

# TARGET2 et l'intégration financière européenne

---

**Yvon LUCAS**

*Direction des Systèmes de Paiement et des Infrastructures de Marché*

*La deuxième génération du système de paiement de montant élevé de l'Eurosystème, dénommé TARGET2, a démarré avec succès le 19 novembre 2007. Ce nouveau système vise à doter les marchés monétaire et financiers de l'euro des dispositifs les plus efficaces et les plus sûrs pour l'exécution des paiements de montant élevé. TARGET2 repose sur une plate-forme unique partagée, la SSP (Single Shared Platform), qui assure la gestion technique des comptes ouverts aux établissements financiers sur les livres des banques centrales participantes.*

*Après avoir présenté les principales caractéristiques de TARGET2, le présent article analyse les conséquences de la mise en œuvre de ce système sur la gestion de la liquidité, l'organisation des établissements et, d'une manière générale, l'intégration financière européenne.*

Mots-clés : Intégration financière, liquidité, liquidité intrajournalière, système de paiement, TARGET, TARGET2

Codes JEL : G14, G15

## I | De TARGET à TARGET2

TARGET, le système de paiement de montant élevé en euro mis en œuvre et géré par l'Eurosystème, est né avec l'Union économique et monétaire (UEM) le 4 janvier 1999. Deux objectifs fondamentaux avaient été assignés au système :

- d'une part, servir de « vecteur de transmission » à la politique monétaire unique de l'Eurosystème. L'égalisation des taux d'intérêt du marché monétaire sur les diverses places financières de l'euro impliquait en effet de disposer d'un système permettant d'effectuer en temps réel le règlement des opérations de marché sur l'ensemble de la zone euro ;
- d'autre part, contribuer à renforcer la sécurité des règlements de montant élevé grâce à un fonctionnement en mode « RTGS » (*Real-Time Gross Settlement*), c'est-à-dire opération par opération avec finalité immédiate.

TARGET a pleinement atteint ces deux objectifs et joue un rôle central et essentiel à l'égard du système financier de la zone euro. Il a traité en 2006 en moyenne 360 000 paiements par jour, pour un montant de 2 300 milliards d'euros (soit 90 % en valeur et 60 % en nombre des paiements de montant élevé de la zone euro), ce qui en fait l'un des plus importants systèmes mondiaux avec CLS (*Continuous Linked Settlement*, système international de règlement multi-devises des opérations de change) et FEDWIRE (le système RTGS du Système fédéral de réserve des États-Unis). TARGET est devenu la référence en termes de rapidité, de fiabilité et de service.

Néanmoins, l'organisation qui avait été retenue lors de la conception de TARGET comportait un certain nombre d'inconvénients. En particulier, le système reposait sur 16 plates-formes nationales reliées entre elles par un dispositif d'interconnexion (*"Interlinking"*). Cette organisation était sous-optimale au plan des performances, des coûts et de la stabilité de fonctionnement. De plus, la nécessité, dans le cadre européen, de tendre vers une harmonisation maximale des caractéristiques du système et de ses conditions d'utilisation, s'accommodait mal du maintien de plusieurs plates-formes de paiement présentant des caractéristiques spécifiques.

Ce constat a conduit le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) à adopter, en

octobre 2002, les grands principes d'organisation de TARGET2. La principale innovation a consisté à faire le choix d'une plate-forme unique partagée, la SSP (*Single Shared Platform*), qui assure la gestion technique des comptes ouverts aux établissements financiers sur les livres des banques centrales participantes. Outre que ce type d'organisation est le mieux à même de garantir une harmonisation aussi élevée que possible des services offerts, il permet de limiter de façon importante les coûts d'investissement et de fonctionnement.

Par ailleurs, compte tenu de l'importance de TARGET vis-à-vis du système financier de la zone euro, il a été décidé de doter la plate-forme unique des dispositifs à l'état de l'art en matière de robustesse et de continuité opérationnelle (*"business continuity"*). À cet effet, l'architecture technique de la SSP repose sur trois « régions », chacune comportant elle-même deux sites distincts permettant, en cas d'incident, un redémarrage quasi immédiat.

Enfin, compte tenu de l'ampleur des travaux à réaliser pour procéder à la migration de tous les pays européens concernés et pour limiter le risque opérationnel correspondant, la migration au nouveau système se fait en trois vagues successives espacées de trois mois. Après la migration le 19 novembre 2007 des pays de la première vague, celle des pays de la deuxième vague — dont fait partie la France — interviendra le 18 février 2008, les pays de la dernière vague devant migrer le 19 mai 2008.

## 2 | La liquidité intrajournalière en monnaie de banque centrale

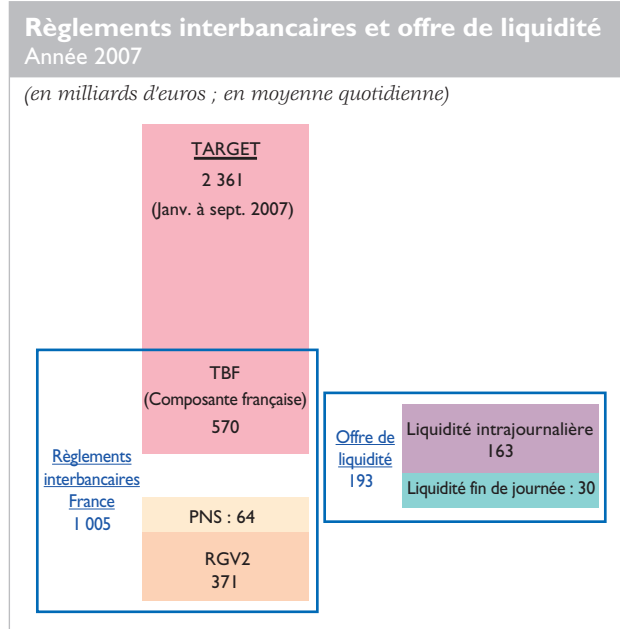
### 2 | I La demande et l'offre de liquidité

Le bon fonctionnement de TARGET, comme d'une manière générale de tous les systèmes de type RTGS qui reposent sur des comptes ouverts aux établissements financiers sur les livres des banques centrales, nécessite que les participants disposent à tout moment de la journée de la liquidité qui leur est nécessaire pour que les paiements qu'ils émettent soient réglés dans des délais normaux. La liquidité d'un participant au système est constituée du solde de son ou de ses comptes en début de journée, de la balance entre le montant des paiements reçus et émis et, enfin, des crédits intrajournaliers qu'il peut obtenir.

Parallèlement à la consolidation et à la globalisation des marchés financiers, l'accroissement de la valeur des paiements réalisés dans les systèmes de paiement et de règlement a été très important ces dernières années. Il en a résulté que **la demande de liquidité intrajournalière**, nécessaire pour exécuter ces règlements est importante, notamment par rapport à la demande de liquidité de fin de journée ou pour des horizons de temps plus longs. Le remplacement dans de nombreux pays – notamment en Europe –, pour les paiements de montant élevé et le règlement-livraison de titres, de la plupart des systèmes à règlement net par des systèmes à règlement brut plus consommateurs de liquidité<sup>1</sup> a également contribué de façon significative à l'augmentation de la demande de liquidité.

La demande de liquidité varie selon la période de la journée avec une concentration à certains moments, comme par exemple lorsqu'une infrastructure de marché importante demande à effectuer ses règlements par l'intermédiaire du système RTGS. C'est en particulier le cas du système CLS, pour lequel ont été établies des fenêtres de règlement impératives dans la journée, ou encore pour le règlement des appels de marge au profit des chambres de compensation d'instruments financiers.

En ce qui concerne **l'offre de liquidité intrajournalière**, elle provient pour l'essentiel<sup>2</sup> des crédits consentis par l'Eurosystème aux participants à TARGET. Ces crédits, sans taux d'intérêt ni facturation, sont toujours garantis par un apport de collatéral de bonne qualité. La seule limite de ces crédits intrajournaliers réside dans la valeur du stock de garanties (« collatéral ») dont les établissements disposent à un moment donné pour garantir leurs opérations avec la banque centrale, contrairement aux crédits qui sont mis en place par l'Eurosystème dans le cadre des appels d'offre, dont les montants sont limités. De par leurs caractéristiques et en raison de l'ampleur et de la diversité des garanties acceptées par l'Eurosystème, les crédits intrajournaliers constituent un puissant facteur de stabilité et ils contribuent fortement à la bonne exécution des règlements dans TARGET. Comme l'atteste le schéma ci-après du montant des règlements effectués en 2007 et de



l'offre de liquidité, le crédit intrajournalier accordé par la Banque de France à ses contreparties est important et il est en moyenne cinq fois supérieur au crédit de fin de journée ou pour des horizons de temps plus longs.

Compte tenu de l'importance de la liquidité pour la bonne exécution des paiements de montant élevé, les dispositifs de gestion de la liquidité dont a été doté TARGET2 ont fait l'objet d'une attention toute particulière avec l'objectif de mettre à la disposition des établissements participants les mécanismes les plus performants existant actuellement dans ce domaine.

## 2 | 2 La gestion de la liquidité dans TARGET2

Lors de la conception de TARGET2, les banques européennes ont insisté sur l'importance du choix de mécanismes de gestion de la liquidité efficaces et facilement utilisables, afin de limiter la quantité de liquidité nécessaire au règlement d'un certain montant de paiements ou optimiser l'usage de la liquidité disponible à un instant donné.

<sup>1</sup> Pour un même montant de paiements à régler, un système à règlement brut consomme une quantité de liquidité sensiblement plus importante qu'un système à règlement net fonctionnant selon un principe de compensation : on observe en effet que la compensation multilatérale réduit de façon très importante, jusqu'à 90 %, le montant des obligations des participants et par conséquent du montant total des paiements à effectuer. Toutefois, l'inconvénient des systèmes de compensation est le risque de règlement plus élevé qu'ils impliquent, en particulier parce que le caractère définitif du règlement n'est pas acquis immédiatement, mais tardivement dans la journée.

<sup>2</sup> En raison du faible développement en Europe du marché intrajournalier interbancaire des dépôts en banque centrale

Dans le cadre de l'organisation décentralisée qui caractérisait la première génération du système TARGET, les banques ayant une implantation ou des activités dans plusieurs pays européens devaient maintenir des relations de compte avec chacune des banques centrales des pays concernés. Le fait que TARGET2 repose sur une plate-forme technique commune, la SSP, permet désormais aux établissements ayant des implantations dans plusieurs pays européens de maintenir des relations de compte avec la (ou les) banque(s) centrale(s) de leur choix et de suivre leur trésorerie sur une base consolidée et en temps réel à partir d'un point unique. Ce ou ces comptes peuvent être utilisés pour régler les soldes en provenance de tous les systèmes dits « exogènes » (systèmes de paiement ou de règlement de titres) auxquels ils participent, quel que soit le pays dans lequel ces systèmes sont installés. Ce changement majeur par rapport à l'organisation antérieure, offre aux banques la possibilité de gérer leur activité ainsi que celle de leurs filiales ou succursales à partir d'un point unique leur permettant ainsi d'optimiser l'organisation de leurs *back-offices*, de centraliser la gestion de leur liquidité et, partant, d'en optimiser l'usage.

Par ailleurs, l'outil de pilotage mis à la disposition des participants à TARGET2, l'ICM (*Information and Control Module*), permet d'obtenir en temps réel et de façon interactive un grand nombre d'informations, notamment sur leur liquidité dans le système, le statut des paiements émis et reçus (réglés ou en file d'attente) et ils peuvent consulter à tout moment les files d'attente les concernant.

Pour les établissements qui font le choix de disposer de plusieurs comptes (que ce soit auprès d'une ou de plusieurs banques centrales), TARGET2 offre un service de "*liquidity pooling*" permettant de grouper ces comptes au sein d'un « compte virtuel ». Le règlement d'une opération sur l'un quelconque des comptes appartenant au groupe de comptes peut intervenir sur un compte présentant une liquidité négative, dès lors que le solde du compte virtuel (cumul des soldes des comptes individuels) le permet. Ce dispositif présente l'avantage pour un établissement d'assurer à tout moment la consolidation de la liquidité présente sur l'ensemble de ses comptes et d'en simplifier la gestion.

Par ailleurs, TARGET2 a été doté d'un ensemble d'algorithmes d'optimisation qui ont pour objectif d'améliorer les performances par rapport à celles d'un système de type RTGS fonctionnant purement en mode brut (opération par opération). Ils permettent aux banques participantes de réduire leur besoin de liquidité tout en améliorant la rapidité du processus de règlement. Ces mécanismes reposent sur les files d'attente dans lesquelles viennent se placer les ordres de paiement reçus chaque fois que les comptes sur lesquels ces paiements doivent être réglés ne disposent pas d'une liquidité suffisante. Les algorithmes d'optimisation sont activés soit lors de l'entrée d'une nouvelle opération (algorithmes dit "*d'offsetting*"), soit de façon continue ou à l'occasion du règlement de systèmes exogènes de paiement ou de titres (cf. encadré 1).

## ENCADRÉ I

**TARGET2 : gestion de la liquidité**

Dans un RTGS, la rapidité de règlement des opérations dépend d'une part de la liquidité disponible sur les comptes des participants concernés, d'autre part de l'efficacité des mécanismes d'imputation. À cet égard, l'organisation centralisée de la plate-forme technique TARGET2 permet aux établissements ayant des implantations dans plusieurs pays de rationaliser la gestion de leur compte. De plus, ce système intègre les outils de gestion et d'optimisation de liquidité les plus performants parmi les différents RTGS actuellement en fonction.

**Le pooling de la liquidité**

Le service de liquidity pooling permet le suivi de la trésorerie sur une base consolidée et en temps réel pour l'ensemble des comptes d'un établissement. Un établissement ayant des implantations dans plusieurs pays peut ainsi piloter sa liquidité à partir d'un point unique et gérer sa trésorerie de manière centralisée.

**Les priorités**

En fonction de leur criticité, les paiements à régler peuvent se voir affecter l'un des trois niveaux de priorité disponibles : très urgent, urgent et normal. Un paiement très urgent est prioritaire par rapport aux autres catégories de paiement, indépendamment de son heure d'entrée dans le système. Chaque niveau de priorité est assorti d'une possibilité de réservation de liquidité et fait l'objet d'une file d'attente spécifique.

**La réservation de la liquidité**

Les participants à TARGET2 disposent de la possibilité de réserver de la liquidité pour faciliter le règlement de certaines opérations, d'une part en affectant de la liquidité selon le niveau de priorité des opérations, d'autre part en transférant des fonds sur des sous-comptes dédiés afin de garantir le règlement de certains systèmes exogènes.

**Les files d'attente**

Chaque compte dispose de trois files d'attente, chacune d'entre elles correspondant à un niveau de priorité. Les files d'attente correspondant aux paiements très urgents et urgents sont traitées suivant le principe du FIFO, alors que la file d'attente des paiements normaux suit un principe dit de « FIFO by-passing » (aménagement du principe « premier entré/premier sorti – voir ci-après). Un paiement peut toutefois faire l'objet d'une imputation immédiate dès son entrée dans le système dans le cadre des mécanismes dits d'offsetting (voir ci-après).

**Limites bilatérales et multilatérales**

Afin d'éviter des phénomènes de rétention qui pourraient aboutir à bloquer le système dans le cas où chaque participant attendrait d'avoir reçu les paiements des autres avant d'émettre ses propres paiements, TARGET2 permet de définir des limites, bilatérales ou multilatérales, en émission. Ainsi la fixation, par le participant A, d'une limite bilatérale vis-à-vis du participant B a pour effet de n'autoriser l'exécution des paiements de A vers B que si le solde net bilatéral des échanges entre A et B est inférieur ou égal à cette limite. De même, la fixation par A d'une limite multilatérale a pour effet de n'autoriser l'exécution des paiements de A que si le solde net multilatéral des échanges entre A et l'ensemble de ses contreparties (hors celles pour lesquelles une limite bilatérale a été fixée) est inférieur ou égal à cette limite.

**Les mécanismes d'optimisation**

Les mécanismes d'optimisation mis en œuvre dans TARGET2 ont pour objet de réduire les besoins de liquidité des participants tout en améliorant la fluidité des échanges. Ces processus qui sont de deux types (processus d'offsetting et processus d'optimisation proprement dits) fonctionnent en parallèle.

.../...

Les algorithmes d'offsetting sont activés lors de l'entrée d'une nouvelle opération dans le système. Ils essaient d'imputer immédiatement cette opération, en combinaison avec d'autres opérations en attente. Ainsi la réception d'un virement émis par un participant A au bénéfice d'un participant B donnera lieu à la recherche, dans la file d'attente de B, d'opérations de sens inverse (i.e. de B vers A) qui, imputées simultanément avec ce virement, permettront de réduire les besoins de liquidité de A et B.

Les algorithmes d'optimisation sont au nombre de cinq. Les trois premiers sont appliqués aux paiements placés en file d'attente (priorité normale) et sont activés en continu pendant toute la journée. Les deux derniers correspondent à des modalités d'imputation particulières pour les systèmes exogènes.

### 3 | TARGET2 et l'intégration financière européenne

TARGET2 représente une contribution déterminante de l'Eurosystème à l'intégration financière européenne. Première infrastructure de marché complètement intégrée et harmonisée à l'échelon européen, TARGET2 a fait disparaître la fragmentation qui existait dans le domaine de la gestion de la liquidité en monnaie de banque centrale et de l'exécution des paiements de montant élevé. De par ses caractéristiques propres, le nouveau système a permis et suscité de profonds changements dans l'organisation des établissements de crédit ayant une activité dans plusieurs pays européens qui sont désormais en mesure de rationaliser l'organisation de leurs *back-offices* et de consolider la gestion de leur liquidité en euro. TARGET2 est largement ouvert aux établissements de crédit, comme aux systèmes exogènes. Il s'est rapidement imposé comme la référence en matière de jours de fonctionnement (le calendrier TARGET détermine celui de la plupart des marchés organisés européens) ou de plages d'ouverture dans la journée. Cela fait apparaître d'autant plus pressantes les réformes qu'il reste à accomplir dans les autres composantes de l'Europe financière. En particulier, dans le domaine de la gestion des titres et des garanties, ce que l'on appelle le post-marché, qui présente des liens structurels étroits et de fortes complémentarités avec TARGET2, des progrès importants restent à réaliser afin d'apporter des réponses au manque d'harmonisation et à la fragmentation existant actuellement.

Depuis quelques années des progrès considérables ont été accomplis au niveau national pour la modernisation et l'intégration des systèmes de règlement de titres. Ainsi, dans la plupart des pays européens il n'existe plus qu'une plate-forme pour le traitement de toutes les catégories de titres. Néanmoins, il subsiste à l'échelon européen une importante fragmentation et

un manque d'harmonisation des pratiques de marché et des règles de fonctionnement des systèmes de règlement des opérations sur titres. Cette situation a pour effet de rendre les opérations sur titres transfrontalières beaucoup plus coûteuses que les opérations domestiques. Un petit nombre d'opérations de fusion transfrontalières entre dépositaires centraux de titres (CSD, *Central Securities Depositories*) sont intervenues, en particulier la fusion au sein du groupe Euroclear des CSD français, belges, néerlandais et anglais. Ces opérations ouvrent des opportunités de rationalisation et d'harmonisation des procédures et des pratiques dans le cadre de la création de plates-formes communes (comme dans le cas du système ESES, *Euroclear Settlement of Euronext zone Securities* d'Euroclear). Mais ces progrès, qui ne concernent que quelques pays européens, sont encore insuffisants au regard de l'objectif à atteindre : une intégration aussi poussée que possible de la gestion des titres qui soit le pendant de l'intégration, désormais achevée par l'intermédiaire de TARGET2, de la gestion de la liquidité et des paiements de montant élevé.

Dans ce contexte, l'Eurosystème a proposé d'intégrer les infrastructures de post-marché européennes au sein de T2S (*TARGET2-Securities*). La décision de lancer ou non la réalisation de T2S sera prise par le Conseil des gouverneurs de la BCE à l'été 2008 à l'issue des discussions très approfondies en cours avec l'ensemble des parties intéressées sur les conditions de réalisation et les caractéristiques de ce système. Il sera constitué d'une plate-forme technique qui sera utilisée par les CSD pour le règlement de l'ensemble des titres en euro en monnaie de banque centrale. La conservation des titres continuera à être gérée directement par les CSD qui ne confieront à la plate-forme commune que le seul règlement des opérations sur titres.

Le modèle de règlement-livraison de titres sera de type « intégré », les comptes titres et les comptes espèces étant gérés par la même application dans T2S. Des

## ENCADRÉ 2

**TARGET2 : tarification des opérations**

Une tarification harmonisée a été adoptée par l'Eurosystème pour TARGET2. Elle est composée des éléments suivants :

**Tarification des services de base**

Les participants ont le choix entre deux options, la première conçue à l'intention des établissements à faible volume d'échange (option A à tarif unique), la seconde à l'intention des grands établissements (option B avec tarifs dégressifs).

Option A			€
Redevance mensuelle			100
Prix par transaction			0,80
Option B			€
Redevance mensuelle			1 250
Tranche	Volume		Prix
	De	À	
1	1	10 000	0,60
2	10 001	25 000	0,50
3	25 001	50 000	0,40
4	50 001	100 000	0,20
5	Au-dessus de	100 000	0,125

**Tarification des systèmes exogènes**

Elle est composée de trois éléments :

- une tarification fixe annuelle de 1 000 euros identique pour tous les systèmes exogènes ;
- une seconde tarification annuelle fixe allant de 5 000 à 50 000 euros en fonction de la valeur brute sous-jacente des opérations réglées dans le système exogène concerné ;
- une tarification à l'opération avec deux options (même principe que pour les établissements de crédit mais avec des tarifs différents).

**Tarification des types d'accès**

Type de participation	Frais fixes mensuels par compte/BIC
Participation directe	100 ou 1 250 euros (selon l'option choisie)
Multi-addressee access	80 euros par BIC addressee en supplément du BIC du compte du participant direct
Comptes PM non publiés	30 euros par BIC non publié dans le TARGET2 Directory s'ajoutant aux frais mensuels liés à la participation directe

De surcroît, l'Eurosystème prélèvera en une fois auprès des participants directs 20 euros pour l'enregistrement d'un participant indirect et 5 euros pour l'enregistrement d'un BIC adressable.

**Tarification de la fonctionnalité "Liquidity pooling"**

Deux variantes de cette fonctionnalité sont proposées :

- l'information consolidée (information en temps réel sur le niveau de liquidité de l'ensemble des entités d'un groupe de comptes) : 1 200 euros par an et par compte ;
- le compte virtuel (règlement d'un ordre de paiement sur la base du solde consolidé du groupe de comptes) : 2 400 euros par an et par compte.

transferts de liquidité seront effectués plusieurs fois par jour, notamment en début et en fin de journée, entre les comptes espèces de TARGET2 et ceux de T2S de façon à apporter à ce dernier système la liquidité nécessaire au règlement des titres. Au plan technique, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé en mars 2007 que T2S sera développé et géré au sein de l'Eurosystème sur la plate-forme TARGET2, afin de tirer pleinement partie des synergies. Une telle solution permettrait de réaliser des économies de coût importantes tout en bénéficiant du dispositif très élaboré mis en place dans le cadre de TARGET2 pour assurer la robustesse et la continuité opérationnelle du système.

La consolidation de ces opérations au sein d'une plate-forme commune présente un grand nombre d'avantages vis-à-vis de l'intégration financière européenne. Tout d'abord le recours à une même plate-forme de règlement devrait, comme cela a été constaté avec TARGET2, permettre d'abaisser

considérablement le coût des opérations. De plus, l'ensemble des titres se trouvant sur la plate-forme, quel que soit le pays dans lequel ils ont été émis à l'origine, il n'y aura plus de différence entre le coût des opérations transfrontalières et celui des opérations domestiques. Enfin, T2S devrait fortement inciter à l'harmonisation des pratiques de marché dans ce domaine.

Par ailleurs, l'Eurosystème a décidé en mars 2007 de revoir ses procédures de gestion des garanties qui lui sont remises en contrepartie de ses opérations de crédit au titre de la politique monétaire ou de la fourniture de liquidité intrajournalière. Ce projet dénommé CCBM2 (*Collateral Central Bank Management*) devrait permettre d'accroître de façon importante l'efficacité de ces procédures et de les harmoniser. La mise en place de ce nouveau dispositif sera facilitée par T2S qui simplifiera notamment l'utilisation transfrontalière des titres.

*TARGET2, dont la conception a bénéficié des progrès qui sont intervenus ces dernières années dans le domaine du règlement des ordres de paiement de montant élevé, constitue à n'en pas douter un puissant facteur d'intégration du domaine bancaire et financier européen. Le haut niveau d'harmonisation retenu, la centralisation de l'organisation technique et l'existence d'un « moteur de règlement » unique et très performant, constituent autant d'éléments de nature à favoriser une réorganisation en profondeur de la gestion par les banques de leur trésorerie en monnaie de banque centrale, évolution qui est déjà largement amorcée. Il apporte une contribution majeure à l'intégration des marchés financiers européens en mettant à la disposition de ses utilisateurs une infrastructure de paiements couvrant l'ensemble de la zone euro.*

*Tirant parti de l'expérience acquise dans le développement et la gestion de TARGET2, l'Eurosystème travaille à la mise en œuvre de nouvelles solutions intégrées dans le domaine des systèmes de règlement de titres (T2S) et celui de la gestion des garanties (CCBM2). TARGET2 apparaît ainsi comme un élément déclencheur mais aussi comme un facilitateur des initiatives prises par l'Eurosystème pour favoriser l'intégration de l'Europe financière. Les synergies et les interdépendances entre ces trois projets sont évidentes. Une fois mis en œuvre, ils permettront aux participants de marché de disposer d'un large ensemble de services intégrés et harmonisés couvrant les paiements de montant élevé, les règlements de titres, ainsi que la gestion de la liquidité et du collatéral.*