

LA MISE EN PLACE DE TARGET2 : UN ÉLÉMENT DE LA NOUVELLE ARCHITECTURE FINANCIÈRE DE L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

JEAN-MARC FIGUET *

A partir de 2007, l'organisation des paiements de gros montants en euros connaît une évolution sensible. TARGET2 (ou T2) succède progressivement à TARGET¹. L'économie européenne se dote d'une infrastructure qui va modifier l'architecture financière (Lucas, 2008). Cette évolution sera poursuivie dans le cadre du SEPA (Single Euro Payments Area) par la construction d'un véritable marché unique de paiements à l'horizon 2010. À plus longue échéance, elle devrait être achevée par la consolidation des systèmes de règlement-livraison et des dépositaires centraux de titres ouvrant ainsi la voie à une meilleure intégration des marchés financiers en Europe ; intégration que l'OCDE (2007) juge nécessaire pour améliorer le fonctionnement de la zone. Le rapport Giovannini (2003) indique que la fragmentation des systèmes, les spécificités juridiques et fiscales ou encore le coût des opérations transfrontières sont autant de barrières à l'intégration des marchés financiers. Selon Schulze et Baur (2006), l'intégration du post-marché contribue à l'efficacité économique en supprimant les surcapacités. Ainsi, une réduction du coût de 7 % à 18 % de ces infrastructures engendre un gain moyen de PIB entre 0,2 % et 0,6 % de PIB pendant dix ans. La qualité des infrastructures post-marché est donc une condition indispensable au bon fonctionnement de la zone euro.

329

* LARE-efi, université Montesquieu-Bordeaux IV.

TARGET a contribué à l'atteinte des objectifs fixés par l'Euro-système : bonne implémentation de la politique monétaire, création d'un marché monétaire unique, évitant ainsi la formation de poches de liquidités, et exécution efficace et sûre des paiements de gros montants en temps réel, ce qui a permis de contenir le risque systémique et de stimuler les opérations transfrontières. Entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2006, la valeur quotidienne des transactions TARGET est passée de 950 Md€ à 2 152 Md€². Ce réseau est la colonne vertébrale des paiements de la zone euro. Sa disponibilité est proche de 100 %. Près de 10 000 établissements de crédit en sont des participants directs ou indirects. Plus de 100 systèmes exogènes s'y déversent.

TARGET n'est cependant pas exempt de reproches. Chaque pays dispose de son propre système à règlement brut (RTGS) dont les caractéristiques peuvent être spécifiques. Chaque système est alors interconnecté aux autres réseaux par la composante *interlinking*. Cette harmonisation minimale a été dictée par des contraintes temporelles et par le besoin de disposer d'un mécanisme des paiements opérationnel le premier jour de l'Union monétaire. TARGET ne concerne finalement que les paiements transfrontaliers, soit environ un tiers du total des paiements, alors que le traitement des paiements nationaux est du ressort national. Une telle construction induit des frais élevés. Chaque banque centrale doit entretenir un RTGS quel que soit le volume des transactions de gros montants des participants. Les investissements sont donc inutilement dupliqués. Une interrogation porte sur la rationalité économique des raccordements. Chaque pays doit-il connecter son RTGS à l'ensemble des autres ? Les flux de paiement entre deux pays de l'Union européenne peuvent être insuffisants pour justifier cette connexion. Et la théorie des réseaux indique qu'interconnecter indéfiniment des systèmes dont les standards sont spécifiques crée alors un risque opérationnel pouvant dégénérer en risque systémique. Or, cette possibilité existe du fait de l'élargissement de l'Union européenne.

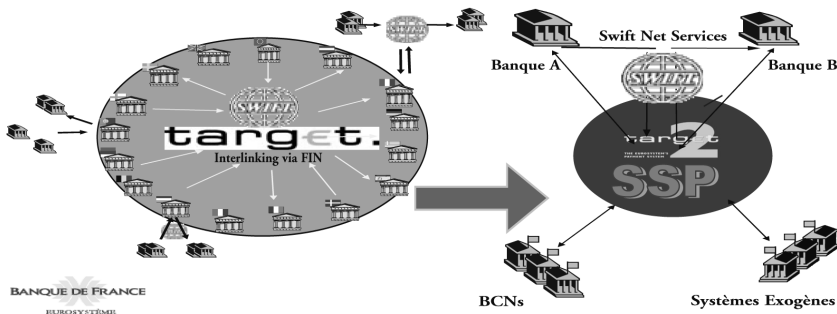
T2 n'est pas une simple évolution de TARGET. L'harmonisation minimale actuelle cède sa place à une harmonisation maximale en termes de services et de prix. McAndrews (1997) souligne que l'interopérabilité, la compatibilité et la standardisation sont des conditions nécessaires au développement d'un réseau. L'objectif est ici d'harmoniser et d'optimiser les conditions de trafic des paiements de l'Union européenne. Dans cet article, nous analysons les caractéristiques de T2. Puis, nous en évaluons les conséquences sur les banques commerciales européennes.

LES PRINCIPES DE FONCTIONNEMENT DE TARGET2

T2 est un RTGS reposant sur une plate-forme unique (*single shared platform - SSP*) développée par les banques centrales d'Allemagne, de France et d'Italie et fonctionnant en continu. Les pays membres de l'Union européenne vont progressivement migrer vers T2 entre 2007 et 2008 (BCE, 2006). Depuis le 19 novembre 2007, 259 banques d'Allemagne, d'Autriche, de Chypre, de Lettonie, de Lituanie, du Luxembourg et de Slovénie utilisent directement T2³. Le trafic n'a pas été perturbé par cette migration. Pour le système bancaire français, le passage a eu lieu le 18 février 2008. On passe d'une structure décentralisée à une structure centralisée (cf. figure 1). Par conséquent, les disjonctions tarifaires, techniques ou fonctionnelles ne se posent plus, puisque tous les participants ont accès aux mêmes services.

Figure 1

De TARGET à TARGET2 de l'interlinking à la SSP



Source : Lucas, 2008.

Dans TARGET, l'essentiel des fonctions est logé dans les systèmes nationaux, c'est-à-dire à la périphérie, ce qui ouvre la voie à des particularismes nationaux, notamment en termes de services et de tarification, et à l'impossibilité d'interconnecter sans risques des standards spécifiques. Dans T2, l'essentiel des fonctions est logé au centre, ce qui garantit une harmonisation maximale. Selon Bolt et Humphrey (2005), la centralisation de l'infrastructure des paiements est justifiée car un tel système est un monopole naturel. La fonction de coût des services de paiement étant sous-additive, il est moins coûteux d'avoir une production unique que des productions séparées. Dès lors que la taille critique est atteinte (volume des transactions), des économies d'échelle se manifestent. Dans TARGET, le coût unitaire de production le plus faible est d'environ 1,15 euro par transaction, alors qu'il est de l'ordre de 0,20 euro par transaction

dans CHIPS (Clearing House Interbank Payments System) et Fedwire. TARGET ne permet pas de capter l'intégralité des économies d'échelle. Dans T2, les paiements domestiques et transfrontières ne sont plus distingués, d'où la disparition d'une tarification spécifique à chaque type de paiement. De Sèze (2005) indique que la tarification harmonisée converge vers les tarifs actuels les plus bas. Outre une politique unique de prix, plus avantageuse que par le passé, la centralisation garantit également une gestion harmonisée des risques.

Les systèmes interbancaires de paiement sont des réseaux où se manifestent des externalités de demandes directes et indirectes. Ces réseaux sont un facteur de diffusion de la monnaie, de son internationalisation et un vecteur de promotion des marchés financiers. Le revers est l'exposition à des risques de règlement et à des risques opérationnels qui peuvent dégénérer en risques systémiques. L'occurrence de risques de règlement diffère suivant que les créances sont réglées par compensation ou au fil de l'eau. Martin (2005) identifie deux cas polaires qui résument l'arbitrage liquide/risques de ces réseaux. D'une part, le système à règlement net pur est totalement liquide du fait de l'absence de contraintes sur les découverts intrajournaliers, mais est vulnérable aux risques de règlement lors de la compensation. D'autre part, le système à règlement brut est sûr, car les créances sont réglées instantanément, mais est peu liquide spontanément, d'où un risque de blocage des transactions induisant la nécessité d'offrir aux participants des degrés de liberté. Comme tout RTGS, T2 est « impur » au sens où il n'est pas nécessaire pour les débiteurs de disposer de la provision en monnaie centrale pour régler leurs opérations. Plusieurs dispositions sont ainsi prévues pour relâcher la contrainte de liquidité intrajournalière.

En raison de l'imparfaite synchronisation des flux entrants et des flux sortants, les participants directs doivent pouvoir accéder à de la liquidité en cours de journée, afin d'éviter une rupture dans la chaîne des paiements. Comme dans TARGET, l'attribution de liquidités intrajournalière dans T2 par une banque centrale à une banque commerciale est réalisable contre une mise en garantie de titres. Cette solution diffère de l'option choisie par la Federal Reserve qui facture les découverts intrajournaliers à un taux d'intérêt plus faible que le taux *overnight*⁴.

Les paiements effectués dans T2 peuvent avoir trois statuts : très urgent, urgent ou normal. Chaque type de paiement peut faire l'objet d'une réservation de liquidités et dispose d'une file d'attente spécifique. Chaque participant peut modifier le statut des paiements initialement urgents ou normaux. Pour ces derniers, la

détermination de limites en émission est possible afin de fluidifier le trafic des paiements. Deux types de limites peuvent être fixés : une limite bilatérale entre deux participants directs et une limite multilatérale entre un participant direct et un groupe de participants directs.

L'attribution de prêts collatéralisés, l'existence de files d'attente ou encore la fixation de limites sont des instruments classiques de gestion de la liquidité dans un RTGS. T2 offre la possibilité aux participants directs, dont les implantations sont multiples dans la zone euro, d'avoir une gestion consolidée des comptes ouverts sur les livres des différentes banques centrales nationales (BCN). T2 autorise la mutualisation de la liquidité intrajournalière (*liquidity pooling*). Ainsi, un participant, qui dispose de plusieurs comptes ouverts sur les livres des BCN de la zone euro⁵, peut effectuer des paiements tant que le solde consolidé (virtuel) de ces comptes est positif, et ce, même si le compte sur lequel le paiement est réalisé est débiteur. Cette mutualisation de la liquidité est une organisation familière pour le réseau mutualiste. Mais c'est une innovation par rapport au fonctionnement de TARGET, où il y a une séparation entre les différents comptes d'un même groupe bancaire suivant la place où ils sont ouverts. Cette possibilité de consolidation a un impact positif sur le besoin de liquidités de chaque participant et donc sur les titres à immobiliser. En outre, chaque participant aura le choix de son compte de règlement, ce qui signifie que les lieux de transaction et de règlement ne sont pas nécessairement identiques.

Depuis quelques années, la gestion du risque opérationnel est devenue une priorité de la communauté bancaire⁶. Comme tout réseau, les systèmes interbancaires sont exposés à ce type de risque. Un choc peut rapidement désorganiser le fonctionnement des marchés financiers, voire la stabilité financière. En présence d'une rupture, la distribution de liquidité des participants excédentaires vers les participants déficitaires ne peut se produire, ce qui constitue un équilibre sous-optimal. Pour résister aux chocs, des plans de secours doivent être planifiés de manière à assurer la continuité des transactions financières dans les meilleures conditions possibles. C'est ainsi que T2 fonctionnera en simultané sur deux régions, l'Allemagne et l'Italie, avec une rotation périodique en cours de journée (cf. annexe). Dans chaque région, deux sites fonctionnent : le principal et le subsidiaire, afin de parer à toute éventualité. Comme l'indique Finocchiaro (2007), l'organisation de T2 doit permettre de « garantir un service continu en cas de dysfonctionnements ou de désastres affectant le site d'une région et/ou une région entière ».

T2 offre également un système d'aide à la décision (Customer Related Services System) pour améliorer la vision des banques centrales participantes sur l'état du système (Bonnier, 2008).

Au-delà des innovations techniques et tarifaires, T2 constitue la colonne vertébrale de l'Union européenne en matière de paiement puisque en 2012, l'ensemble des systèmes exogènes de la zone se déverse directement dans T2. C'est un « système de systèmes » (Fabritius, 2007) permettant le règlement en monnaie centrale. La stabilité financière s'en trouve améliorée. TARGET a permis l'intégration. T2 permet l'harmonisation et marque l'approfondissement dans la zone euro du marché monétaire et de l'ensemble des paiements de gros montants. Cette innovation phénoménale n'est pas sans conséquence sur les conditions de fonctionnement des banques commerciales.

LES CONSÉQUENCES DE TARGET2

Pour les banques commerciales, l'adhésion à un même système interbancaire de paiement, structuré par un agent de règlement gérant une forme supérieure de liquidité, est une manifestation essentielle de l'interconvertibilité des engagements émis. Pour un établissement donné, cette appartenance élargit la sphère de ses passifs, accroît la substitua-bilité entre les différentes monnaies de second rang et donc stimule les transactions financières. De façon générale, l'émission et la gestion de moyens de paiement représentent une source importante de profits ainsi qu'une source d'informations sur la solvabilité des utilisateurs.

Les conséquences internes de la mise en place de T2 sur les banques commerciales se manifestent à deux niveaux au moins : la trésorerie et l'environnement technique et organisationnel.

Avec TARGET, un groupe bancaire transfrontière est obligé d'avoir des participations directes ou indirectes à tous les RTGS nationaux des pays dans lesquels il est implanté. Ces participations multiples occasionnent une duplication des frais d'entrée qui sont propres à chaque réseau. En outre, ces adhésions obligent le groupe à maîtriser les règles de fonctionnement de chaque RTGS. Comme ces règles peuvent être spécifiques, le niveau de services de chaque BCN l'est également. De façon concomitante, une gestion de trésorerie et de titres doit être mise en place pour répondre aux besoins de chaque implantation.

Avec T2, la situation change radicalement. Un groupe bancaire n'a plus besoin que d'un raccordement direct ou indirect à la SSP pour couvrir l'ensemble de ses opérations dans l'Union européenne. Cette adhésion unique réduit le montant des droits d'entrée. Les tarifs sont harmonisés et en baisse, tout comme les services offerts par les BCN à chaque communauté bancaire⁷. T2 permet aux banques commerciales

de capter des économies d'échelle. En effet, l'amortissement des infrastructures sera plus rapide car elles seront moins nombreuses et elles traiteront un trafic de paiement de gros montants plus dense. Le rendement des investissements devrait donc augmenter.

La rationalisation de l'organisation des paiements de gros montants s'accompagne d'une rationalisation financière avec la possibilité de *cash pooling*. Premièrement, le compte virtuel offre la possibilité aux banques de centraliser la gestion de la liquidité et de rationaliser l'immobilisation des collatéraux. Le gestionnaire du groupe de compte peut donc utiliser toutes les possibilités offertes par les différents comptes détenus au sein de la zone euro. Les paiements d'un groupe bancaire sont placés sur une seule file d'attente. La mutualisation de la liquidité et des titres conduit à une optimisation de leur utilisation en *intraday*. L'intérêt financier est d'autant plus évident, si T2 devient le système de déversement de tous les systèmes exogènes de la zone. Ce déversement en un point unique permet aux banques commerciales d'améliorer la qualité de la prévision des positions intrajournalières de liquidité et de titres. Le fonctionnement du compte virtuel n'a lieu qu'en *intraday*, puisque la contrainte *overnight* de la politique monétaire persiste. Deuxièmement, l'accès en temps réel à une information consolidée permet au gestionnaire de transférer de la liquidité entre les diverses branches de son groupe à l'intérieur ou à l'extérieur de la zone euro.

335

Compte tenu des nouvelles possibilités offertes, peut-on en déduire que T2 sera le seul système de paiement de gros montants de la zone euro ? Lorsqu'on regarde le paysage des flux de gros montants, on constate que le seul autre réseau paneuropéen est Euro1. Ce système à règlement net dont l'opérateur est l'Association bancaire pour l'euro (ABE) sera plus un complément qu'un concurrent de T2 : d'abord, car la moyenne quotidienne des paiements est dix fois plus faible dans le premier que dans le second ; ensuite, car Euro1 compte un nombre restreint de participants directs (environ 70) et indirects (environ 60) ; enfin, car la nature des paiements transitant par Euro1 est différente de celle transitant par T2. La majeure partie du trafic dans Euro1 est constituée par des virements commerciaux, alors que ce sont des virements de trésorerie qui s'échangeront dans T2. On aboutit alors à une organisation des paiements de gros montants similaire à celle des États-Unis où deux réseaux coexistent, CHIPS et Fedwire. La seule différence est que dans le premier cas, la répartition des opérations est *de facto*, alors que dans le second, elle est *de jure*.

Le passage de TARGET à T2 va certainement avoir des conséquences sur l'organisation des banques⁸.

L'organisation du refinancement peut être modifiée. Avec TARGET, chaque entité d'un groupe bancaire organise son refinancement. Avec T2 et le *cash pooling*, un seul *desk de funding* est envisageable. Le trésorier a alors la possibilité de compenser les excès et les déficits de trésorerie des entités situées dans la zone de couverture, puis d'aller sur le marché monétaire pour placer ou emprunter le solde consolidé. Cette organisation est typique des réseaux mutualistes ou coopératifs à l'échelle nationale : les caisses régionales informent la caisse centrale de leurs positions de liquidité qui les compensent, puis les couvrent. Les fonctionnalités de T2 permettent de ne plus distinguer le périmètre national du périmètre européen. On est donc dans une phase d'approfondissement et d'optimisation des conditions d'activité des banques.

Une réorganisation des *back offices* est également possible. Aujourd'hui, la plupart des banques ont des *back offices* structurés autour de la nature du paiement. C'est ainsi que l'on trouve des *back offices* spécialisés pour les paiements nationaux de petits montants, pour les paiements nationaux de gros montants et pour les paiements internationaux (essentiellement des transferts de montants élevés). Cette spécialisation se conçoit en raison du cloisonnement des circuits d'échange, de l'étanchéité entre la notion de paiements domestiques et de paiements internationaux. L'introduction de T2, et à terme du SEPA, modifie cette répartition, puisque la distinction entre les paiements nationaux et les paiements internationaux disparaît à l'intérieur de la zone euro. Les transferts intramembres et intermembres de la zone n'ont plus de signification. La notion d'international est donc totalement refondue. Dans la zone euro, le paiement devient un produit qui se distingue par le niveau de services qui lui est attaché (petit/gros montant, très urgent/urgent/normal). On peut penser que la réorganisation des *back offices* peut se faire autour de la destination du paiement (intérieur/extérieur de la zone).

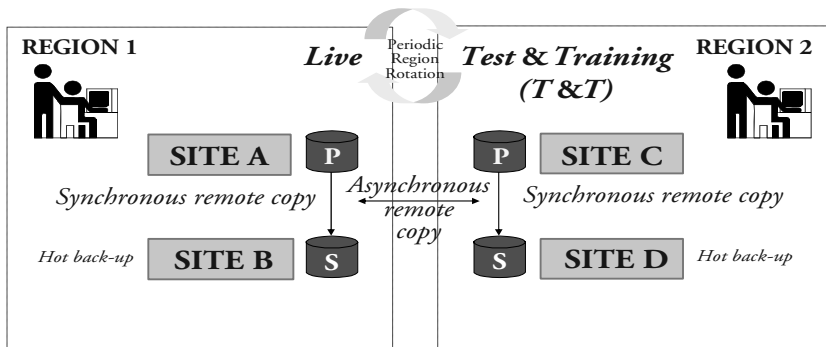
La chaîne de traitement des paiements est sensiblement modifiée par l'introduction de T2. C'est l'occasion pour les banques commerciales de mettre en place un nouveau modèle économique avec la rénovation des fonctions de trésorerie et de pilotage des flux. À moyen terme, l'existence de T2 va sans doute conduire les établissements à s'interroger sur leurs implantations dans la zone euro.

L'intégration des marchés financiers de l'Union européenne est nécessaire à l'achèvement du marché intérieur. La suppression des barrières nationales implique une meilleure allocation du capital, une meilleure répartition des risques, une productivité accrue du capital

et des taux d'accumulation plus élevés qui devraient stimuler la croissance. T2 est un élément important de cette nouvelle architecture financière de l'économie européenne car il permet de rationaliser, de standardiser, de fluidifier et de sécuriser les paiements de gros montants. Mais ce n'est pas le seul. L'intégration du secteur du post-marché, à savoir les systèmes de règlement-livraison de titres et les dépositaires centraux de titres, est également nécessaire. Au vu de la situation actuelle, cette intégration prendra du temps (BCE, 2005).

ANNEXE

L'organisation de TARGET2



337

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Source : Lucas, 2008.

NOTES

1. Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.
2. En termes de flux, TARGET est le premier système de paiement mondial devant le système américain Fedwire et le quasi-système de règlement des opérations de change Clearing Linking System (CLS) basé à Londres.
3. À ces 259 participants directs s'ajoutent 2 925 participants indirects et 7 systèmes exogènes.
4. Pour Mills (2006), le critère de choix est le coût d'opportunité de la solution. La Banque centrale européenne a choisi la collatéralisation, car elle ne dispose pas du même pouvoir de surveillance sur les participants directs que la Federal Reserve. L'avantage de la sécurisation est d'éradiquer l'aléa moral auquel est exposée la banque centrale. Cette solution évite aussi à la banque centrale d'avoir à donner un avis sur la qualité de la banque commerciale à laquelle elle accorde de la liquidité. Dans le cas où la liquidité est facturée, la banque centrale peut imposer une prime de risque et donc indiquer au marché ses préférences.

5. Cette possibilité ne s'applique pas aux pays *out* tels que le Danemark et l'Angleterre.
6. La gestion du risque opérationnel ne concerne pas uniquement ces organisations. Les Accords de Bâle II considèrent que ce risque doit faire l'objet d'une charge en capital, tout comme les risques de contrepartie et de marché
7. Les BCN offrent, certes, le même service à tous les participants directs, mais ont également la possibilité d'offrir des services complémentaires.
8. Ce passage s'accompagne également d'un nouvel environnement technique développé par SWIFT.

BIBLIOGRAPHIE

- BCE (2005), *Financial Stability Review*, Francfort, décembre.
- BCE (2006a), *Vers un espace unique de paiement en euro*, Francfort.
- BCE (2006b), « Évolution des systèmes de paiement de montant élevé dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, n° 08-2006, pp. 73-81.
- BCE (2007a), *Payment and Securities Settlement Systems in the European Union*, Blue Book, Euro Area Countries, Francfort, 4^{ème} édition, vol. 1.
- BCE (2007b), *Financial Integration in Europe*, Francfort.
- BOLT W. et HUMPHREY D. (2005), « Public Good Issues in TARGET : Natural Monopoly, Scales Economies, Network Effects and Cost Allocation », *ECB Working Paper Series*, n° 505, juillet.
- BONNIER V. (2008), « TARGET2 : le rôle du système d'aide à la décision pour compléter les fonctions de règlement », *Bulletin de la Banque de France*, n° 169, janvier, pp. 31-36.
- DE SÈZE N. (2005), « TARGET2 : du concept à la réalité », *Bulletin de la Banque de France*, n° 144, décembre, pp. 45-52.
- FABRITTI H. G. (2007), « Introduction, Review of the First Day Operation of TARGET2 », conférence de presse sur le lancement de TARGET2, Francfort.
- FINOCCHIARO A. (2007), « Overview on TARGET2 Operations », conférence de presse sur le lancement de TARGET2, Francfort.
- GIOVANNI GROUP (2003), *Second Report on Clearing and Settlement Arrangements*, Bruxelles, avril.
- LUCAS Y. (2008), « TARGET2 et l'intégration financière européenne », *Bulletin de la Banque de France*, n° 169, décembre, pp. 23-27.
- MARTIN A. (2004), « Optimal Pricing of Intraday Liquidity », *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, n° 3, pp. 401-424.
- MARTIN A. (2005), « Recent Evolution of Large-Value Payment Systems : Balancing Liquidity and Risk », *FRB of Kansas City Economic Review*, 1^{er} trimestre, pp. 33-57.
- MCANDREWS J. (1997), « Network Issues and Payment System », *FRB of Philadelphia Business Review*, novembre-décembre, pp. 15-24.
- MELTZER A. (2004), *A History of the Federal Reserve*, Volume 1 : 1913-1951, Chicago : University of Chicago Press.
- MILLS D. (2006), « Alternative Central Bank Credit Policies for Liquidity Provision in a Model of Payments », *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, n° 7, pp. 1593-1611.
- OCDE (2007), *Étude économique de la zone euro*, Paris, janvier.
- SCHULZE N. et BAUR D. (2006), *Economic Impact on Clearing and Settlement*, Annexe II, Commission européenne DG JRC.