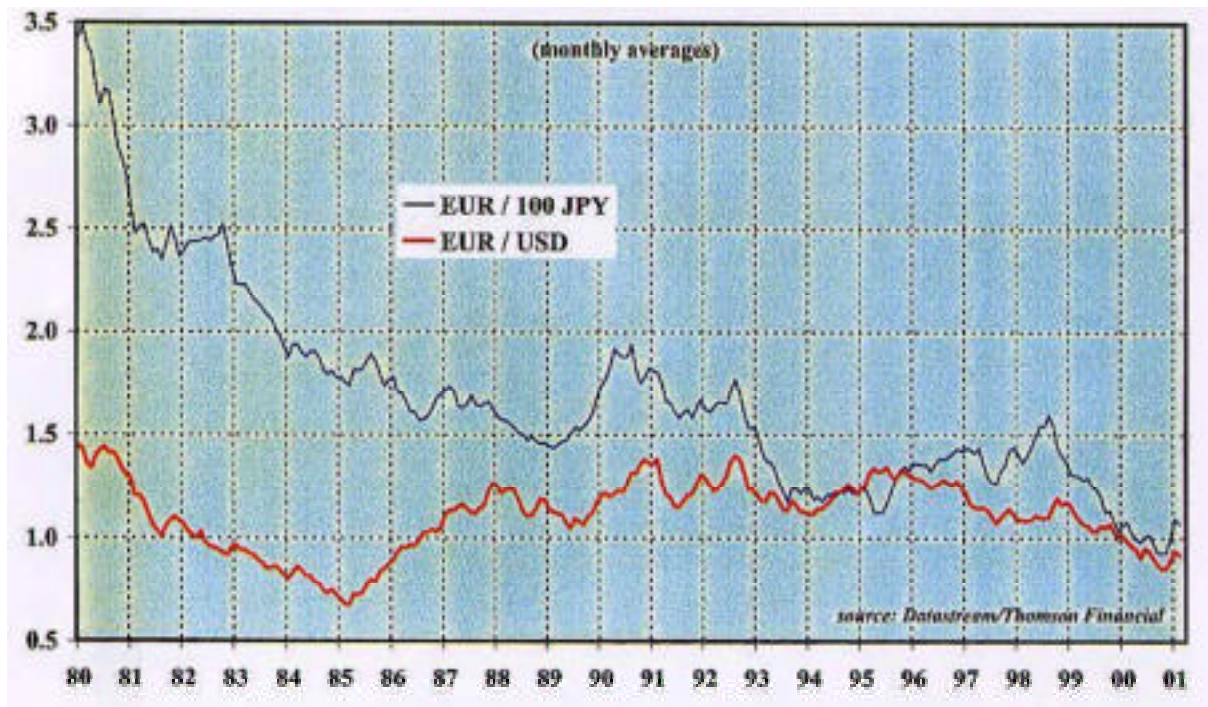
Source : BRI, mars 2001

### Annexe 4 :





### Annexe 5 : Euro vs key concurrencies



### Annexe 6 : USD/DEM exchange rate

