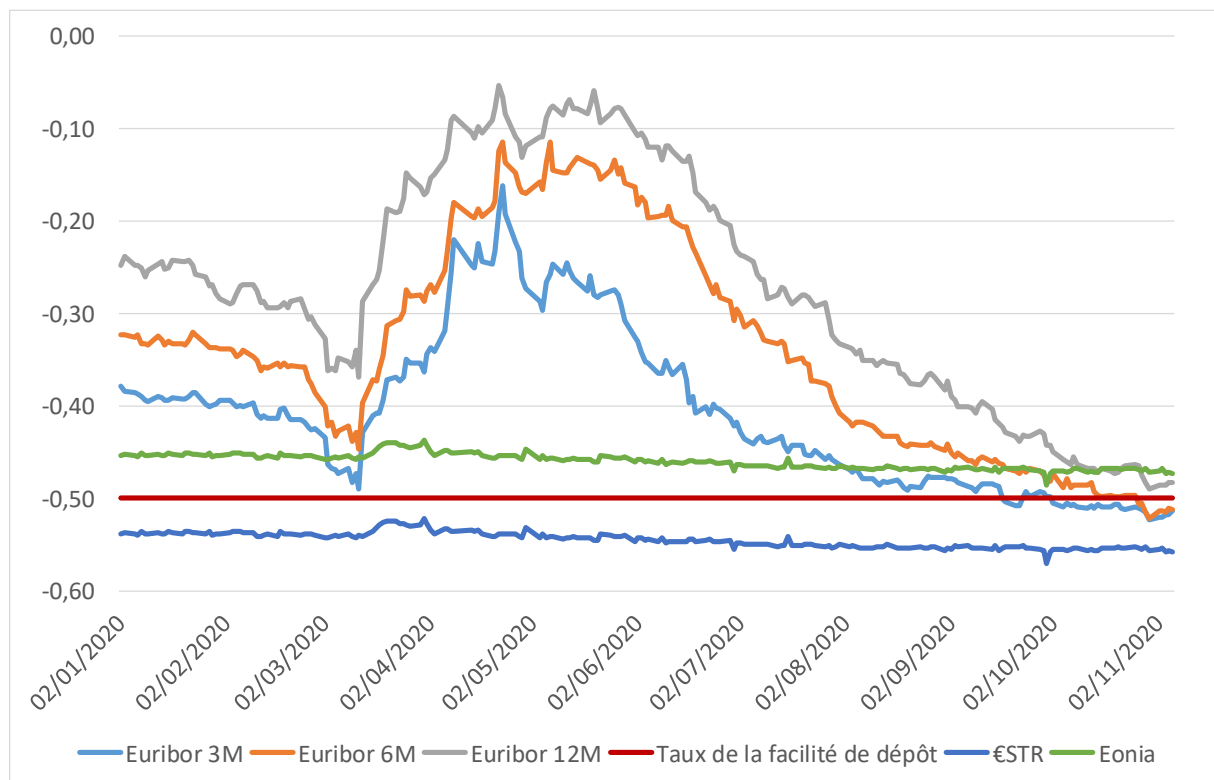


De nouveaux taux d'intérêt de référence pour les contrats financiers

Par Ivan Odonnat

Les taux d'intérêt de référence, qui servent à valoriser les instruments du marché monétaire et au-delà de nombreux contrats financiers (découverts bancaires, crédits immobiliers, emprunts obligataires, etc.), ne sont pertinents que s'ils sont fiables et représentatifs des conditions de financement des agents économiques. L'encours concerné équivaut à quelque 350 trillions USD au plan mondial !

Graphique 1 : Évolution des indices de référence dans la zone euro



Sources : EMMI et BCE

Une conséquence de la crise financière de 2008

Le sujet prend naissance dans la période qui suit la grande crise financière de 2008, après que le Financial Stability Board (FSB) a fait un double constat concernant le fonctionnement des marchés de financement interbancaires : i) les taux d'intérêt de référence utilisés sur ces marchés, les taux IBOR (Interbank Offered Rates) calculés à partir de cotations fournies par un échantillon de banques, avaient pu faire l'objet de manipulations ; ii) les flux d'emprunts interbancaires non garantis avaient sensiblement diminué.

En 2014, le FSB lance donc un double chantier : i) la fiabilisation du mode de calcul des taux IBOR en les ancrant davantage à des transactions réelles ; ii) la définition de taux d'intérêt

alternatifs sans risque ou presque sans risque, auxquels les acteurs du marché pourraient éventuellement référencer leurs contrats.

Aujourd’hui, les progrès méthodologiques sont indéniables mais encore incomplets

Comme en atteste [le FSB](#), la transition progresse. En Europe, elle s’inscrit dans le cadre du règlement UE 2016/1011 BMR (*Benchmark Regulation*), qui s’applique notamment à l’EONIA (*Euro OverNight Index Average*) et à l’EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*).

L’EMMI (*European Money Markets Institute*), qui administre l’EONIA et l’EURIBOR, a d’ores et déjà annoncé que l’EONIA cesserait d’être publié à partir du 3 janvier 2022. Dans ce contexte, la BCE a commencé en octobre 2019 à publier un nouvel indice de référence au jour le jour, l’€STR (*Euro Short Term Rate*), qui doit remplacer progressivement l’EONIA jusqu’à ce que ce dernier cesse d’être publié. Afin de faciliter une telle transition, la méthode de calcul de l’EONIA a également été révisée pour qu’il soit calculé comme l’€STR augmenté d’un *spread* de 8,5 points de base correspondant à l’écart moyen historique entre EONIA et €STR.

Quant à l’EURIBOR, il a été rendu conforme aux exigences du règlement BMR par l’adoption d’une nouvelle méthodologie de calcul dite « hybride », qui combine des taux résultant des transactions réelles, des estimations calculées par interpolation et les dires d’expert. Mais la contribution des transactions réelles reste minoritaire dans l’EURIBOR à une semaine (30% environ), voire très faible sur les échéances à un mois et plus (moins de 10%).

Une autre évolution très attendue est le développement d’une structure de taux d’intérêt par terme dérivée de l’€STR. Le groupe de travail RFR (*Risk Free Rates*), qui réunit les acteurs de l’industrie sous l’égide de la BCE, travaille à la détermination d’une telle structure à partir des données de l’€STR et des cotations des *swaps* contre €STR. Les participants de marché disposeraient ainsi d’indices pouvant être référencés dans les contrats financiers à titre de solution de repli, pour parer à l’éventualité d’une cessation de la publication de l’EURIBOR.

Graphique 2 : Les taux d’intérêt de référence dans la zone euro

	EONIA	€STR	EURIBOR
Type de taux	Taux prêteur au jour le jour	Taux emprunteur au jour le jour	Taux emprunteur à terme
Agents remettants	28 banques	49 banques	18 banques
Contreparties	Banques	Banques, gestionnaires d’actifs, autres institutions financières non bancaires	Banques, gestionnaires d’actifs, autres institutions financières non bancaires
Administrateur	EMMI	BCE	EMMI
Conformité au règlement européen BMR	Non conforme	Conforme	Conforme (méthodologie hybride)

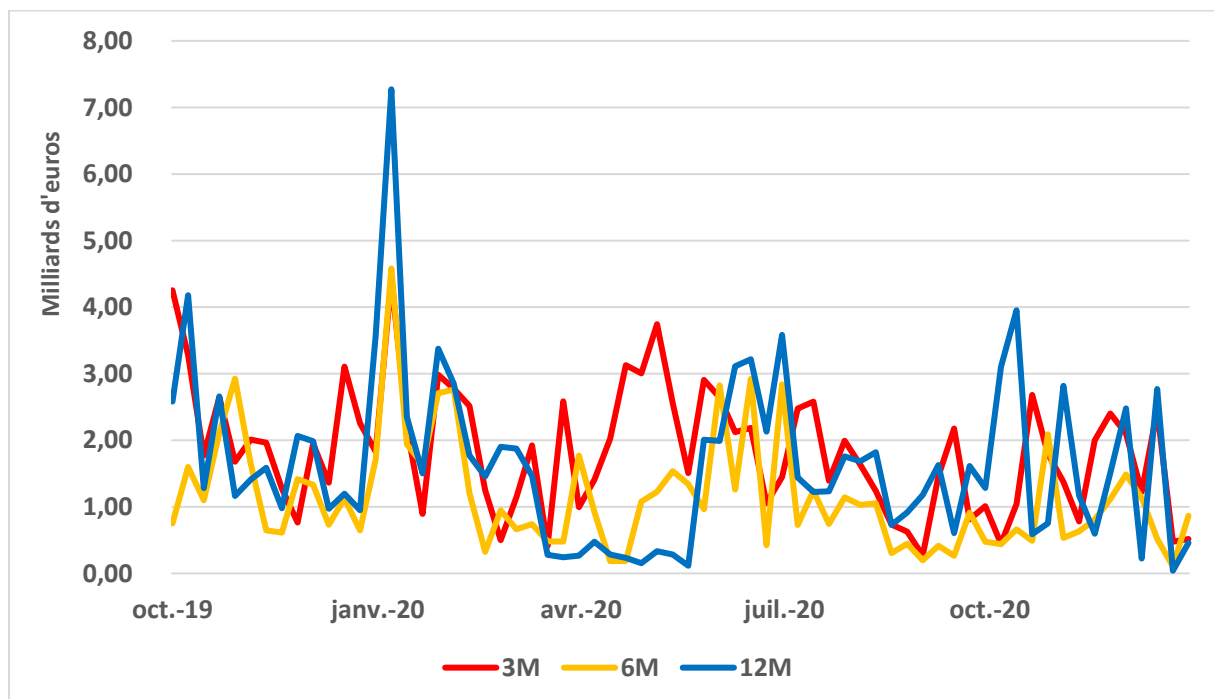
Source : Banque de France

Des démarches du même ordre sont conduites dans les autres juridictions, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni, à la différence que les autorités concernées ont programmé l'arrêt des LIBOR et leur remplacement par des taux sans risque, à compter de la fin 2021 (sauf pour les LIBOR en dollars américains à trois mois et plus, dont la date de fin est prévue à la mi-2023).

Comme dans la zone euro, une étape clé de ce processus est l'établissement de structures par terme dérivées du SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*) aux États-Unis et du SONIA (*Sterling Overnight Index Average*) au Royaume-Uni. Le développement des marchés de futures SOFR et SONIA devrait faciliter la détermination d'une gamme de taux sans risque de nature prospective (*forward looking*), en complément des données rétrospectives (*backward looking*) disponibles sur ces deux indices.

La transition est désormais un mouvement d'ampleur mondiale. Cependant, six ans après l'appel du FSB, les faiblesses fondamentales des indices LIBOR et EURIBOR demeurent, comme les a illustrées la réémergence en mars 2020 de fortes tensions sur les marchés monétaires. Ces turbulences se sont traduites par la difficulté à valoriser de façon pertinente les instruments financiers du marché monétaire et la quasi-absence de corrélation directe entre les indices de référence et les coûts de financement effectifs des banques, du fait de la très forte baisse des volumes traités (cf. graphique 3). Ce qui souligne à nouveau l'importance de la transformation souhaitée par le FSB.

Graphique 3 : Volume des emprunts non garantis des banques sur le marché monétaire de la zone euro



Sources : BCE, Banque de France

Note : Volume d'emprunt hebdomadaire moyen de l'ensemble des agents remettants auprès de contreparties financières, excluant les calls accounts. Pour des raisons de confidentialité certains

points de données sont fusionnés (semaines 13 à 16, 44 à 47, 48 à 49 pour la maturité 6 mois, semaines 50 à 51 et 51 à 53 pour la maturité 12 mois).

Achever la transition vers les nouveaux taux de référence est une responsabilité collective

Ce n'est pas la première fois que le système financier change de taux d'intérêt de référence. Au début des années 1990, déjà, les acteurs de marché avaient d'eux-mêmes abandonné la référence aux taux des bons du Trésor, qui mesuraient les taux sans risque, pour se référer à des indices intégrant le risque de crédit (les LIBOR) et ainsi améliorer l'efficacité de leurs opérations de couverture (cf. [Schrimpf et Sushko \(2019\)](#)).

Par contraste, le processus de réforme en cours est un effort conjoint, associant régulateurs et acteurs privés, pour passer des taux de référence interbancaires non garantis à des indices de référence « presque » sans risque. Cette transition est aussi le fruit d'un travail international et pluriannuel, qui soulève bien sûr de multiples défis à la fois d'ordre opérationnel, comptable, juridique, fiscal et réglementaire.

L'adoption des nouveaux indices avance indéniablement. En 2020, l'€STR et le SOFR ont été adoptés comme taux d'actualisation standard pour les dérivés compensés sur les marchés de l'euro et du dollar américain respectivement.

Mais comme dans tout bon marathon, ce sont probablement les derniers mètres qui seront les plus difficiles à parcourir. Ainsi, la mobilisation de toutes les parties prenantes est indispensable pour gérer de façon ordonnée les impacts de cette transition tant pour les institutions financières que pour leurs contreparties et leurs clients. Surtout, le développement de la liquidité sur ces nouveaux indices est une condition-clé de l'équilibre des marchés financiers. Par exemple, il revient aux acteurs de marché de la zone euro d'assurer la substitution rapide de l'€STR à l'EONIA et de contribuer activement à l'accroissement de la liquidité sur ce nouvel indice.

L'enjeu est économique

Les marchés de financement à court terme fournissent aux entreprises, aux collectivités locales et aux acteurs financiers du marché la liquidité dont ils ont besoin. S'ils s'enrayent, c'est toute l'économie qui est en panne : comme en 2008 !

Lorsque [Christine Lagarde](#) a annoncé le 11 décembre dernier la prolongation des mesures anti-crise adoptées par la BCE au printemps 2020, elle a particulièrement mis l'accent sur l'objectif de préserver des conditions de financement favorables afin de faciliter la distribution de crédit à tous les secteurs de l'économie, de soutenir l'activité économique et d'assurer la stabilité des prix à moyen terme.

Le message est clair ! Au cœur de l'action de l'Eurosystème face à la crise de la Covid-19 se trouvent les marchés de financement à court terme. La clé de son succès durable est leur bon fonctionnement et, en conséquence, la disponibilité de taux d'intérêt de référence fiables et représentatifs, gages de la bonne transmission de la politique monétaire à l'économie réelle.