

L'introduction de l'euro sur le marché du *repo*

Le *repo* devrait connaître un essor important dans le cadre du marché euro. Des transformations sont à attendre sur un marché du collatéral fonctionnant à très grande échelle. Des garde-fous réglementaires devront être mis en place, de même qu'un cadre fiscal commun et des systèmes de règlement-livraison solides.

Jean-Daniel Cohen
Président-directeur général
Mathieu Aguerre
Sous-directeur

Louis Dreyfus

■ Dans cet article, nous utiliserons alternativement le terme *repo* et pension pour qualifier l'opération économique de cession temporaire de titres contre espèces. En effet cette technique peut être utilisée sous différents cadres juridiques, qui varient selon les pays : pension livrée ou prêt de titre contre espèces en France, *buy & sell back*, *sell-repurchase agreement* (*repo*) dans les pays anglo-saxons, il s'agit de fait des mêmes opérations.

Le *repo* est un instrument qui tend peu à peu à devenir, sur les marchés, le mode usuel de cession temporaire de titres contre liquidités. Face à la titrisation croissante des économies développées, il est devenu l'un des moyens les plus utilisés d'accès à la liquidité (titres ou espèces) pour les intermédiaires du secteur financier. Précurseur des *credit derivatives*, il permet souvent de substituer au risque de crédit d'un emprunteur, celui d'un émetteur de meilleure qualité. Il permet également aux intermédiaires sur les marchés financiers de remplir leurs obligations de livraison, en couvrant leurs positions vendeuses, ou de financer leurs stocks. L'ensemble des marchés nationaux européens de *repo* totalise des volumes considérables. Ils atteindraient, selon l'ISMA, 25 000 milliards de dollars en 1996. Vus sous un autre angle, ils représentent à 20 à 30 % de l'activité de Cedel ou Euroclear. Le *repo* joue ainsi un rôle charnière entre les différents compartiments des marchés monétaires et finan-

ciers. Il permet leur développement en améliorant leur liquidité ainsi qu'en ouvrant leur accès au plus grand nombre.

Des inégalités dans le développement financier d'un pays à l'autre

L'introduction de la monnaie unique, en révélant les inégalités de développement financier d'un pays à l'autre, constitue un levier puissant en vue de l'harmonisation du marché au niveau de la zone euro. La multiplication des opérations transfrontalières au sein de cette zone affectera notamment les opérations de *repo*, car nous sommes encore très loin d'un cadre juridique et fiscal unique. Cependant, l'importance de cette technique présente dans l'ensemble des compartiments du marché (du refinancement banque centrale aux Opcvm monétaires en passant par les banques ou les entreprises d'investissement), permet de tablez rapidement sur la mise en pratique d'accords cadres adaptés aux participants à la monnaie unique, et même au-delà.

Nous verrons dans une première partie les raisons économiques qui justifient un essor important du *repo* dans le cadre de l'euro. Nous soulignerons en même temps les problèmes qui résulteront des transformations à attendre d'un marché du collatéral fonctionnant demain sur une très grande échelle.

Dans une deuxième partie, nous verrons que le développement du *repo* dans la zone euro ne pourra être assuré sans la garantie de garde-fous réglementaires communs à tous, une certaine évolution de la fiscalité et des systèmes de règlement-livraison solides et efficaces.

Les contours du nouveau marché euro du *repo*

La faculté que la pension offre d'emprunter un collatéral pour le vendre ou de le prêter pour financer une position acheteuse, rend plus liquide le marché de ce collatéral. En augmentant temporairement le montant du «flottant» d'une émission et donc sa liquidité, elle permet aux opérateurs de réaliser leurs activités d'arbitrage, de *market making* et de couverture en même temps que d'améliorer la performance des portefeuilles des investisseurs ou d'augmenter leur levier.

Un marché répondant aux besoins accrus de sécurité. La sécurité que le *repo* offre par rapport à une opération interbancaire classique est une raison importante qui lui assure son développement dans la zone euro et sa promotion par les autorités monétaires. L'existence d'un cadre juridique résistant (les anglais diraient *bullet proof*) permet en effet aux différentes parties de sélectionner le meilleur des deux risques : celui de la contrepartie ou celui de l'émetteur du

titre mis en pension. Par là même, le *repo* sécurise les opérations en rehaussant quasi systématiquement la qualité des emprunteurs d'espèces, et facilite l'accès au marché à un plus grand nombre d'acteurs.

Pour les non-banques, le *repo*, en tant que produit de placement monétaire, offre non seulement la garantie du collatéral en cas de défaillance de la contrepartie, mais également des rendements attractifs car ceux-ci sont déterminés à la fois par le risque de la contrepartie et du collatéral. Pour les banques, le *repo* économise l'utilisation des lignes de crédit disponibles en favorisant notamment l'utilisation de titres souverains. Dans ce cas, il est de plus faible consommateur de capital au sens de la *Capital Adequacy Directive (CAD)* puisqu'il n'exige des fonds propres que sur la différence positive entre la valeur de marché du collatéral et le montant des espèces prêtées. Dans le cas d'appels de marges et dans la mesure du respect des grands risques, il n'y a même aucune exigence de fonds propres.

Ce besoin de sécuriser au maximum les opérations de prêt-emprunt entre banques, d'une part, et entre banques et non-banques, d'autre part, est d'autant plus accru que l'introduction de l'euro multiplie les émetteurs et les contreparties en même temps qu'elle remet en cause les systèmes nationaux de mutualisation du risque (type article 52 en France ou système de garantie des Landesbank en Allemagne, par exemple).

Pour faciliter le tout, la gestion du *repo* peut être assurée par un tiers (*tripartite repo*), ce qui accroît la sécurité de l'opération. Ce tiers est chargé du règlement-livraison mais aussi du contrôle des critères d'éligibilité des titres échangés. En même temps, il calcule et gère les appels de marges ainsi que les substitutions. Au-delà du service d'intendance que représente ce tiers, le *tripartite repo* permet l'entrée sur le marché d'un plus grand nombre d'acteurs au profil de crédit très disparate tout en maintenant la sécurité du système. Ce type de pratique devrait se développer rapidement car elle convient donc tout à fait à la dimension d'un grand marché de l'euro mettant en contact un grand nombre de contreparties.

Un moyen de refinancement bon marché. Corollaire des points précédents, la pension offre un moyen de refinancement à moindre coût pour les banques grâce à la livraison d'un collatéral. Le *repo* ouvre en même temps aux non-banques, structurellement prêteurs (assureurs, gestions, entreprises, administrations locales ou nationales...), un accès direct au marché monétaire.

L'introduction de l'euro ouvre la porte à une concurrence accrue entre l'ensemble des établissements bancaires de la zone. Elle rend d'autant plus crucial l'accès à des sources de refinancement bon marché et il y a fort à parier que le développement du *repo* se fera de façon généralisée en Europe. Cette recherche de

refinancement bon marché en Europe est d'autant plus valable que la zone économique de l'euro est excédentaire en balance courante donc prêteuse nette. D'où l'intérêt de faciliter au maximum l'accès des prêteurs institutionnels au marché du *repo*, notamment au travers du *tripartite repo*, au sein de la zone euro afin de baisser le coût global de refinancement.

Les transformations à attendre du marché des collatéraux

Le refinancement banque centrale. Le *repo* sera un instrument essentiel de la politique de la Banque centrale européenne (BCE) en tant qu'instrument de gestion de la liquidité banque centrale et d'information du marché sur la politique monétaire. Tout le problème est de passer à grande échelle à la gestion de la liquidité banque centrale. Qui pourra se refinancer à la BCE ? Quel collatéral sera éligible et dans quelles proportions ?

Le principe admis pour le choix des contreparties est celui de la continuité qui exige que l'introduction de l'euro ne devra pas entraîner de rupture par rapport à la situation antérieure. Notamment, sera admise toute institution soumise aux réserves obligatoires. Si ces dernières sont requises, comme le souhaite l'Allemagne ou la France dans un but de meilleure gestion de la liquidité, se posera alors le problème du niveau minimum demandé et de la rémunération de ces réserves. Ces questions jouent en effet sur la compétitivité future de la zone en terme de place financière. Il a par contre déjà été décidé que les systèmes bancaires de la CEE ne faisant pas partie de la zone euro, n'auront, pour leur refinancement, qu'un accès limité à l'intra-journalier auprès de la BCE. Pour les acteurs appartenant à la zone euro, le principe du traitement

«Ce besoin de sécuriser au maximum les opérations de prêt-emprunt entre banques, d'une part, et entre banques et non-banques, d'autre part, est d'autant plus accru que l'introduction de l'euro multiplie les émetteurs et les contreparties.»

équivalent a été au contraire choisi, la liste des contreparties sera donc commune à l'ensemble du Système européen de banques centrales.

Pour satisfaire les particularités nationales, l'Institut monétaire européen a décidé par ailleurs de distinguer deux ensembles de collatéraux. Un premier niveau sera constitué de collatéraux qui remplissent un ensemble de critères d'éligibilité communs à l'ensemble de la zone : actifs cotés ou listés sur un marché réglementé ou non, libellés en euro, émis par des entités locales, livrables... Ce seront essentiellement les dettes souveraines. Un deuxième niveau sera composé de collatéraux choisis localement par chacune des banques centrales nationales et qui répondront à des critères spécifiques jugés importants par celles-ci. Les actifs seront ici de nature privée avec des supports variables, actions, effets privés, etc. Dans ce deuxième niveau, le principe de traitement équivalent ne serait pas appliqué ; celui de continuité serait réservé aux titres liquides.

Les problèmes de définition du «GC» : le marché des «zéro cookés». Sur le marché monétaire, la pension est un produit à part entière de placements des liquidités. Les tailles traitées étant généralement importantes, les collatéraux utilisés doivent être abondants et liquides. Le prêteur de liquidités utilisant le *repo* à des seules fins de sécurité, et non pour des spécificités liées au collatéral (autre que nature du risque de l'émetteur), ces transactions, que l'on appelle alors *General Collateral (GC) repo* ou «*repo* en vrac» sont grosses consommatrices de titres pondérés à zéro dans le ratio Cook, soit essentiellement la dette souveraine. Actuellement, chaque GC est composé surtout de dette nationale. Comment le marché traitera-t-il la diversité des collatéraux qu'introduira l'euro ? Les titres souverains de la zone seront-ils tous traités de la même façon ? Leur substituabilité pourront-elles être sans limite ?

On peut déjà dire qu'il existera une égalité de traitement pour les émissions souveraines des pays de la zone euro au niveau du refinancement de la Banque centrale européenne. Cette égalité de traitement pour ces opérations spécifiques n'implique cependant pas forcément une égalité d'accès et donc de

taux pour chaque type de dette dans le marché.

En effet, si le taux du *repo* est directement lié à la qualité de l'émetteur, il l'est aussi à la liquidité des titres mis en pension. En effet, moins un titre est liquide, plus le risque de liquidation est important dans un cas de défaut. Les prêteurs d'espèces auront donc tendance à utiliser des décotes plus importantes pour les dettes les moins liquides ou de faire payer un taux légèrement supérieur. Il est alors possible que les Banques centrale nationales, et les autres prêteurs structurels, soient appelés à refinancer en priorité les moins liquides des dettes souveraines.

Il se trouve ainsi clairement posés, à travers le marché du GC, les problèmes de liquidité et donc de *spread* des différentes dettes souveraines qui composeront l'euro. Ce n'est que dans la mesure où des solutions communes seront trouvées concernant la composition du GC que la courbe des taux *repo* aura toutes les chances de devenir une référence sur le marché monétaire euro de demain.

«Il existera une égalité de traitement pour les émissions souveraines des pays de la zone euro au niveau du refinancement de la Banque centrale européenne.»

Les évolutions du marché du «spécial» en zone euro. Le marché *repo* du «spécial» est un marché qui valorise la rareté relative qui peut se créer momentanément sur un titre (souche obligataire, créance particulière). Cette rareté peut avoir des explications très variables mais a toujours comme conséquence que le flotant du titre chute brutalement, obligeant les shorts à emprunter plus cher leur papier. Un trader *repo* qui a une bonne connaissance du marché cash des collatéraux s'offre ainsi la possibilité d'anticiper tout renchérissement du papier afin d'en tirer profit. De la diversité des acteurs et de leurs contraintes, naissent les possibilités d'arbitrages et de profits. L'introduc-

tion de l'euro va très certainement représenter beaucoup d'opportunités sur le marché du «spécial» mais les risques de défauts vont également croître d'autant plus proportionnellement que le nombre de «joueurs» sur ce marché va se démultiplier du jour au lendemain. Les effets de rareté s'accroîtront d'autant que les contraintes des acteurs seront multiples. Il faut donc s'attendre à ce que les autorités s'emploient à éviter tout risque systémique à l'échelle de la zone. En même temps on peut s'attendre à une plus forte professionnalisation des institutionnels (prêteurs comme émetteurs) dans ce métier qui n'est généralement pas une de leur priorité. L'objectif sera à la fois de tirer partie des opportunités tout en limitant les risques de friction. Voici quelques exemples d'évolutions possibles :

- clarifier la réglementation des assureurs sur la mise en pension de titres en passage de fin d'année ;
- clarifier l'utilisation de la pension au sein des Opcvm (ceux-ci n'ont pas le droit de vendre à découvert mais comme la prise en pension d'un titre représente un transfert temporaire de propriété, il y a ambivalence) ;
- aménager les critères d'éligibilité des gisements de futures afin d'éviter les corners systématiques ;
- tenir compte dans la politique d'émission de la notion de liquidité : souches abondantes et «abondables» facilement, teneurs de marchés...

Une contrainte importante demeure toutefois pour un émetteur. La nécessité pour lui de devoir lisser son échéancier de dette fait que la taille des souches sera souvent petite par rapport à la demande potentielle. Le marché du «spécial» est donc voué à devenir de plus en plus une activité à part entière et source de profits.

Les supports réglementaires et technologiques indispensables à l'Europe du *repo*

L'euro crée un besoin de règles communes tant légales que fiscales. Une opération de *repo* n'est pas une opération simple en termes de cadre réglementaire et légal. Par exemple, pour une seule pension entre deux banques, l'une française et l'autre allemande, utilisant des titres italiens, nous avons en présence la loi de deux pays des contreparties et celle du titre servant de collatéral, auxquelles il faut éventuellement ajouter la loi anglaise

Le GMRA et sa reconnaissance nationale

	France	Espagne	Italie	Belgique	Pays-Bas	Allemagne	Danemark	Suède
Reconnu	X	-	-	X	-	-	-	-
En cours	-	-	X	-	X	-	X	X
Non	-	X	-	-	-	X	-	-

qui régit le contrat PSA-ISMA et celle d'un éventuel dépositaire tiers. L'introduction de l'euro tendra à rendre ce type de situation encore plus fréquente puisque l'activité va s'étendre à un grand nombre de contreparties, collatéraux et pays. Si les intervenants du marché euro du *repo* ne sont pas assurés d'un cadre légal commun minimum, reconnu par toutes les autorités bancaires de la zone, cela ne pourra que nuire à l'activité, l'incertitude demeurant notamment sur l'issue d'une défaillance.

D'où l'idée d'imposer le GMRA d'ISMA-PSA valable également aux États-Unis (tableau). Il a l'avantage de régler, de façon standardisée, les principaux risques liés à une opération de *repo* et *tripartite repo* mais également de *buy/sell back* qui sont encore très utilisés dans des pays comme l'Italie, l'Espagne, voire l'Allemagne. Les principaux risques d'une opération de *repo* sont le risque de contrepartie, le risque du collatéral, celui de son marché (volatilité, maturité, liquidité) auxquels on peut ajouter le risque du dépositaire. Trois pratiques se détachent en particulier.

- Le développement généralisé de l'appel de marge doit d'abord contribuer largement à réduire les risques liés à l'évolution de la valeur du collatéral (risques de marché et de crédit du collatéral). Les seuils de déclenchement doivent être suffisants pour couvrir les fluctuations du marché et correctement ajustés en fonction du risque que veulent prendre les parties.

- La compensation des lignes et le solde de résiliation offrent ensuite la sécurité pour la partie non défaillante en cas de faillite de l'autre contrepartie. Le risque légal d'une opération de pension est en effet souvent sa requalification en une autre opération qui pourrait s'avérer fragile en cas de faillite. Certains pays (comme la France ou la Belgique) ont adopté des lois qui permettent d'éliminer ce risque de façon définitive. D'autres, dont le droit est basé sur l'usage, ont des marchés suffisamment développés pour que ce risque soit quasi nul. D'autres en-

fin doivent s'adapter rapidement, au risque de voir leur marché se délocaliser.

Le contrat ISMA-PSA n'a pas encore été testé lors de faillite ou de défaut importants à travers l'Europe. Sera-t-il notamment capable de gérer un risque plus systémique au niveau de la zone générée par un choc externe ou une manipulation de grande ampleur ?

- L'existence d'un cadre juridique complet ne permet en tout cas pas de s'affranchir de l'adhésion des participants à un code de bonne conduite. Le contrat cadre de *repo* permet de s'assurer contre des scénarios catastrophes et évite les risques systémiques. Pour obtenir un bon fonctionnement d'un marché qui, part nature, doit rester de gré à gré, il nous paraît indispensable que les principaux intervenants s'entendent pour appliquer un code de conduite afin de décourager les manipulations de tous ordres, comme le London rules of Conduct ou le code de conduite des SVT. C'est d'autant plus important que l'euro va mettre en relation des opérateurs qui n'ont pas forcément la même culture ni l'habitude de travailler ensemble.

Les problèmes de transition en euro et la nécessaire harmonisation des pratiques. Le problème de la conversion des monnaies nationales et des titres en euro affecte directement le marché du *repo* puisque ceux-ci en constituent la matière première. Or les problèmes de conversion et d'arrondi des espèces pendant la période de transition n'ont pas encore trouvé de réponses. Il en est de même de la continuité des contrats. Se pose ensuite le problème de la redénomination et de la renominatisation des titres. La première implique de créer de nouveaux nominaux avec plusieurs décimales arrondies au centième d'euro que les systèmes informatiques financiers auront beaucoup de mal à gérer. Cela représente un coût. En renominatisant, il s'agit d'arrondir à un euro ces nouveaux nominaux, ce qui offre une base beaucoup plus homogène au marché mais transforme la valeur

économique d'un titre. Il se crée en effet une soultte qui ressortira en espèces et qui pourrait poser des problèmes fiscaux (taxation de la soultte) et financiers (ajustement des positions et réemploi des espèces) importants. Il est nécessaire de trouver un consensus sur le principe et la méthode car il suffira d'une seule décision unilatérale pour qu'il y ait un problème de système ou de liquidité du marché, non seulement dans la zone euro mais également à l'extérieur.

Le fonctionnement unifié du marché du *repo* nécessite aussi l'harmonisation des pratiques de place. Le marché doit s'entendre notamment sur la base des opérations monétaires et obligataires (a priori actuel/360 et actuel/actuel), la base du coupon couru (mois exact ou à 30 jours) et sa fréquence (annuelle ou bis-annuelle). En revanche, la question des jours ouvrés est déjà réglée : Noël et jour de l'an seront les seuls jours fériés des systèmes de règlement. Pour la pension en particulier, il faudra aussi s'accorder sur qui reçoit le coupon, quand il tombe pendant la durée de vie d'une pension (en Belgique, par exemple, le coupon est versé directement par la Banque nationale de Belgique au propriétaire final du titres et non à celui qui a pris les titres en pension). Il faut enfin que la communauté se mette d'accord sur un standard de préavis (24 et 48 h), les modalités de gestion des appels de marges ainsi que des seuils standards, la référence pour le calcul des intérêts de retard, les taux monétaires de référence (Libor, TMP...), les prix de référence pour la valorisation d'un collatéral, l'utilisation des décimales ou des fractions et la période de règlement (1, 2, 3 jours ou plus), tout comme la standardisation du document de confirmation de la pension (support et délais inclus).

La question qui se pose enfin est de savoir si ces nouvelles conventions vont s'appliquer à toutes les dettes existantes, aux nouvelles libellées en euro ou à celles qui seront redénominées ? S'il n'y a pas de réponses pragmatiques communes, il faut s'attendre à des problèmes de continuité, de liquidité et de décalages.

Le *repo* à l'épreuve de la diversité fiscale. Les deux problèmes majeurs sont la retenue à la source et les impôts taxant l'activité. Voici quelques exemples qui montrent clairement les

distorsions pouvant persister au-delà de l'introduction de l'euro. En Italie existe un droit de timbre (appliqué sur les marchés non réglementés comme le *repo*) qui explique notamment pourquoi, en plus des gros besoins de refinancement des non-résidents, les taux du *repo* sont au-dessus des taux interbancaires. Comme cette taxe est constante quelle que soit la durée, et plafonnée, elle pénalise les maturités courtes et les petits montants. L'Autriche connaît un problème identique car ce type de taxe a été aboli pour les prêts de titres, mais pas pour les pensions. En Espagne, les résidents paient une retenue à la source, contrairement aux non-résidents. C'est donc une pratique courante pour ces derniers d'emprunter avec profit le papier (ou acheter cash le papier en le prêtant entre deux coupons) aux domestiques sur le passage du coupon et pour des montants considérables (cela représenterait la moitié des volumes de *repo*).

En France, le *repo* est considéré, en matière de TVA, comme une opération de financement : seuls les intérêts reçus sont pris en compte, sans pouvoir être compensés avec les intérêts payés sur les titres donnés en pension livrée. Le prorata de TVA récupérable pour une banque s'en trouve réduit, la seule façon de compenser cette baisse étant d'augmenter les opérations avec les opérateurs non-résidents. Il y a enfin le problème des réserves obligatoires auxquelles sont soumises ou non, en fonction des pays, les opérations de *repo*. Ces quelques exemples montrent la nécessité d'une harmonisation fiscale si on veut notamment voir émerger un jour une classe homogène de titres d'État.

L'activité euro du *repo* doit reposer sur un système solide et harmonisé de règlement-livraison. Le *repo* jouera deux rôles dans l'architecture du futur système de règlement-livraison en euro. D'une part, un rôle de client. Étant donné l'omniprésence du *repo* au sein de toutes les activités de marché et son intensité en opérations de court terme qui multiplient les risques et sollicitent fortement les systèmes de règlement-livraison, le développement de ce marché constitue un test important pour toutes les nouvelles infrastructures de l'euro.

D'autre part, il constituera un des rouages du système chargé, à travers des

opérations intra-jour, d'assurer sa meilleure sécurité. Deux systèmes existent actuellement dans l'exécution d'une opération de *repo*. Soit les espèces et les titres sont livrés simultanément et solidairement, soit les espèces sont transférées séparément des titres. Le niveau de développement et l'importance de l'un ou l'autre de ces deux systèmes sont variables d'un pays à l'autre.

C'est pourquoi, par pragmatisme, le principe de la décentralisation domine et le schéma général de place s'est surtout assigné deux objectifs essentiels : sécuriser les systèmes nationaux, tant sur les titres que les paiements car ils devront faire face à l'accroissement des volumes et réaliser l'interconnexion entre ces systèmes.

L'Europe des paiements : renforcement de la sécurité pour les gros montants. L'UE se dotera d'un système unique et en temps réel de règlements pour les gros montants. Ce système fonctionnera à deux niveaux : des systèmes nationaux de règlements (RTGS) reliés entre eux par le système Target. C'est l'Europe des paiements. Ces nouveaux circuits seront conformes aux règles internationales de sécurité visant à limiter les risques de défaillance d'un établissement. Rappelons que les gros montants représentent en France l'équivalent du PIB français tous les six jours. Les risques étaient suffisamment importants pour justifier l'évolution du rôle des banques centrales au sein des nouveaux systèmes de règlement. De contrôleurs, elles tendent à devenir prestataires de services et régulateurs.

La première raison est évidemment la gestion pratique de la politique monétaire, appels d'offre, facilités permanentes, *open market*... L'autre raison est que pour apporter les garanties nécessaires à la sécurité du système, les banques centrales auront un rôle plus actif qu'auparavant. En effet, le besoin d'irrévocabilité des opérations nécessite un système (comme TBF en France) qui règle, sur les comptes en banque centrale, chaque règlement brut en temps réel. Comme les paiements ne sont effectués que dans la mesure où les comptes sont approvisionnés, l'opération devient irrévocable donc sûre. C'est la principale différence qui existe avec les anciens systèmes qui fonctionnent en net de façon multilatérale et

discrète, avec des garanties uniquement sur les soldes dénoués en fin de journée en banque centrale (exemple SNP en France).

C'est dans ces nouvelles garanties, qu'interviennent les opérations de *repo*. L'approvisionnement en continu de la liquidité infra-journalière pourra s'effectuer grâce à des opérations de pension afin d'éviter les réactions en chaîne. Pour des raisons de simplicité et d'efficacité, la liste des papiers éligibles sera définie par le SEBC. Chaque banque centrale sera en effet souvent sollicitée pour fournir cette liquidité. S'il y a des réserves obligatoires, celles-ci pourront également être utilisées en intra-journalier pour couvrir les besoins. Ce refinancement *intraday* sera illimité tant que la banque aura un collatéral et il pourra également s'effectuer dans les autres systèmes moins sécurisés qui continueront de coexister à des coûts inférieurs.

L'Europe des titres. Elle fonctionnera également de façon décentralisée. L'IME prévoit la mise en place de ponts entre les différentes centrales de titres nationales (type Sicovam, DKV, Cedel, Euroclear ou Crest), plutôt que de créer un dépositaire central européen. Ces organismes seront notamment chargés d'effectuer les transferts de titres liés aux opérations de refinancement en monnaie banque centrale. Comme les prêts en espèces des banques ne seront réalisés qu'après dépôt du collatéral, les systèmes titres devront, tout comme Target, fonctionner en temps réel garantissant l'irrévocabilité. C'est par exemple ce que fera Relit grande vitesse en France. Il existera donc également un système de *repo intraday* permettant de fluidifier les transferts.

Le *repo*, un bon test du marché euro

Au regard des nombreuses questions que suscite l'introduction de l'euro sur l'activité de *repo*, ce dernier constituera un test important pour le démarrage et la bonne marche du marché euro en général. Ce test s'effectuera à tous les niveaux, tant économique (*spread*, liquidité, refinancement, profondeur...), fiscal et réglementaire (harmonisation, risques, régulation...) que technologique (croissance et sécurité). ●