



# La réforme des indices de référence

Update Juillet 2023

## Contexte

Les autorités financières ont décidé de remplacer le LIBOR (London Interbank Offered Rate) par des indices spécifiques à chaque devise, chacun basé sur sa propre méthode de calcul. En 2021, nous avons pu constater les effets du règlement européen Benchmark (BMR pour BenchMark Regulation) de 2016 sur les contrats financiers associés à un indice de référence qui n'est plus conforme au BMR.

Comme vous le savez certainement, l'Euribor, indice de référence couramment utilisé sur le marché de l'euro, a subi une réforme qui le rend conforme aux conditions du BMR. Dès lors, aucune action directe ne doit être effectuée pour les contrats existants liés à cet indice de référence. Cela dit, depuis quelques années, ces contrats incluent des dispositions de repli (fallbacks) stipulant ce qui se passerait si l'Euribor devait être remplacé à l'avenir.

Outre l'Euribor, l'Eonia, un indice au jour le jour (overnight), est parfois utilisé comme indice de référence dans les contrats financiers. Depuis 2019, l'Eonia est établi différemment, sur la base d'un nouvel indice de référence au jour le jour, à savoir l'€STR (euro short-term rate), plus un spread fixe de 8,5 pb. À la fin de cette année, l'Eonia ne sera plus publié en tant que tel. Par conséquent, les contrats existants faisant encore référence à cet indice de référence seront réputés à partir du 3 janvier 2022 faire référence à l'€STR plus un spread fixe de 8,5 pb en vertu d'un règlement européen.

Néanmoins, cette année, l'impact le plus important sera observé au niveau des contrats financiers utilisant le LIBOR comme indice de référence. N'étant plus conforme au BMR, ce taux de référence va être remplacé par d'autres indices. Divers groupes de travail proposent des indices de référence alternatifs, basés sur des transactions sur le marché monétaire pour un seul jour, appelées transactions overnight. Ces transactions sur le marché monétaire d'une durée très courte d'un seul jour sont représentatives d'un taux d'intérêt presque sans risque, utilisé comme base pour de nouveaux indices de référence qui répondent aux exigences et critères stipulés par le BMR. Ces indices de référence alternatifs sont également appelés RFR (Risk Free Rates).

Ces Risk Free Rates, proposés comme indices de référence alternatifs, répondent au nom de SONIA (Sterling Overnight Index Average) pour des transactions en GBP, SOFR (Secured Overnight Financing Rate) pour des transactions en USD, SARON (Swiss Average Rate overnight) pour des transactions en CHF et TONAR (Tokyo Overnight Average Rate) pour des transactions en JPY.

## Quels sont les défis lors du remplacement du LIBOR par ces RFR alternatifs ?

Les indices de référence LIBOR sont des indices à terme sur différentes durées (par exemple, un, trois ou six mois) connus au début de la période de taux en question.

Les RFR, en revanche, sont des indices au jour le jour qui ne peuvent pas juste servir à déterminer les intérêts au terme de, par exemple, un, trois ou six mois. Les intérêts applicables sur la base d'un RFR pour une période de taux ne peuvent être calculés qu'à posteriori, lorsque le dernier RFR est connu.

Cette méthode utilisée pour déterminer les intérêts est la méthode dite backward-looking. La méthode backward-looking constitue, pour les crédits d'entreprise en tout cas, un véritable défi à différents niveaux, tels que la comptabilité, la gestion du cash-flow et les systèmes informatiques.

Pour éviter en partie les inconvénients de la méthode backward-looking, des indices de référence à terme forward-looking existent en USD et en GBP, et sont en conformité avec le BMR contrairement à LIBOR. Un indice de référence à terme forward-looking est basé sur un marché liquide de RFR attendus (par exemple, RFR swaps) et, à l'instar des RFR fixings, il est fixé à l'avance et donc connu au début de la période de taux en question.

Une autre différence notable entre les nouveaux indices de référence RFR et le LIBOR est le CAS (Credit Adjustment Spread). Comparé aux RFR, les indices de référence LIBOR comportent une prime pour le risque de crédit des banques et une prime de liquidité en fonction de la durée du LIBOR.

Vu que la transition du LIBOR vers les indices de référence alternatifs est destinée à minimiser l'impact économique et à garantir la continuité de contrats (legacy) existants, un CAS est nécessaire afin de combler la différence entre les indices de référence. Pour de nouveaux contrats postérieurs au remplacement, la correction ne doit pas avoir lieu, et aucun CAS n'est par conséquent appliqué.

La méthode proposée par les autorités dans différentes juridictions pour déterminer le CAS est une méthode basée sur les différences historiques entre le LIBOR et le RFR d'application sur une période de 5 ans. Des CAS établis le 5 mars 2021 seront utilisés pour la grande majorité de produits

dérivés afin de réaliser la transition. Les valeurs CAS du 5 mars 2021 joueront aussi un rôle important dans la transition LIBOR d'autres produits, tels que les crédits et obligations.

Découvrons plus en détail les modifications de deux indices de référence importants, à savoir le GBP LIBOR et l'USD LIBOR.

### GBP LIBOR

Sur le marché de la livre sterling, le SONIA (Sterling Overnight Index Average) est considéré comme l'alternative au GBP LIBOR. En mars 2021, il a été officiellement acté que le GBP LIBOR ne serait plus publié au-delà du 31 décembre 2021. Les contrats existants liés à cet indice de référence devront être remplacés et se référer à l'indice de référence SONIA au jour le jour ou à un indice de référence Term SONIA (SONIA à terme forward looking). Pour des contrats existants (legacy), outre la nouvelle référence, un CAS est également porté en compte afin de neutraliser la différence avec le LIBOR. Pour les nouveaux contrats postérieurs au remplacement, la correction n'est pas appliquée.

### USD LIBOR

Sur le marché du dollar, un indice de référence au jour le jour, à savoir le SOFR (Secured Overnight Financing Rate), est proposé comme alternative au USD LIBOR. Les principaux indices de référence USD LIBOR continueront à être publiés jusqu'à la mi-2023 et pourront continuer à être utilisés pour les contrats existants. Divers groupes de travail recommandent cependant de ne plus conclure de nouveaux contrats financiers liés à l'USD LIBOR et d'arrêter de le faire d'ici fin 2021 au plus tard. À l'instar des contrats GBP, un Term SOFR (SOFR à terme forward looking) sera également possible en USD comme indice de référence alternatif.

En raison de la disparition du taux d'intérêts LIBOR USD à partir du 30 juin 2023, les taux de Constant Maturity Swap (« CMS ») ne seront plus publiés à leur tour. Il s'agit des taux fixes payés contre la jambe flottante (6 mois LIBOR USD) dans un swap de taux d'une maturité donnée. Les taux de CMS en USD seront remplacés par des RFR, incluant un CAS, qui a été déterminé le 5 mars 2021 pour le SOFR. Ce RFR est le USD SOFR Spread-Adjusted Swap Rate.