

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 débiteuses. C'était le cas en France dans l'ancien contexte institutionnel de marchés cloisonnés. Ça l'est beaucoup moins aujourd'hui où les

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

titres sont devenus des substituts quasiment parfaits des crédits bancaires dûment renouvelés pour une durée égale. Dans ces conditions, le coût du crédit est identique au coût des émissions de titres et « le » taux d'intérêt apparaît largement déterminé, de manière exogène, par les conditions qui prévalent à l'étranger et les anticipations de change et d'inflation.

Si les autorités monétaires augmentent le coefficient de réserves obligatoires, le coût supplémentaire est répercuté dans le taux de base bancaire si et seulement si les emprunteurs ne peuvent trouver de financements alternatifs. Toutefois, il faut une très forte hausse des réserves obligatoires pour déclencher un ajustement à la baisse significatif de la demande de crédit comme conséquence de relèvement de son coût.

L'existence de substituts au crédit bancaire, non assujettis aux réserves obligatoires, empêche aujourd'hui le fonctionnement du mécanisme traditionnel. Les banques ne peuvent plus répercuter la hausse des réserves obligatoires, elles doivent en supporter les conséquences sur leur produit net¹. La demande de crédit devient donc insensible au jeu des réserves obligatoires et normalement son élasticité au taux d'intérêt augmente.

Comme le souligne Jean-Pierre Patat, cette situation dans laquelle entre notre système financier est déjà symptomatique aux Etats-Unis où « les variations des taux des réserves n'ont jamais été considérées comme susceptibles de modifier les conditions débitrices ».

LA HAUSSE DES RÉSERVES OBLIGATOIRES DOIT INCITER LES BANQUES À RÉDUIRE L'OFFRE DE CRÉDIT

Cette proposition, dans la présentation donnée par Jean-Pierre Patat, est liée à la précédente : « 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 leurs

1 - Mais cela diminue la rentabilité du crédit pour les banques, ce qui peut à la longue freiner leur offre... sauf pour elles à sacrifier complètement leur marge à la défense de leurs parts de marché. Cet effet est étudié en 2.

réactions peut alors être de préférer limiter le gonflement de leurs actifs ».

La validité de ce point de vue ne semble pouvoir être confirmée que si on lui adjoint une norme de comportement de la Banque centrale qui peut prendre deux formes particulières. La première est que la Banque centrale rationne la quantité de liquidité bancaire et qu'il n'existe aucune source alternative de base monétaire par le jeu des devises, des concours au Trésor ou de la monnaie manuelle. Cette hypothèse de comportement est traditionnelle dans l'explication de l'offre de crédit en terme de multiplicateur élémentaire, où celui-ci est une fonction décroissante du taux de réserves obligatoires. Le second comportement possible consiste à supposer que la Banque centrale refinance habituellement les banques ; elle accompagne la hausse des réserves obligatoires par un relèvement de son taux d'intervention qui accroît l'incertitude des banques sur le poids des réserves, les incitant à réduire leur endettement et l'offre de crédit. Une hypothèse de ce type convient assez bien à une explication de l'offre de crédit reposant sur un diviseur. Dans l'un et l'autre cas, la réduction de l'offre de crédit bancaire est possible.

Le plus fréquemment observé ces dernières années en France est une symétrie remarquable entre la variation des réserves obligatoires et celle du refinancement bancaire : les banques ont eu pour habitude d'emprunter à la Banque de France la monnaie centrale requise pour satisfaire à leurs obligations réglementaires, fût-ce à un coût plus élevé, la charge supplémentaire étant de toute façon répercutée dans les conditions débitrices sans restriction de l'offre de crédit.

Mais si aujourd'hui elles ne le peuvent plus, ce n'est ni parce que le volume des refinancements est contraint, ni parce que les variations du taux d'intervention de la Banque de France sont beaucoup plus incertaines que dans le passé ; c'est comme on l'a vu précédemment, en raison de la substituabilité accrue d'autres sources de financement que le crédit bancaire — l'offre de crédit suit la demande, selon le rythme de l'activité, les anticipations d'inflation, le poids de l'endettement cumulé, etc. En croissance ralentie, les banques ont déjà du mal à conserver leur part de marché dans les financements. Il est douteux qu'elles réduisent le crédit pour faire face au relèvement des réserves obligatoires, tant qu'elles peuvent se refinancer.

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

UNE AUGMENTATION DES RÉSERVES OBLIGATOIRES PROVOQUE UNE BAISSÉ DE LA DEMANDE DE MONNAIE

Alors que l'argument précédent énonçait la possibilité pour les banques de compenser l'augmentation d'un poste d'actif par la baisse d'un autre, il s'agit ici de compenser la hausse des réserves figurant à l'actif par une baisse du portefeuille titres destinée à déflater, au passif, le volume des dépôts détenus par les agents non financiers — bref, une déflation simultanée de l'actif et du passif.

Jean-Pierre Patat voit dans cette intervention des établissements de crédit sur les marchés des capitaux le moyen pour eux d'assurer davantage leur liquidité par des ventes de titres sur les marchés secondaires et moins par le refinancement, renforçant ainsi indirectement l'efficacité d'une politique d'*open market*.

Une illustration numérique élémentaire peut aider à dissiper bien des malentendus. Dans les bilans simplifiés suivants où R désigne les réserves, B les titres négociables, D les dépôts bancaires et W le patrimoine financier des agents non financiers, un relèvement de 9 à 10 % du coefficient de réserves obligatoires déséquilibre les comptes des banques; elles ont besoin d'un milliard de francs de réserves en supplément.

banques		ANF	
R 9	D 100	D 100	W 600
B ^b 91		B 500	

Les banques peuvent emprunter 1 milliard de francs à la Banque centrale au titre du refinancement (F) et alimenter d'autant leurs réserves ou bien lui vendre 1 milliard de francs de titres à l'*open market* (plus exactement sur le marché interbancaire). Ces deux solutions sont pratiquement équivalentes et, en tout état de cause, les dépôts restent inchangés :

(1) banques		ou	(2) banques	
R 10	D 100		R 10	D 100
B ^b 91	F 1		B ^b 90	
banque centrale				
R + 1				
(1)F + 1				
ou (2)B + 1				

Pour que les dépôts diminuent, les banques doivent vendre des titres aux agents non financiers. Ces ventes ne rapportent pas de monnaie centrale permettant de combler les réserves (sauf règlement en espèces ou par chèques postaux ou sur le Trésor) mais réduisent leur assiette en détruisant des dépôts bancaires. Bien entendu, dans ce cas, il ne suffit pas que les banques vendent 1 milliard de francs de titres au public, mais elles doivent dégonfler leur portefeuille de titres de 10 milliards !

banques		ANF	
R 9	D 99	D 99	W 600
B ^b 90		B 501	
(R/D 9,1 %)			
banques		ANF	
R 9	D 90	D 90	W 600
B ^b 81		B 510	
(R/D = 10 %)			

57

Mais ce faisant, étant donné les volumes mis en jeu, les banques enregistreront probablement des pertes en capital à moins qu'elles n'aient disposé de titres à court terme et à taux variables moins sensibles. Assurément, il est moins coûteux pour les banques de recourir directement à la Banque centrale que de se tourner vers le marché libre hors Banque. En sens contraire, la Banque aurait une action beaucoup plus efficace si elle intervenait, elle aussi, auprès des agents non financiers (bien qu'elle ne puisse jamais empêcher les banques de se joindre directement à ceux-ci) plutôt que de se contenter du marché interbancaire.

Aussi, tant que la Banque de France ne fermera pas la porte du refinancement direct et procèdera à des opérations d'achat-vente de titres uniquement sur le marché interbancaire, a-t-on peu de chances de voir les établissements de crédit répondre à la hausse des coefficients de réserve par des ventes de titres au public et la déflation des dépôts.

**AFIN D'ADAPTER LEUR PASSIF
À LA CONTRAINTE DES RÉSERVES,
LES BANQUES AJUSTENT EN BAISSÉ
LES TAUX CRÉDITEURS**

Si cette dernière proposition se vérifiait, la politique de réserves pourrait déconnecter le mouvement des taux de marché et celui des taux créditeurs administrés par les banques. Comme les dépôts à terme et autres comptes d'épargne ont une élasticité positive à leur taux de rendement, une baisse de leur rémunération tend naturellement à les rendre moins attractifs. Cependant, un tel mouvement de baisse des taux créditeurs s'interrompt très vite si le taux de marché des titres négociables ne suit pas une évolution comparable. Sinon, les banques perdront des parts de collecte, au rythme des substitutions effectuées par les agents non financiers, sans grande possibilité de retenir la clientèle.

Réduites à l'essentiel, les conclusions que suggèrent les remarques précédentes sont des plus simples : les réserves obligatoires perdent d'autant plus leur efficacité que les substitués aux crédits et aux dépôts sont plus proches et plus nombreux et qu'ils échappent eux-mêmes à cette pénalisation. Ainsi, dans le cadre épuré de marchés financiers complètement ouverts, d'établissements de crédit parfaitement homogènes et rationnels, etc., les résultats de l'analyse sont sans ambiguïté : il est impossible que les réserves obligatoires affectent soit le coût, soit l'offre de crédit bancaire

dès lors que le refinancement accordé par la Banque centrale n'est pas strictement limité. De même, l'incitation pour les banques de réduire l'assiette des dépôts apparaît faible et coûteuse étant donné l'ampleur des restructurations d'actifs nécessaires. Enfin, la déformation de la hiérarchie des taux d'intérêt ne peut revêtir qu'un caractère temporaire.

Mais « l'art des banques centrales » n'existe qu'en raison des imperfections du monde dans lequel nous vivons et Jean-Pierre Patat est loin d'en ignorer l'importance. Les quasi-équilibres, les inerties, les ajustements incomplets, l'incertitude, etc., forment le terrain d'élection du jeu de la régulation monétaire. La manipulation des réserves obligatoires y retrouve ainsi une certaine efficacité. C'est le cas si, par exemple, les banques s'accommodent d'un ajustement incomplet à la contrainte d'un relèvement de réserves en restructurant marginalement leur portefeuille d'actifs et en acceptant, pour le reste, une prise en charge partielle du supplément de coût. De même, les banques peuvent aussi réduire leurs crédits nouveaux à l'économie si elles sont incertaines non seulement du taux de refinancement mais aussi du volume des concours de la Banque centrale. Sans multiplier ici ces considérations, on voit bien qu'on entre alors dans un domaine où l'émission de signaux, l'expression des attitudes et la crédibilité des comportements importent plus pour la réputation et le prestige d'acteurs cherchant à s'élever à la hauteur de leur rôle que les seules élasticités de substitution des demandes d'actifs aux différents taux de rendement.

