



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

7 octobre 2002

CONSULTATION PUBLIQUE

MESURES VISANT À AMÉLIORER L'EFFICACITÉ DU CADRE OPÉRATIONNEL DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

I. RÉSUMÉ

Il est généralement admis que le cadre opérationnel de la politique monétaire de l'Eurosystème¹ fonctionne bien depuis l'introduction de l'euro en 1999. En raison du mécanisme de constitution en moyenne des réserves obligatoires et de la qualité des prévisions de liquidité de l'Eurosystème, la nécessité d'effectuer des opérations de réglage fin ne s'est guère fait sentir. De même, les établissements de crédit ont eu peu recours aux facilités permanentes, ce qui atteste du fonctionnement efficient du marché monétaire. L'écart faible et relativement stable entre le taux des opérations principales de refinancement de la BCE à taux fixe ou assorties d'un taux de soumission minimal et les taux du marché monétaire à court terme démontre la capacité de la BCE à influencer sur les taux d'intérêt à court terme.

En dépit de cette évaluation globalement positive, des mesures susceptibles d'améliorer encore l'efficacité du cadre opérationnel ont été examinées.

Trois changements sont envisagés :

- (1) modification du calendrier relatif à la période de constitution des réserves, afin que celle-ci débute toujours le jour de règlement de l'opération principale de refinancement suivant la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu de discuter de la politique monétaire ; par conséquent, l'entrée en vigueur des modifications de taux des facilités marginales serait, en principe, alignée sur le début d'une nouvelle période de constitution des réserves ;
- (2) raccourcissement de la durée des opérations principales de refinancement de deux à une semaine ;
- (3) suspension des opérations de refinancement à plus long terme.

Il convient de noter que les mesures proposées sont de nature technique et concernent la mise en œuvre opérationnelle de la politique monétaire. La modification du calendrier relatif à la période de

¹ L'Eurosystème se compose de la Banque centrale européenne (BCE) et des douze banques centrales nationales de la zone euro.

constitution entrerait en vigueur au plus tôt début 2004, compte tenu des délais de mise en œuvre prévus tant pour les banques que pour les banques centrales nationales.

Cette consultation s'adresse à l'ensemble des établissements de crédit de la zone euro ainsi qu'aux associations bancaires et de marchés de capitaux. Les réponses peuvent être envoyées à la BCE ou à l'une des banques centrales nationales ; en outre, des informations concernant les personnes à contacter peuvent être obtenues en consultant les sites Internet appropriés.

2. PHYSIONOMIE ACTUELLE DU CADRE OPÉRATIONNEL AU REGARD DES ÉLÉMENTS MENTIONNÉS PLUS HAUT

2.1 La période de constitution des réserves et le régime de réserves obligatoires

La BCE impose aux établissements de crédit la constitution de réserves sur des comptes ouverts auprès des banques centrales nationales, dans le cadre du régime des réserves obligatoires de l'Eurosystème. Les modalités d'application du régime de réserves obligatoires de l'Eurosystème sont uniformes dans l'ensemble de la zone euro. La principale fonction du régime de réserves obligatoires de l'Eurosystème est de stabiliser les taux d'intérêt du marché et de créer ou d'accentuer un besoin structurel de refinancement.

Le montant des réserves obligatoires à constituer par chaque établissement est déterminé en fonction de son assiette de réserves. Le régime des réserves obligatoires de l'Eurosystème permet aux contreparties de constituer leurs réserves en moyenne, de sorte que le respect de l'obligation de réserves est vérifié sur la base de la moyenne des soldes de fin de journée calendaire des comptes de réserve des contreparties sur une période de constitution d'un mois. Les réserves obligatoires constituées par les établissements de crédit sont rémunérées au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème.

Depuis janvier 1999, la période de constitution des réserves est d'un mois et débute toujours le 24^e jour calendaire de chaque mois pour s'achever le 23^e jour calendaire du mois suivant, que ces jours correspondent ou non à des jours de fonctionnement du système *Target*. Par conséquent, les jours de début et de fin de période peuvent tomber un jour de week-end ou de fermeture de *Target*.

2.2 Les opérations principales de refinancement

Les opérations principales de refinancement sont les opérations d'*open market* les plus importantes effectuées par l'Eurosystème : elles indiquent l'orientation de la politique monétaire, jouent un rôle clef dans le pilotage des taux d'intérêt à court terme et permettent de gérer la liquidité bancaire. La majeure partie des besoins de refinancement des établissements de crédit (73,5 % en moyenne au cours des trois premières années de l'union monétaire) a été satisfaite par le biais des opérations principales de refinancement régulières.

Les principales caractéristiques de ces opérations sont décrites dans la *Documentation générale (2002a)*². Dans le cadre de la présente consultation, il convient de souligner que :

- elles ont une fréquence hebdomadaire et leur durée est, normalement, de deux semaines, de sorte qu'à tout moment, deux opérations de ce type sont en cours ;
- jusqu'au 27 juin 2000, elles ont été exécutées par voie d'appels d'offres à taux fixe. Depuis, elles sont exécutées par voie d'appels d'offres à taux variable et assorties d'un taux de soumission minimal (cf. *Bulletin mensuel (2000)*³).

À la mi-septembre 2002, 191 opérations principales de refinancement ont été effectuées, d'un montant moyen de 73 milliards d'euros. Le nombre moyen des établissements soumissionnaires lors des opérations principales de refinancement a été de 578 et l'écart moyen en valeur absolue par rapport à cette moyenne a été de 196.

2.3 Opérations de refinancement à plus long terme

L'Eurosystème effectue aussi, tous les mois, des opérations régulières de refinancement à échéance de trois mois visant à fournir un complément de refinancement à plus long terme au secteur financier. À tout moment, trois opérations de ce type sont en cours. Elles n'ont représenté qu'une part limitée du volume global de refinancement (26,1 %). Ces opérations n'ayant pas pour objet, en principe, d'émettre des signaux à l'intention du marché, en règle générale, l'Eurosystème les met en œuvre en retenant les taux de soumission qui lui sont proposés. En conséquence, les opérations de refinancement à plus long terme sont habituellement exécutées par voie d'appels d'offres à taux variable et, périodiquement, la BCE indique le volume de refinancement à allouer lors des appels d'offres à venir.

Les caractéristiques opérationnelles des opérations de refinancement à plus long terme sont également résumées dans la *Documentation générale (2002a)*⁴.

3. JUSTIFICATION DE LA MODIFICATION DU CADRE OPÉRATIONNEL

3.1 Modification du calendrier de la période de constitution des réserves

Le Conseil des gouverneurs a annoncé le 8 novembre 2001 que, en règle générale, il n'effectuerait une évaluation de l'orientation de la politique monétaire de la BCE et ne modifierait les taux d'intérêt que lors de sa première réunion mensuelle, qui a lieu habituellement le premier jeudi du mois. Si le Conseil des gouverneurs décide de modifier le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement et les taux des facilités permanentes, les nouveaux taux s'appliquent immédiatement, c'est-à-dire, dans le cas des opérations principales de refinancement, dès la prochaine opération annoncée et, dans le cas des facilités permanentes, dès le jour suivant. Le calendrier des réunions du Conseil des gouverneurs est publié sur le site Internet de la BCE.

² Cf. bibliographie en fin de document.

³ Cf. bibliographie en fin de document.

⁴ Cf. bibliographie en fin de document.

Actuellement, les dates des réunions du Conseil des gouverneurs sont indépendantes de la date de début de la période de constitution des réserves. Toutefois, les propositions de réformes précitées conduiraient à établir un lien direct entre ces dates. Ainsi, la période de constitution débiterait toujours le jour du règlement de l'opération principale de refinancement qui suit la réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu de discuter de la politique monétaire et, en principe, l'entrée en vigueur des modifications des taux des facilités permanentes coïnciderait avec celle de la modification du taux appliqué aux opérations principales de refinancement, c'est-à-dire au début de chaque nouvelle période de constitution.

Les changements proposés contribueraient à mettre un terme aux anticipations de modifications de taux d'intérêt au cours de la période de constitution, réduisant l'incidence de telles anticipations sur le comportement en matière de soumissions des contreparties aux opérations principales de refinancement. En conséquence, dans les périodes d'anticipations de baisse des taux d'intérêt, le nouveau dispositif limiterait la possibilité d'une insuffisance des soumissions. En outre, dans les périodes d'anticipations de hausse des taux d'intérêt, il empêcherait que les taux de marché à court terme et les taux des appels d'offres dans le cadre des opérations principales de refinancement s'écartent de manière significative du taux de soumission minimal, éliminant ainsi un élément d'interprétation susceptible de brouiller le signal de l'orientation de la politique monétaire. Les changements visent également à apporter une réponse au phénomène de soumissions excessives qui était apparu dans le cadre de la procédure d'appels d'offres à taux fixe.

À la faveur de ces changements, la période de constitution des réserves obligatoires débiterait toujours un jour d'ouverture de *Target* et ne prendrait fin que très exceptionnellement un jour de fermeture de *Target*. Dans la configuration actuelle, lorsque la période de constitution débute un week-end, le recours aux facilités permanentes durant la dernière période de constitution est reporté sur la période suivante, ce qui entraîne des coûts inutiles pour les banques. Sur les 43 périodes de constitution qui se sont écoulées entre janvier 1999 et août 2002, 14 ont débuté et 14 ont pris fin un jour de fermeture de *Target*.

Du fait des modifications proposées, les périodes de constitution des réserves seraient d'une durée plus variable. À titre d'exemple, pour l'année 2003 (en gardant à l'esprit que les mesures envisagées n'entreraient en vigueur qu'après 2003), la durée des périodes de constitution varierait entre 21 jours et 37 jours, si les nouvelles procédures étaient appliquées, comme le fait apparaître le tableau I ci-après.

Tableau I : Périodes de constitution des réserves en 2003 dans le cadre des nouvelles procédures

Période	Réunion du conseil des gouverneurs*	Début	Fin	Nombre de jours
1 ^{ère}	9 janvier	15 janvier	11 février	28
2 ^{ème}	6 février	12 février	11 mars	28
3 ^{ème}	6 mars	12 mars	8 avril	28
4 ^{ème}	3 avril	9 avril	13 mai	35
5 ^{ème}	8 mai	14 mai	8 juin	26
6 ^{ème}	5 juin	9 juin	15 juillet	37
7 ^{ème}	10 juillet	16 juillet	5 août	21
8 ^{ème}	31 juillet	6 août	9 septembre	35
9 ^{ème}	4 septembre	10 septembre	7 octobre	28
10 ^{ème}	2 octobre	8 octobre	10 novembre	34
11 ^{ème}	6 novembre	11 novembre	9 décembre	29

* Réunion du Conseil des gouverneurs au cours de laquelle il est prévu de procéder à l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire.

3.2 Raccourcissement à une semaine de l'échéance des opérations principales de refinancement

En vue d'atténuer les effets des anticipations de modifications de taux d'intérêt sur le comportement des contreparties en matière de soumissions, les opérations principales de refinancement ne devraient pas déborder sur la période de constitution suivante. Il ne pourrait en être ainsi que si la période de constitution débutait le jour du règlement de l'opération principale de refinancement et que cette dernière était assortie d'une échéance d'une semaine. Le raccourcissement de l'échéance et la modification du calendrier de la période de constitution des réserves sont donc des mesures complémentaires.

En ce qui concerne l'incidence d'une telle disposition sur la capacité de contrôler les taux d'intérêt de marché à court terme, le fait que les opérations principales de refinancement soient assorties d'une échéance d'une semaine ou de deux semaines ne fait guère de différence. La capacité de contrôler ces

taux est surtout liée à la fréquence des opérations, laquelle n'est pas touchée par le raccourcissement de l'échéance.

Le raccourcissement de l'échéance des opérations principales de refinancement entraînerait toutefois une augmentation de la vitesse de rotation des opérations de la banque centrale. Toutes choses égales d'ailleurs, les montants alloués dans le cadre des opérations principales de refinancement seraient multipliés par deux.

3.3 Suspension des opérations de refinancement à plus long terme

Lors de l'examen initial du cadre opérationnel de l'Eurosystème, il a été décidé qu'une partie du total des besoins de refinancement serait satisfaite par le biais des opérations de refinancement à plus long terme, lesquelles constituent « un bon moyen pour les petites contreparties, qui ont peu ou pas accès au marché interbancaire, de se procurer de la liquidité pour une période plus longue (c'est-à-dire trois mois) ». La BCE effectue les opérations de refinancement à plus long terme en retenant les taux de soumission qui lui sont proposés et ne les utilise pas à des fins de pilotage des taux d'intérêt à court terme. Si la proportion des opérations de refinancement à plus long terme dans le total des opérations de refinancement était trop élevée, la mise en œuvre de la politique monétaire pourrait même s'en trouver compromise.

Une diminution progressive du nombre des banques participant aux opérations de refinancement à plus long terme a été observée. Le nombre maximal de soumissionnaires dans le cadre de ces opérations a été de 466 pour la première opération, effectuée le 13 janvier 1999. La participation a atteint un minimum de 158 contreparties lors de la dernière opération du mois d'août 2002. Au cours des trois premières années d'existence de l'union monétaire, le nombre moyen de soumissionnaires s'est élevé à 272 mais, si l'on ne considère que les opérations effectuées en 2001 et durant les huit premiers mois de l'année 2002, la moyenne tombe à 197. Cela signifie que les opérations de refinancement à plus long terme ne constituent une source de refinancement que pour un nombre limité de banques.

Compte tenu de la rapidité des évolutions intervenues sur les marchés de capitaux européens au cours des trois années et demie écoulées, il est opportun d'examiner si les opérations de refinancement à plus long terme jouent effectivement le rôle qu'elles étaient censées jouer au départ, à savoir procurer de la liquidité aux petites contreparties qui ont peu accès au marché interbancaire sur des durées plus longues. Dans la négative, il pourrait être envisagé de suspendre ce type d'opérations en vue de simplifier la mise en œuvre de la politique monétaire. Si les opérations de refinancement à plus long terme étaient suspendues, le besoin de refinancement serait couvert par les opérations principales de refinancement effectuées régulièrement avec une fréquence hebdomadaire.

3.4 Lien entre les trois changements envisagés

Le lien existant entre le raccourcissement de l'échéance des opérations principales de refinancement et un changement de définition de la période de constitution des réserves a été décrit dans la section 3.2 ci-dessus.

Il existe en outre un lien entre le raccourcissement de l'échéance des opérations principales de refinancement et une éventuelle suspension des opérations de refinancement à plus long terme, ces deux types d'opérations ayant pour effet de raccourcir l'échéance moyenne des opérations d'*open market* en cours et d'accroître ainsi la vitesse de rotation du refinancement de la banque centrale.

4. QUESTIONS DE PROCÉDURE

Tous les établissements de crédit de la zone euro, ainsi que les associations professionnelles de banques et de marchés de capitaux, sont invités à exprimer leur avis sur les propositions de modification du cadre opérationnel. L'Eurosystème invite les établissements de crédit à coordonner leurs réponses par l'intermédiaire de ces associations, le cas échéant. Il est précisé que chacune des trois réformes proposées peut faire l'objet d'un commentaire spécifique et que les avis peuvent ne porter que sur l'un des trois changements. D'une manière générale, les commentaires ne seront pas rendus publics.

Les commentaires peuvent être adressés aux différentes banques centrales nationales en anglais ou dans une des langues officielles de la Communauté, ou encore à la Banque centrale européenne, à l'adresse suivante :

Banque centrale européenne
Secretariat Division
Kaiserstrasse 29
D-60311 Frankfurt am Main
Allemagne
Télécopie : +49 69 1344 6170
E-mail : ecb.secretariat@ecb.int

La date limite d'envoi des contributions est fixée au

29 novembre 2002

5. BIBLIOGRAPHIE

Des informations complémentaires relatives au cadre opérationnel peuvent être obtenues en consultant les publications de la BCE mentionnées ci-après et disponibles sur le site Internet de la BCE :

Banque centrale européenne (2002a), *La politique monétaire unique au sein de la zone euro : Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème*

Banque centrale européenne (2000), *Le passage à la procédure d'appels d'offres à taux variable pour les opérations principales de refinancement*, Bulletin mensuel de la BCE, p. 37-42, juillet 2000

Banque centrale européenne (2001), *Le comportement en matière de soumission des contreparties aux opérations d'open market de l'Eurosystème*, Bulletin mensuel de la BCE, p. 51-63, octobre 2001

Banque centrale européenne (2002b), *La gestion de la liquidité par la BCE*, Bulletin mensuel de la BCE, p.41-54, mai 2002