

COMMUNAUTÉ FINANCIÈRE

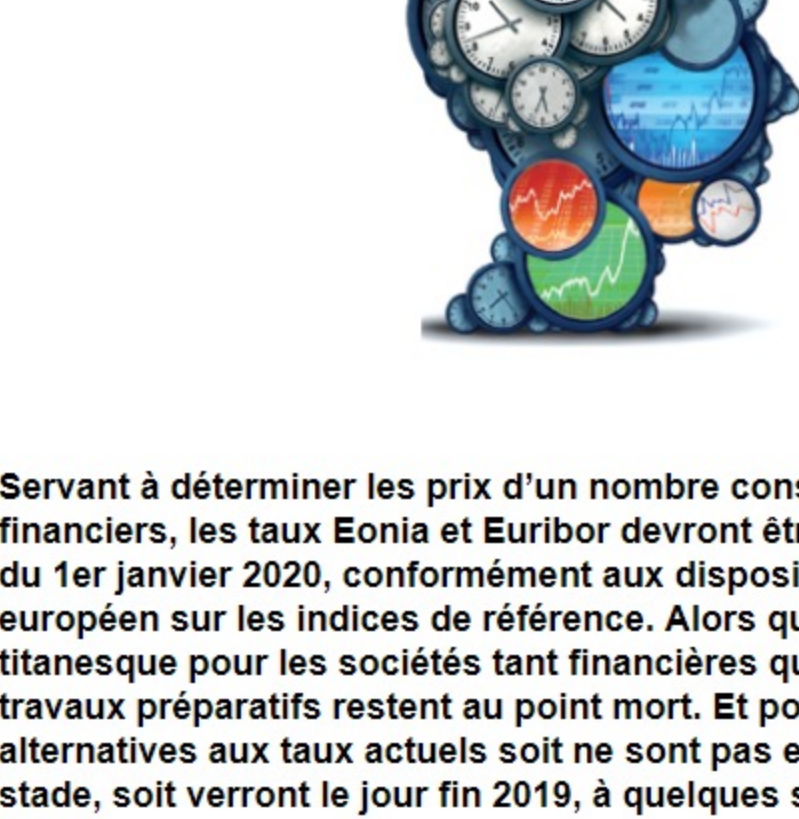
EONIA, EURIBOR

Le casse-tête des nouveaux indices de référence

OPTION FINANCE - 15 OCTOBRE 2018 - SÉVERINE LEBOUCHER ET ARNAUD LEFFEBVRE

Eonia

ENVOYER IMPRIMER Partager Twitter G+ PARTAGER



Servant à déterminer les prix d'un nombre considérable de contrats financiers, les taux Eonia et Euribor devront être remplacés à compter du 1er janvier 2020, conformément aux dispositions du règlement européen sur les indices de référence. Alors que le chantier se révèle titanesque pour les sociétés tant financières que non financières, les travaux préparatifs restent au point mort. Et pour cause : les alternatives aux taux actuels soit ne sont pas encore connues à ce stade, soit verront le jour fin 2019, à quelques semaines de la date butoir.

Les marchés financiers sont à l'aube d'une révolution, restée relativement silencieuse à ce jour. Pourtant, les enjeux sont gigantesques, et concernent tant les entreprises que les sociétés financières. A compter du 1er janvier 2020, minuit, les taux interbancaires Eonia et Euribor devront s'effacer au profit de nouveaux indices de référence. Servant à déterminer les prix de millions de contrats financiers, allant des crédits bancaires aux produits dérivés de type swaps de taux, en passant par les supports de trésorerie (dépôts à terme, OPCVM...) ou encore des actifs titrisés (ABS, RMBS...), ces taux ont été accusés par le régulateur et les autorités politiques, à la sortie de la crise, de manquer de fiabilité. Leurs griefs : la révélation de plusieurs scandales de manipulation de l'Euribor et l'effondrement des échanges sur le marché interbancaire, qui ont contraint les banques contribuant au calcul des indices à faire reposer leurs cotations en grande partie sur des estimations, et non sur des transactions réelles. Afin de remédier à cette situation, le législateur européen a donc adopté le 8 juin 2016 le règlement 2016/1011 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement. Un texte qui prévoit notamment que les indices utilisés dans l'Union européenne à partir de 2020 respectent impérativement les exigences fixées (voir encadré), ce qui est le cas ni de l'Eonia ni de l'Euribor.

L'enjeu est de taille. Dans un récent discours, Benoît Coeuré, membre du directoire de la Banque centrale européenne (BCE), a en effet énuméré des chiffres qui donnent le tournis : 22 000 milliards d'euros de dérivés de taux seraient aujourd'hui liés à l'Eonia (23 % de ces produits arriveraient à maturité après 2019) et 109 000 milliards à l'Euribor (54 % circuleront encore après 2019) ; environ 80 % des prêts aux entreprises non financières sont basés sur des taux variables et s'appuient principalement sur l'Euribor. Et c'est là que le bât blesse.

«Compte tenu du poids, du nombre et de la nature des engagements concernés par le changement des indices de référence, cela réclame un travail très significatif, témoigne Bruno de Saint-Florent, associé chez Oliver Wyman. Or les actions entreprises à ce jour par les diverses contreparties, notamment les banques, restent encore limitées.» À leur

décharge, les éléments mis à leur disposition en vue de se conformer se révèlent, au mieux, parcellaires.

Taux Eonia : avec l'arrivée d'Ester, un nouveau marché à construire

C'était il y a tout juste un mois. **Le 13 septembre dernier, la BCE signalait à l'issue de son conseil des gouverneurs que le taux Eonia serait remplacé à compter de 2020 par l'«euro short-term rate», dit Ester, comme nouveau taux sans risque pour l'euro.**

Développé par l'institution monétaire, celui-ci repose sur une méthodologie d'ores et déjà connue.



«52 banques européennes ont l'obligation légale d'envoyer chaque matin à la BCE un reporting compilant entre autres les taux et les volumes auxquels elles ont emprunté la veille auprès de contreparties financières pour certaines de leurs transactions non sécurisées d'un montant supérieur à 1 million d'euros, explique Adam Kurpiel, responsable de la stratégie taux chez Société Générale CIB. La BCE élimine ensuite le quartile des taux les plus bas et celui des taux les plus élevés, avant d'établir une moyenne pondérée par les volumes pour les deuxième et troisième quartiles.» En cela, l'Ester se distingue

fortement de l'Eonia. *«D'abord, le panel de banques interrogées est beaucoup plus important, seuls 28 établissements contribuant au calcul de l'Eonia,*

poursuit Adam Kurpiel. En outre, nous allons passer d'un taux auquel les banques prêtaient (Eonia) à un taux auquel elles empruntent (Ester), ce qui constitue un réel bouleversement.»

Un délai trop court

Sur le fond, ce remplacement est globalement bien accueilli par la communauté financière. *«La diversification du panel introduite par l'Ester est une bonne nouvelle : la politique monétaire post-crise avait conduit à une forte contraction du marché interbancaire sur lequel reposait le calcul de l'Eonia, rappelle Fairouz Yahiaoui, gérante crédit et monétaire chez CPR AM. La prise en compte d'un marché plus large redonne de la pertinence à l'indice.»* En effet, les volumes de transactions servant à l'élaboration des deux taux sont sans commune mesure. *«Alors que l'Eonia repose sur une moyenne de 6 milliards d'euros de transactions quotidiennes, ce montant est plus de cinq fois plus important s'agissant de l'Ester, d'après les premiers tests (32 milliards d'euros environ), selon des données communiquées par la BCE»,* signale Muriel Nahmias, senior director chez Redbridge.

Sur la forme, le remplacement suscite en revanche de vives préoccupations, que l'institution monétaire n'a pas aidé à dissiper. En indiquant qu'elle commencera à publier les cotations de l'Ester vers le mois d'octobre 2019, soit possiblement trois mois seulement avant la date butoir du 1er janvier 2020 fixée par le règlement européen, celle-ci a littéralement surpris le marché. Et pour cause : dans la mesure où la méthodologie de l'Ester n'a rien à voir avec celle de l'Eonia, il y a tout un nouveau marché à construire, notamment en ce qui concerne les produits dérivés.

Or un tel chantier prend inévitablement du temps. *«Pour construire des marchés de dérivés sur la base de l'Ester, les marchés ont besoin de 12 à 18 mois d'échanges effectifs, évalue Patrick Siméon, responsable de la gestion monétaire chez Amundi et représentant du Comité Gestion Monétaire de l'AFG. Ce faisant, une publication de l'Ester à partir d'octobre 2019 ne laissera pas assez de temps pour cette montée en charge, d'ici le 1er janvier 2020.»* **Il est vrai que l'exemple des Etats-Unis avec le Libor tend à renforcer cette crainte.** *«La Fed de New York a commencé à publier un nouveau taux sans risque, le SOFR, en avril dernier, avec un projet de transition de marché vers ce nouveau taux s'étalant sur trois ans,*

signale Adam Kurpiel. Il a fallu attendre plus de trois mois avant que les premiers contrats de swaps et que les premières obligations indexées à cet indice voient le jour. Puisqu'il est impossible d'avancer réellement sur la création d'un marché des dérivés sans que l'indice sous-jacent soit publié, le calendrier de la BCE semble vraiment problématique.»

Un taux pré-Ester déjà publié

Et même si l'institution de Francfort publie depuis quelques mois *«des indicateurs appelés pré-Ester, constitués de données quotidiennes de taux, de volume et de dispersion représentatives des principales caractéristiques méthodologiques de l'Ester»,* comme elle l'a indiqué en juin dernier, les opérateurs de marché préfèrent ne pas en tirer d'enseignements définitifs. *«À la suite de rétropolations réalisées par la BCE entre mars 2017 et mai 2018, il ressort que le taux Ester théorique (données pré-Ester) se situe en moyenne environ 5 points de base en dessous du taux de la facilité de dépôt et autour de 9 points de base en-dessous du taux Eonia, soit un taux moyen de - 0,448 %,* observe Muriel Nahmias. Aussi stable cet écart soit-il sur la période, rien ne dit toutefois qu'il n'évoluera pas par la suite. *«Ce spread moyen de 9 points de base a été observé dans un contexte d'extrême liquidité générée par la politique non conventionnelle de la BCE,* note Patrick Siméon. *Il est possible que le taux de l'Ester soit moins négatif à l'avenir, sous l'effet de la normalisation monétaire à venir. L'enjeu est donc de savoir quel écart adopter au moment du remplacement des indices.»* Un groupe de travail sous l'égide de la BCE étudie actuellement la question, tandis que l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) mène également une consultation sur le sujet.

Taux Euribor : le mystère reste entier

S'agissant du remplacement des taux Euribor, la situation n'est à ce jour guère plus avancée, quand bien même la BCE a qualifié ce chantier, pour l'instant aux mains de l'industrie, de «risque systémique». A dire vrai, elle serait même encore plus floue ! *«Nous ne savons toujours pas quelle solution sera arrêtée, constate Bruno de Saint-Florent. Au-delà de la proximité de la date de transition, cette incertitude se révèle d'autant plus problématique que l'Euribor couvre, à la différence de l'Eonia, plusieurs maturités comprises entre 1 semaine et 1 an.»* **Certes, après plusieurs tentatives avortées de réforme des taux Euribor, l'option privilégiée par l'EMMI est connue.** Il s'agit de mettre en œuvre un modèle hybride pour le calcul des indices Euribor, dans lequel la méthodologie s'appuie sur des transactions, dans la mesure du possible, et sur d'autres données de fixation des prix du marché si nécessaire. *«C'est ce même type de modèle hybride qui a par exemple été choisi pour réformer le Libor»,* précise Adam Kurpiel.

Le modèle hybride imparfait

L'approche européenne a beau être similaire, cela ne suffit à évacuer tous les doutes quant à sa viabilité à l'égard de la réglementation. D'après les spécialistes, les méthodologies hybrides sont en effet loin de constituer la panacée. *«Si la liquidité diminue drastiquement sur le marché interbancaire en cas de stress de marché, les cotations risquent d'être biaisées dans la mesure où les seules banques à venir lever des fonds sur celui-ci sont celles qui y ont encore accès,* note Bruno de Saint-Florent. *Si le marché interbancaire s'assèche complètement, alors il n'y a plus aucune transaction réelle sur laquelle s'appuyer pour définir le taux final, ce qui constitue pourtant le prérequis fixé par le règlement européen sur les indices.»*

Alors que l'EMMI devrait donner des détails sur ses travaux dans un papier consultatif dont la sortie est attendue dans les tous prochains jours, les opérateurs de marché s'interrogent sur les alternatives pouvant s'offrir à eux. La première pourrait consister à reproduire la méthodologie utilisée pour l'Ester. **Mais au-delà du fait que l'institution monétaire s'est dite peu encline à produire d'autres nouveaux indices, cette option pourrait se révéler inopérante.** *«Même si la BCE dispose de données sur les emprunts des banques à 3 mois, 6 mois ou 12 mois, le volume des transactions sur ces maturités est trop faible pour construire un remplaçant à l'Euribor comme elle a construit l'Ester»,* avance Patrick Siméon. Seconde éventualité : un groupe de travail sous l'égide de la BCE travaille actuellement sur une solution alternative à la méthodologie hybride de l'EMMI, qui consisterait à construire une courbe des taux sur plusieurs maturités sur la base de l'Ester. *«Mais cela implique qu'il existe un marché de dérivés actif et liquide sur l'Ester, ce qui ne sera probablement pas le cas dans les délais impartis»,* ajoute Patrick Siméon.

Vers un report de la date butoir ?

Face à cette situation que certains n'hésitent pas à juger inexplicable au regard du calendrier imposé, la communauté financière se met à espérer un report de la date butoir. Une hypothèse qui a légèrement gagné en crédibilité au cours des dernières semaines. *«La Commission européenne a récemment entrouvert la porte pour repousser la date du 1er janvier 2020, même si, jusqu'à l'été, les représentants de l'Autorité européenne des marchés financiers (Esma) et de la Commission se montraient fermes, qualifiant cette solution de non viable eu égard à la tenue des élections européennes en mai prochain»,* indique Adam Kurpiel. **Dans ce contexte, l'échappatoire la plus évidente consisterait en la mise en place d'une période de transition de plusieurs mois à compter de 2020.** *«Cette possibilité est bien prévue par le règlement européen, si un indice n'est pas adaptable»,* pointe Bruno de Saint-Florent. Quoi qu'il en soit, il faudra donc impérativement que des arbitrages soient rendus. Et le plus tôt sera le mieux.

Des contrats portant sur des milliers de milliards de dollars (montants en milliers de milliards de dollars)							
Taux de référence en euro							
	EURIBOR	EONIA	EUR-LIBOR	USD-LIBOR	GBP-LIBOR	JPY-LIBOR	CHF-LIBOR
VOLUMES NOTIONNELS	150-160	environ 25	<2	175-185	30	30	5

CE QUE DIT LE RÈGLEMENT EUROPÉEN

- Voté en juin 2016, le règlement européen sur les indices de référence – surnommé «BMR» pour «Benchmark Regulation» – est entré en vigueur le 1er janvier 2018, mais il comporte une période transitoire jusqu'au 1er janvier 2020 pour les indices existants. *«Il fixe des contraintes structurelles pour rendre les indices plus robustes, pour améliorer leur gouvernance et la qualité des données utilisées et pour assurer leur récurrence»,* indique Thomas Prince, responsable de la gestion monétaire chez Groupama AM. Les exigences fixées par le législateur européen varient selon l'importance du benchmark considéré, les indices pouvant être d'importance «non significative», «catégorique» ou «critique». Les indices Eonia et Euribor font partie de cette dernière catégorie.
- Cela implique que les administrateurs des benchmarks qui les remplaceront obtiennent l'agrément d'un régulateur européen, par exemple l'autorité belge dans le cas de l'EMMI pour l'Euribor. Ces administrateurs devront en particulier démontrer que leur gouvernance et leurs systèmes de contrôle permettent d'éviter les conflits d'intérêt ou, le cas échéant, de les gérer. La qualité des données utilisées est également centrale, le règlement préconisant, lorsque cela est possible, le recours aux données de transactions réelles et non pas simplement déclaratoires. Une manière de réduire les risques de manipulation. En outre, les collaborateurs qui contribuent à l'élaboration de ces indices seront soumis à un code de bonne conduite. Enfin, des exigences de transparence sont introduites à destination des utilisateurs et investisseurs.
- Ces derniers auront, de leur côté, l'obligation de mettre en place des plans de continuité pour pallier la disparition de l'indice utilisé. Le régulateur voudrait en particulier que des indices alternatifs soient prévus en amont. Une gageure quand on voit les difficultés du marché à simplement mettre en conformité les indices existants.

ENTREPRISES : L'ATTENTISME DOMINE AU SEIN DES DIRECTIONS FINANCIÈRES

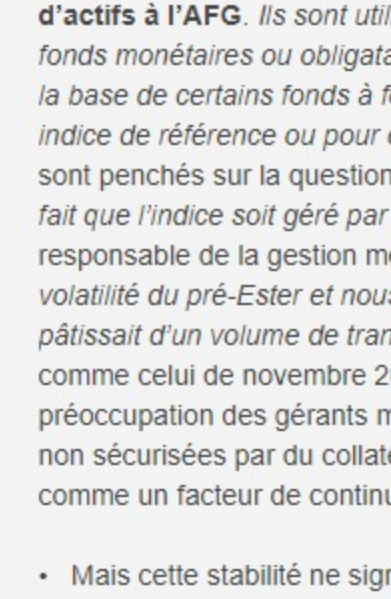


Crédits bancaires, souches d'obligations à coupon variable, contrats relatifs à des swaps de taux ou à des placements de trésorerie... A l'instar des banques et des gérants et institutionnels, les corporates sont directement concernés par le changement des taux de référence qui se profile. En dépit de cette situation, rares sont ceux à avoir avancé sur le sujet. *«Les mois passent, mais les choses ne bougent pas véritablement, observe Muriel Nahmias, senior director chez Redbridge. Aucun de nos clients n'a encore abordé cette problématique avec nous.»* Un tel constat est admis par les principales intéressées. *«Même s'il s'agit d'un sujet d'anxiété pour les sociétés non financières, l'attentisme demeure largement,* confirme Bruno Fitsch-Mouras, **président de la commission juridique de l'Association française des trésoriers d'entreprise et responsable juridique finance et réglementation bancaire chez Orange.** *En cause : un manque de visibilité sur les caractéristiques des futurs indices et, par conséquent, sur les implications inhérentes au remplacement des indices actuels.»*

- Malgré les nombreuses incertitudes, il y a urgence pour les responsables financiers à se saisir de la problématique. *«Dans les documentations contractuelles, la disparition définitive d'un indice de référence n'est jamais traitée ou, lorsqu'elle l'est, il ne s'agit que d'une disparition temporaire»,* rappelle Bruno Fitsch-Mouras. Dans ce contexte, une revue des contrats existants est vivement recommandée, dans les plus brefs délais. Cet exercice doit déboucher sur l'intégration d'une clause destinée à protéger les emprunteurs. *«Le plus simple consiste à faire figurer qu'en cas de changement de taux de référence, son remplaçant officiel s'applique automatiquement»,* conseille Muriel Nahmias. Alors que la Loan Market Association s'est récemment exprimée sur le sujet, sa prise de position peut également inspirer les trésoriers. *«Faute de mieux, la LMA a proposé d'inclure dans les contrats une clause étoffée de rendez-vous, introduisant deux idées fortes,* informe Bruno Fitsch-Mouras. *Constatant que la substitution de taux de référence par un taux composé de sous-jacents différents est susceptible de bouleverser l'équilibre économique initialement négocié par les parties dans le couple "indice + marge", la LMA pose d'une part le principe selon lequel quelle que soit la modalité de substitution de l'indice (légal ou conventionnelle), l'emprunteur aura toujours son mot à dire sur la solution retenue. D'autre part, alors que tout changement affectant le taux applicable nécessitait jusqu'à présent l'unanimité des prêteurs, la LMA introduit, de fait, le principe de l'application par défaut d'un majorité des deux tiers, de nature à faciliter les substitutions consensuelles entre les parties.»*

- Dans certains cas, les spécialistes en financement appellent les entreprises à refuser, si leurs partenaires bancaires venaient à le leur «proposer», l'intégration de la clause dite de «coût des fonds» (cost of funds). Celle-ci fonctionne de manière suivante : chaque banque partie prenante au financement annonce ce que lui coûtent les fonds avancés au client. A partir de là, soit un taux moyen pondéré est appliqué, soit l'emprunteur paie le taux fixé par chaque établissement, majoré de la marge de crédit. Or, avec ce mécanisme, les emprunteurs ont de bonnes chances de se retrouver perdants. *«Les banques pourraient parfaitement annoncer un niveau de taux plus élevé dans le but d'accroître leur marge, sans que l'entreprise ait les moyens de vérifier si le taux indiqué est conforme à la réalité»,* prévient un observateur.

LA GESTION D'ACTIFS N'A PAS ENCORE OUVERT CE CHANTIER



Conséquence des tergiversations de l'industrie financière autour de la redéfinition des indices considérés comme critiques, le monde de la gestion d'actifs est encore peu mobilisé pour se mettre en conformité avec la réglementation européenne sur les benchmarks au 1er janvier 2020. *«Nous avons connaissance des travaux de Place et en particulier de l'abandon de l'Eonia au profit de l'Ester et nous nous préparons à en étudier en interne les impacts pour assurer au mieux cette transition courant 2019. A court terme, nous sommes toutefois davantage concentrés sur la mise en œuvre de la réforme des fonds monétaires, dont l'échéance est au 21 janvier 2019»,* témoigne Ludovic Huguel, secrétaire général de la société de gestion entrepreneuriale Hugau Gestion. Les travaux sur l'Euribor n'étant pas absents, la réflexion est encore moins avancée sur cet autre benchmark.

- Le sujet est pourtant loin d'être négligeable. *«L'imbrication des indices critiques dans la gestion d'actifs est aussi importante, note Adina Guraui-Audibert, directrice des Gestions d'actifs à l'AFG. Ils sont utilisés par certains titres de dette à taux variable dans lesquels les fonds monétaires ou obligataires peuvent être investis, mais aussi par des produits dérivés à la base de certains fonds à formule par exemple. Ils peuvent également être utilisés comme indice de référence ou pour calculer une surperformance.»* Pour l'instant, les acteurs qui se sont penchés sur la question saluent les arbitrages ayant abouti à la création de l'Ester. *«Le fait que l'indice soit géré par la BCE est un élément de sécurité»,* indique Thomas Prince, responsable de la gestion monétaire chez Groupama AM. Nous avons étudié le régime de volatilité du pré-Ester et nous avons constaté qu'il était plus robuste que celui de l'Eonia qui pâtissait d'un volume de transactions trop faible. De fait, les épisodes de volatilité de l'Eonia, comme celui de novembre 2017, sans justification sur les fondamentaux, étaient un sujet de préoccupation des gérants monétaires. Le choix d'un indice construit sur des transactions non sécurisées par du collatéral, comme l'est aujourd'hui l'Eonia, est également salué comme un facteur de continuité.

- Mais cette stabilité ne signifie pas que les acteurs n'auront pas à s'adapter. Pour les accompagner, l'AFG a ainsi publié en juillet dernier un plan d'action en cas de modification substantielle ou cessation d'un indice de référence. *«Les sociétés de gestion doivent commencer par une revue interne de leurs utilisations des indices critiques pour identifier les biais par lesquels elles sont affectées. Puis on anticipe qu'il leur faudra mettre à jour les prospectus des fonds et les contrats, mais aussi revoir leurs systèmes d'information par exemple pour le calcul des valeurs liquidatives dans certains cas»,* cite Adina Guraui-Audibert. La question de l'écart de taux entre l'Eonia et son remplaçant sera aussi un sujet à traiter. *«Cet écart n'empêchera pas la fixation naturelle des prix par le marché»,* assure Thomas Prince. Les discussions en cours au niveau de l'industrie financière ne sont toutefois pas anodines. *«Les intérêts des acteurs qui débattent sur le sujet de la transition entre Eonia et Ester sont parfois orthogonaux, remarque Patrick Siméon, responsable monétaire d'Amundi et représentant du Comité Gestion Monétaire de l'AFG. Entre un fonds monétaire dont l'horizon d'investissement est très court et des fonds obligataires engagés sur 30 ans par exemple, les enjeux seront différents. Il faut pourtant trouver une transition qui soit consensuelle.»*

ARTICLES LIÉS

TAUX INTERBANCAIRES

Euribor, Eonia : il est urgent d'agir

TAUX DE RÉFÉRENCE

Les incertitudes planent autour du remplacement de l'Eonia

TAUX DE RÉFÉRENCE

La BCE lance une consultation publique

BAISSE DES TAUX

Que faire de sa trésorerie ?

BLOGS ET ANALYSES

Gestion multi-actifs : combiner gestion de conviction et analyse quantitative

par Serge Pizem, AXA IM

Une espèce menacée

par Bernard Aybran, Invesco

La Chine au pied du mur

par Laetitia Baldeschi, CPR Asset Management

Faut-il relâcher les règles budgétaires de la zone euro ?

par Patrick Artus, Natixis

Tous les blogs et analyses

Les newsletters d'Option FINANCE

Avec nos newsletters
Option Finance à 18h
Option Finance cette semaine
Funds Weekly
Ne perdez rien de toute l'information financière

ABONNEZ-VOUS GRATUITEMENT

Saisissez votre e-mail **S'ABONNER**