



HIRAM FINANCE

Gérer la transition du Libor

Sous l'impulsion des régulateurs internationaux (FSB, IOSCO, BCBS, Fed, BCE, BoE, etc.), les taux interbancaires LIBOR utilisés en tant que taux de référence pour nombres d'opérations et produits financiers – contrats dérivés, émissions obligataires, titrisation, prêts, etc. – seront remplacés à l'échéance de 2020/2021. S'agissant des taux au jour le jour, la Fed a d'ores et déjà lancé le SOFR, la BoE le SONIA réformé, le SIX Exchange le SARON. La BCE a annoncé le successeur de l'EONIA, l'ESTER qui sera publié à partir d'octobre 2019 – un taux pré-ESTER est publié sur son site depuis octobre dernier. Mais cette harmonie apparente révèle des différences méthodologiques importantes : le SONIA et l'ESTER sont calculés à partir des taux observés sur des emprunts interbancaires non collatéralisés, tandis que le SOFR est basé sur des opérations collatéralisées de pension livrée, de fait considéré comme un taux « presque sans risque ». S'agissant des maturités plus longues, il est probable que les taux à termes soient basés sur les taux de swap fixe contre jour le jour. Ainsi le groupe de travail organisé par la Banque d'Angleterre a lancé, en juillet 2018, une consultation sur un taux à terme basé sur le SONIA (TSRR), dont la publication pourrait débuter au deuxième semestre 2019.

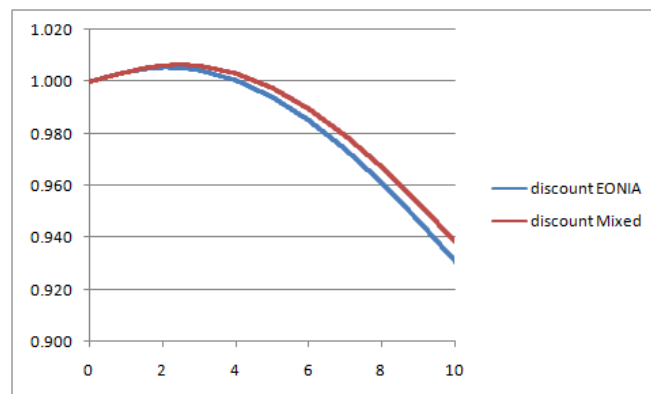
Au-delà de l'incertitude juridique pesant sur les contrats existants – en l'absence de clauses spécifiques prévoyant la cessation et la modification des indices –, une problématique majeure est le calcul du spread à appliquer au nouvel indice de manière à maintenir inchangée la valeur économique de l'instrument au moment de la transition. Plusieurs solutions sont envisagées : ISDA travaille sur la mise en place d'un protocole amendant les contrats existants et de méthodologies de calcul du spread pour les instruments dérivés, probablement « forward looking » lorsque le marché des dérivés long terme contre le nouvel indice sera suffisamment liquide. Concernant les obligations à taux variables et prêts syndiqués, l'Alternative Reference Rates Committee (ARRC) envisage trois solutions, soit un spread recommandé par une agence gouvernementale, soit une méthodologie type ISDA, soit un spread déterminé par l'émetteur.

Un autre point important est l'impact du changement d'indice sur les mécanismes de collatéralisation, dans les CSA bilatéraux, et surtout comme nouveau taux d'actualisation pour le calcul des appels de marge et la rémunération du collatéral des transactions compensées en CCP. Notons que le changement de référence à une date future - dès lors qu'il est annoncé - modifie immédiatement la valorisation des transactions (voir encadré ci-dessous).

Impact du changement de référence sur la valorisation des swaps compensés en CCP:

Considérons un dérivé compensé en CCP et actuellement discounté à EONIA (le taux de référence pour la rémunération du collatéral EUR). La CCP annonce que le taux de référence deviendra ESTER à partir de 2020. Dès l'annonce, la valorisation du dérivé doit être modifiée pour incorporer le changement de taux de discount qui aura lieu en 2020, et prendre en compte le spread entre les deux taux, en construisant une courbe de discount « mixte ».

Exemple : supposons que le spread forward EONIA-ESTER est de 9 bps flat (le niveau actuel du spread entre EONIA et le taux pre-ESTER publié par la BCE, un spread important qui s'explique en partie par le fait que ESTER est un taux emprunteur tandis que EONIA est un taux prêteur). La courbe de discount mixte se construit en décalant le taux forward overnight de 9 bps à partir de 2020 :



Dans les conditions de marché actuelles la NPV d'un swap 10 ans payeur fixe 0.5% receveur Euribor 6 mois de nominal 10 MEUR passerait de 0.3499 MEUR à 0.3528 MEUR.

Sans attendre les autorités, il apparaît nécessaire de cartographier et recenser les clauses contractuelles relatives aux indices et prendre des mesures nécessaires pour les adapter.

Gérer cette transition nécessite également et surtout une bonne appréhension des impacts sur la chaîne front-to-back, en particulier les systèmes d'exécution et systèmes comptables.

Fort de ses 20 ans d'expérience, Hiram Finance peut vous accompagner dans cette démarche en mettant à votre disposition une équipe multi-expertise : Front Office, Quant, Règlementaire, IT, Gestion de projets et Conduite du changement.