



# RÉSERVES OBLIGATOIRES : UN ÉTAT DES LIEUX

NICOLAS COUDERC \*

Lors des travaux préparatoires visant à la définition des objectifs et instruments de la future Banque centrale européenne, la possibilité pour cette dernière de recourir ou non à l'instrument des réserves obligatoires a été naturellement examinée. Les pratiques nationales en la matière étaient alors contrastées : la Grèce ou l'Italie, par exemple, imposaient aux banques commerciales un taux de réserves obligatoires élevé, celles-ci étant rémunérées en contrepartie ; à l'inverse, le Luxembourg et la Belgique n'utilisaient pas l'instrument des réserves obligatoires<sup>1</sup>. Le dispositif suivant a finalement été adopté : le taux des réserves obligatoires a été fixé à 2 %, celles-ci étant rémunérées à un taux d'intérêt proche du taux du marché monétaire<sup>2</sup>. Après 5 ans de fonctionnement de ce système et alors que l'Union européenne compte 25 membres, la BCE a annoncé il y a quelques mois des ajustements techniques. Ces derniers ne concernent pas le taux ou l'assiette des réserves obligatoires, mais les modalités pratiques de constitution de celles-ci.

À l'heure actuelle, il ne semble pas y avoir, dans la zone euro, de résurgence d'un débat de fond relatif aux réserves obligatoires. Cependant, on peut se demander ce qu'il en serait en cas d'entrée dans la zone euro du Royaume-Uni, par exemple. Au-delà de la zone euro,

\* TEAM-CNRS, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne.

L'auteur remercie Christian Bordes, Christian de Boissieu, Jézabel Couppey-Soubeyran, Jérôme Héricourt et François Mouriaux, ainsi qu'un rapporteur anonyme pour leurs commentaires et leurs suggestions sur les versions préliminaires de cet article. Les éventuelles erreurs sont de la seule responsabilité de l'auteur.



la question d'une convergence des cadres opérationnels vers un modèle unique - avec ou sans réserves obligatoires - pourrait aussi se poser. Un préalable nécessaire à cette réflexion réside dans une comparaison des réglementations et pratiques nationales en termes de réserves obligatoires.

La première partie présente le système de réserves obligatoires défini par la BCE. Toutefois, une comparaison internationale des systèmes de réserves obligatoires souffre de biais potentiels du fait de différences profondes entre les réglementations nationales. Nous présentons donc dans la seconde partie deux indicateurs synthétiques qui permettent de comparer les contraintes réelles (en niveau et en coût) imposées par le système de réserves obligatoires aux banques des pays concernés. Les systèmes de réserves obligatoires en vigueur dans les pays de l'OCDE « non européens »<sup>3</sup>, dans les « pays hors zone euro »<sup>4</sup> et dans les nouveaux et futurs membres de l'Union européenne<sup>5</sup> sont enfin examinés à l'aune de celui de la BCE.

### *DES RÉSERVES OBLIGATOIRES ÉLEVÉES ET RÉMUNÉRÉES DANS LA ZONE EURO*

#### *Les différents régimes de réserves obligatoires*

364

Les réserves obligatoires constituent le montant total des réserves que doivent posséder ou constituer les banques commerciales auprès de la banque centrale. L'assiette des réserves obligatoires définit les exigibilités qui entrent dans le calcul du montant des réserves obligatoires et celles qui n'y entrent pas. L'assiette peut ainsi différencier les exigibilités selon la monnaie dans laquelle elles sont exprimées, la nationalité du détenteur (résident/non résident) ou l'échéance de l'exigibilité. Une fois définie l'assiette, on applique aux éléments de celle-ci un ou plusieurs taux de réserves obligatoires : le système de réserves obligatoires peut être à taux unique (tous les éléments de l'assiette sont soumis au même taux de réserves obligatoires) ou à taux différenciés (certains éléments bénéficient d'un taux de réserves obligatoires plus faible). En multipliant l'assiette par le(s) taux, on obtient le montant des réserves obligatoires théoriques. L'existence d'abattements<sup>6</sup> peut créer un écart entre les réserves obligatoires théoriques et les réserves obligatoires exigibles.

La période d'observation (ou période de référence) est celle qui permet le calcul du montant des réserves obligatoires, qui seront exigées de la banque concernée au cours de la période de constitution. À chaque période de référence correspond un arrêté comptable (ou statistique) qui permet la déclaration des éléments de l'assiette par la banque commerciale à la banque centrale. Plus la période de référence est proche



(temporellement) de la période de constitution (ou période de maintenance) et plus ces périodes sont courtes, plus le système de réserves obligatoires est adapté à une situation monétaire ou financière instable (taux d'inflation élevé, croissance de la masse de crédit forte et avec des ruptures brusques...) <sup>7</sup>. En effet, dans une situation où il y a inflation forte et où les deux périodes sont disjointes et longues, la valeur des réserves obligatoires telle que définie à la suite de la période de référence diminuera. Lors de la constitution des réserves, celles-ci auront, en effet, une valeur réelle inférieure à leur valeur nominale telle que calculée à la suite de la période de référence. *A contrario*, dans un système stable, la déconnexion croissante entre les deux périodes permet aux banques commerciales d'avoir une meilleure capacité de prévision et donc de mieux gérer leurs disponibilités.

Par ailleurs, la banque centrale peut permettre ou non une constitution en moyenne des réserves obligatoires sur la période de constitution. Cela signifie que la faculté est laissée à un établissement bancaire de modifier au cours de la période de constitution son niveau de réserves obligatoires, en fonction des règlements que la banque doit effectuer lors des compensations de fin de journée et de décisions de gestion internes, sous la seule contrainte d'un solde journalier moyen de son compte à la banque centrale excédentaire du montant des réserves obligatoires. Enfin, les réserves obligatoires peuvent être rémunérées ou non.

### *Le système de réserves obligatoires mis en place par la BCE*

Dans la zone euro, la BCE a instauré un système de réserves obligatoires <sup>8</sup> inspiré de différentes traditions nationales. L'assiette des réserves obligatoires est large ; sont assujettis à la constitution de réserves obligatoires au taux uniforme de 2 % : les dépôts à 24 heures, les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans ou remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 2 ans, les titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans et les instruments du marché monétaire à l'exception de ceux détenus par d'autres intermédiaires financiers <sup>9</sup>.

Le montant des réserves obligatoires exigibles est obtenu par la multiplication du taux de réserves obligatoires par l'assiette à l'arrêté de la période d'observation (arrêté comptable d'un mois calendaire  $m$ , ou arrêté trimestriel pour les établissements de petite taille). Jusqu'au 8 mars 2004, la période de constitution des réserves obligatoires débutait le 24<sup>ème</sup> jour du mois  $m + 1$  et s'achevait le 23<sup>ème</sup> jour du mois  $m + 2$ . Depuis cette date, la définition de la période de constitution est modifiée pour permettre 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 procéder à l'évaluation mensuelle de l'orientation de la politique



monétaire »<sup>10</sup>. En outre, l'entrée en vigueur des modifications de taux des facilités permanentes est alignée sur le début de la nouvelle période de constitution des réserves. Les établissements ont la possibilité de constituer leurs réserves obligatoires en moyenne, c'est-à-dire de gérer leurs réserves obligatoires de manière active au cours de la période de constitution.

Les réserves obligatoires constituées sont rémunérées au taux marginal moyen des opérations principales de refinancement réalisées par la BCE pendant la période de constitution. Enfin, les 8 544 institutions monétaires et financières (IMF)<sup>11</sup> qui doivent constituer des réserves obligatoires bénéficient d'un abattement forfaitaire de 100 000 € à déduire des réserves obligatoires à constituer et d'une réduction de 30 % du montant des titres de créances et des instruments du marché financier pour le calcul de l'assiette (BCE, 2002a).

#### *Les fonctions associées par la BCE au système de réserves obligatoires*

Les réserves obligatoires sont apparues à l'origine (aux États-Unis) comme un moyen de protéger les épargnants, en limitant le risque de défaut des banques. Dans un deuxième temps, le caractère d'instrument de politique monétaire a été mis en avant pour expliquer leur rôle : elles limitent la capacité de création monétaire des banques commerciales, leur imposent un coût et obligent les banques à se financer en monnaie centrale, ce qui diminue la capacité des banques à créer de la monnaie (approche en termes de diviseur de crédit)<sup>12</sup>.

Toutefois, la conception des réserves obligatoires défendue par la BCE ne s'inscrit pas dans une telle logique. En effet, les réserves obligatoires sont rémunérées dans la zone euro. Cette rémunération est égale à la moyenne du taux des opérations principales de refinancement de la BCE (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) au cours de la période de constitution. Le coût d'opportunité lié à l'obligation de constitution de réserves est donc quasi nul pour les banques commerciales, puisque ces réserves sont rémunérées à un taux très proche de l'EONIA. Trois fonctions associées par la BCE au système de réserves obligatoires expliquent pourtant la conservation de cet instrument<sup>13</sup>.

Tout d'abord, les réserves obligatoires s'ajoutent aux facteurs autonomes de la liquidité bancaire pour fournir le besoin total des banques commerciales en monnaie centrale. Les réserves obligatoires accroissent donc le besoin de financement des banques commerciales et leur imposent d'être présentes de manière plus régulière sur le marché interbancaire et aux appels d'offres de la banque centrale. En conséquence, un éventuel mouvement du taux d'intérêt directeur de



la banque centrale se répercute rapidement sur les banques de second rang. En ce qui concerne la zone euro, les réserves obligatoires représentaient, en décembre 2002, 129,5 Md€<sup>14</sup>, alors que les facteurs autonomes de la liquidité bancaire étaient de presque 115 Md€ sur la même période : le système de réserves obligatoires fait plus que doubler le besoin structurel de refinancement des établissements de crédit de la zone euro. Cette fonction du système de réserves obligatoires est particulièrement importante dans la perspective du développement de la monnaie électronique<sup>15</sup>. En effet, l'efficacité de la politique monétaire repose sur l'existence d'une base monétaire<sup>16</sup> que la banque centrale contrôle. Or les composantes de cette base monétaire sont affectées par le développement de la monnaie électronique : si la diminution du recours à la monnaie manuelle est de peu d'importance (elle ne représente plus aujourd'hui qu'environ 6 % de M3), la réduction de la place de la monnaie centrale peut avoir des conséquences plus importantes sur la capacité de la banque centrale à conduire une politique monétaire efficace. En effet, la monnaie électronique affecte le comportement des agrégats monétaires, peut modifier la vitesse de circulation de la monnaie et faciliter la gestion de la monnaie centrale par les banques commerciales. La monnaie électronique est donc susceptible de diminuer leur besoin de refinancement, tout en réduisant l'assiette des réserves obligatoires par la facilitation de la conversion d'actifs inclus dans l'assiette en actifs qui en sont exclus (ce qui réduirait l'élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt). Pour éviter cette perte d'efficacité, la BCE a étendu l'extension de l'obligation de constituer des réserves aux émetteurs de monnaie électronique, considérés *de jure* comme des établissements de crédit<sup>17</sup>.

De plus, les systèmes de réserves obligatoires possèdent en général des périodes de constitution longues (un mois dans le cas de la BCE) et les établissements bancaires ont la faculté de gérer activement ces réserves, avec la seule contrainte que la constitution journalière moyenne des réserves obligatoires soit égale ou supérieure aux réserves obligatoires exigées pour la période de constitution considérée. Cela implique l'existence d'une élasticité de la demande de réserves au taux d'intérêt, élasticité qui permet de lisser les évolutions du taux d'intérêt au jour le jour sur le marché monétaire et qui serait absente d'un système de constitution sans possibilité de respecter en moyenne le montant des réserves obligatoires exigibles (Dauchy et Lévy, 2001). Cela permet à la BCE de limiter la fréquence des opérations de réglage fin et d'améliorer la lisibilité de son action. Celle-ci n'est, en effet, pas brouillée par de fréquents ajustements techniques qui seraient nécessaires à la stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire



en l'absence de système de réserves obligatoires<sup>18</sup>. La possibilité de constituer en moyenne les réserves obligatoires permet aussi d'amortir un choc de grande ampleur et transitoire sur la liquidité bancaire. Face à un tel choc, les établissements assujettis à la constitution de réserves obligatoires ont la possibilité de retarder ou d'avancer - selon que le choc est restrictif ou expansif sur la liquidité bancaire - leur constitution de réserves obligatoires, ce qui diminue leurs besoins de liquidité et permet de ne pas affecter le taux d'intérêt du marché monétaire. L'existence d'un taux de réserves obligatoires positif autorise donc les banques à prélever en cas de besoins imprévus sur leur compte des montants élevés sans recourir à la facilité de prêt marginal offerte par la banque centrale, puisque les comptes des établissements financiers auprès de la banque centrale sont toujours très largement créditeurs. En cela, les avoirs quotidiens de réserve des banques facilitent les opérations de règlement interbancaire et en abaissent le coût, ce qui favorise le bon fonctionnement du marché monétaire européen et, *in fine*, contribue à la stabilité financière dans la zone euro.

Enfin, la BCE associe aux réserves obligatoires comme objectif annexe de contribuer au contrôle de la croissance des agrégats monétaires, en augmentant l'élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt. Toutefois, la forte croissance des agrégats monétaires en Europe depuis 1999 (taux de croissance compris entre 4 et 8 %) tend à prouver la relative inefficacité d'un système de réserves obligatoires dans un but de contrôle des agrégats monétaires.

### *DEUX INDICATEURS POUR JUGER DES CONTRAINTES EFFECTIVES DE NIVEAU ET DE COÛT INDUITES PAR LES RÉSERVES OBLIGATOIRES*

Les comparaisons internationales à propos des réserves obligatoires sont problématiques : les taux légaux des réserves obligatoires ne recouvrent qu'une fraction de la réalité. En effet, les assiettes, les abattements, le taux de rémunération des réserves obligatoires, les définitions des périodes d'observation et de constitution diffèrent d'un pays à l'autre et modifient considérablement la contrainte exercée par les réserves obligatoires sur les banques.

Pour procéder à une comparaison internationale fiable, nous construisons deux indicateurs - un indicateur de la contrainte que fait peser le niveau des réserves obligatoires sur les banques commerciales (indicateur de contrainte de niveau) et un indicateur de contrainte du coût d'opportunité des réserves obligatoires (indicateur de contrainte de coût) - qui permettent d'éviter les biais inhérents à une simple comparaison des taux légaux de réserves obligatoires.

*Définition de l'indicateur de contrainte de niveau  
et de l'indicateur de contrainte de coût*

L'indicateur de contrainte de niveau indique l'intensité de la contrainte qui pèse sur les banques commerciales du fait du système de réserves obligatoires<sup>19</sup>. Celui-ci est obtenu en rapportant le montant des dépôts obligatoires constitués par les banques commerciales auprès de la banque centrale à la taille d'un agrégat monétaire de référence. Les deux grandeurs sont exprimées en monnaie nationale. On a donc pour le pays  $i$  :

$$ICN_i = \frac{RO_i}{M3_i}$$

avec  $ICN_i$  l'indicateur de contrainte de niveau,  $RO_i$  le montant des réserves obligatoires déposées sur les comptes des banques commerciales auprès de la banque centrale et enfin  $M3_i$  la valeur de l'agrégat monétaire M3<sup>20</sup>.

Le choix du dénominateur - un agrégat monétaire - a été guidé par le souci d'obtenir des données aisément compréhensibles et comparables entre pays<sup>21</sup>. Nous avons donc retenu l'agrégat monétaire M3 - agrégat monétaire de référence pour la quasi-totalité des pays étudiés - comme dénominateur. Cet indicateur se focalise sur l'importance des dépôts des banques auprès de la banque centrale pour constituer leurs réserves obligatoires.

Pendant, il n'indique rien sur le coût réel des réserves obligatoires imposées aux banques, puisque certains pays font peser une contrainte forte sur les banques, mais rémunèrent les réserves obligatoires au taux du marché, ce qui signifie que, malgré la contrainte imposée au secteur bancaire, le coût d'opportunité des réserves obligatoires pour les banques est nul.

Pour avoir une base de comparaison fiable du coût de constitution des réserves obligatoires pour les banques, nous procédons au calcul d'un indicateur de contrainte de coût des réserves obligatoires. Celui-ci est obtenu en multipliant le montant des réserves obligatoires par l'écart de taux d'intérêt existant entre le taux d'intérêt moyen du marché monétaire et le taux de rémunération des réserves obligatoires<sup>22</sup>. Ce coût est ensuite normalisé en divisant par la taille de l'agrégat monétaire de référence pour avoir des coûts comparables entre pays. On a donc, pour le pays  $i$  :

$$IC_i = \frac{RO_i \times (i^{MM} - i^{RO})}{M3_i}$$

avec  $i^{MM}$  taux d'intérêt de référence du marché monétaire,  $i^{RO}$  taux de rémunération des réserves obligatoires et  $IC_i$  indicateur de coût.

*Résultats*

Notre panel comporte 37 pays, dont les 12 de la zone euro, soit 26 banques centrales. Les indicateurs ont été calculés à la fin de l'année civile 2001.

**Tableau n° 1**  
**Indicateur de contrainte de niveau**  
**et de coût des réserves obligatoires**

	Indicateur de contrainte de niveau	Indicateur de contrainte de coût	Fonction(s) principale(s) assignée(s) au système de réserves obligatoires par la banque centrale
Eurosystème	2,3 %	0 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire.
<b>Pays « non européens »</b>			
Australie *	-	-	-
Canada	-	-	-
Corée	0,8 %	0,8 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire.
Islande	5,1 %	5,1 %	Limitation de la croissance de la quantité de crédits octroyée par les banques commerciales
Japon **	0 %	0 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire
Mexique	-	-	-
Nouvelle-Zélande *	-	-	-
Suisse	-	-	-
États-Unis	0,2 %	0,2 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire
Turquie	15,2 %	3,8 %	Limitation de la croissance de la quantité de crédits octroyée par les banques commerciales
<b>Pays « hors zone euro »</b>			
Danemark	-	-	-
Royaume-Uni ***	0,1 %	0,1 %	Fonction de revenu monétaire pour la banque centrale
Suède	-	-	-
<b>Nouveaux et futurs membres de l'Union européenne</b>			
Bulgarie	2,5 %	- 0,1 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire.

## RÉSERVES OBLIGATOIRES : UN ÉTAT DES LIEUX

Chypre	6,4 %	0 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire.
Estonie	9,4 %	9,4 %	Limitation de la croissance de la quantité de crédits octroyée par les banques commerciales
Hongrie	5,9 %	0,4 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire.
Lettonie	6,3 %	6,3 %	Limitation de la croissance de la quantité de crédits octroyée par les banques commerciales
Lituanie	6,8 %	6,8 %	Limitation de la croissance de la quantité de crédits octroyée par les banques commerciales
Malte	4,6 %	0 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire.
Pologne	3,6 %	3,6 %	Limitation de la croissance de la quantité de crédits octroyée par les banques commerciales
République Tchèque	1,8 %	0 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire.
Roumanie	24,8 % <sup>#</sup>	4,4 % <sup>#</sup>	Limitation de la croissance de la quantité de crédits octroyée par les banques commerciales
Slovaquie	3,5 %	1,9 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire.
Slovénie	2,2 %	0 %	Stabilisation du taux d'intérêt du marché monétaire. Augmentation du besoin structurel de liquidité du secteur bancaire.

\* : au 31/06, date de fin d'exercice fiscal.

\*\* : au 31/03, date de fin d'exercice fiscal.

\*\*\* : au 28/02/2002.

# : agrégat monétaire de référence : M2.

Lecture : « - » signifie que le pays ne possède pas de système de réserves obligatoires.

371

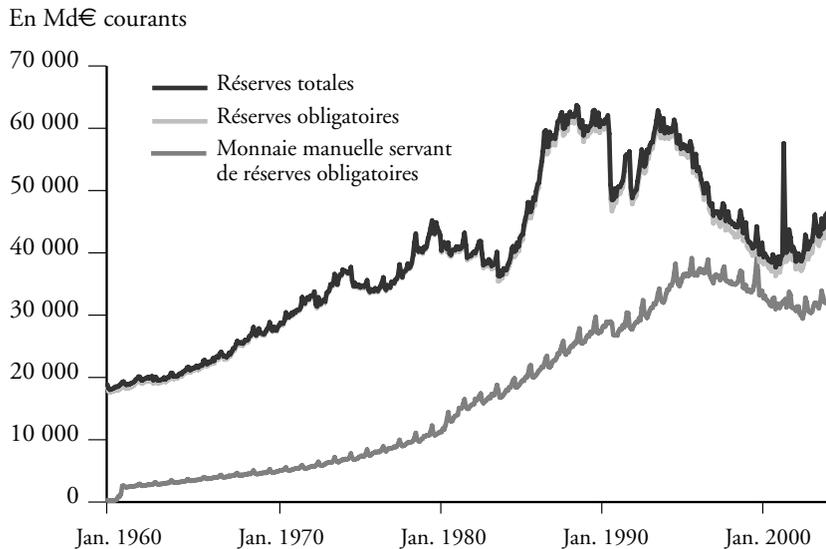
On constate tout d'abord un faible degré de corrélation entre l'indicateur de contrainte de niveau et le coût des réserves obligatoires pour les banques, contrairement à l'idée reçue qui assimile le taux des réserves obligatoires au coût de celles-ci. Le coefficient de corrélation entre l'indicateur de contrainte de niveau et l'indicateur de coût n'est en effet que de 0,27. La rémunération des réserves obligatoires permet donc à certains pays d'imposer une contrainte aux banques commerciales, sans pour autant leur imposer un coût d'opportunité (c'est le cas de 10 banques centrales sur 26). L'utilisation conjointe des deux indicateurs permet donc d'affiner notre analyse.

D'autre part, la différence entre la contrainte effective pesant sur les banques commerciales et le taux légal de réserves obligatoires peut être importante : les États-Unis affichent ainsi un taux marginal de réserves obligatoires de 10 % (atteint dès que l'assiette des réserves obligatoires dépasse 45 M\$) et ne rémunèrent pas les réserves obligatoires. La contrainte (mesurée par le montant des réserves obligatoires) et le coût d'opportunité (inhérent à l'obligation de constituer des réserves obligatoires non rémunérées) imposés par la banque centrale américaine aux banques commerciales semblent donc élevés. Nos indicateurs montrent pourtant que la contrainte imposée aux banques américaines est 10 fois inférieure à la contrainte imposée aux banques de la zone euro (0,2 % contre 2,3 %), alors que le taux légal est 5 fois supérieur (10 % contre 2 %).

En fait, deux facteurs réduisent considérablement l'impact des réserves obligatoires sur les banques commerciales : d'une part, les billets et la monnaie en circulation détenus par les banques commerciales pour faire face aux demandes de leurs clients et d'approvisionner les distributeurs automatiques de billets sont incorporés dans les réserves obligatoires des banques et représentent 80 % environ du montant total des réserves des banques américaines<sup>23</sup>, comme l'illustre le graphique n°1.

372

**Graphique n° 1**  
**Composition des réserves obligatoires aux États-Unis**



Données non ajustées des changements de systèmes des réserves obligatoires et non corrigées des variations saisonnières.

Source : Board of Governors of the Federal Reserve System.



D'autre part, l'assiette des réserves obligatoires est relativement réduite, puisque sont exclus de l'assiette la très grande majorité des dépôts à terme ainsi que les dépôts libellés en euromonnaies<sup>24</sup>. Les indicateurs proposés permettent donc de s'affranchir de biais importants dans la comparaison internationale des systèmes de réserves obligatoires.

### *UNE COMPARAISON INTERNATIONALE DES SYSTÈMES DE RÉSERVES OBLIGATOIRES*

Des différences notables existent entre pays de notre panel : l'indicateur de contrainte en niveau est compris entre 0 % (7 pays, plus le Japon pour qui l'indicateur de contrainte est de 0,0008 %) et 15,2 % (pour la Turquie - nous excluons la Roumanie de la comparaison), l'indicateur de coût est compris entre -0,08 % (Bulgarie - cela signifie que le système de réserves obligatoires est une source de revenu pour les banques commerciales) et 9,4 % (Estonie).

#### *La position de la BCE par rapport aux pays de l'OCDE « non européens »*

Les pays de l'OCDE se caractérisent par la faiblesse, voire l'absence des réserves obligatoires - à l'exception de l'Islande : ainsi les indicateurs de contrainte de niveau et de coût sont-ils nuls ou très faibles pour les pays de l'OCDE « non européens ». En effet, Australie, Canada, Mexique, Nouvelle-Zélande et Suisse n'utilisent plus les réserves obligatoires. La Corée du Sud, le Japon et les États-Unis possèdent un système de réserves obligatoires, mais ceux-ci sont peu contraignants pour les banques.

Cet instrument souffre d'une connotation d'instrument administré, à l'opposé des techniques d'*open-market* aujourd'hui à l'honneur ; les banques centrales qui affichent un objectif de ciblage direct de l'inflation n'y recourent plus et assurent le réglage quotidien de la liquidité par le seul biais des injections et retraits de liquidité. Malgré la différence de régime entre pays de l'OCDE et zone euro, cela ne crée pas *a priori* de distorsion de concurrence entre les banques de la zone euro et les banques des pays « non européens ». En effet, la spécificité des réserves obligatoires est de fonder l'obligation de constitution de réserves sur l'implantation géographique des filiales et non pas sur la nationalité juridique de celles-ci : la filiale d'une banque américaine qui a des activités dans la zone euro doit constituer des réserves obligatoires auprès des banques centrales nationales européennes concernées et se plier à la réglementation européenne concernant les réserves obligatoires.

De plus, les réserves obligatoires ne créant pas de coût pour les



banques de la zone euro, cela ne réduit pas leurs marges ou ne les contraint pas à augmenter les taux d'intérêt sur les crédits qu'elles accordent. Ainsi, en termes de coût effectif du système de réserves obligatoires pour les banques commerciales, la zone euro aux banques est au niveau des pays de l'OCDE « non européens », mais la contrainte de niveau imposée par la BCE aux banques est supérieure aux contraintes imposées aux banques des pays « non européens ». Cet élargissement du déficit de liquidité du secteur bancaire implique que les établissements de crédit de la zone euro disposent d'un stock suffisant d'actifs éligibles. Toutefois, cette condition n'est pas très contraignante, puisque la définition des actifs éligibles est large et que les réserves obligatoires exigées de chaque établissement de crédit ne représentent qu'une part minimale de leur actif<sup>25</sup>.

Ainsi, le cadre opérationnel mis en place par la BCE se différencie de manière notable de ceux de la politique monétaire des pays de l'OCDE non européens en accordant une place plus importante au système de réserves obligatoires, sans toutefois peser sur les charges des banques.

Dans le cadre du processus d'élargissement de l'Union européenne (et dans le prolongement normal d'élargissement de la zone euro), il est intéressant de se pencher sur les cadres opérationnels en vigueur dans les nouveaux et futurs membres de l'Union européenne et les pays « hors zone euro ».

#### *Une adaptation progressive des réglementations des nouveaux membres de l'UE sur le modèle de la BCE*

La majorité des nouveaux membres de l'UE prépare déjà activement son adhésion à la monnaie unique (BCE, 2002b). La quasi-totalité de ces pays est en train de converger vers le système de réserves obligatoires tel qu'il existe dans la zone euro<sup>26</sup> (cf. tableau n° 2).

D'après les indicateurs, les nouveaux et futurs pays membres sont très dispersés et possèdent des systèmes de réserves obligatoires plus contraignants et plus coûteux pour les banques commerciales que le système en vigueur dans la zone euro. Les pays pour lesquels les indicateurs sont les plus élevés sont aussi les pays les moins avancés en ce qui concerne l'adhésion à la monnaie unique. En effet, les plus avancés d'entre eux sur les questions d'unification monétaire ont déjà une réglementation des réserves obligatoires similaire à la réglementation de la BCE. Par exemple, la Lituanie a adopté les mêmes définitions des périodes de référence et de constitution, la même définition de l'assiette et tente de s'approcher progressivement du taux en pratique dans la zone euro. De même, la Slovaquie a procédé à une remise à plat de son système de réserves obligatoires en septembre 2002 et a adopté une réglementation quasiment similaire à celle mise en place par la BCE ; la Banque



nationale de Pologne affirme explicitement sa volonté de converger progressivement vers les règles adoptées par la BCE en ce qui concerne les réserves obligatoires... Toutefois, cette volonté est contrecarrée par les situations économiques et monétaires de certains nouveaux membres de l'UE : malgré leur volonté affichée, la Hongrie ou la Pologne, actuellement dans des situations macroéconomiques difficiles, n'ont pas entamé la convergence de leur système opérationnel vers celui de la BCE et les réserves obligatoires sont encore utilisées par ces banques centrales comme instrument de politique monétaire pour contrôler l'évolution de la masse de crédits accordée à l'économie. Les cas de la Roumanie, de la Bulgarie ou de l'Estonie sont encore plus significatifs de ce fait.

La majorité des nouveaux entrants dans l'Union a donc adopté une politique de convergence plutôt lente et maîtrisée : les baisses de taux de réserves obligatoires sont de faibles ampleurs. Dans certains pays, des systèmes transitoires ont été mis en place : la Hongrie a ainsi modifié en juillet 2001 son taux de rémunération des réserves obligatoires, annonçant un alignement progressif de ce taux sur le taux d'intérêt du marché<sup>27</sup>.

Globalement, on peut affirmer que les Pays d'Europe Centrale et Orientale les plus avancés dans le processus de convergence réelle et nominale avec l'Union européenne ont déjà mis en place un système de réserves obligatoires proche de celui défini par la BCE, les autres pays ayant le même but, mais ne pouvant s'approcher de la norme en vigueur dans la zone euro aussi rapidement.

#### *L'absence de convergence des réglementations des pays « hors zone euro »*

Du point de vue des indicateurs, les pays « hors zone euro » sont très proches des pays OCDE « non européens ». Ils se caractérisent par l'absence de contrainte et de coût relatifs aux réserves obligatoires. Les pays « hors zone euro » possèdent encore des réglementations nationales identiques à celles qu'ils avaient avant la mise en place de la zone euro. Paradoxalement, ils possèdent des pratiques et des réglementations plus éloignées de celles de la zone euro que les nouveaux membres de l'Union. Ainsi, le Danemark et la Suède ne possèdent pas de système de réserves obligatoires et le Royaume-Uni se contente d'un régime de réserves obligatoires conçu *a minima* : la fonction unique associée aux réserves obligatoires est de faire peser sur les banques commerciales un coût d'opportunité qui correspond au « paiement » de missions d'intérêt public assurées par la banque centrale (compensation des chèques...) <sup>28</sup>. Ces pays appartenant à l'Union européenne possèdent donc des cadres opérationnels alternatifs à celui retenu par la BCE, cadres qui n'ont pas évolué depuis la mise en place de l'euro.

**Tableau n° 2**  
**Systèmes de réserves obligatoires des nouveaux membres**  
**de l'UE**

Pays	Taux de réserves obligatoires	Rémunération des réserves obligatoires
Bulgarie	8 %	1,3 fois le taux d'intérêt moyen des opérations effectuées sur le marché interbancaire
Chypre	6,5 %	4,5 %
Estonie	4 %	Non
Hongrie	6 %	8 %
Lettonie	5 %	Non
Lituanie	6 %	Non
Malte	4 %	2,7 %
Pologne	4,5 %	Non
République Tchèque	2 %	Au taux repo 15 jours
Roumanie	22 %	11,5 % sur les réserves en lei 1 % sur les réserves en devises
Slovaquie	4 % pour les banques 3 % pour les Caisses d'épargne	1,5 %
Slovénie	7 % sur les exigibilités de court terme 2 % sur les exigibilités de long terme	1 %

376

Toutefois, les banques centrales de ces trois pays se préparent à la possibilité d'adopter l'euro. Ainsi, la Banque d'Angleterre prépare un plan d'action dont le but est de prévoir et planifier l'ensemble des opérations et modifications réglementaires ou législatives liées à l'adoption de l'euro, y compris la mise aux normes immédiate ou la création d'un système de réserves obligatoires (elle édite même un guide *Practical issues arising from the euro*, dont la seconde partie est consacrée aux changements que l'adoption de l'euro rendrait nécessaires pour la City). Le but, implicite ou explicite, des banques centrales des pays « hors zone euro » est de pouvoir adopter l'euro comme monnaie nationale le plus rapidement possible après la prise de décision politique (ainsi, la banque nationale du Danemark espère réduire ce délai à un an). La stratégie des pays appartenant à l'Union européenne, mais n'ayant pas souhaité entrer dans l'euro en 1999 est tout autre que celle des pays d'Europe Centrale et Orientale : alors que ceux-là adoptent - ou tentent d'approcher - *ex ante* les règles de la BCE, ceux-ci se gardent bien de toute modification institutionnelle, mais préparent des plans d'actions pour



permettre un basculement rapide et total dès la prise de décision politique d'adoption de l'euro.

L'utilisation de deux indicateurs de contrainte a permis de se dégager des biais inhérents à une comparaison internationale des systèmes de réserves obligatoires et d'affiner notre analyse. La zone euro conserve, à l'opposé des pays de l'OCDE « non européens », un système contraignant de réserves obligatoires, assignant un rôle de stabilisateur des évolutions du taux d'intérêt du marché monétaire. Mais la BCE a rendu ce système indolore pour les banques commerciales en termes de coût.

Les pays dont le développement et la stabilité du secteur bancaire sont plus récents ou moins achevés utilisent encore les réserves obligatoires pour stabiliser la création monétaire des banques commerciales. Toutefois, le développement progressif du secteur bancaire, la mise en place de procédures de surveillance des banques commerciales dans ces pays sont souvent accompagnés d'une baisse des taux des réserves obligatoires : les nouveaux membres de l'UE tentent ainsi de ne pas dégrader la stabilité du système tout en rapprochant leur système de réserves obligatoires du système européen. Enfin, certains pays européens n'ont pas encore entamé la convergence vers le système défini par la BCE : les pays d'Europe Centrale et Orientale les moins avancés sur la route de l'adoption de la monnaie unique et les membres de l'Union européenne qui ont refusé la monnaie unique (Royaume-Uni, Suède et Danemark).

Parce qu'il a évolué dans ses fonctions, l'instrument des réserves obligatoires reste d'actualité. Les pays qui n'ont pas participé aux préparatifs de l'Institut monétaire européen avant 1999 à propos des réserves obligatoires se conforment *ex ante* au système mis en place par la BCE. Les pays les plus en avant dans le refus des réserves obligatoires (pays qui ont, d'ailleurs, refusé d'adopter la monnaie unique), s'ils se gardent bien de toute évolution réglementaire qui pourrait laisser penser à une convergence de fait, se préparent néanmoins à un basculement rapide vers la réglementation de la BCE, une fois prise la décision politique d'entrée dans la zone euro. Le modèle opérationnel adopté dans la zone euro en termes de réglementation des réserves obligatoires semble donc appelé à durer.

## NOTES

1. Pour plus de détails sur les réglementations des réserves obligatoires avant la mise en place de la BCE, le lecteur se reportera à Alleron (1996), Escriva et Fagan (1996) ou Borio (1997).
2. Les banques françaises se félicitant ainsi par le biais de l'AFB de « la solution de repli [par rapport aux dispositions initialement envisagées, *nda.*] adoptée par la BCE » (communiqué du 10 juillet 1998), la majorité des pays susceptibles d'adopter l'euro affichant une certaine satisfaction, à l'exception - notable - de l'association des banques britanniques (BBA). En effet, le projet initial ne prévoyait pas la rémunération des réserves obligatoires.
3. Nous qualifierons de pays de l'OCDE « non européens » (nonobstant la situation géographique de certains d'entre eux) les pays de l'OCDE hors Union européenne et qui n'ont pas entamé de négociations officielles visant à intégrer cette zone : Australie, Canada, Corée du Sud, Etats-Unis, Islande, Japon, Mexique, Nouvelle-Zélande, Suisse et Turquie.
4. Les pays « hors zone euro » sont les pays qui appartiennent à l'Union européenne mais qui n'ont pas adopté l'euro : Danemark, Royaume-Uni et Suède.
5. Bulgarie, Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République Tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie.
6. En particulier la possibilité pour une banque commerciale de déduire du montant des réserves obligatoires la monnaie manuelle qu'elle détient.
7. Si les réserves obligatoires ne sont pas rémunérées.
8. Pour une présentation plus détaillée du système de réserves obligatoires mis en place par la BCE, le lecteur se reportera à BCE (2002c).
9. Règlement (CE) 690/2002 du 18 avril 2002 de la BCE et BCE (2002c). Il existe d'autre part des actifs soumis à un taux zéro : les dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans ou remboursables avec un préavis supérieur à deux ans, les titres en pension et les titres de créance d'une durée initiale supérieure à 2 ans.
10. Communiqué de la BCE du 23 janvier 2003.
11. Chiffre au 31 décembre 2002.
12. Cf. Weiner (1992) et Feinman (1993).
13. Communiqué de la BCE du 8 juillet 1998, en particulier son Annexe 1.
14. Banque de France (2002), Annexe A-9.
15. On englobe sous le terme de monnaie électronique deux réalités distinctes : les porte-monnaie électroniques et les monnaies de réseau, unités électroniques échangées par le biais de réseaux.
16. C'est-à-dire la dette de la banque centrale. Celle-ci est composée de la monnaie manuelle et des comptes créditeurs des banques commerciales à la banque centrale (monnaie centrale).
17. Directives 2000/28/CE et 2000/46/CE, suite aux recommandations de la BCE (CON/98/56) et BCE (1998). Il est à noter que la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale n'ont pour l'instant pas pris de décision sur ce sujet, adoptant une position d'attente envers la monnaie électronique qui se développe moins rapidement que prévu.
18. Ajoutons que les réserves obligatoires sont mieux adaptées à la mise en œuvre d'une politique monétaire décentralisée que les opérations de réglage fin. En effet, les banques commerciales déclarent les éléments nécessaires au calcul des réserves obligatoires directement à la banque centrale nationale du pays. Cet instrument permet donc d'éviter des coûts de coordination et de gestion d'une information centralisée nécessaire à la mise en œuvre d'opérations fréquentes de réglage fin.
19. Plus le taux des réserves obligatoires est élevé, plus la contrainte de liquidité et donc leur besoin de liquidité sont forts.
20. Sauf en ce qui concerne la Roumanie, ce pays ne publiant que les statistiques concernant M2. Ce dénominateur différent explique la valeur élevée de ses indicateurs.
21. Il aurait été instructif de rapporter le coût d'opportunité des réserves obligatoires au produit net bancaire (PNB) parallèlement à un agrégat monétaire, mais plusieurs pays de notre panel ne publient pas les statistiques concernant le PNB.
22. L'écart de taux d'intérêt est égal à l'unité lorsqu'il n'y a pas rémunération des réserves obligatoires ; on considère alors que l'indicateur de coût est égal à l'indicateur de contrainte de niveau.



23. Cela signifie que seules 20 % des réserves obligatoires légales sont effectivement une contrainte pour les banques commerciales si l'on admet l'hypothèse que les banques ne modifient pas leur comportement de détention de monnaie manuelle du fait de la réglementation concernant les réserves obligatoires - hypothèse qui semble vérifiée, puisque la monnaie manuelle détenue par les banques n'a pas augmenté significativement à la suite de la prise en compte de celle-ci dans les réserves obligatoires (source : *Board of Governors*).

24. Plus précisément, les *non-personal time deposits* et les *eurocurrency liabilities*. Pour plus de détails sur la réduction progressive de la contrainte pesant sur les banques américaines, on se reportera à Bennett et Peristiani (2002) et Sellon et Weiner (1996), (1997). Les conséquences de cette évolution sur la volatilité du taux d'intérêt des Fed funds sont analysées dans Clouse et Elmendorf (1997). Les conséquences d'une diminution du taux de réserves obligatoires sur la politique monétaire sont analysées par Brunner (1993).

25. Ainsi, les banques françaises détiennent des actifs exigibles au terme des réserves obligatoires à hauteur de 20 à 50 % de leur actif ; à comparer aux 2 % de réserves obligatoires appliqués sur une partie du passif...

26. Exceptions notables : la Roumanie et la Bulgarie. Ces deux pays ne sont pas encore entrés dans l'Union européenne.

27. « *The Bank's intention is to reduce the gap between market interest rates and the remunerated interest rate [...]. Expected at the time of joining the European Union, the Bank will adjust the rate remunerated on reserves to its benchmark interest rate* », communiqué de presse de la Banque nationale de Hongrie, 5 juin 2001.

28. Taux unique de réserves obligatoires : 0,15 % du montant de l'assiette.

## BIBLIOGRAPHIE

379

ALLERON M. (1996), « État des lieux de la réglementation en matière de réserves obligatoires dans 17 pays », *Bulletin de la Banque de France*, suppl. Études, 2<sup>ème</sup> trim., pp. 21-36.

BANQUE DE FRANCE (2002), *Rapport annuel 2002*, Banque de France.

BCE (1998), *Report on e-money*, Août.

BCE (2002a), *The single monetary policy in the euro area*, avril.

BCE (2002b) « Le dialogue entre l'Eurosystème et les pays candidats à l'adhésion à l'UE », *Bulletin mensuel de la BCE*, pp.51-63, juillet.

BCE (2002c), « La politique monétaire unique au sein de la zone euro, documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème », avril.

BENNETT P. et PERISTIANI S. (2002), « Are US reserve requirements still binding? », *Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New-York*, pp. 53-68, mai.

BORIO C. (1997), « The implementation of monetary policy in industrial countries : a survey », *BIS Economic Papers*, n° 47.

BRUNNEDR A. (1993), « Bank reserve management reserve requirements and the implementation of monetary policy », *Reduced reserve requirements : alternative for the conduct of monetary policy and reserve management*, Federal Reserve Bank of New-York, pp. 285-330.

CLOUSE J. et D. ELMENDORF (1997) *Declining required reserves and the volatility of the Fed Funds rate*, Finance and Economic Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System, WP n° 97-30.

DAVIES H. (1998) *Averaging in a framework of zero reserve requirements : implications for the operations of monetary policy*, WP n° 84, Bank of England.

DAUCHY C. et LEVY S. (2001), « Réserves obligatoires : enseignements tirés du comportement des banques françaises », *Bulletin de la Banque de France*, pp. 41-56, n° 92, août.

ESCRIVA J. et FAGAN G. (1996), *Empirical assessment of monetary policy, instruments and procedures in the EU countries*, EMI Staff Paper, n° 2.



FEINMAN J. (1993), « Reserve requirements : history, current practice, and potential reform », *Federal Reserve Bulletin*, vol. 79, pp. 569-79.

SELLON G. et WEINER S. (1996), « Monetary policy without reserve requirement : analytical issues », *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, vol. 81, pp. 5-24, 4th quarter.

SELLON G. et WEINER S. (1997), « Monetary policy without reserve requirements : case studies and options for the United States », *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, pp. 5-30, 2nd quarter.

WEINER S. (1992), « The changing role of reserve requirement in monetary policy », *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, vol. 77, pp. 45-63.