

## Transition IBOR

**La transition IBOR (« *InterBank Offered Rate* ») fait référence à la phase de préparation du secteur financier au remplacement des taux de référence « IBOR » par des taux alternatifs.**

### Pourquoi cette réforme ?

Les taux de référence, dans la mesure où ils sont fondamentaux pour de nombreux contrats financiers, doivent être solides, fiables et adaptés à l'usage prévu.

Depuis la crise financière de 2007-2008, le marché des prêts a subi une diminution drastique de ses volumes de transactions, ce qui a nourri les inquiétudes des autorités de marchés sur la fiabilité de la méthode de construction des IBOR. Rappelons que cette méthode est basée principalement sur l'observation des données de marché. D'autant plus qu'entre 2006 et 2012, ces taux ont fait l'objet de manipulation par les banques qui contribuent à leur détermination et il a donc été décidé de modifier leur méthodologie de détermination afin de les rendre moins dépendants de l'avis des opérateurs de marchés et plus ancrés sur des valeurs de transactions effectivement réalisées sur le marché interbancaire.

Cette situation a amené le Conseil de la stabilité financière (CSF) à recommander en 2014 de réformer et renforcer ces « *Benchmarks* » (taux de référence) et de développer des taux de référence alternatifs ancrés sur des transactions réelles. Ainsi, le nouveau « Règlement européen 2016/1011 *Benchmark* » également appelé « BMR », définit un cadre réglementaire concernant les indices de référence, en renforçant plus particulièrement leurs méthodes de calcul, ou en fixant des obligations pour ceux qui les utilisent.

### Transition IBOR : Qu'est ce qui change ?

Ces indices de référence sont utilisés notamment par les banques dans le cadre de leurs opérations, notamment pour des crédits à taux variable et dans le calcul de taux de rémunération d'un instrument financier. Ils mesurent le coût d'emprunt des banques auprès des banques et autres institutions financières sur le marché monétaire sur plusieurs maturités (au jour le jour, 1 semaine, 1 mois, 3 mois, 6 mois, 12 mois).

La première étape de la transition IBOR a été la désignation de taux de référence alternatifs (*Alternative Reference Rates*, ARR) qui sont destinés à remplacer certains IBOR (voir détail en annexe).

En Zone Euro, l'**€STER** (*Euro Short Term Rate*) a été créé pour remplacer l'EONIA dont la dernière date de publication est prévue **le 3 janvier 2022**. A partir du 2 octobre 2019, les nouveaux contrats de financement et/ou de couverture ont été libellés selon un nouveau taux de référence interbancaire, l'€STR, tandis que les anciens contrats gardent, jusqu'à fin 2021, la référence à l'EONIA, qui est cependant devenu une fonction du nouveau taux au jour le jour : €STR + 8,5 pbs. Contrairement à l'EONIA qui était calculé

chaque jour en fin de journée sur la base de transactions déclarées, l'€STER est calculé sur la base de transactions réelles. De plus, le calcul révisé est pondéré par le volume, afin de corriger un biais actuel de l'EONIA.

En parallèle, l'**Euribor** a été réformé en juillet 2019 (méthode hybride). L'Euribor sous sa forme actuelle est conforme avec la directive européenne sur les *Benchmarks* et à ce titre utilisable dans les transactions sans qu'une date de fin ne soit envisagée par les autorités à ce stade. L'Euribor dit « Hybride » a d'ores et déjà remplacé l'Euribor d'avant la réforme et presque personne ne s'en est aperçu.

Il repose sur une méthodologie de fixation des taux très normée consistant à utiliser, autant que possible, des transactions réelles. Le terme « autant que possible » est important puisqu'il est toléré qu'une fraction très significative, parfois jusqu'à 80% des contributions, demeurent des contributions à titre d'expert et ne reposent pas sur des transactions réelles. Cette méthode a été autorisée par la FSMA en juillet 2019 et est maintenant mise en œuvre par l'organisme en charge de sa publication, l'EMMI. Pour les utilisateurs finaux, l'index s'appelle toujours Euribor, il n'y a aucune action à entreprendre pour utiliser l'index, pas d'amendements aux contrats existants, tout se passe comme avant... et ce « nouvel » Euribor dit hybride est pourtant l'aboutissement de la réforme liée à la réglementation *Benchmark*.

## Conséquences

Pour tous les acteurs exposés, il est crucial d'identifier tous les contrats impactés par ces transitions d'index, de prévoir dans les nouveaux contrats des clauses de substitution qui protègent leurs intérêts avec un rapport de force le moins déséquilibré possible par rapport à leur contreparties bancaires, de contrôler les éventuels transferts de valeur lors des changements d'indices qui seront un jour implémentés, de mettre les systèmes de gestion et d'information qui gèrent les contrats indexés en ordre de marche, de vérifier les impacts comptables et fiscaux liés à d'éventuelles substitutions d'index et d'être finalement conscients des enjeux et bien préparés.

La saga des indices de référence est probablement loin d'être terminée.

## Ce qu'il faut retenir :

1. **EONIA** : remplacé par **€STER**, actuellement en phase de transition, disparition le 03/01/2022
2. **Euribor** : transformé en « Euribor Hybride » en 2019 de façon indolore, et est conforme aux réglementations sur les *Benchmarks*, basé au maximum sur les transactions effectives.
3. **LIBORs** (GBP, USD, EUR, CHF, et JPY), amenés à disparaître fin 2021, remplacés par les taux *Overnight* post fixés. Incertitudes sur la vraie date butoir de leur disparition (Fin 2021 ?) et quant à une potentielle création d'indices préfixés






## ANNEXE

Les ARR (ou aussi RFR « *Risk Free Rate* ») sont des taux « post-déterminés » (*Backward - Looking*) et construits sur la base de transactions réalisées sur les dépôts auprès des banques au jour le jour (*Overnight*). Négociés sur le très liquide marché monétaire, les emprunts *Overnight*, qu'ils soient garantis ou non garantis, présentent un risque de contrepartie très faible comparé aux maturités plus longues.

Indice de référence	IBOR	ARR
<b>Monnaies</b>	Le LIBOR est publié par l'ICE Benchmark Administration pour le USD, CHF, GBP, EUR et JPY; les IBOR supplémentaires, publiés respectivement en EUR et JPY, comprennent l'EURIBOR et le TIBOR	Un ARR différent est publié pour chaque monnaie, dans chaque cas par un administrateur différent
<b>Garantis vs. non garantis</b>	Non garanti	Garanti: SOFR et SARON; non garanti: ESTR, SONIA et TONA
<b>Risque de crédit</b>	Inclut un spread de crédit de banque à terme	Pratiquement aucun risque de crédit
<b>Méthode de détermination des taux</b>	Repose en grande partie sur l'avis d'expert en raison du faible volume des marchés sous-jacents	Basé sur les transactions avec un important volume dans les marchés sous-jacents

Ainsi, les Libors vont être remplacés par des taux au jour le jour, développés depuis plus ou moins longtemps dans différentes devises : le SOFR en USD, le SONIA en GBP, le SARON en CHF et le TONAR en JPY.

### Les nouveaux benchmarks de taux de refinancement overnight sur les principales devises mondiales

Juridictions	Groupes de travail	RFR* alternatifs	Administrateur du taux	Description
	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates	Reformed Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Bank of England	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taux basé intégralement sur les transactions reportées</li> <li>Transactions overnight en GBP non garanties négociées de manière bilatérale</li> </ul>
	Alternative Reference Rates Committee	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Federal Reserve Bank of New York	<ul style="list-style-type: none"> <li>Taux basé intégralement sur les transactions reportées</li> <li>Taux garanti basé sur les intérêts payés sur les activités de repo tripartites et bilatérales avec la FICC</li> </ul>
	Working Group on Risk-Free Reference Rates for the Euro Area	Euro Short-Term Rate (ESTER)	BCE	52 banques européennes contribuent à l'élaboration du taux
	The National Working Group on CHF Reference Rates	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	SIX Swiss Exchange	Taux garanti basé sur les intérêts payés sur les activités de repo interbancaires overnight
	Study Group on Risk-Free Reference Rates	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)	Bank of Japan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Basé intégralement sur les transactions reportées</li> <li>Calculé et publié quotidiennement</li> </ul>

\*RFR = Risk-Free Rate

Sur les Libors, le modèle envisagé pour remplacer les taux dans un contexte de pré-cessation ou de cessation de la publication telle qu'elle pourrait se produire en 2022, est

la substitution du Libor par les taux au jour le jour capitalisés et payés en fin de période (cf schéma ci-dessus).

Mais cette évolution n'est pas encore totalement certaine : alors qu'il y a une véritable pression sur les index Libor avec la date butoir du 31 décembre 2021, le dispositif n'est pas finalisé et le marché continue très largement à privilégier le Libor plutôt que les taux au jour le jour capitalisés que ce soit pour les swaps à plus d'un an ou pour les instruments de dette.

La plus grande difficulté ne réside pourtant pas dans l'adoption de nouveaux indices pour les nouvelles transactions mais dans la migration, pour les transactions existantes, de l'ancien indice vers un nouvel indice.

Cette migration impose d'abord de gérer des flux calculés très différemment puisque le Libor est un taux préfixé tandis que les index au jour le jour capitalisés sont des taux postfixés. La difficulté étant de préserver la valeur économique entre deux taux radicalement différents et de passer d'une logique d'un taux préfixé à une logique de taux post-fixé.

Par exemple, dans un contrat de prêt ou de produit dérivé type ayant un IBOR comme sous-jacent, chaque paiement d'intérêt est basé sur le fixing IBOR du début de la période d'intérêts. Par conséquent, les montants de paiement sont connus bien avant la date de paiement. *A contrario*, pour un prêt ou produit dérivé ayant comme sous-jacent un ARR, chaque paiement d'intérêt est basé sur le produit des ARR pendant la période de calcul des intérêts. Par conséquent, les montants à payer ne sont connus que peu de temps avant l'échéance des intérêts.

Nous nous dirigeons donc aujourd'hui vers deux logiques totalement différentes sur l'Euribor et les Libors puis que l'Euribor garde des taux préfixés et une dose de déclaratif tandis que les Libors migreraient vers des taux au jour le jour post-fixés, ce qui va introduire une nouvelle dose de complexité pour les opérations « *Cross Currency* » et la gestion des opérations dans les systèmes informatiques.

Par ailleurs, malgré les déclarations officielles qui ont à l'évidence pour but de mobiliser les acteurs, on peut raisonnablement douter du réalisme de l'interruption réelle du Libor en 2022 vu le chemin qui reste à parcourir sur le marché des prêts aux particuliers, des prêts bancaires *Corporates* et des produits dérivés.

*Les Zoom Actus sont une publication d'Orféor établie à l'attention exclusive de ses destinataires. Toute divulgation, utilisation, diffusion ou reproduction (totale ou partielle) du document ou des informations qu'il contient doit être préalablement autorisée par écrit par Orféor. Cette note a été préparée par la cellule veille d'Orféor, dans le cadre de son activité indépendante de recherche, et à partir d'informations considérées comme fiables. Toutefois, des erreurs ou omissions dans les sources et processus ne peuvent pas être a priori exclues. Orféor ne saurait être tenu pour responsable d'une quelconque décision prise sur le fondement de ces informations figurant dans ce document. Orféor se réserve le droit de modifier ou de retirer les informations à tout moment sans préavis. Orféor est agréée par l'AMF (Autorité des marchés financiers) pour l'exercice de Conseil en investissements financiers (CIF).*