





Les activités
de la BDL
au sein du SEBC

Chapitre I

Chapitre II

Chapitre III

Chapitre IV

Chapitre V

Chapitre VI

Chapitre VII

Chapitre I

Chapitre II

Les activités
de la BOL
au sein du SEBC

Chapitre III

Chapitre IV

Chapitre V

Chapitre VI

Chapitre VII

1. Les politiques monétaire et de change

1.1 *La politique monétaire*

1.1.1 *Introduction*

Selon l'article 105 du Traité sur l'Union européenne, l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de cet objectif, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté européenne.

La BCE a adopté le 13 octobre 1998 les principales caractéristiques quant à la stratégie de politique monétaire. A des fins de transparence et de crédibilité, le conseil des gouverneurs a formulé une définition quantitative de la stabilité des prix. La stabilité des prix correspond à une progression annuelle, au sein de la zone euro, de l'indice des prix harmonisé, inférieure à 2%. Cette stabilité a pour but d'être maintenue dans le moyen terme. Quoique le rôle prééminent ait été donné à la monnaie, en l'occurrence l'agrégat monétaire large M3, dont la valeur de référence pour la croissance a été fixée à 4,5%, une multitude d'indicateurs économiques et financiers sont également pris en compte dans la définition de la politique monétaire. La stratégie de la BCE est donc une subtile combinaison de ciblage monétaire – inflation. Le fait que la définition englobe la notion de «zone euro» indique que la politique menée est bien basée sur une zone monétaire intégrée et non sur des considérations régionales, voire nationales.

1.1.2 *Les instruments mis en place au sein de l'UEM*

La politique monétaire recourt à divers instruments, préparés, avec la collaboration des BCN, par l'IME tout d'abord, par la BCE ensuite depuis le 1^{er} juin 1998; ils sont décrits dans la version finale de la «Documentation générale sur les ins-

truments et procédures de la politique monétaire du SEBC» de septembre 1998.

Les instruments comportent trois grandes catégories:

- ⇒ les opérations d'open market,
- ⇒ les facilités permanentes,
- ⇒ les réserves obligatoires.

A. Les opérations d'open market

Ce premier instrument est le plus important dans l'application de la politique monétaire, ayant pour mission de piloter les taux d'intérêt, de gérer la liquidité et de fournir ainsi des signaux au marché quant à l'orientation de la politique monétaire au sein de l'Union.

Les catégories d'opérations d'open market

Les opérations d'open market peuvent être classées en quatre catégories:

- ⇒ les opérations principales de refinancement,
- ⇒ les opérations de financement à plus long terme,
- ⇒ les opérations de réglage fin,
- ⇒ les opérations de nature structurelle.

Ces opérations sont réalisées de façon uniforme, mais décentralisées par les BCN.

a) Les opérations principales de refinancement

Ces opérations ont pour but d'apporter et non pas de retirer des liquidités du marché. Cet apport se fait de façon régulière, jouant ainsi un rôle essentiel dans la poursuite des objectifs du SEBC. Comme leur nom l'indique, ces opérations assurent la majeure partie du refinancement du sec-

teur financier et constituent un facteur important dans le pilotage des taux d'intérêt et dans le signalement de l'orientation de la politique monétaire adoptée. Les opérations principales de refinancement s'effectuent suivant un calendrier préétabli. Pour ce premier type d'opération, la fréquence est hebdomadaire alors que l'échéance est en principe de deux semaines.

b) Les opérations de financement à plus long terme

Les opérations de financement à plus long terme, effectuées par le biais d'opérations de cession temporaire par les BCN, ont pour but de fournir un refinancement supplémentaire au secteur financier. Dans ce cas, le SEBC retient normalement les taux qui lui sont soumis, ces opérations n'ayant en principe pas pour objet de fournir un signal au marché quant à la politique monétaire. L'exécution se fait par voie d'appels d'offre normaux et, sauf exception, à taux variable. Les opérations de financement à plus long terme se font suivant un calendrier préétabli à fréquence mensuelle et à échéance de trois mois.

c) Les opérations de réglage fin

Les opérations de réglage fin ont pour but de gérer la liquidité du système avec l'avantage de la flexibilité afin de pallier un impact non désiré d'une brusque fluctuation de la liquidité sur les taux d'intérêt. Elles peuvent être utilisées pour l'apport ou le retrait de liquidités. Pour l'apport de liquidités sont utilisés les opérations de cession temporaire, les swaps de change ainsi que les achats fermes. Pour le retrait de liquidités sont exécutés les swaps de change, les reprises de liquidités en blanc, les opérations de cession temporaire ainsi que les ventes fermes.

d) Les opérations de nature structurelle

Ces opérations constituent la dernière catégorie des instruments d'open market. Exécutées par les BCN, elles prennent la forme d'émission de certificats de dette pour le retrait de liquidités dans le système et d'opérations de cession temporaire ou d'achats fermes pour l'apport de liquidités. Ces ventes fermes permettent également de retirer des liquidités du marché. Les opérations de nature structurelle ont pour objet d'ajuster la position structurelle du SEBC par rapport au système financier. Les opérations de cession temporaire ainsi que les émissions de certificats de dette sont effectuées par le biais d'appels d'offre normaux alors que les opérations fermes passent par des procédures bilatérales.

Les instruments d'intervention

Alors que certains moyens d'intervention d'open market peuvent être utilisés au sein d'une seule catégorie, d'autres peuvent servir dans les quatre cas de figure.

a) Les opérations de cession temporaire

Lors de l'application des opérations de cession temporaire (reverse transaction), il existe deux alternatives. La première est l'achat (apport de liquidités) ou la vente (retrait de liquidités) de titres éligibles. Il s'agit du système de pension, très connu sous le nom anglais de «repo» (repurchase agreement). La deuxième consiste en l'allocation de prêts par le SEBC (apport de liquidités), en contrepartie d'actifs éligibles.

La différence entre les deux instruments est essentiellement de nature juridique. Lors d'un «repo», le débiteur transfère momentanément la propriété de son actif à un créancier: le prêt

Tableau 1

Utilisation des instruments d'open market

Opérations principales de refinancement	Opérations de financement à plus LT	Opérations de réglage fin	Opérations de nature structurelle
- opérations de cession temporaire	- opérations de cession temporaire	- opérations de cession temporaire - swaps de change - opérations fermes - reprises de liquidités en blanc	- émission de certificats de dette - opérations de cession temporaire - opérations fermes

garanti, lui, n'engendre aucun transfert de propriété. Le calcul des intérêts dus se présente de façon différente. Alors que les intérêts lors d'une opération «repo» se composent de la différence entre les prix d'achat et de rachat du titre, ceux dus lors d'une opération de prêt garanti sont la conséquence de l'application d'un taux d'intérêt sur le nominal pendant une durée déterminée.

b) Les opérations fermes

Les opérations fermes ressemblent au système de pension avec néanmoins une importante nuance juridique. Alors que les «repos» impliquent une rétrocession ultérieure, la vente (retrait de liquidités) ou l'achat (apport de liquidités) fermes d'actifs engendrent un transfert de propriété sans accord de rachat.

c) L'émission de certificats de dette

Ce moyen d'intervention du SEBC (non encore utilisé jusqu'à présent) permet de retirer des liquidités du marché. Les certificats de dette émis, négociables et dont l'échéance se situe en dessous de douze mois, sont émis en dessous du pair et remboursés au pair. La différence entre le prix d'émission et le prix de remboursement constitue le taux d'intérêt appliqué.

d) Les swaps de change

Le swap de change consiste pour le SEBC à acheter ou à vendre de l'euro au comptant contre une autre devise, tout en le revendant ou en le rachetant à terme, à une date fixée lors de la date de conclusion du contrat. En achetant de l'euro au comptant, le SEBC crée un retrait de liquidités temporaire alors que la vente entraîne un apport temporaire de liquidités.

e) Les reprises de liquidité en blanc

Cet instrument permet au SEBC de retirer des liquidités du marché. Dans ce scénario, les contreparties effectuent des dépôts à terme auprès des BCN respectives de leur pays d'établissement. Ces dépôts sont rémunérés à l'échéance.

Les procédures d'exécution

Les opérations d'open market sont en règle générale exécutées par le biais d'appels d'offre sous deux formes: les appels d'offre normaux et rapides. A ces appels d'offre s'ajoute encore une troisième forme d'exécution, les procédures bilatérales.

Une autre distinction est à faire entre les appels d'offre à taux fixe et les appels d'offre à taux variable. De plus, au sein de cette seconde caté-

gorie, il existe deux formes de répartition distinctes:

- ⇒ l'adjudication à taux unique (adjudication à la hollandaise); les offres sont satisfaites au taux d'intérêt marginal,
- ⇒ l'adjudication à taux variables (adjudication à l'américaine); chaque offre individuelle est satisfaite au taux d'intérêt proposé par la contrepartie.

a) Les appels d'offre normaux

Les appels d'offre normaux se font en principe, sauf décision contraire de la BCE, endéans une durée de 24 heures. Ce laps de temps est compté entre l'annonce de l'appel d'offre et l'annonce des résultats. Cette sorte d'appels d'offre s'applique aux catégories suivantes:

- ⇒ les opérations principales de refinancement,
- ⇒ les opérations de refinancement à plus long terme,
- ⇒ les opérations de nature structurelle, hormis les opérations fermes.

b) Les appels d'offre rapides

Ces appels d'offre sont, sauf décision contraire de la BCE, effectués en l'espace d'une heure. L'utilisation se fait uniquement pour des opérations de réglage fin. Contrairement aux appels d'offres normaux, le SEBC peut sélectionner un nombre plus réduit de contreparties.

Les actifs éligibles

Les opérations de politique monétaire visant à allouer des liquidités se font contre la livraison d'actifs éligibles par les contreparties. Il existe deux types d'actifs utilisés: les actifs de niveau 1, égale-

ment appelés tier 1, et les actifs de niveau 2 dont une dénomination analogue est tier 2. Alors que les actifs tier 1, négociables, sont caractérisés par des critères d'éligibilité formulés par la BCE et homogènes pour l'ensemble de la zone euro, ceux de niveau 2 sont négociables ou non négociables et sont considérés par les BCN comme étant importants pour les marchés des capitaux et systèmes bancaires nationaux. Les critères d'éligibilité y relatifs sont déterminés par les BCN mais doivent être approuvés par la BCE. Il n'existe aucune différence entre tier 1 et tier 2 quant à la qualité et à l'exigibilité des actifs lors des opérations de politique monétaire.

Les actifs éligibles peuvent être utilisés de façon transfrontalière lorsqu'une contrepartie livre des titres localisés dans un autre Etat membre de la zone euro afin de faire une transaction avec sa BCN. Il s'agit du modèle de la banque centrale correspondante qui peut être utilisé pour la fourniture de liquidités intra-journalières et pour les opérations au jour le jour par le biais d'opérations de cession temporaire et d'opérations fermes.

B. Les facilités permanentes

La deuxième série d'instruments à la disposition du SEBC est constituée par les facilités permanentes dont le rôle est le suivant:

- ⇒ permettre l'apport et le retrait de liquidités au jour le jour,
- ⇒ indiquer l'orientation générale de la politique monétaire,
- ⇒ encadrer les taux du marché au jour le jour.

A cet effet, il existe deux types de facilités permanentes: la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt.

La facilité de prêt marginal

Par le biais de cette facilité, réalisée par des opérations de cession temporaire, les contreparties reçoivent des liquidités au jour le jour des BCN contre la livraison d'actifs éligibles. Les avances se font à 24 heures et sur la base d'un taux prédéterminé. Ainsi, les besoins temporaires des contreparties peuvent être satisfaits. L'opération se passe soit sous la forme d'une prise de pension, soit sous la forme de prêts garantis. Les contreparties ont accès à tout moment, endéans les horaires et jours ouvrables, à cette facilité auprès de la BCN concernée. Le taux appliqué à la facilité de prêt marginal constitue le taux plafond du taux du marché au jour le jour.

La facilité de dépôt

En tant que symétrique de la facilité énoncée précédemment, la facilité de dépôt permet aux contreparties de placer leurs excédents de liquidités auprès du SEBC. Tout comme pour la facilité de prêt marginal, les opérations se font à 24 heures et à un taux préétabli. Aucune garantie sous forme de titres n'est donnée aux contreparties. Le taux appliqué aux dépôts constitue le taux plancher du taux du marché au jour le jour. L'accès à cette facilité est permanent, endéans les horaires et jours ouvrables, auprès de la BCN concernée.

C. Les réserves obligatoires

Le troisième instrument de politique monétaire du SEBC consiste dans les réserves obligatoires. Ces réserves, dont les modalités d'application sont homogènes au sein de la zone euro, sont constituées sur les comptes auprès des BCN. Les établissements soumis au système sont répertoriés sur une liste étant à la disposition du public. Le taux de réserve a été fixé par le conseil des gouverneurs de la BCE à 2%; il s'applique aux exi-

gibilités incluses dans l'assiette de réserve, ce qui induit le montant des réserves à constituer.

La BCE peut procéder à une refixation du taux pour une période de constitution. En effet, les réserves, dont la constitution se fait en moyenne, sont appliquées pour une période mensuelle, sauf pour les petits établissements. Le montant est basé sur les éléments de bilan des établissements en fin de mois précédant la mise en œuvre des réserves.

En cas de manquement aux obligations imposées par le système, la BCE peut appliquer des sanctions soit sous forme de pénalités, soit sous forme de dépôts non rémunérés. Un autre moyen de pression possible est de suspendre l'accès aux opérations d'open market et aux facilités permanentes aux contreparties défaillantes.

Le système des réserves obligatoires a essentiellement pour fonction de:

⇒ stabiliser les taux d'intérêt sur le marché monétaire

Cet objectif est atteint par l'obligation du maintien d'une réserve moyenne, assurée par période mensuelle. Ceci laisse aux contreparties une marge de manœuvre pour gérer leurs liquidités quotidiennes. L'absence de volatilité des taux d'intérêt est utile pour éviter l'émission de signaux perturbateurs pour la politique monétaire.

⇒ créer ou amplifier un déficit structurel de liquidités

En créant un déficit de liquidités du système bancaire vis-à-vis de la banque centrale, le système des réserves assure à la politique monétaire une prise plus ferme sur les processus de transmission.

L'instrument dit de réserve minimum est de nature structurelle et n'est pas destiné à être utilisé activement comme moyen d'intervention.

Le système des réserves est établi conformément au règlement du Conseil de l'Union européenne complété par un règlement de la BCE pris sur la base de l'article 19 des statuts du SEBC. Les modalités ont été fixées par le conseil des gouverneurs de la BCE.

Le 6 novembre 1998, la Banque centrale du Luxembourg a émis la circulaire 98/152 ayant trait à l'introduction d'un système de réserves obligatoires. Le coefficient de réserve de 2%, fixé par la BCE, s'applique à une base de réserve calculée pour chaque établissement par la BCL portant sur les instruments du passif ayant une échéance initiale inférieure ou égale à deux ans, excluant les engagements envers les autres établissements de crédit assujettis au système de réserves obligatoires ainsi qu'à l'égard des banques centrales de la zone euro.

Une franchise de EUR 100 000 est déduite de l'exigence globale de réserve obligatoire calculée pour chaque établissement.

Le maintien de la réserve moyenne est assuré par périodes mensuelles. La première période de constitution a été allongée jusqu'au 23 février 1999.

Le montant des réserves déposées par un établissement est rémunéré à un taux correspondant à celui des opérations principales de refinancement du SEBC.

En pratique, la rémunération est calculée comme étant la moyenne, au cours de la période de constitution, du taux (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier), des opérations principales de refinancement du SEBC. Le paie-

ment de la rémunération s'effectue le deuxième jour ouvrable bancaire de la période de constitution suivante.

1.2 *La politique de change*

1.2.1 *Le mécanisme de change européen II (MCE II)*

Le Conseil européen d'Amsterdam, en juin 1997, a adopté la résolution relative au nouveau mécanisme de change. Ce nouveau mécanisme lie à l'euro les monnaies des Etats membres ne participant pas à la zone euro. Un accord a été conclu entre la BCE et les BCN des quatre Etats membres visés, le 1^{er} septembre 1998. Cet accord succède à l'accord SME entre banques centrales du 13 mars 1979. Le principe reste celui d'une intervention dès lors que sont atteintes les marges de fluctuation; ces interventions, en principe automatiques et illimitées, peuvent être néanmoins suspendues si elles entrent en conflit avec l'objectif prioritaire de stabilité des prix. En septembre 1998, deux Etats membres, le Danemark et la Grèce, ont décidé d'intégrer le MCE II. Les marges de fluctuation ont été notifiées +/- 2,25% pour la couronne danoise et +/- 15% pour la drachme grecque. Les taux centraux et les taux obligatoires d'intervention ont été fixés comme suit:

<i>EUR 1 =</i>	<i>Taux plafond</i>	<i>Taux central</i>	<i>Taux plancher</i>
Danemark / DKK	7,62824	7,46038	7,29252
Grèce / GRD	406,075	353,109	300,143

1.2.2 *Les réserves et opérations de change au sein de l'UEM*

Le système de réserves de change permet au SEBC d'intervenir aussi bien au sein qu'en dehors du MCE II. Les banques centrales nationales, actionnaires de la

L'instrument dit de réserve minimum est de nature structurelle et n'est pas destiné à être utilisé activement comme moyen d'intervention.

Le système des réserves est établi conformément au règlement du Conseil de l'Union européenne complété par un règlement de la BCE pris sur la base de l'article 19 des statuts du SEBC. Les modalités ont été fixées par le conseil des gouverneurs de la BCE.

Le 6 novembre 1998, la Banque centrale du Luxembourg a émis la circulaire 98/152 ayant trait à l'introduction d'un système de réserves obligatoires. Le coefficient de réserve de 2%, fixé par la BCE, s'applique à une base de réserve calculée pour chaque établissement par la BCL portant sur les instruments du passif ayant une échéance initiale inférieure ou égale à deux ans, excluant les engagements envers les autres établissements de crédit assujettis au système de réserves obligatoires ainsi qu'à l'égard des banques centrales de la zone euro.

Une franchise de EUR 100 000 est déduite de l'exigence globale de réserve obligatoire calculée pour chaque établissement.

Le maintien de la réserve moyenne est assuré par périodes mensuelles. La première période de constitution a été allongée jusqu'au 23 février 1999.

Le montant des réserves déposées par un établissement est rémunéré à un taux correspondant à celui des opérations principales de refinancement du SEBC.

En pratique, la rémunération est calculée comme étant la moyenne, au cours de la période de constitution, du taux (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier), des opérations principales de refinancement du SEBC. Le paie-

ment de la rémunération s'effectue le deuxième jour ouvrable bancaire de la période de constitution suivante.

1.2 *La politique de change*

1.2.1 *Le mécanisme de change européen II (MCE II)*

Le Conseil européen d'Amsterdam, en juin 1997, a adopté la résolution relative au nouveau mécanisme de change. Ce nouveau mécanisme lie à l'euro les monnaies des Etats membres ne participant pas à la zone euro. Un accord a été conclu entre la BCE et les BCN des quatre Etats membres visés, le 1^{er} septembre 1998. Cet accord succède à l'accord SME entre banques centrales du 13 mars 1979. Le principe reste celui d'une intervention dès lors que sont atteintes les marges de fluctuation; ces interventions, en principe automatiques et illimitées, peuvent être néanmoins suspendues si elles entrent en conflit avec l'objectif prioritaire de stabilité des prix. En septembre 1998, deux Etats membres, le Danemark et la Grèce, ont décidé d'intégrer le MCE II. Les marges de fluctuation ont été notifiées +/- 2,25% pour la couronne danoise et +/- 15% pour la drachme grecque. Les taux centraux et les taux obligatoires d'intervention ont été fixés comme suit:

<i>EUR 1 =</i>	<i>Taux plafond</i>	<i>Taux central</i>	<i>Taux plancher</i>
Danemark / DKK	7,62824	7,46038	7,29252
Grèce / GRD	406,075	353,109	300,143

1.2.2 *Les réserves et opérations de change au sein de l'UEM*

Le système de réserves de change permet au SEBC d'intervenir aussi bien au sein qu'en dehors du MCE II. Les banques centrales nationales, actionnaires de la

BCE, transfèrent, conformément à l'article 30.1 des statuts du SEBC et de la BCE, des réserves de change pour un équivalent de 50 milliards d'euros. Au début de la phase III, le transfert a été de EUR 39,5 milliards, dû à la non-participation de quatre pays dès le premier janvier 1999. En vertu de l'article 30.4 des mêmes statuts, la BCE peut, au besoin, faire appel à des réserves allant au-delà de cette limite. La BCL a transféré la part de réserves qui lui incombe dans le cadre d'un accord conclu avec la BNB en anticipation de l'entrée en vigueur de l'accord intergouvernemental belgo-luxembourgeois, du 23 novembre 1998.

Les réserves gérées par les banques centrales qui ne sont pas transférées à la BCE et servent à effectuer des opérations de marché sont suivies par la BCE afin d'assurer la cohérence avec la politique monétaire.

1.3 *Les préparatifs en vue de la mise en place de la politique monétaire à la BCL*

Dans le courant du deuxième semestre 1997, un groupe de travail, composé de personnes provenant de divers départements, a été institué au sein de la BCL de manière à identifier, répartir les tâches et contrôler la mise en œuvre de la politique monétaire du SEBC.

Ce groupe de travail, le MOBAC (Mise en œuvre des Opérations de Banques Centrales), a défini un ensemble de projets, qui ont été découpés en sous-projets lorsque cela s'est avéré nécessaire. Chaque équipe, responsable d'un projet, a fixé son calendrier de manière à respecter la date de démarrage du 1^{er} janvier 1999.

Pour tenir compte des changements intervenus dans sa structure, la BCL a établi progressivement un Masterplan destiné à donner une image évolutive des projets à moyen et long terme.

A Luxembourg, dès le mois d'août 1998, la BCL a démarré une campagne d'information auprès des établissements de crédit. Plusieurs réunions de présentation des nouveaux instruments de politique monétaire et des systèmes de paiements ont eu lieu.

Dans le courant du dernier trimestre 1998, les tests concernant les différentes opérations de politique monétaire, les systèmes de paiements et les systèmes de règlement de titres ont été organisés avec les établissements de crédit intéressés de manière à ce qu'ils puissent participer, dès le 1^{er} janvier 1999, à toutes les opérations sur pied d'égalité avec tous les établissements de crédit de la zone euro.

Département Secrétariat Général	<ul style="list-style-type: none"> • Harmonisation juridique au sein du SEBC et développement des aspects institutionnels
Département Signes monétaires et Immobilier	<ul style="list-style-type: none"> • Circulation et gestion des signes monétaires
Département Informatique	<ul style="list-style-type: none"> • Organisation du passage à l'euro
Département monétaire, économique et statistiques	<ul style="list-style-type: none"> • Développement des répertoires statistiques informatisés et des statistiques bancaires et monétaires à retourner à la BCE • Développement de la modélisation économique • Rédaction du bulletin trimestriel de la BCL • Mise en place et compilation des statistiques se référant aux comptes financiers
Département Opérations bancaires	<ul style="list-style-type: none"> • Mise en place des opérations de politique monétaire • Mise en place des opérations liées aux titres • Organisation de la gestion des réserves de change • Mise en place d'un système bancaire intégré
Département Systèmes de paiements	<ul style="list-style-type: none"> • Développement et adaptation des systèmes LIPS-Gross, LIPS-Net
Cellule Audit interne	<ul style="list-style-type: none"> • Mise en place de l'infrastructure • Reprise des activités de la BNB • Audit des projets européens et internes à la BCL
Cellule Organisation et gestion des risques	<ul style="list-style-type: none"> • Mise en place d'un plan de continuité