



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

23 janvier 2003

## CONSULTATION PUBLIQUE

# SYNTHÈSE DES COMMENTAIRES REÇUS CONCERNANT LES MESURES PROPOSÉES EN VUE D'AMÉLIORER L'EFFICACITÉ DU CADRE OPÉRATIONNEL DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

D'une manière générale, les établissements et associations professionnelles consultés se sont prononcés en faveur d'une modification du calendrier relatif à la période de constitution des réserves et d'un raccourcissement de la durée des opérations principales de refinancement. Ils s'accordent sur le fait que le nouveau calendrier réduirait les coûts pesant sur les établissements de crédit dans la mesure où, d'une part, il empêcherait que les périodes de constitution débutent ou se terminent un week-end et, d'autre part, il réduirait la probabilité d'une insuffisance des soumissions lors des opérations principales de refinancement.

Le raccourcissement de la durée des opérations principales de refinancement est considéré comme une mesure complémentaire qui limiterait encore davantage la probabilité d'une insuffisance des soumissions et favoriserait les anticipations d'une stabilité des taux d'intérêt tout au long de la période de constitution des réserves, bien que certains acteurs de marché interrogés aient fait valoir que cette mesure pourrait entraîner une augmentation des taux de soumission lors des opérations principales de refinancement en raison de l'accroissement du risque de liquidité encouru par les soumissionnaires si aucun montant ne leur était alloué. Toutefois, ils ont déclaré que le maintien des opérations de refinancement à plus long terme rendrait cette considération moins pertinente.

Pour la plupart, les acteurs de marché qui ont répondu à la consultation sont opposés à une suspension des opérations de refinancement à plus long terme, qui continuent de jouer un rôle important dans la gestion de la liquidité. Ils ont avancé plusieurs arguments : en premier lieu, lesdites opérations permettent aux établissements de crédit de diversifier les échéances de leurs exigibilités ; en deuxième lieu, si la réduction de la durée des opérations principales de refinancement coïncidait avec la suspension des opérations de refinancement à plus long terme, on observerait une forte concentration des opérations de refinancement sur une date ; en troisième lieu, les opérations de refinancement à plus long terme constituent un élément essentiel des plans de secours prévus par les établissements de

crédit en cas de tension sur le marché. En dernier lieu, elles continuent de jouer un rôle important dans la fourniture de liquidité aux petites contreparties.

Les paragraphes suivants contiennent une analyse plus détaillée des commentaires.

## **1. MODIFICATION DU CALENDRIER RELATIF À LA PÉRIODE DE CONSTITUTION DES RÉSERVES**

Quatorze des dix-sept associations bancaires et de marchés de capitaux et trente-trois des quarante-deux établissements de crédit qui ont répondu à la consultation publique se sont déclarés en faveur d'une modification du calendrier relatif à la période de constitution des réserves.

Les opérateurs de marché consultés s'accordent sur le fait que le nouveau calendrier réduirait les coûts pesant sur les établissements de crédit dans la mesure où, d'une part, il empêcherait que les périodes de constitution des réserves débutent ou se terminent un week-end et, d'autre part, il réduirait la probabilité d'une insuffisance des soumissions dans le cadre des opérations principales de refinancement. Pour la plupart, les établissements de crédit et les associations soutiennent la modification proposée, soulignant qu'elle ne poserait aucun problème majeur sur le plan technique et que son coût serait modéré.

Étant donné que la dernière opération principale de refinancement de la période de constitution des réserves serait toujours réglée six jours avant la fin de la période, certains intervenants de marché consultés ont fait valoir que, à moins que la BCE n'effectue des opérations de réglage fin, la modification du calendrier pourrait accroître le risque de voir s'accumuler un important déséquilibre global de liquidité, susceptible d'engendrer une plus grande instabilité des taux d'intérêt et un recours accru aux facilités permanentes à la fin de la période de constitution.

S'agissant de la durée variable des périodes de constitution, les acteurs de marché consultés estiment pour la plupart que cet élément ne poserait aucun problème, mais ils recommandent, dans la mesure du possible, de réduire au minimum cette variation. Certains ont toutefois déclaré que ce facteur pourrait entraîner une augmentation des excédents de réserves et avoir un effet dissuasif sur le recours au mécanisme de constitution en moyenne.

## **2. RACCOURCISSEMENT À UNE SEMAINE DE L'ÉCHÉANCE DES OPÉRATIONS PRINCIPALES DE REFINANCEMENT**

Onze des dix-sept associations et vingt-deux des quarante-deux établissements de crédit se sont prononcés en faveur de la proposition visant à raccourcir l'échéance des opérations principales de refinancement, qui est considérée comme une mesure complémentaire en vue de réduire la probabilité d'une insuffisance des soumissions et de favoriser les anticipations d'une stabilité des taux d'intérêt. Les établissements de crédit sont un peu moins favorables à cette proposition qu'à la modification du calendrier relatif à la période de constitution des réserves, et trois associations y sont opposées.

L'un des inconvénients cités par certains acteurs interrogés réside dans le risque que le raccourcissement de l'échéance n'entraîne une augmentation des taux auxquels les contreparties soumettent des offres dans le cadre des opérations principales de refinancement, en particulier lors de la dernière opération de la période de constitution et pendant certaines périodes de l'année, par exemple en fin d'année. À ces moments-là, les établissements de crédit seraient soucieux, encore plus que d'habitude, de disposer de liquidités suffisantes et d'obtenir de la monnaie centrale, ce qui pourrait engendrer une plus grande instabilité des taux d'intérêt. En outre, ils ont exprimé leurs préoccupations concernant l'accroissement du risque opérationnel dans le cas où des problèmes techniques apparaîtraient pendant la procédure de soumission ou d'adjudication.

Les établissements et associations consultés ont également déclaré qu'une concentration excessive des opérations sur un jour est susceptible d'induire des tensions au sein des systèmes de paiement. En conséquence, afin d'assurer une gestion efficace des garanties à l'issue d'une opération d'appels d'offres où aucun montant de monnaie centrale ne leur aurait été alloué, les intervenants du marché seraient largement tributaires de la mise en place d'un système de conservation et de règlement de titres plus centralisé et fonctionnant harmonieusement pour le marché de la zone euro. Selon eux, le transfert des garanties entre les différents systèmes de conservation implique fréquemment qu'ils ne peuvent disposer des titres pendant une journée, ce qui accroît les coûts et les risques opérationnels.

Afin de réduire les risques opérationnels liés à la gestion de la liquidité et des garanties pour de gros montants d'appels d'offres lors des opérations principales de refinancement – dans l'attente d'évolutions dans les infrastructures de marché –, certains acteurs interrogés recommandent d'accroître, dans une certaine mesure, le montant des opérations de refinancement à plus long terme. Une autre proposition faite par certains intervenants du marché vise à instaurer un appel d'offres dont la durée correspondrait exactement à la période de constitution – parallèlement à l'opération principale de refinancement hebdomadaire –, les montants de liquidités étant alloués le premier jour de la période de constitution et l'opération arrivant à échéance le dernier jour.

### **3. SUSPENSION DES OPÉRATIONS DE REFINANCEMENT À PLUS LONG TERME**

L'ensemble des associations et trente et un établissements de crédit sur quarante-deux sont opposés à la suspension des opérations de refinancement à plus long terme. Ils ont déclaré que celles-ci continuent de jouer un rôle important dans la gestion de la liquidité. Un grand nombre d'établissements qui ne participent pas à ces opérations ont même affirmé qu'ils accordaient une grande importance à leur maintien. Deux arguments principaux ont été avancés.

En premier lieu, les opérations de refinancement à plus long terme permettent aux établissements de crédit de diversifier les échéances de leurs exigibilités de manière à obtenir une meilleure adéquation entre les échéances des actifs et des passifs. En outre, les acteurs consultés ont fait valoir que les opérations de refinancement à plus long terme jouent un rôle important dans les plans de secours

élaborés par les établissements de crédit pour obtenir des liquidités pendant les périodes de tension sur le marché ou lorsqu'ils doivent faire face à un problème de liquidité. Selon eux, les autres sources de financement à plus long terme ne peuvent valablement se substituer aux opérations de refinancement à plus long terme en raison des exigences différentes en matière de garanties et d'une diminution de la liquidité du segment correspondant du marché monétaire.

En second lieu, si la réduction de la durée des opérations principales de refinancement coïncide avec la suspension des opérations de refinancement à plus long terme, certains intervenants du marché craignent qu'il ne se produise une concentration encore plus forte des opérations de refinancement (un montant de l'ordre de 200 milliards d'euros étant réglé en une journée), se traduisant par un accroissement des risques opérationnels ainsi que par une attitude plus prudente de la part des établissements soumissionnaires, ce qui pourrait engendrer une augmentation des coûts de refinancement.