

2.2 LE MARCHÉ DE CHANGE ET DES PRODUITS DÉRIVÉS LUXEMBOURGEOIS DANS LE CONTEXTE INTERNATIONAL¹

2.2.1 Introduction et remarques méthodologiques

En avril 2007, la BRI a coordonné au niveau international un nouveau recensement triennal sur l'activité des marchés des changes et des produits dérivés échangés de gré à gré. L'enquête avait pour objectif d'obtenir une information significative et cohérente au niveau international sur la taille, la structure et l'évolution de l'activité de ces marchés. Les statistiques issues sont destinées à augmenter la transparence de ces marchés et permettront ainsi aux banques centrales et aux intervenants dans ces marchés de mieux comprendre les évolutions et comportements des systèmes financiers.

La Banque centrale du Luxembourg, comme 54 autres Banques centrales ou autorités monétaires, s'est associée à cette enquête en invitant début mars 2007 toutes les banques de la place financière de rapporter leur activité sur le marché global des changes et des produits dérivés échangés de gré à gré au cours du mois d'avril 2007. L'objet de cette analyse est de présenter l'évolution de ces différents marchés sur la place financière de Luxembourg et de voir celle-ci dans un contexte international. Sur les 154 établissements de crédit contactés, 114 ont rapportés des transactions dépassant le seuil du million de dollar US en valeur arrondie.

Il importe de préciser que l'enquête menée a porté uniquement sur les flux de transactions enregistrés au cours du mois d'avril 2007. Les informations concernant les encours des produits de change «traditionnel» et des produits dérivés visés par cette enquête ont fait l'objet d'une enquête distincte à laquelle la BCL n'a pas participé.

En ce qui concerne les produits dérivés, cette enquête a été limitée aux instruments dérivés négociés sur les

marchés de gré à gré (la BRI collectant régulièrement, par ailleurs, une information statistique sur l'activité des marchés organisés) et ne concerne que les transactions ayant pour sous-jacents des taux d'intérêts ou des devises (les marchés des matières premières ou des indices boursiers ne sont donc pas inclus dans cette analyse).

La collecte se fait sur base géographique, c'est à dire que les flux sont constitués de toutes les opérations effectuées sur le territoire national, quelle que soit la nationalité de l'établissement résident déclarant.

Les données sont présentées sous la forme d'une moyenne journalière nette. Celles concernant le marché luxembourgeois sont de type «net-gross», c'est à dire après élimination de l'incidence de la double comptabilisation résultant des transactions effectuées entre banques déclarantes de la place de Luxembourg. Certains chiffres relatifs à l'activité mondiale et calculés par la BRI sont de type «net-net», c'est à dire que la BRI a effectué une correction sur l'agrégation des données nationales «net-gross», en éliminant l'incidence des opérations transfrontalières entre banques déclarantes.

2.2.2 Le marché de change traditionnel

2.2.2.1 Montant des transactions

Le volume d'activité de la place financière du Luxembourg dans l'ensemble des trois segments du marché «traditionnel», représentant 97% de la totalité du marché de change, a atteint une moyenne journalière de près de 42,6 milliards de dollars US en avril 2007. Ceci représente une forte croissance par rapport aux 14,5 milliards enregistrés en avril 2004 (+194%), qui faisait suite à une légère hausse de 12% de l'activité entre 2001 et 2004.

¹ Note rédigée par Romain Perrard.

Tableau 1 Evolution des opérations sur le marché de change traditionnel au Luxembourg²

Instruments	Volume				Variations		
	1998	2001	2004	2007	1998-2001	2001-2004	2004-2007
Change au comptant	7 794	4 184	3 126	13 323	-46%	-25%	326%
-résidents	1 313	709	590	3 076			
-non-résidents	6 481	3 475	2 535	10 247			
Terme sec	1 250	1 160	1 717	5 234	-7%	48%	205%
-résidents	242	362	678	2 255			
-non-résidents	1 008	798	1 040	2 979			
Swaps cambistes	13 114	7 563	9 623	24 015	-42%	27%	150%
-résidents	726	229	247	2 072			
-non-résidents	12 388	7 334	9 377	21 942			
Total	22 158	12 907	14 466	42 572	-42%	12%	194%

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)
Source: BCL

Alors qu'elles subissaient encore une baisse de 25% sur la période allant de 2001 à 2004, les opérations de change au comptant manifestent un renversement de tendance avec une amélioration de 326% sur la période allant de 2004 à 2007, tandis que les opérations sur les marchés du terme sec (+205%) et des swaps cambistes (+150%) voient leurs taux de croissance s'accroître par rapport aux observations de la période précédente (respectivement +48% et +27% sur la période allant de 2001 à 2004). La part de marché entre établissements domestiques demeure relativement modeste, bien que passant de 10% à 17%. Cela s'explique en partie par les nombreuses opérations que les filiales luxembourgeoises effectuent avec leur maison-mère à l'étranger. L'activité s'articule autour des opérations de swaps cambistes (56% de l'activité en 2007 et 67% en 2004) et des opérations de change au comptant (31% de l'activité en 2007, contre 22% en 2004).

Au niveau global, le marché de change traditionnel a connu un accroissement de l'activité sans précédent. Sur base de données provisoires, la moyenne journalière est passée de 1 880 milliards de dollars US en avril 2004 à 3 209 milliards de dollars US en avril 2007, soit une progression de 71% (données «net-net»). En termes net-gross, la moyenne journalière est passée de 2 408 à 3 989 milliards de dollars US, soit une progression de 66% sur la même période. La part du

Luxembourg au niveau mondial s'est améliorée en passant de 0,6% (16^e rang) en 2004 à 1,1% en 2007 (14^e rang)³.

Le Royaume-Uni a encore étendu sa position dominante sur les marchés de change: ainsi la moyenne quotidienne anglaise s'est élevée à 753 milliards de dollars US en 2004, représentant 31,3% de l'activité mondiale, contre 1 359 milliards de dollars US en 2007, soit 34,1% du marché mondial. Bien que leur position relative se soit légèrement détériorée, avec respectivement 461 milliards de dollars US en 2001 et 664 milliards en 2007, les Etats-Unis occupent, avec 16,6%, une confortable seconde place, devant nettement la Suisse dont la part de marché est de 6,1%.

Au niveau de la zone euro, la part relative du Luxembourg s'est également améliorée passant de 4,3% à 10%, lui permettant ainsi de gagner trois places au classement de cette zone pour se situer au quatrième rang, derrière la France, l'Allemagne et la Belgique. Le niveau d'activité des intervenants de la zone euro a progressé de près de 32%, passant de 327 milliards de dollars US (13,6% de l'activité mondiale) en 2004 à 431 milliards de dollars US en 2007 (10,8%).

En termes d'instruments, la croissance globale de l'activité des marchés de change traditionnel s'est traduite

2 Ce tableau présente les résultats de l'enquête pour les catégories d'opérations suivantes: **Spot – Change au comptant**: le dénouement de l'opération a lieu dans les 48h; **Outright forward – Terme sec**: l'échéance de livraison est supérieure à 48h; **Foreign exchange swap – Swap cambiste**: consiste en l'achat et la vente simultanés un certain montant de devises, l'un au comptant, l'autre à terme, sans échange périodique de paiements d'intérêts.
3 BIS, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007, Preliminary global results, September 2007. La BRI publiera les résultats finaux globalisés seulement le 18 décembre 2007, postérieurement à la publication de ce bulletin.

par une augmentation de la moyenne journalière des swaps cambistes de 81 %, passant de 944 milliards de dollars US en avril 2004 à 1 714 milliards de dollars US en avril 2007, des opérations de change au comptant qui ont évolué de 621 milliards à 1 005 milliards de USD (+ 62%) ainsi que le terme sec qui a gagné 74% pour atteindre un volume quotidien de 362 milliards de dollars US (données «net-net»).

2.2.2.2 Poids relatif des différentes devises

Comme en 2004, le dollar US confirme à Luxembourg sa position de première devise sur le marché de change avec une implication dans 84% des opérations⁴. Avec 70% des transactions, l'euro pour sa part a gagné du terrain (+15 points de pourcentage (p.p.)) au dépens du yen (-6 p.p.), de la livre sterling (-2 p.p.), du franc suisse (-3 p.p.) ainsi que des autres devises (-6 p.p.).

Tableau 2 La répartition selon les devises et instruments au Luxembourg en 2007

	USD	EUR	JPY	GBP	CHF	Autres	Total
Change au comptant	9 435	10 092	1 213	1 562	1 065	3 280	26 646
Terme sec	4 157	4 472	500	250	428	660	10 467
Swaps cambistes	22 251	15 345	2 046	3 160	1 619	3 607	48 030
Total	35 843	29 909	3 759	4 972	3 112	7 548	85 143
en %	84%	70%	9%	12%	7%	18%	200%

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Dans la mesure où chaque transaction implique 2 devises, la somme des parts relatives de chaque devise dans les échanges quotidiens vaut 200%.

Source: BCL.

Sur le plan international, les parts de marché du dollar US ainsi que du yen ont légèrement régressé sur la période considérée avec respectivement 86% (-3 p.p.) et 17% (-3p.p.). Selon la BRI, cette détérioration s'explique principalement par des effets d'évaluation suite à la dépréciation de ces devises entre 2004 et 2007. Tout comme en 2004, l'euro était impliqué dans 37% des transactions sur les marchés de change internationaux. D'autres devises telles que le dollar australien (7%) ou le dollar néozélandais (2%) ont pu étendre leur part de marché, notamment suite à des stratégies de portage de la part des investisseurs institutionnels internationaux ou suite à des effets d'évaluation positifs. Les devises de pays émergents ont par ailleurs été engagées dans près de 20% des transactions sur les marchés de change traditionnels au mois d'avril 2007. Les autres devises impliquées sont la livre sterling, qui représente 15% de part de marché (- 2p.p.) et le franc suisse qui a légèrement élargi sa part à 7% (+ 1p.p.)

Au sein de la zone euro, le dollar US et l'euro étaient impliqués dans respectivement 83% et 61% des opérations de change, suivis par le yen (12%), la livre sterling (13%) et le franc suisse (9%). A l'exception de la livre

sterling (-2 p.p.), la variation des parts relatives de ces devises sur la période allant d'avril 2004 à avril 2007 était négligeable⁵.

2.2.2.3 Contreparties

Il n'est pas surprenant que le secteur bancaire soit le plus actif sur les marchés de change traditionnels avec 72% du volume des transactions réalisées en avril 2007. Cependant, sur les 3 exercices considérés, une tendance à la baisse peut être notée en faveur du secteur des Autres intermédiaires financiers, qui a accru de manière concomitante sa part de marché de 14% en 2001 à 23% en 2007. Bien que le volume de ses opérations de change ait doublé, la clientèle non-financière perd en importance et ne représente plus que 5% du marché national.

Au niveau international, seulement 43% des opérations sur les marchés de change se font entre banques déclarantes, alors que ce rapport est de 65% au sein de la zone euro. Les parts des Autres intermédiaires financiers et de la clientèle non-financière sont de, respectivement, 40% et 17% au plan global et, respectivement, 23% et 12% dans les 13 pays de la zone euro.

⁴ Dans la mesure où chaque transaction implique 2 devises, la somme des parts relatives de chaque devise dans les échanges quotidiens vaut 200%.

⁵ ECB – Press release – 25 September 2007 – BIS triennial survey 2007.

Tableau 3 Evolution du marché de change traditionnel au Luxembourg selon l'instrument financier, la résidence et le secteur d'activité

Instruments	Contreparties																	
	Banques déclarantes						Autres intermédiaires financiers						Clientèle non-financière					
	2001		2004		2007		2001		2004		2007		2001		2004		2007	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
Change au comptant	3 335	80	2 208	71	8 433	63	444	11	616	20	4 242	32	405	10	302	10	648	5
dont non-résidents	3 012	90	2 090	95	7 940	94	266	60	275	45	1 880	44	197	49	170	56	427	66
Terme sec	524	45	593	35	2 288	44	358	31	637	37	2 096	40	278	24	487	28	850	16
dont non-résidents	499	95	577	97	2 258	99	135	38	193	30	494	24	164	59	270	55	228	27
Swaps cambistes	6 444	85	8 493	88	19 901	83	976	13	912	9	3 521	15	144	2	218	2	593	2
dont non-résidents	6 320	98	8 429	99	19 213	97	922	94	815	89	2 249	64	92	64	133	61	480	81
Total	10 303	80	11 294	78	30 622	72	1 778	14	2 166	15	9 859	23	827	6	1 007	7	2 091	5
dont non-résidents	9 831	95	11 097	98	29 411	96	1 323	74	1 283	59	4 623	47	454	55	572	57	1 134	54

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)
Source: BCL

Près de 83% du volume des transactions réalisées au mois d'avril 2007 par les banques déclarantes de la place financière du Luxembourg avait une contrepartie non-résidente. Cette proportion est plus importante pour les transactions avec d'autres banques déclarantes, puisqu'elle oscille entre 95% et 98% durant les trois exercices considérés. La faible part de marché des établissements de crédits locaux s'explique en partie par l'importance des opérations réalisées par les filiales luxembourgeoises d'établissements étrangers avec leur maison-mère ou d'autres entités du groupe international auquel elles appartiennent.

Partant d'un rapport de 90% en avril 2001 et 2004, ce changement repose sur l'activité du secteur des Autres intermédiaires financiers dont la part des transactions avec des non-résidents est passée de 74% en 2001 à 47% en 2007. Ce développement est également un reflet de l'évolution très dynamique de ce secteur regroupant entre autres les OPCVM, les hedge funds, les sociétés de titrisation, les Sicars dont le nombre ne cesse de croître.

Produits dérivés de gré à gré

En chiffres «net-net», l'activité sur le marché global des produits dérivés (devises et taux d'intérêt) a atteint une moyenne journalière d'environ 2 100 milliards de dollars US en avril 2007, soit une progression de 71% par rapport à la même période, il y a trois ans. La croissance a été particulièrement forte (+111%) pour les marchés des dérivés de devises avec un volume de transactions

quotidiennes touchant les 300 milliards de dollars US⁶ et tout aussi considérable pour le segment des marchés des dérivés de taux (+64%), dont le volume des transactions journalières est beaucoup plus important avec près de 1 700 milliards de dollars US.

Sur le marché global des produits dérivés (devises et taux d'intérêt), le Luxembourg figure à la 21^e place au classement établi par l'enquête menée par la BRI au mois d'avril, avec une part de 0,2% des 2 542 milliards de dollars US de transactions journalières (chiffres «net-gross»). Les trois premières places sur ces marchés reviennent au Royaume-Uni (1 081 milliards de dollars US, 42,5%), aux Etats-Unis (607 milliards, 23,9%) et à la France (183 milliards, 7,2%).

Une part de marché global de 18,8% revient à la zone euro, soit un volume moyen d'opérations journalières de 478 milliards de dollars US. Au sein de la zone euro, la France tient la première place (183 milliards de dollars US, 38,3%), suivie de l'Allemagne (93 milliards, 19,5%) et de l'Irlande (85 milliards, 17,8%). Comme en 2004, le Luxembourg occupe le 9^e rang avec une part relative de 1% du marché européen.

2.2.3 Produits dérivés sur devises

2.2.3.1 Montant des transactions

Après deux périodes de recul, le marché luxembourgeois des produits dérivés sur devises a affiché une

⁶ L'unité de compte pour la fourniture des renseignements demandés a été le dollars US.

excellente performance en avril 2007 avec une hausse de 934% par rapport à avril 2004. En comparaison au marché de change traditionnel, la moyenne journalière des transactions de 1 285 millions de dollars US ne correspond cependant qu'à 3% de celui-ci, après 0,9%

en 2004 avec 124 millions de dollars US. Sur le marché total des produits dérivés (devises et taux d'intérêt), sa part de marché équivaut à 27,4% après des niveaux insignifiants de respectivement 1,7% en 2004 et de 3,8% en 2001.

Tableau 4 Evolution sur le marché des produits dérivés sur devises au Luxembourg⁷

Instruments	Volume				Variations		
	1998	2001	2004	2007	1998-2001	2001-2004	2004-2007
Swaps de devises	162	66	7	715	-59%	-90%	10 242%
-résidents	8	11	0	34			
-non-résidents	154	55	7	682			
Options de change	379	110	117	570	-71%	7%	385%
-résidents	18	5	24	40			
-non-résidents	361	105	93	530			
Autres instruments	0	0	0	0	0%	0%	0%
Total	541	176	124	1.285	-67%	-29%	934%

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Source: BCL

En avril 2007, les swaps de devises ont subi une remarquable hausse de 10 242% et ont atteint un niveau de 715 millions USD en 2007. Si en 2004, les transactions de swaps de devises étaient pratiquement inexistantes, les banques ont rapporté une reprise de l'activité sur ce type de produit dérivé. De leur côté, les options de change ont affiché une hausse de 385% par rapport à 2004.

Sur le plan international, le marché des produits dérivés sur devises est en hausse de +108%, soit une progression de la moyenne quotidienne des transactions de 151 milliards de dollars US par rapport au mois d'avril 2004, ce qui mène à un niveau de 291 milliards de dollars US, correspondant en valeur relative à 14% du marché global des produits dérivés (devises et taux d'intérêt) ou à 9% du marché de change traditionnel (en chiffres «net-net»). Avec un niveau journalier moyen de 80 milliards de dollars US, le marché des swaps de devises s'est distingué par un taux de croissance de 281% en avril 2007. Pour leur part, les options de change sont passées de 117 milliards de dollars US en avril 2004 à 212 milliards trois ans plus tard, soit une augmentation de 81%.

Au sein de la zone euro, la situation ainsi que l'évolution du marché des produits dérivés sur devises est

comparable à celle observée au Luxembourg. Du mois d'avril 2004 au mois d'avril 2007, ce marché a enregistré une hausse remarquable de 586% en évoluant d'un volume moyen journalier de transactions de 14 milliards de dollars US à un volume de 96 milliards de dollars US. Il en découle qu'en valeur relative, ce niveau des opérations correspond à 21,8% (contre 5% en 2004) du marché total des produits dérivés (devises et taux d'intérêt) des 13 pays membres de la zone euro et même à 25% (contre 5% en 2004) du marché de change traditionnel.

A l'origine de l'évolution favorable de ce marché se trouve une forte croissance des opérations sur les swaps de devises dont la moyenne journalière est passée de deux à 81 milliards de dollars US, soit une augmentation de 3 950%. Les opérations avec options n'ont connu qu'une croissance modeste de 17% et atteint un volume quotidien de 14 milliards de dollars US. La ventilation des parts de marché entre les instruments du marché des produits dérivés de change est également très volatile; ainsi la part des swaps de devises est passée de 14% en avril 2004 à 84% en 2007. A remarquer qu'au niveau global, ces rapports étaient de 10% en 2001, de 15% en 2004 et de 28% en 2007.

⁷ Ce tableau présente les résultats de l'enquête pour les catégories d'opérations suivantes: **Currency swap** – Swap de devises: incluse, contrairement au swap cambiste, des échanges périodiques de paiement d'intérêts; **OTC Option** – Option de change (achetée ou vendue); cette option procure le droit ou l'obligation d'achat ou de vente d'un certain montant de devises.

2.2.3.2 Poids des différentes devises

Au Luxembourg, le dollar US a été utilisé dans 69%⁸ des transactions au mois d'avril 2007 contre 76% trois années auparavant. L'euro quant à lui a gagné en parts de marché au niveau national en étant l'objet de 63% des opérations en avril 2007 contre 59% en 2004. Le couple de devises le plus utilisé a été USD/EUR, suivi des couples EUR/CHF et USD/GBP.

Si au plan international, la part de marché du dollar US est restée assez constante, avec 79% en 2004 et 80% en 2007, à l'inverse, au sein de la zone euro, cette part a progressé de 75% à 94% sur la période étudiée. Sur le marché mondial, les acteurs ont le plus recours aux couples USD/EUR, USD/Autres et USD/JPY, tandis que dans la zone euro l'ordre est le suivant: USD/EUR, USD/JPY et USD/GBP. Du mois d'avril 2004 au mois d'avril 2007, l'euro a perdu des parts de marché tant au niveau global, de 44% à 41%, que dans la zone euro, où sa part tombe de 66% à 58%.

Tableau 5 La répartition selon les devises et instruments au Luxembourg

Currency	Total		Currency swaps		Options	
	2004	2007	2004	2007	2004	2007
USD contre	94	886	7	626	87	260
USD/EUR	50	556	–	441	50	115
USD/JPY	15	73	7	52	8	22
USD/GBP	11	102	–	32	11	70
USD/CHF	14	55	–	43	14	11
USD/Autres devises	5	100	0	57	5	43
	–	–				
EUR contre	24	252	–	89	24	163
EUR/JPY	5	33	–	0	5	33
EUR/GBP	–	49	–	20	0	29
EUR/CHF	2	106	–	68	2	37
EUR/Autres devises	16	64	–	0	16	64
Autres couples de devises	6	148	–	1	6	147
Tous couples de devises	124	1 285	7	715	117	570

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)
Source: BCL

2.2.3.3 Contreparties

La tendance au niveau des contreparties sur le marché des produits dérivés sur devises est quasiment la même que pour le marché de change traditionnel. Si la part des transactions avec des établissements bancaires comme contrepartie est la plus importante avec 54% du marché, il faut cependant relever la croissance de l'activité des Autres intermédiaires financiers, qui représentait seulement 9% des opérations

en 2001 contre 40% en 2007. De ce fait, la clientèle non-financière ne compte plus que pour 6% de ce marché.

Il importe également de souligner que le développement de l'activité des non-résidents explique la forte progression de l'activité générale entre 2004 et 2007. Ceux-ci se sont présentés comme contreparties dans 94% des transactions en avril 2007, contre, respectivement, 81% et 91% en 2004 et en 2001.

⁸ Dans la mesure où chaque transaction implique 2 devises, la somme des parts relatives de chaque devise dans les échanges quotidiens vaut 200%.

Tableau 6 Evolution du marché des produits dérivés sur devises au Luxembourg selon le type d'instrument, la résidence et le secteur d'activité

Instruments	Contreparties																	
	Banques déclarantes						Autres intermédiaires financiers						Clientèle non-financière					
	2001		2004		2007		2001		2004		2007		2001		2004		2007	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
Swap de devises	52	78	7	100	291	41	11	17	0	/	424	59	4	6	0	/	0	/
dont non-résidents	48	93	7	100	259	89	4	40	0	/	423	100	4	100	0	/	0	/
Options de change	82	75	63	54	402	71	5	4	26	22	91	16	23	21	29	25	77	14
dont non-résidents	79	97	63	100	375	93	3	68	2	8	89	98	22	96	29	99	67	86
Total	134	76	70	56	693	54	16	9	26	21	515	40	26	15	29	23	78	6
dont non-résidents	128	95	70	100	633	91	8	48	2	8	511	99	26	97	29	99	67	86

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Source: BCL.

Sur le plan international, le marché des produits dérivés sur devises est bien plus équilibré entre les différents types d'intervenants: les transactions que les établissements de crédits ont rapportées se font pour 35% avec des contreparties du milieu bancaire, pour 42% avec des Autres intermédiaires financiers et pour 23% avec la clientèle non-financière. Pour sa part, la zone euro est marquée par la prédominance du secteur bancaire, avec 73% des transactions, suivi des Autres intermédiaires financiers, avec 25%, et du secteur non-financier qui n'est contrepartie que dans 2% de l'ensemble des transactions.

2.2.4 Produits dérivés de taux d'intérêt

2.2.4.1 Montant des transactions

Par opposition aux marché de change traditionnel et de produits dérivés sur devises, le marché des produits

dérivés de taux d'intérêt au Luxembourg affiche une forte baisse dans l'enquête de 2007. Ainsi, les opérations diminuent de 54% par rapport à 2004, tendance qui peut être observée dans chacun des compartiments du marché: les swaps de taux d'intérêt, avec une part de marché de 90%, ont baissé de 30% en volume. Le résultat apparaît encore plus négatif pour les accords de taux futurs (FRA) qui diminuent de 89% en volume pour occuper une part de marché de 6% seulement en 2007. Après une progression sur trois exercices consécutifs, de 1998 à 2004, les options de taux sont passées d'une part de marché de 15% à 4%. Si pour les exercices 2001 et 2004, le marché des produits dérivés de taux représentait 96%, voire 98% du marché total des produits dérivés (devises et taux d'intérêt), la baisse de l'activité en avril 2007 se répercute sur sa part relative qui a diminué à 73%.

Tableau 7 Evolution sur le marché des produits dérivés de taux d'intérêt au Luxembourg⁹

Instruments	Volume				Variations		
	1998	2001	2004	2007	1998-2001	2001-2004	2004-2007
Accords de taux futur	348	1 191	1 822	203	242%	53%	-89%
-résidents	1	0	0	0			
-non-résidents	347	1 191	1 822	203			
Swaps de taux	1 574	2 658	4 385	3 054	69%	65%	-30%
-résidents	37	22	95	94			
-non-résidents	1 537	2 636	4 289	2 960			
Options de taux	87	607	1 132	152	598%	86%	-87%
-résidents	4	110	110	4			
-non-résidents	83	487	1 022	149			
Autres instruments	0	0	0	0	0%	0%	0%
Total	2 009	4 456	7 339	3 409	122%	65%	-54%

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Source: BCL

Au niveau international, la tendance générale s'est caractérisée par une nette augmentation des transactions sur les marchés des produits dérivés de taux d'intérêts; celle-ci a atteint 64%, aboutissant à un niveau d'échange de 1 684 milliards de dollars US (données «net-net») en moyenne journalière. Cette hausse s'observe sur tous les segments d'instruments financiers, mais surtout sur celui des swaps de taux avec une croissance de 588 milliards de dollars US (95%), soit à 1 209 milliards au mois d'avril 2007. Les marchés des options de taux et des FRA ont enregistré une croissance comparativement moins élevée, mais qui atteint toutefois 44 milliards de dollars US (+26%), soit 215 milliards de dollars US pour les premiers et 25 milliards (+11%), soit 258 milliards de dollars US, pour les seconds.

Au niveau de la zone euro, le marché total des produits dérivés de taux présente une performance positive d'avril 2004 à 2007 avec un marché en croissance de 71 milliards de dollars US, soit +26%, et a atteint un niveau journalier moyen des opérations de 345 milliards de dollars US. L'image est cependant plus nuancée lorsque nous observons les différents segments d'instruments. Les options de taux ont connu une hausse de 92% (+12 milliards de dollars US en valeur absolue à

25 milliards), suivi des swaps de taux avec une croissance de 31% (+64 milliards de dollars US à 270 milliards), tandis que le marché des FRA subissait une baisse de 13% (-7 milliards de dollars US à 48 milliards).

En termes de part de marché, la situation est comparable au niveau international, avec des parts relatives de 72% pour les swaps de taux, de 15% pour les FRA et de 13% pour les options de taux. Elle l'est également au niveau des treize pays ayant adopté l'euro, où le marché des swaps de taux représente une part relative de 78%, le marché des FRA 14% et celui des options de taux de 7% du marché total des produits dérivés de taux. Les Autres instruments ne comptent que pour des montants insignifiants.

Avec un volume moyen des transactions journalières de 3,4 milliards de dollars US, le rôle du Luxembourg au plan international est plutôt marginal.

2.2.4.2 Poids des différentes monnaies

Au mois d'avril 2007, 94% des transactions sur le marché des produits dérivés de taux d'intérêt au Luxembourg pouvaient être regroupées sur trois devises, à savoir l'euro (56%), le dollar US (21%) et la livre sterling (17%). En comparaison, au mois d'avril 2004,

⁹ Ce tableau présente les résultats de l'enquête pour les catégories d'opérations suivantes: **Forward rate agreement (FRA) – Accord de taux futur**: transaction où les deux parties s'accordent au moment de la conclusion du contrat sur un taux d'intérêt à payer ou à recevoir, pour une période donnée et commençant à une date ultérieure donnée; **Swap de taux d'intérêt**: accord dans le but d'échanger des paiements périodiques liés aux taux d'intérêt sur une seule monnaie; cet échange peut concerner un taux fixe contre un taux variable, ou un taux variable contre un autre taux variable basé sur un indice différent; **Option de taux d'intérêt**: contrat d'option de gré à gré qui donne le droit de payer ou de recevoir un taux d'intérêt prédéterminé sur un montant principal convenu à l'avance et pendant une certaine période de temps; ce type de contrat recouvre diverses catégories d'options, parmi lesquelles on peut citer les caps, les floors, les collars, les swaptions, les corridors ou encore les warrants.

l'euro a cédé 28 points de pourcentage (p.p.), notamment au bénéfice de la livre sterling (+15 p.p.) et du dollar US (+11 p.p.). 92% des transactions en euro au mois d'avril 2007 ont concernés les activités de swaps, tandis que les 8% restant se partagent entre FRA et options.

Tableau 8 *La répartition selon les devises et instruments au Luxembourg*

<i>Devise</i>	<i>2001</i>	<i>2004</i>	<i>2007</i>
FRAs	1 191	1 822	203
US dollar	648	25	16
Euro	309	1795	117
Livre sterling	51	3	70
Autres	182	0	0
Swaps	2 657	4 385	3 054
US dollar	644	441	705
Euro	1 406	3 504	1 753
Yen japonais	26	76	0
Livre sterling	119	165	400
Franc suisse	68	99	87
Courronne suédoise	25	23	59
Autres	369	76	49
Options	606	1 132	152
US dollar	246	241	11
Euro	329	891	36
Livre sterling	0	0	105
Autres	32	0	0
Total	4 454	7 339	3 409
US dollar	1 538	707	732
Euro	2 044	6 190	1 907
Yen japonais	27	76	0
Livre sterling	171	168	575
Franc suisse	73	99	87
Courronne suédoise	25	23	59
Autres	582	76	49

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Source: BCL

Au plan international, l'euro a maintenu sa première place avec une part relative de 39% de la moyenne quotidienne des transactions sur le marché global des produits dérivés de taux d'intérêt, qui s'est élevée à 1 684 milliards de dollars US au mois d'avril 2007. Cependant, trois années plus tôt, la part de marché de l'euro s'élevait encore à 45%. Le dollar US a cédé peu de terrain en passant de 34% à une part relative de 32%. Le yen japonais a pour sa part gagné 4 p.p. et représente 8% du total des transactions.

Dans la zone euro, le marché des produits dérivés de taux, qui atteint 345 milliards de dollars US en moyenne journalière, a été dominé par l'euro avec une part relative de 81% du volume des activités, suivi du dollar US (8%) et de la livre sterling (5%).

Les swaps de taux d'intérêt en euros ont représenté 64% des opérations dans la zone euro (57% en avril 2004). Au niveau global, leur importance est également significative avec une part de 31% (28% en avril 2004) du marché total des produits dérivés de taux d'intérêt.

2.2.4.3 Contreparties

La structure est la même que celle que nous avons pu observer pour les autres marchés, à savoir une très forte internationalisation, avec 97% des transactions effectuées avec des non-résidents, ainsi qu'une prédominance des établissements bancaires figurant comme contrepartie pour 83% du volume total des transactions effectuées au Luxembourg.

Tableau 9 Evolution du marché des produits dérivés de taux au Luxembourg selon le type d'instrument, la résidence et le secteur d'activité

Instruments	Contreparties																	
	Banques déclarantes						Autres intermédiaires financiers						Clientèle non-financière					
	2001		2004		2007		2001		2004		2007		2001		2004		2007	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
Accords de taux futur	1 043	88	122	7	47	23	144	12	917	50	156	77	4	0	784	43	0	/
dont non-résidents	1 043	100	122	100	47	100	144	100	917	100	156	100	4	100	784	100	0	/
Swaps de taux	2 384	90	4 062	93	2 753	90	274	10	306	7	284	9	0	/	17	0	17	1
dont non-résidents	2 362	99	4 042	100	2 659	97	274	100	248	81	284	100	0	/	0	0	17	100
Options de taux	464	76	436	39	26	17	16	3	300	27	119	78	127	21	395	35	7	5
dont non-résidents	464	100	436	100	22	86	16	100	300	100	119	100	17	13	285	72	7	100
Autres instruments	0		0		0		0		0		0		0		0		0	
Total	3 891	87	4 620	63	2 826	83	433	10	1 523	21	559	16	131	3	1 196	16	24	1
dont non-résidents	3 869	99	4 600	100	2 729	97	433	100	1 465	96	559	100	21	16	1 069	89	24	100

(moyennes journalières en millions USD, élimination du double comptage national)

Source: BCL

Il est intéressant de noter que les Autres intermédiaires financières, ainsi que la clientèle non-financière résidentes, ont été totalement absents du marché des produits dérivés de taux d'intérêt. Le constat est identique en ce qui concerne les banques résidentes qui ont été complètement inactives sur le marché des FRA. Quant au marché des swaps de taux, 90% de l'activité revient au secteur bancaire.

Au niveau global, les transactions entre banques déclarantes ont représenté 47% des transactions contre

75% dans la zone euro. Il est remarquable que sur le plan international, les Autres intermédiaires financiers comptent pour une part importante du volume total des transactions journalières (44%), tandis que dans la zone euro, leur rôle est réduit à une part de 21% seulement.

Finalement, nous pouvons constater que la ventilation entre secteurs au Luxembourg fait preuve de certaines similitudes avec celle de la zone euro.