
Du bon usage des réserves obligatoires

Jean-Pierre PATAT *Directeur des études
et statistiques monétaires
Banque de France*

Les réserves obligatoires peuvent être définies comme une quantité minimum de monnaie centrale que les établissements de crédit doivent détenir, sous forme de dépôts à la Banque centrale, voire de billets en caisse. Elles sont très généralement fixées par les autorités monétaires en fonction des dépôts du public ; aussi s'appliquent-elles principalement aux banques proprement dites.

Introduit pour la première fois aux Etats-Unis au début du siècle, avec semble-t-il une vocation initiale plutôt prudentielle, le système des réserves obligatoires a très rapidement été utilisé comme un instrument de la politique monétaire. Il constitue en effet un facteur supplémentaire et institutionnel de pression sur la liquidité des banques qui s'ajoute aux besoins en monnaie centrale éventuellement suscités par les autres facteurs influençant la trésorerie des banques, notamment les besoins du public en billets, les opérations du Trésor, les variations des réserves officielles de change.

Au début des années soixante, l'instrument était largement répandu dans toutes les grandes économies occidentales, à l'exception de la France, où il ne fut institué qu'en 1967. Introduites avec un certain retard par rapport à nos principaux partenaires économiques, les réserves obligatoires ont, en revanche, été soumises, en France, à une utilisation beaucoup plus diversifiée, tant en ce qui concerne leur assiette que leur taux.

Assises initialement sur les dépôts, conformément à la pratique répandue à l'étranger, elles ont été étendues, à partir de 1971, aux encours de crédits ; sous cette forme, elles ont fait l'objet, à partir de la fin de 1972, d'une application particulière dans laquelle leur taux a été rendu très fortement croissant lorsque la progression des crédits distribués dépassait le rythme jugé acceptable par les autorités monétaires (système dit des réserves supplémentaires ou progressives, par opposition aux réserves « ordinaires » qui sont, elles, proportionnelles à l'assiette).

Ces orientations successives ont, en fait, traduit les difficultés rencontrées par les autorités monétaires pour contrôler, par les mécanismes de marché, le développement du crédit et de la monnaie. Les traits qui ont longtemps caractérisé le fonctionnement des marchés de capitaux en France ont, en effet, empêché les

R É S E R V E S O B L I G A T O I R E S

réserves ordinaires de jouer un rôle efficace dans le cadre d'une action sur la liquidité des banques.

Les réserves obligatoires à taux progressif ont donc, pendant quatorze ans (de 1972 à 1986), été utilisées comme instrument de pénalisation, auxiliaire d'un système qui s'est, au moins jusqu'en 1984, apparenté à un encadrement du crédit. Durant la même période, les réserves proportionnelles, c'est-à-dire les seules qui correspondaient à l'essence originelle du système, ont été mises en sommeil, et leurs taux sont tombés à des niveaux très faibles.

Les réformes qui, depuis 1984, ont élargi et décloisonné les marchés de capitaux ont créé les conditions d'une action plus effective par le jeu des taux d'intérêt, reposant sur les variations de la liquidité bancaire. La régulation quantitative du crédit, formule de transition qui succédait, depuis le 1^{er} janvier 1985, à l'encadrement proprement dit, a été abolie et, depuis le début de 1987, c'est par ses interventions que la Banque de France entend régler l'expansion monétaire. Les réserves proportionnelles sont sorties de leur léthargie et les autorités monétaires ont fait savoir qu'elles constituaient désormais, avec les interventions sur les marchés, un instrument de la politique monétaire.

Cette évolution a suscité quelques critiques : un certain nombre d'observateurs et, au premier chef, les banques bien sûr, qui supportent le coût initial des réserves, ont émis des doutes sur l'efficacité d'un système dans lequel certains ne verraient rien d'autre qu'une taxation. Ils font en outre remarquer que la pratique française serait en quelque sorte à contre-courant de l'histoire, certaines Banques centrales étrangères manifestant à présent quelque circonspection vis-à-vis de l'instrument.

Dans les lignes qui vont suivre on s'efforcera, après avoir rappelé ce que l'on attend des réserves proportionnelles, d'expliquer pourquoi elles ont été longtemps peu efficaces en France. On tentera ensuite de montrer dans quelle mesure cet instrument, sans être à l'évidence une panacée, peut avoir son utilité dans un système financier décloisonné, et comment il s'adapte à la situation transitoire dans laquelle nous nous trouvons actuellement.

POURQUOI DES RÉSERVES OBLIGATOIRES ?

Elles sont quelquefois présentées comme un moyen, pour la Banque centrale, d'accroître le besoin de liquidité des banques afin de compenser l'incidence déclinante de la circulation fiduciaire. C'est exact, mais s'en tenir là relèverait d'une conception quelque peu réductrice du rôle des réserves, lequel doit aller bien au-delà.

L'ASPECT FONDAMENTAL DU RÔLE DES RÉSERVES

Il paraît bien résumé dans cet extrait d'un texte de Pierre Berger¹ :

« Pour faire face à une élévation du taux des réserves, les banques sont conduites, dans un premier temps, à solliciter et à obtenir des concours supplémentaires de la Banque centrale ; si cette dernière n'accorde de tels concours qu'à titre temporaire — ce qui est normalement le cas, du moins partiellement — les banques doivent ensuite procéder à un effort progressif et continu de déflation, tendant à faire

1 - Alors Directeur général des Etudes de la Banque de France.

R É S E R V E S O B L I G A T O I R E S

rembourser, par la clientèle, une fraction des crédits antérieurs et à réduire ainsi, dans les mêmes proportions, le montant des crédits à l'économie et celui des dépôts. Elles doivent poursuivre cette politique jusqu'au moment où les réserves retrouvent leur niveau initial, tout en correspondant au nouveau taux imposé par rapport aux exigibilités. Dans la pratique, l'action est d'ailleurs généralement moins rigoureuse et tend, non pas à réduire les dépôts, mais à freiner leur progression. »

La réticence de la Banque centrale à renouveler ses concours, que l'on pourrait qualifier de rationnement de la monnaie centrale, se traduit en fait par un relèvement de ses taux directeurs.

Aussi le passage précédent pourrait-il être utilement complété par cette remarque d'un responsable de la Deutsche Bundesbank, qui a de longue date accordé une grande importance aux réserves obligatoires : « *chaque relèvement du montant théorique des réserves obligatoires implique l'existence, pour les banques, d'avoirs supplémentaires auprès de la Banque centrale qui, à son tour, peut décider de quelle façon et sur la base de quel taux d'intérêt elle entend satisfaire la demande de monnaie centrale* ».

Il apparaît ainsi que les réserves obligatoires accroissent non seulement les besoins de liquidité des banques, mais aussi l'incertitude sur le coût auquel ils pourront être satisfaits. Elles devraient donc avoir un impact sur le comportement d'offre de crédit des banques et sur la manière dont elles structurent leur passif :

- d'une part, les banques, afin de réduire le poids de réserves dont le coût est élevé et incertain, vont être incitées à réduire leurs crédits nouveaux, dont la mobilisation par les emprunteurs accroît encore, individuellement, leur besoin de monnaie centrale ;
- d'autre part, elles chercheront naturellement à réduire l'assiette des réserves en développant davantage celles des ressources qui n'y sont pas soumises. C'est là un aspect important des incidences de l'instrument, que les récentes expériences d'encadrement ont en quelque sorte caricaturé : en effet, il s'agissait bien en France, et encore plus directement en Angleterre avec le système dit du « corset », d'inciter très fermement les banques, par un système de réserves fortement progressives, à développer leurs ressources non monétaires.

49

UTILISATION CONJONCTURELLE DU RÔLE DES RÉSERVES OBLIGATOIRES

A titre conjoncturel, les réserves ont été utilisées dans trois domaines.

- Le relèvement de leur taux permet de compenser les effets indésirés sur la liquidité bancaire d'entrées de devises, voire de concours de la Banque centrale au Trésor.
- Pour décourager des entrées de capitaux spéculatives, on a imposé de lourdes réserves (à un taux pouvant atteindre 100 %) sur les dépôts des non résidents.
- Enfin, on a parfois recherché une déconnexion temporaire des taux débiteurs ou créditeurs des banques par rapport aux conditions des marchés. Cet effet joue particulièrement lorsque le relatif cloisonnement des circuits de financement permet aux banques de répercuter les changements de leurs coûts introduits par une modification du taux des réserves.

EN FRANCE LES RÉSERVES OBLIGATOIRES ONT EN FAIT JOUÉ DANS LE PASSÉ UN RÔLE PLUS LIMITÉ

En raison des conditions particulières qui ont longtemps caractérisé le fonctionnement des marchés de capitaux en France, les réserves obligatoires proportionnelles ont été presque exclusivement utilisées comme un facteur de

R É S E R V E S O B L I G A T O I R E S

pression sur les comptes d'exploitation des établissements distributeurs de crédit, qui ont répercuté leur coût sur les conditions débitrices. Leur rôle a donc essentiellement été d'agir sur le coût du crédit, et à travers lui sur la demande effective de crédit des agents non financiers.

LES RÉSERVES OBLIGATOIRES N'ONT D'EFFET SUR L'OFFRE DE CRÉDIT PAR LES BANQUES QUE LORSQUE LES MÉCANISMES DE MARCHÉ SONT PROCHES D'UN FONCTIONNEMENT OPTIMAL

Cette situation est en pratique l'opposé de celle qui caractérise l'économie dite « d'endettement ». Elle implique l'impossibilité pour les banques d'assurer leur liquidité par un refinancement illimité et à taux pratiquement garanti auprès de la Banque centrale. Cela suppose donc l'existence d'un grand marché unifié et ouvert à tous (banques et non-banques), sur lequel circulent des titres fongibles et à toutes échéances.

C'est la définition du marché « hors Banque » (hors Banque centrale) qui n'est pas, contrairement à ce que beaucoup pensent, un marché où les banques n'ont pas de problèmes de trésorerie, mais un marché où le refinancement de la Banque centrale n'est pas le recours exclusif et n'a pas un caractère d'automatisme.

DES CONDITIONS ASSEZ DIFFÉRENTES ONT PRÉVALU EN FRANCE, AU MOINS JUSQU'À UNE ÉPOQUE RÉCENTE :

- D'une part, la liquidité potentielle des banques était très grande, mais elle était presque uniquement constituée d'effets non négociables sur un marché.

- D'autre part, les marchés étaient cloisonnés et la Banque centrale était l'unique recours offert aux banques afin d'assurer leur liquidité, tout se passant à l'intérieur du marché clos du refinancement interbancaire.

Aussi les réserves avaient-elles pour seul effet d'augmenter le besoin de refinancement des banques auprès de la Banque centrale, refinancement dont la quantité n'était pas limitée et dont le prix n'était entaché que d'une faible incertitude.

La demande de crédit étant soutenue et peu élastique à son coût, compte tenu en particulier des anticipations inflationnistes, la charge de réserves pouvait être intégralement répercutée par les banques sur leurs taux débiteurs. Les réserves n'exerçaient pas à proprement parler de contrainte sur les établissements de crédit.

On comprend donc que les autorités monétaires aient cherché à étendre l'emprise des réserves obligatoires au-delà des seules banques en y soumettant d'autres établissements distributeurs de crédit qui ne gèrent pas de dépôts du public (les établissements financiers). C'est bien parce que les réserves avaient pour seul impact un renchérissement du crédit qu'elles portèrent par prédilection sur les emplois.

En dépit de ces perfectionnements, les réserves obligatoires proportionnelles ne purent contribuer efficacement à freiner l'expansion monétaire ; le renchérissement du crédit aurait dû être très élevé dans le climat inflationniste de l'époque, et son effet était atténué par l'importance des financements assortis de taux privilégiés. En outre, le lien entre la création monétaire et les réserves était d'autant plus distendu qu'un décalage important (de 21 à 50 jours) séparait la date de référence et la période de constitution.

R É S E R V E S O B L I G A T O I R E S

L'encadrement du crédit s'appuyant sur un système de pénalisation utilisant les réserves obligatoires à taux progressif devint donc l'instrument principal de contrôle monétaire, et les réserves proportionnelles furent progressivement mises en sommeil ; au début de 1985 elles représentaient une quantité de monnaie centrale qui ne s'écartait que faiblement de ce qui peut être considéré comme les « working balances » des établissements de crédit : 2,5 % sur les dépôts à vue, 0,25 % sur la quasi-monnaie, 0,2 % sur les emplois.

QUE PEUT-ON ATTENDRE DES RÉSERVES OBLIGATOIRES DANS UN SYSTÈME FINANCIER DÉCLOISONNÉ ET DÉRÉGLEMENTÉ ?

Dès la fin de 1985, alors qu'était en vigueur depuis le début de l'année la « régulation quantitative » qui succédait à l'encadrement, la mutation profonde que subissait le financement de l'économie française, marquée par l'essor des instruments négociables, le décloisonnement des marchés de capitaux et l'ouverture sur l'extérieur, rendait inéluctable, à un terme rapproché, l'abandon des méthodes de contrôle monétaire de ce type ; elle créait par ailleurs une situation plus favorable à la pratique d'une politique s'appuyant davantage sur les mécanismes de marché.

En prévision de cette échéance, les taux des réserves proportionnelles ont été relevés par étapes. A la fin de 1986, les réserves sur les emplois ont été supprimées, les réserves sur les dépôts à vue portées à 5 %, et celles sur les comptes d'épargne à 1 %.

La Banque de France a manifesté son intention d'utiliser les réserves obligatoires pour renforcer l'efficacité d'une politique monétaire reposant désormais sur la variation des taux des marchés de capitaux. Le récent relèvement de 1 à 2 % du taux de réserves obligatoires sur les comptes à terme et certificats de dépôts, dont la progression était très vive, confirme cette orientation.

51

Les autorités monétaires sont cependant conscientes que les réserves obligatoires ne sont pas un instrument miracle et que, en particulier dans un univers financier marqué par une certaine désintermédiation et une ouverture croissante sur l'extérieur, elles doivent être maniées raisonnablement. Elles ont une double utilité :

- elles facilitent l'action de la Banque centrale,
- elles modifient le comportement des banques, tant en ce qui concerne la gestion de leurs passifs que la reconstitution de leur liquidité.

TOUT D'ABORD LES RÉSERVES OBLIGATOIRES FACILITENT LA POLITIQUE DE TAUX D'INTÉRÊT DE LA BANQUE CENTRALE

Même si on ne pratique pas une politique dite de « base monétaire », il est bon que les besoins de liquidités des banques soient en relation non seulement avec des « facteurs autonomes » aux fluctuations erratiques, mais également avec l'évolution de leur propre activité.

C'est d'ailleurs pour renforcer ce lien que les autorités monétaires ont sensiblement raccourci le délai qui s'écoule entre la période de référence et celle de constitution des réserves ; ce délai est, depuis le mois d'août 1987, de quinze jours au maximum.

R É S E R V E S O B L I G A T O I R E S

Pour la Banque centrale, l'existence des réserves introduit dans la prévision des besoins de liquidité, nécessaire pour guider la politique d'« open market » dans le sens exigé par les objectifs quantitatifs, un élément de relative certitude.

Elles permettent (et cela d'autant plus que leur mode de constitution peut s'effectuer en moyenne sur une période de trente jours) d'absorber les chocs quotidiens résultant d'évolutions contrastées des facteurs influençant leur trésorerie.

Cette fonction des réserves ne doit pas être confondue avec le rôle compensateur qu'elles peuvent assurer lorsque certains facteurs, entrées de devises, financement monétaire du Trésor, procurent au marché un apport de liquidité jugé indésirable. Dans ces circonstances, les réserves ne sont d'ailleurs pas les seules possibilités d'action de la Banque centrale et il existe d'autres procédures permettant même de réagir avec plus de souplesse : reprises de liquidités, ventes de bons du Trésor, swaps devises/monnaie nationale, voire émissions par la Banque centrale de ses propres certificats de dépôts.

Il existe par ailleurs des pays (mais tel n'est pas le cas de la France) où l'abondance des actifs de la Banque centrale, en particulier sous la forme d'un important financement direct de l'Etat, oblige à en stériliser la contrepartie au passif. Les réserves obligatoires permettent d'obtenir ce résultat, mais leur encours permanent est alors si élevé que, pour ne pas grever indûment les résultats des banques, une rémunération est servie².

LES RÉSERVES OBLIGATOIRES MODIFIENT LE COMPORTEMENT DES BANQUES

C'est là un effet totalement différent de celui qui était observé dans une économie d'endettement, où les réserves tendaient plutôt à modifier le comportement des demandeurs de crédit.

LES RÉSERVES OBLIGATOIRES PEUVENT TOUT D'ABORD INCITER LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT À GÉRER LEUR ACTIF ET LEUR PASSIF DANS UN SENS CONFORME AUX OBJECTIFS GÉNÉRAUX DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Dans la situation antérieure, les banques n'avaient pas ce comportement, puisque le coût des réserves était toujours *in fine* supporté par leur clientèle d'emprunteurs.

Avec le développement de la « marchandisation », les établissements de crédit, soumis à une hausse des réserves, ne sont pas toujours en mesure d'accroître leurs tarifs face à la concurrence des autres sources de financement ; une de leur réaction peut alors être de préférer limiter le gonflement de leurs actifs.

Mais une autre incidence, beaucoup plus directe des réserves obligatoires sera d'inciter les banques à réduire dans leur passif leurs ressources soumises à réserves, c'est-à-dire les plus monétaires. Cela est particulièrement important lorsque la politique monétaire, se fixe comme objectif intermédiaire le contrôle de la progression d'agrégats qui sont précisément composés de ces ressources.

² - Les seuls exemples de rémunération des réserves sont ceux de l'Italie et de l'Espagne où la Banque centrale a une obligation d'emplois en bons du Trésor et doit impérativement reprendre la liquidité qu'elle alloue ainsi au marché.

R É S E R V E S O B L I G A T O I R E S

Afin d'adapter leur passif à la contrainte subie, les établissements de crédit répercuteront le coût des réserves sur la rémunération qu'ils offrent aux placements concernés, et, qui deviendront moins attractifs.

Ce rôle des réserves n'est pas toujours bien perçu. Mais il est visible dans les pays où les réserves sont importantes et où les taux d'intérêts créditeurs ne sont pas réglementés, comme la RFA.

Ce qui précède n'implique pas que les taux de réserves obligatoires soient très élevés, comme en Allemagne précisément, où cela répond à une tradition maintenant bien établie. Dans un système de plus en plus déréglementé, une contrainte excessive pourrait être contournée lorsque les marchés de capitaux seront complètement ouverts sur l'extérieur. Des réserves à taux modérés sont un élément suffisamment discriminant du rendement des placements, et pénalisent ceux qui sont les plus proches des encaisses de transactions. Enfin il ne faut pas négliger leur rôle de « signal » transmis à la place, tel celui qui a été donné par la récente révision des taux de réserves sur les placements compris dans M3 - M2.

LES RÉSERVES OBLIGATOIRES PEUVENT ÉGALEMENT AMENER LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT À INTERVENIR SUR LES MARCHÉS DE CAPITAUX, RENFORÇANT AINSI INDIRECTEMENT L'EFFICACITÉ D'UNE POLITIQUE D'OPEN MARKET

A l'avenir, les passifs des établissements de crédit se partageront dans une proportion de plus en plus voisine entre dépôts et placements non négociables d'une part et instruments de marché à court, moyen et long terme d'autre part. Leurs actifs comporteront également une part croissante de titres : certificats de dépôts, billets de trésorerie, bons du Trésor, obligations. De ce fait, ces établissements assureront davantage leur liquidité par des ventes de titres sur les marchés secondaires, et moins par le « refinancement », c'est-à-dire un endettement auprès de la Banque centrale.

53

La contrainte des réserves obligatoires se traduira donc non seulement par des demandes de refinancement, comme c'était toujours le cas dans une économie d'endettement, mais par des ventes de titres qui, si leur contrepartie est un agent non financier, aboutiront à une réduction de l'assiette des réserves, à une destruction de monnaie, et auront une incidence sur la courbe des rendements (donc la demande de monnaie). De ce qui précède, il est donc important de retenir que les réserves obligatoires, autrefois considérées comme un instrument permettant, par son action sur le coût du crédit, d'influencer le comportement d'endettement des agents économiques, devraient tendre de plus en plus à agir sur les comportements des établissements de crédit³ dans un sens favorable à la modération de l'expansion monétaire.

Dans cette optique on comprend mieux pourquoi l'assiette des réserves se concentre sur les placements les plus proches des encaisses de transactions, c'est-à-dire ceux qui sont gérés par les établissements de crédit. On peut comprendre également pourquoi des produits, en apparence semblables, billets de trésorerie et certificats de dépôts par exemple, sont traités différemment en regard des réserves.

3 - Il est symptomatique de constater qu'aux Etats-Unis, les variations des taux des réserves n'ont jamais été considérées comme susceptibles de modifier les conditions débitrices. Tant le Fed que les banques sont unanimes pour estimer qu'une baisse du taux des réserves n'aurait guère d'impact sur les conditions de crédit : les réserves ne sont pas un facteur d'endettement des banques et ces dernières auraient de multiples autres possibilités d'utiliser cet allègement.

R É S E R V E S O B L I G A T O I R E S

L'émission par une entreprise non financière d'un billet de trésorerie est un emprunt qui, comme un emprunt obligataire, réduit la demande de crédit bancaire, et dont l'acquisition mobilise l'épargne du souscripteur jusqu'à l'échéance, sauf si le billet est racheté par un établissement de crédit⁴. Il n'y a pas création de nouveaux moyens de paiements mais remplacement, dans L, d'un avoir monétaire par un placement situé aux limites les plus extrêmes de la définition des liquidités. L'émission d'un certificat de dépôt (ou d'un bon) par un établissement de crédit ne réduit pas la distribution de crédit : elle sert simplement à en financer une fraction. Le montant souscrit s'ajoute donc aux autres placements monétaires et gonfle L d'autant.

La France n'a pas encore totalement atteint l'état qui vient d'être décrit. Le grand marché unifié des capitaux, dont les bases ont été posées, n'est pas encore complètement intégré et des cloisonnements subsistent sous diverses formes (taux d'intérêt réglementés, particularités fiscales, circuits établis). Comme le rappelait une publication récente, 83 % des placements compris dans l'agrégat L ont des taux de rémunération qui ne suivent pas ceux des marchés de capitaux ; s'agissant des seuls établissements de crédit c'est 25 % seulement de leurs ressources monétaires en francs dont le taux est lié aux taux de marché. Enfin, la création des titres du marché monétaire est encore trop récente pour que puisse exister un marché suffisamment vaste de titres fongibles et à toutes échéances.

Dans cette situation transitoire, le rôle des réserves obligatoires et de la modification de leur taux peut être encore d'amplifier ou de réduire les incidences des variations des taux directeurs des marchés de capitaux sur les conditions débitrices⁵.

Toutefois, ce rôle ne pourra que s'affaiblir, à mesure que le marché se rapprochera d'une situation de concurrence, tandis que les réserves obligatoires devraient retrouver leurs fonctions originelles.

Les réserves obligatoires sont-elles actuellement en déclin ? C'est, semble-t-il, l'impression que certains retirent des évolutions observées dans quelques pays étrangers. Il faut remarquer, toutefois, que les pays qui les ont abandonnées, Belgique, Angleterre, ne contrôlent plus ou n'ont jamais contrôlé d'agrégats monétaires. En Suisse, les réserves obligatoires n'existent pas, mais les banques détiennent, spontanément, des « réserves libres » importantes. Les exemples d'utilisation des réserves restent tout de même nombreux : États-Unis, Allemagne, Japon, Suède, Espagne, Italie.

L'approche des autorités monétaires françaises est, en ce domaine, exempte de tout dogmatisme. On ne saurait prétendre que la remise en usage des réserves proportionnelles ne soit traduite par des taux écrasants. Dans la mesure où, désormais, la charge des réserves peut être un coût net pour les institutions de crédit, la Banque centrale estime nécessaire de limiter leur poids. Rappelons que les taux actuels suscitent pour les établissements de crédit une charge à peine supérieure à celle qui était supportée en 1985 lorsqu'existaient des réserves sur les emplois (elle ne l'excède que depuis le récent relèvement à 2 % des réserves sur les placements à terme). Cette charge, estimée actuellement à une cinquantaine de milliards de francs — soit environ 20 milliards de plus que ce qui peut être considéré comme les soldes minima spontanés —, est en expansion constante, que procure au marché le flottant

4 - Ce qui est rare : + de 90 % des billets de trésorerie en circulation sont actuellement détenus par des agents non bancaires.

5 - Ce point explique très largement pourquoi les réserves ne sont désormais assises que sur les dépôts, les établissements de crédit qui ne gèrent pas ce type de ressources supportant pleinement le prix du marché.

R É S E R V E S O B L I G A T O I R E S

(« float ») spontané. Nos taux de réserves se situent, mais chacun en a conscience, plutôt dans la partie basse de l'éventail des taux pratiqués à l'étranger. Leur poids relatif, par rapport au total des ressources des banques est, en France, nettement moindre qu'en Allemagne, en Italie, ou aux Etats-Unis.

De toute manière la perspective d'une ouverture totale des marchés de capitaux européens et d'un marché unique des services financiers, obligera les autorités des pays européens à éviter que les réserves altèrent les conditions de concurrence entre systèmes financiers nationaux.

COMMENTAIRE

Dominique LACQUE-LABARTHE Professeur à l'Université de Bordeaux I

LES RÉSERVES OBLIGATOIRES NE SONT PLUS CE QU'ELLES ÉTAIENT

À la mi-1987, l'agrégat M_3 croît à un rythme annuel de 4,9 % supérieur à la limite haute qui lui est assignée, tandis que la croissance de M_2 est au contraire plus lente que sa limite basse. Entre les deux, dépôts à terme et certificats de dépôts augmentent au taux de 33,4 % ! Pour l'essentiel, ce dérapage monétaire semble s'expliquer par la remontée des taux de rendement des titres, les pertes en capital qu'elle engendre et le reflux vers les placements liquides, notamment ceux rémunérés à taux de marché.

Pour les autorités monétaires, la parade est délicate. Relever le taux du marché monétaire accentuerait la hausse des taux longs et les moins values en capital et augmenterait encore davantage l'attrait des placements liquides et des titres courts dont le taux de rendement serait accru. Sans compter qu'ainsi, indirectement, les autorités monétaires entérineraient implicitement la hausse de l'inflation et la baisse du franc anticipées par les agents, empêchant toute poursuite de la baisse des taux d'intérêt réels.

Dans l'immédiat, les autorités ont préféré relever le coefficient des réserves obligatoires proportionnelles aux engagements rémunérés des établissements de crédit. Le dessein est clair : il s'agit de faire baisser le taux créditeur des seuls placements liquides rémunérés sans modifier les autres taux d'intérêt, bref déformer la hiérarchie des taux plutôt que translater l'ensemble vers le haut, pour ne pas freiner davantage la croissance de l'activité réelle.

Jean-Pierre Patat considère que le jeu des réserves sur les dépôts reste efficace malgré le

décloisonnement des marchés et la désintermédiation qui caractérisent l'évolution de notre système financier. Certes, la nature des réserves a changé : elles visaient à influencer sur le taux débiteur des banques et par-là, à réduire la demande de crédit. Aujourd'hui, les réserves obligatoires sont censées modifier le comportement des banques en les incitant à réduire l'offre de crédit, l'offre de dépôts au public et les conditions créditrices.

C'est bien là, en effet, que se situe l'enjeu ; les autorités monétaires ne disposeront d'un second instrument efficace à côté de l'administration des taux d'intervention sur le marché monétaire rénové que si les réserves obligatoires ont bel et bien l'impact qu'analyse Jean-Pierre Patat. Comme cette question est controversée, on tente ici une évaluation des mécanismes de transmission évoqués.

55

UNE HAUSSE DES RÉSERVES OBLIGATOIRES PROPORTIONNELLES AUX DÉPÔTS BANCAIRES NE PEUT FREINER LA DEMANDE DE CRÉDIT

Lorsque l'émission de titres est contrainte et ne peut facilement remplacer l'endettement auprès des banques pour assurer l'essentiel des financements, la demande de crédit est alors sensible aux conditions débitrices. C'était le cas en France dans l'ancien contexte institutionnel de marchés cloisonnés. Ça l'est beaucoup moins aujourd'hui où les