

2.2 RECENSEMENT TRIENNAL SUR L'ACTIVITÉ DES MARCHÉS DES CHANGES ET DES PRODUITS DÉRIVÉS

2.2.1 Note méthodologique et définitions préliminaires:

En avril 2001, 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; cette enquête avait pour objectif d'obtenir une information significative et cohérente au niveau international sur la taille et la structure de l'activité de ces marchés, afin de mieux appréhender l'évolution et les comportements des systèmes financiers.

La Banque centrale de Luxembourg, comme 47 autres banques centrales ou autorités monétaires, a pris part à cette enquête et cette note a pour objet de présenter une analyse détaillée de l'évolution de ces différents marchés sur la place financière de Luxembourg.

Il peut être utile de préciser quelles sont les catégories d'opérations qui ont fait l'objet de cette analyse:

- **marchés des changes:**
 - **le comptant:** le dénouement de l'opération a lieu dans les 48h
 - **le terme sec:** l'échéance de livraison est supérieure à 48h
 - **les swaps cambistes:** consistent en l'achat et la vente simultanés d'un certain montant de devises, l'un au comptant, l'autre à terme, sans échange périodique de paiements d'intérêts
- **produits dérivés de change:**
 - **les swaps de devises:** incluent, contrairement aux swaps cambistes, des échanges périodiques de paiement d'intérêts
 - **les options de change (achetées ou vendues):** ces options procurent le droit ou l'obligation d'achat ou de vente d'un certain montant de devises
- **produits dérivés de taux d'intérêts:**
 - **FRA (Forward Rate Agreement: 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
 - **Swaps 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

- **Options 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 cap, les floor, les collar, les swaptions, les corridor ou encore les warrants.

Il convient de noter que la BRI a suivi le même cadre d'analyse que lors de ses précédentes enquêtes, ce qui doit faciliter les comparaisons dans le temps.

On précisera également que cette enquête porte uniquement sur les flux de transactions enregistrés au cours du mois d'avril 2001 (les informations concernant les encours ont fait l'objet d'une enquête distincte, dont les résultats globaux ne seront connus que début 2002).

En ce qui concerne les produits dérivés, cette enquête est 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).

L'enquête menée au Luxembourg a regroupé les 197 banques établies sur la place en avril 2001 (en 1998, 217 banques avaient participé, contre 223 en 1995).

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 informations recueillies sont relatives au mois d'avril 2001, durant lequel on considère que le volume d'activité n'a pas subi de fluctuations particulières et peut par conséquent être jugé comme représentatif d'une activité normale.

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'in-

cidence 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 la BRI effectue encore une correction sur l'agrégation des données nationales «net-gross», en éliminant l'incidence des opérations transfrontalières entre banques déclarantes.

La présente note s'articulera par marchés et autour de deux principaux critères d'étude:

- l'importance des différentes devises mondiales sur ces marchés: il sera notamment question de l'incidence de la mise en place de l'euro sur ces transactions
- la distinction des diverses contreparties de ces opérations: établissements bancaires participant à l'enquête, autres institutions financières (compagnies d'assurance, fonds de pension, caisse de retraite, OPCVM) et clientèle non financière; ces trois catégories feront de plus l'objet d'une ventilation selon le critère de résidence.

2.2.2 L'activité des marchés de changes sur la place de Luxembourg

2.2.2.1 Montant des transactions:

La moyenne du montant quotidien net de transactions sur la place de Luxembourg n'a atteint en avril 2001 qu'un peu moins de 12,5 milliards de dollars US, contre 21,7 milliards en 1998 et 19,1 milliards en 1995.

Tableau 1

Evolution du montant quotidien net de transaction des marchés de changes de LUXEMBOURG selon le type d'instruments (données «net-gross» – en millions de dollars US)

	<i>Avril 1995</i>	<i>Avril 1998</i>	<i>Avril 2001</i>
Change au comptant	7 546	7 499	3 986
Terme sec	1 119	1 150	992
Swaps cambistes	10 396	13 013	7 509
TOTAL	19 061	21 662	12 487

L'activité s'articule autour du marché des swaps cambistes (60% de l'activité en 2001 et 1998) et celui du change au comptant (32% de l'activité en 2001, contre 35% en 1998).

Cela correspond à une diminution de plus de 42% de l'activité globale au plan local, alors qu'au niveau international de l'enquête, la baisse n'est que de 17,4%, l'activité passant de 1 958 milliards de dollars US en 1998 à 1 619 milliards en 2001 (données «net-gross»).

Dans ces conditions, la part du Luxembourg au niveau mondial s'est légèrement détériorée, passant de 1,3% en 1998 à 0,8% en 2001.

Le Royaume-Uni reste de loin le centre de l'activité sur les marchés des changes, même s'il connaît lui aussi une tendance à la baisse: ainsi, la moyenne nette quotidienne s'est élevée à 673 milliards de dollars en 1998 (34,4% de l'activité mondiale) et 504 milliards en 2001 (31,1%). Les Etats-Unis sont la seconde place forte mondiale, avec respectivement 351 milliards de dollars US en 1998 et 254 milliards en 2001.

Au niveau de la zone euro, la part relative du Luxembourg s'est également dégradée, passant de 6,5% à 5,4%, ce qui n'empêche cependant pas le Grand-Duché de gagner une place au classement de cette zone (aux dépens de la Belgique) pour se situer au cinquième rang, derrière l'Allemagne, la France, les Pays-Bas et l'Italie.

Le niveau d'activité des intervenants de la zone euro a baissé de près de 30%, passant de 340 milliards de dollars US en 1998 (17,4% de l'activité mondiale) à 239 milliards en 2001 (14,8%), soit une activité comparable à celle des Etats-Unis.

En termes d'instruments, la baisse de l'activité sur la place de Luxembourg s'observe sur les 3 segments composant le marché traditionnel du change; elle est d'une ampleur comparable pour les deux principaux marchés (-42% pour les swaps cambistes et -47% pour le comptant), mais elle est plus limitée (-14%) pour le marché du terme sec (marché restreint ne représentant que 8% de l'activité totale en 2001 et 5% en 1998).

Au plan international, où la baisse de l'activité est plus contenue, c'est le marché du change au comptant qui connaît la plus nette diminution (-32,3% entre 1998 et 2001), ce qui fragilise encore sa part de marché (33% en 2001, contre 40% en 1998 et 44% en 1995). Le principal marché, celui des swaps cambistes, connaît

pour sa part une chute d'activité de 12%, ce qui ne l'empêche pas de consolider sa part de marché (56% en 2001, contre 51% en 1998 et 47% en 1995) vis-à-vis du marché au comptant. Le marché du terme se voit son activité rester stable, ce qui lui permet d'améliorer légèrement sa part de marché (11% en 2001, contre 9% en 1998 et 1995).

2.2.2.2 Poids relatif des différentes devises:

Dans le contexte de forte baisse de l'activité sur ces marchés des changes, le dollar US (USD) a cependant encore conforté sa place de principal instrument utilisé, comme le montrent le tableau et le graphique ci-dessous:

Tableau 2

Evolution du montant quotidien net de transactions des marchés de changes de LUXEMBOURG selon le type de devise directrice (données «net-gross» – en millions de dollars US)

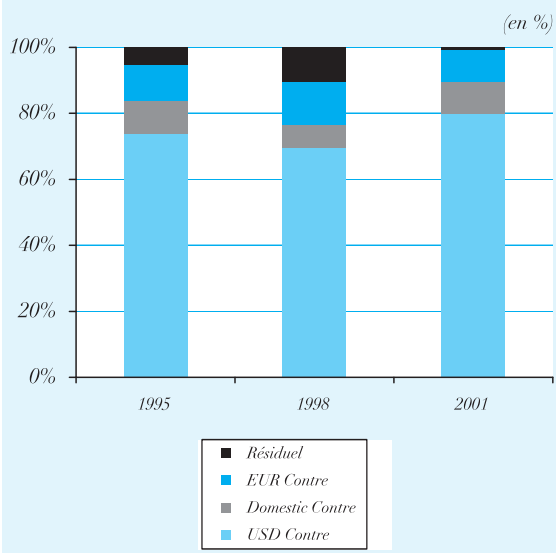
	1995	1998	2001
USD Contre *	14 082	15 102	9 958
Domestic Contre ...	1 877	1 498	1 238
EUR Contre ...** (1)	2 097	2 825	1 186
Résiduel	1 005	2 237	105
TOTAL	19 061	21 662	12 487

* toute devise à l'exception du LUF/BEF

** toute devise à l'exception du LUF/BEF et du USD

(1) Données «DEM Contre» pour 1995 et 1998.

GRAPHIQUE 1
RÉPARTITION DU MONTANT QUOTIDIEN NET DE TRANSACTIONS DES MARCHÉS DE CHANGES DE LUXEMBOURG SELON LE TYPE DE DEVISE DIRECTRICE



Source: BCL

Le dollar représente ainsi près de 80% des opérations traditionnelles; cette prépondérance du USD est encore plus nette sur le marché des swaps cambistes, où il est utilisé dans 88 % des transactions, alors que sur le marché au comptant, cette part s'élève à 68%. Le couple principal de transactions est le couple USD/EUR.

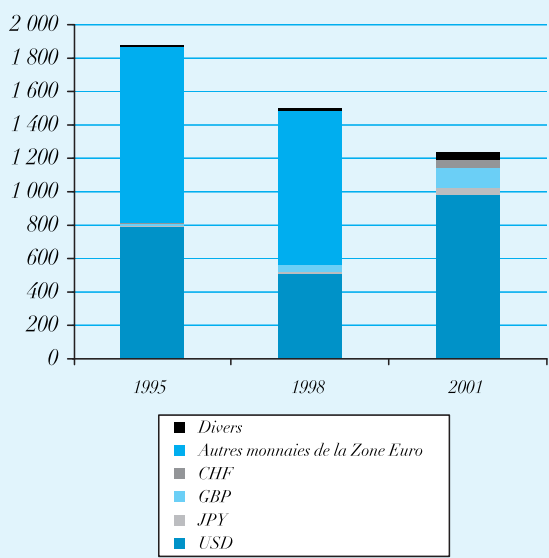
Il peut être intéressant d'étudier quelles sont les principales monnaies contreparties lors de ces transactions, afin notamment de mesurer l'effet qu'à pu avoir l'introduction de l'euro sur ces marchés.

On peut analyser ces résultats en fonction de la devise directrice:

- monnaie domestique (LUF-BEF),
- US Dollar,
- EUR (EUR pour 2001, DEM pour 1998 et 1995).

En ce qui concerne les transactions de la monnaie domestique, leur analyse détaillée met en évidence les conséquences de l'introduction de la monnaie unique sur le volume d'activité quotidien (celui-ci a diminué de 17% entre 1998 et 2001, passant de 1 498 millions de dollars US à 1 238 millions).

GRAPHIQUE 2
EVOLUTION DU MONTANT QUOTIDIEN NET DE
TRANSACTIONS DES MARCHÉS DE CHANGES
DE LUXEMBOURG – TRANSACTIONS AYANT
LE LUF/BEF COMME MONNAIE DIRECTRICE
(DONNÉES «NET-GROSS» – MILLIONS DE
DOLLARS US



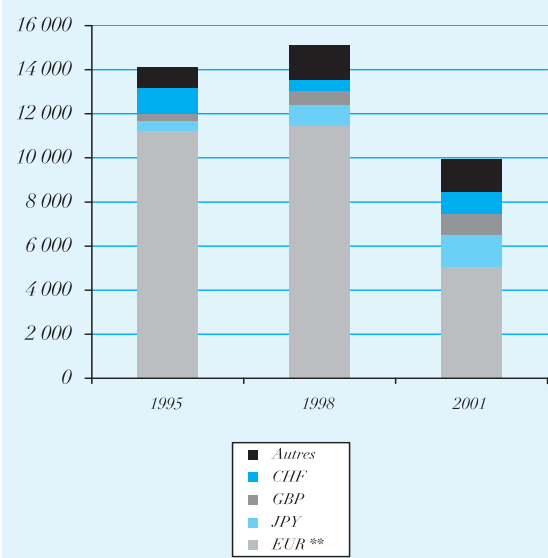
Source: BCL

En 1995, les transactions LUF/Autres monnaies de la zone euro représentaient 56% des opérations totales, alors que celles du couple LUF/USD s'élevaient à 42%; les transactions avec d'autres monnaies (telles que CHF, GBP ou JPY) étaient donc négligeables. Trois ans plus tard, les monnaies de la zone euro avaient encore accentué leur prédominance (61%), aux dépens du dollar US (34%).

En 2001, du fait de la disparition des échanges intra-européens, on assiste à la fois à un net renforcement des transactions sur le dollar US (leur part atteint ainsi 79% des 1238 millions d'opérations quotidiennes, et ont augmenté de 90% entre 1998 et 2001, passant de 514 à 979 millions) et à un développement sensible des transactions avec les autres principales monnaies mondiales: les opérations avec la GBP s'élèvent ainsi à 9% du total alors que celles sur le CHF et le JPY représentent chacune 4% du total.

Les transactions ayant le dollar américain comme devise directrice ont diminué de 34% entre 1998 et 2001, pour s'établir à 9 958 millions en 2001.

GRAPHIQUE 3
EVOLUTION DU MONTANT QUOTIDIEN NET DE
TRANSACTIONS DES MARCHÉS DE CHANGES
DE LUXEMBOURG – TRANSACTIONS AYANT
LE USD COMME MONNAIE DIRECTRICE
(DONNÉES «NET-GROSS» – MILLIONS DE
DOLLARS US)



Source: BCL

** EUR = somme des différentes monnaies in pour 1998 et 1995

Ce graphique montre bien la cause principale de cette nette chute de l'activité, à savoir la sensible réduction des transactions USD/Monnaie(s) de la zone euro.

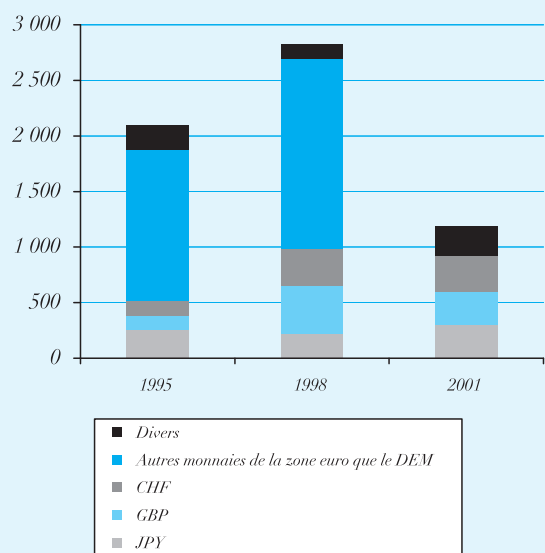
Les transactions sur les différentes monnaies de la zone euro (hors LUF analysé ci-dessus) sont ainsi passées de 11 480 millions de dollars US en 1998 à seulement 5 073 millions en 2001 (transactions USD/EUR).

Cette forte diminution (-56%) a été légèrement compensée par un développement des autres monnaies susceptibles de s'échanger contre le dollar: ainsi, le CHF a vu ses transactions progresser de plus de 120% entre 1998 et 2001 (de 465 millions de dollars US à 1 030 millions), tandis que les opérations sur le couple USD/JPY connaissent sur la même période une hausse de 57% (de 911 millions à 1 429 millions) et que les échanges USD/GBP augmentaient de 41% (de 668 millions à 942 millions).

Enfin, l'étude de l'évolution des transactions ayant comme devise directrice la monnaie européenne, où l'activité a diminué de 58% entre 1998 (2 825 millions)

et 2001 (1 186 millions) est également fort significative: (les chiffres 1995 et 1998 sont relatifs aux transactions ayant le DEM comme monnaie directrice; les transactions avec le dollar US ne sont pas incluses, ayant été analysées ci-dessus)

GRAPHIQUE 4
EVOLUTION DU MONTANT QUOTIDIEN NET DE TRANSACTIONS DES MARCHÉS DE CHANGES DE LUXEMBOURG – TRANSACTIONS AYANT LA MONNAIE EUROPÉENNE (OU LE DEM POUR 1995 ET 1998) COMME MONNAIE DIRECTRICE (DONNÉES «NET-GROSS» – MILLIONS DE DOLLARS US



Source: BCL

Ce graphique illustre parfaitement la disparition de l'activité intra monnaies de la zone euro: ainsi, en 1998, le couples DEM/Autres monnaies de la zone euro représentaient encore 1 714 millions de dollars US, soit plus de 60% du total de 2 825 millions; aujourd'hui, cette activité n'a bien entendu plus de raison d'être, ce qui explique une diminution aussi sensible de l'activité (le différentiel entre les 2 périodes d'étude – environ 1 700 millions de dollars US – correspond d'ailleurs au montant de cette activité intra zone euro).

On peut également remarquer un certain rééquilibrage de la part des autres monnaies susceptibles de s'échanger contre la monnaie européenne: si on peut constater une stabilité des transactions avec le CHF (de l'ordre de 320 millions), il convient de noter une nette progression des opérations sur le JPY (+ 40% à 302 millions de dollars US), semble-t-il au détriment des échanges avec la GBP (-32% à 301 millions).

2.2.2.3 Contreparties:

Tableau 3 Evolution du montant quotidien net de transactions des marchés de changes de LUXEMBOURG selon le type d'instruments et le critère de résidence (données «net-gross» – millions de US dollar)

	<i>Résidents</i>			<i>Non-Résidents</i>			<i>TOTAL</i>		
	<i>1995</i>	<i>1998</i>	<i>2001</i>	<i>1995</i>	<i>1998</i>	<i>2001</i>	<i>1995</i>	<i>1998</i>	<i>2001</i>
TOTAL	2 568	1 775	886	16 493	19 892	11 604	19 061	21 667	12 490
Comptant	1 464	1 018	515	6 082	6 481	3 472	7 546	7 499	3 987
Terme Sec	414	143	194	706	1 008	798	1 120	1 151	992
Swaps Cambistes	690	614	177	9 705	12 403	7 334	10 395	13 017	7 511

Tableau 4 Evolution du montant quotidien net de transactions des marchés de changes de LUXEMBOURG selon le type d'instruments et le secteur d'activité (données «net-gross» – millions de US dollar)

	<i>Banque Déclarantes</i>			<i>Autres Intermédiaires Financiers</i>		
	<i>1995</i>	<i>1998</i>	<i>2001</i>	<i>1995</i>	<i>1998</i>	<i>2001</i>
Comptant	6 118	6 395	3 332	971	691	355
Terme Sec	401	463	524	346	264	247
Swaps Cambistes	9 422	11 629	6 444	778	1 131	949
TOTAL	15 941	18 487	10 300	2 095	2 086	1 551
	<i>Clientèle Non Financière</i>			<i>TOTAL</i>		
	<i>1995</i>	<i>1998</i>	<i>2001</i>	<i>1995</i>	<i>1998</i>	<i>2001</i>
Comptant	457	413	300	7 546	7 499	3 987
Terme Sec	373	424	221	1 120	1 151	992
Swaps Cambistes	195	257	118	10 395	13 017	7 511
TOTAL	1 025	1 094	639	19 061	21 667	12 490

En ce qui concerne les contreparties de ces opérations sur les marchés de change de la place de Luxembourg, deux caractéristiques sont à souligner:

- l'importance des non-résidents: près de 93% du volume des transactions réalisées en avril 2001 avait une contrepartie non-résidente à Luxembourg; cette proportion, déjà importante en 1995 (86,5%), ne cesse de se confirmer.
- la prépondérance du secteur bancaire: 82,5% du volume des transactions réalisées en avril 2001 avait une contrepartie issue du secteur bancaire (la ten-

dance est également stable); les autres intermédiaires financiers représentent 12,5% du volume et la clientèle non financière environ 5%.

Par conséquent, on peut retenir logiquement que le marché des changes luxembourgeois est un marché très internationalisé et nettement financiarisé, et que cette structure est stable dans le temps malgré les variations d'activité. Cette faiblesse de la part des établissements locaux s'explique en partie par l'importance des opérations réalisées par les filiales luxembourgeoises d'établissements étrangers avec leur maison-mère.

Si l'on s'intéresse à la structure particulière du marché au Comptant ou celle du marché des swaps Cambistes, on retrouve quasiment la même structure, si ce n'est le fait que le marché des swaps cambistes est encore un peu plus internationalisé (98%) que l'ensemble du marché des instruments traditionnels; on peut également remarquer un certain développement des intervenants locaux sur le marché restreint du terme sec.

2.2.3 Produits dérivés de gré à gré

Sur le marché global des produits dérivés (change + taux d'intérêt), le Luxembourg occupe la 16^e place au classement établi suite à l'enquête menée par la BRI au printemps dernier, avec une part de 0,7% des 770 milliards de dollars US de montant moyen journalier de transactions (chiffres «net-gross»).

Ces marchés sont dominés par 4 principaux intervenants qui sont:

le Royaume-Uni (275 milliards de dollars US, 36%), les Etats-Unis (135 milliards, 17,7%), l'Allemagne (97 milliards, 12,7%), et la France (67 milliards, 8,8%).

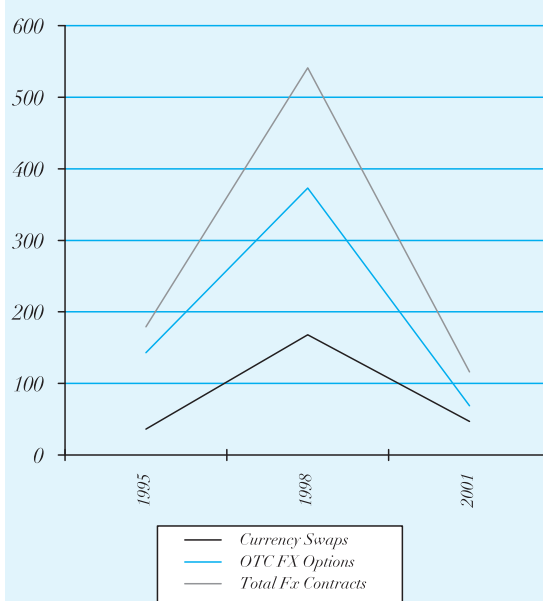
Si l'on calcule cette activité en chiffres «net-net», l'activité moyenne quotidienne mondiale ressort à 580 milliards de dollars US en avril dernier, soit une progression de 55% par rapport à 1998.

L'évolution a été inverse selon le type de sous-jacents: les marchés dérivés de taux d'intérêts ont ainsi progressé de + 84% (à près de 500 000 milliards de dollars US), alors que les marchés dérivés de changes ont vu leur activité diminuer de 25% (pour s'établir à environ 70 milliards de dollars US). On peut remarquer que cette tendance s'observe tant au niveau des produits échangés de gré à gré – objets de notre étude – que des contrats standardisés des marchés organisés (que nous n'aborderons pas ici).

2.2.3.1 Les produits dérivés de change:

Montant des transactions:

GRAPHIQUE 5
EVOLUTION DU MONTANT QUOTIDIEN NET DE TRANSACTIONS SUR PRODUITS DERIVES DE CHANGES SUR LA PLACE DE LUXEMBOURG (MILLIONS DE DOLLARS US)



Source: BCL.

Au niveau du Luxembourg, le marché des dérivés de changes est assez restreint: 116 millions de dollars US en 2001, ne représentant en 2001 qu'à peine 2,6% du marché global des produits dérivés (change et taux d'intérêts) et n'étant équivalent qu'à 0,9% du marché du change traditionnel.

Après une spectaculaire progression entre 1995 et 1998 (+ 202%, de 179 millions de dollars US à 541 millions de volume de transactions quotidiennes), ce marché a connu une tout aussi spectaculaire diminution (-79%), pour se situer globalement à un niveau inférieur à celui de 1995, notamment en matière d'options.

Les options restent cependant l'instrument le plus utilisé, même si leur part ne cesse de diminuer depuis 1995 de 10 points de base tous les 3 ans, pour se situer à un peu moins de 60% en 2001 (soit environ 70 millions de dollars US), contre 40% pour les swaps de devises (un peu moins de 50 millions de dollars US).

Sur le plan international, le marché des dérivés de changes est également assez peu profond, même si en valeur relative, il a plus d'importance que le marché local luxembourgeois: il représente ainsi environ 70 000 millions de dollars en 2001, mais ne correspond qu'à 13% du marché international des produits dérivés (change et taux d'intérêts) et n'est équivalent qu'à moins de 5% du marché de change traditionnel.

Après une progression de plus de 100% entre 1995 et en 1998 – pour s'établir à 97 000 millions de dollars US, ce marché a connu entre 1998 et 2001 une spectaculaire diminution de 25%.

Les options restent l'instrument le plus utilisé, même si leur part diminue par rapport à 1998, pour se situer cependant à 80% en 2001 (soit près de 60 000 millions de dollars US).

La part du Luxembourg dans ces marchés dérivés de changes est donc des plus réduites.

Poids relatif des différentes devises:

Le US Dollar est utilisé dans près de 75% des transactions; le couple de devises le plus utilisé est bien entendu USD/EUR, suivi de LUF/USD.

Il convient cependant de noter que l'activité du couple USD/EUR en 2001 est bien plus réduite que l'activité constatée en 1998 sur le couple USD/Monnaies de la zone euro.

Contreparties:

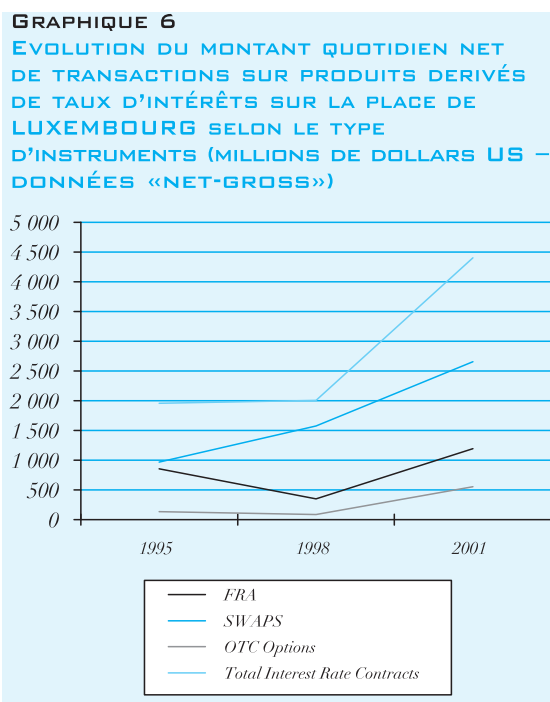
Si on observe la même prépondérance des non-résidents (96,6% en 1998 et 91,2% en 2001), il convient cependant d'observer qu'en 1995, les résidents avaient encore un certain rôle à jouer puisqu'ils représentaient alors près de 40% des 179 millions de volume quotidien d'activité. Le développement de l'activité des non-résidents a expliqué la forte progression des transactions entre 1995 et 1998; par contre, c'est bien la forte baisse de l'activité des résidents qui explique que le volume de transactions enregistré en 2001 soit globalement inférieur à celui observé en 1995.

De même, si la part des établissements bancaires est la plus importante (79% en 2001, contre 69% en 1998 et 54% en 1995), il faut cependant souligner la nette diminution de l'activité des autres intermédiaires finan-

ciers, qui représentaient 36% des échanges en 1995 pour seulement 7% en 2001 (de ce fait, les contreparties non financières ont une part plus importante que ces autres intermédiaires financiers en 1998 et 2001).

2.2.3.2 Les produits dérivés de taux d'intérêt:

Montant des transactions:



Source: BCL

Les marchés dérivés de taux sur la place de Luxembourg ont connu un net développement après 1998: l'activité a fait plus que doubler, passant de 2 000 millions de dollars US à plus de 4 400 millions.

Cette hausse de l'activité s'observe sur tous les segments d'instruments, mais surtout sur celui des swaps de taux (+ 1 085 millions de dollars US, soit + 69%) et celui des FRA (+ 843 millions, + 242%). Ces deux marchés sont les plus étendus, avec respectivement en 2001, 60,4% et 27,1% des 4 400 millions de volume de transactions. Le marché des options est le plus petit (552 millions en 2001, 12,5%) mais celui qui connaît la plus forte variation en valeur relative (+ 550%, + 467 millions de dollars US).

Au niveau international, la tendance a également été à une nette augmentation des transactions sur les pro-

duits dérivés de taux d'intérêts. Le marché s'est ainsi élevé à près de 500 000 millions de dollars US (données BRI «net-net»), représentant environ 87% du total des produits dérivés de gré à gré (taux + change) contre 73% en 1998; il a augmenté de 222 000 millions de dollars US (+ 84%) en trois ans.

La progression la plus forte en valeur absolue provient du marché des swaps de taux (+ 176 000 million, soit + 114% à 331 000 millions), devant celui des FRA (+ 53 000 millions, + 72% à 127 000 millions). Le marché des options, marché le plus restreint (29 000 millions de dollars US de transactions quotidiennes en 2001) connaît par contre une certaine diminution de son activité (-7 000 millions, soit -19%).

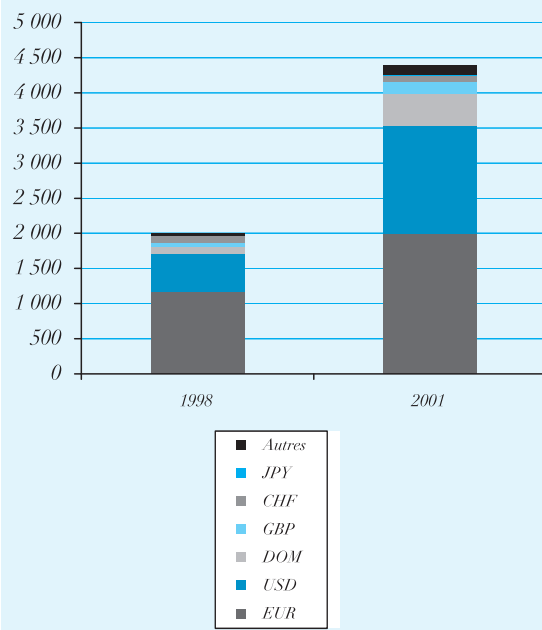
La structure du marché international se compose donc ainsi en 2001:

- Swaps: 68% de l'activité totale (contre 41% en 1995 et 58% en 1998),
- FRA: 26% (contre 28% en 1998 et surtout 43% en 1995).
- Options: 6% (contre 14% en 1995 et 1998).

Les raisons du développement des swaps et des FRA tiennent en partie dans la création d'un marché monétaire large, liquide et intégré dans la zone euro.

Poids des différentes monnaies:

GRAPHIQUE 7
EVOLUTION DU MONTANT QUOTIDIEN NET DE TRANSACTIONS SUR PRODUITS DERIVÉS DE TAUX D'INTÉRÊTS SUR LA PLACE DE LUXEMBOURG SELON LE TYPE DE MONNAIE (MILLIONS DE DOLLARS - DONNÉES «NET-GROSS»)



Source: BCL

Remarque: les données 1995 dont nous disposons ne sont pas suffisamment détaillées sur ce point.

Les principales variations d'activité concernent trois principales monnaies:

- l'euro: + **815 millions** de dollars US (les données 1998 correspondent aux différentes monnaies légales de la zone euro, hors monnaie domestique LUF): reste la monnaie principalement utilisée (**45,3%** de l'activité totale en 2001, soit un peu moins de 2 000 millions), mais voit sa part concurrencée par le dollar US et la monnaie domestique (pour laquelle des opérations sont encore enregistrées). 70% des transactions en euro concernent les activités de swaps, tandis que les 30% restant se partagent entre FRA et options.
- l'USD: plus forte variation en valeur absolue: + **992 millions** entre 1998 et 2001; sa part relative augmente sensiblement (35% en 2001, soit un peu plus de 1 500 millions, contre 27% en 1998). En

termes d'instruments, les FRA et les swaps représentent chacun un peu plus de 40% de l'activité, les options ne correspondant qu'à environ 15% du volume des transactions,

- la monnaie domestique: les transactions faisant intervenir le LUF continuent de se développer, même si elles restent modestes par rapport aux deux monnaies principales ci-dessus; elles progressent cependant de **380 millions** de dollars US entre 1998 et 2001, pour s'élever à 465 millions (un peu plus de **10%** de l'activité). Les swaps représentent un peu plus de 60% des transactions sur taux d'intérêt luxembourgeois, alors que la part des FRA est d'un peu moins de 40%.

Ainsi, ces trois monnaies représentent plus de 90% de l'activité enregistrée en avril 2001 sur la place de Luxembourg.

On peut noter que le marché luxembourgeois reflète quasi parfaitement la structure du marché mondial, puisque les chiffres que vient de publier la Banque des règlements internationaux indiquent que l'euro représentait, en avril 2001, **47,4%** du volume des transactions (soit un peu plus de 230 000 millions de dollars US) alors que l'USD était utilisé dans un peu plus de **31%** du volume des échanges (soit un peu plus de 150 000 millions de dollars US).

Par rapport à 1998, ces deux monnaies ont renforcé leur part relative respective (1998: somme des mon-

naies de la zone euro) et leur part cumulée (72% en 1998, contre près de 80% en 2001).

Ce sont majoritairement les activités de swaps qui ont bien entendu favorisé ce développement, représentant les 2/3 des transactions opérées dans chacune de ces deux monnaies, pour un total de plus de 275 000 millions de dollars US. Derrière ces deux monnaies principales, c'est la GBP qui se développe quelque peu, mais reste d'un poids très modeste (moins de 8% de l'activité).

Contreparties:

La structure est la même que celle que nous avons pu observer pour les autres marchés, à savoir une très forte internationalisation (en raison du poids des non-résidents: 98,2% du volume des transactions en 2001, part qui ne cesse de se consolider) et une prédominance des établissements bancaires (même si la part des autres intermédiaires financiers se développe régulièrement et s'élève à près de 10% en 2001, les établissements bancaires représentent cependant encore cette année plus de 88% du volume des transactions).

Il est intéressant de noter par exemple que les banques déclarantes résidentes sont totalement absentes du marché des options de taux sur la période d'étude, ou que celles-ci sont également absentes du marché des FRA en 2001.