INSTITUT DES ACTUAIRES

Disparition des taux « ibor » et EONIA et conséquences sur les métiers de l'assurance

Suite aux scandales des années 2010 sur les manipulations des taux d'intérêt, le Parlement et le Conseil de l'Union européenne ont arrêté le **Règlement « Benchmark »** définissant les nouvelles règles que les indices de référence devront respecter dès sa mise en application. Ainsi, les taux de référence actuels, tels que l'EURIBOR, le LIBOR et l'EONIA doivent être réformés pour devenir conformes à ces nouvelles exigences réglementaires.

Les taux « ibor » et le scandale lié à leur manipulation

Le LIBOR[1] est apparu dans les années 1970, son équivalent sur le marché européen est l'EURIBOR introduit en 1999 au moment de la création de la zone euro. Ces taux de change interbancaires sont des taux auxquels les banques acceptent de se prêter de l'argent les unes aux autres.

Ces taux sont à la base de l'économie mondiale de par les très nombreux produits financiers qui en découlent, notamment :

- Les obligations indexées sur des taux variables ;
- Les produits dérivés, par exemple les swaps de taux qui permettent d'échanger un taux fixe contre un taux variable ;
- Certains prêts à la consommation aux particuliers ou certains prêts pour des investissements immobiliers ;
- Les prêts aux entreprises à taux variable.

La BCE[2] a estimé à 180 000 milliards d'euros le montant des contrats utilisant ces taux et selon le Trésor britannique, l'ensemble des outils financiers basés sur le LIBOR représente environ 300 000 milliards de dollars.

L'EURIBOR et le LIBOR sont calculés pour différentes maturités : 1 semaine, 1 mois, 3 mois, 6 mois, 1 an. Il existe également un taux interbancaire journalier pour la zone euro : l'EONIA. Ce taux est calculé à partir des volumes de transactions enregistrées tous les jours sur les marchés financiers et transmis directement par les banques à son administrateur : l'European Money Markets Institute (EMMI).

A la différence de l'EONIA, l'EURIBOR et le LIBOR sont calculés à partir de **déclarations** journalières des banques sur leur capacité d'emprunt et non pas sur des volumes réellement échangés.
Ces « déclarations » sont à la base des scandales récents sur le marché londonien, puis sur le marché européen. Plusieurs banques ont été convaincues de mensonge sur leur capacité d'emprunt de peur de se voir refuser des prêts des autres banques.

[1] Taux de change interbancaire sur le marché londonien
[2] Banque Centrale Européenne

4, rue Chauveau-Lagarde - 75008 Paris
tél. 01 44 51 72 72 - fax 01 44 51 72 73
secretariat@institutdesactuaires.com
www.institutdesactuaires.com

Elles ont également manipulé les déclarations des taux d'intérêt à la hausse ou à la baisse en fonction de positions prises par leurs traders afin de générer des gains financiers, créant de fortes collusions. Ces scandales ont donné lieu à des sanctions financières de plus de 10 milliards d'euros infligés aux établissements bancaires.

Au lendemain de la crise financière de 2008, les volumes de transactions interbancaires se sont considérablement dégradés influant sur la qualité des estimations de ces taux de référence.

Au regard de ces différents éléments, les instances européennes ont mis en place en juin 2016 le Règlement « Benchmark » [3] définissant les nouvelles exigences en termes de calculs basés sur des volumes de transactions réelles et non plus estimées. La mise en application du Règlement, initialement prévue au 1er janvier 2020, a été repoussée de deux ans pour permettre aux banques de s'adapter aux transformations des indices de référence.

Quels nouveaux indices de taux d'intérêt ?

Les taux à très court terme ont déjà trouvé leur remplaçant, sur les marchés anglo-saxons le SONIA sera introduit pour le Royaume-Uni et le SOFR pour les Etats-Unis. Sur le marché européen, c'est l'€STR qui a été choisi pour remplacer l'EONIA. Ces taux seront basés sur des volumes de transactions réelles effectuées au jour le jour.

Concernant les taux à moyen et long terme, la réponse est moins évidente, et construire des taux de référence basés uniquement sur des échanges réels apparait plus complexe. C'est une des raisons pour laquelle la période de transition a été allongée.

La méthode de calcul de l'€STR et les différences avec l'EONIA

L'€STR est très proche de l'EONIA, aux différences près que l'administrateur ne sera plus l'EMMI mais la BCE. Celle-ci aura directement accès aux données de transactions sans avoir recours aux contributions des banques. Cette seconde différence limitera le risque de manipulation du taux de référence.

La méthodologie de calcul de l'€STR[4] est la suivante :

- Les volumes d'échange pondérés par les taux d'intérêt sont triés par ordre croissant selon le taux d'intérêt. Les 25 % taux d'intérêt les plus hauts et les plus bas sont retirés de l'échantillon de calculs ; la moyenne des taux sur les volumes restants est alors calculée.

- Une procédure d'urgence est mise en place si le nombre de banques est trop faible (inférieur à 20) ou si 5 banques représentent plus de 75% du volume total des échanges.

- Si l'un de ces deux critères est vérifié, le taux est alors calculé par combinaison du taux de la veille et du taux obtenu à partir des transactions (insuffisantes) du jour.

La BCE publiera l'€STR chaque matin à 8h sur la base des transactions de la veille et si une erreur est détectée sur le taux et que celle-ci dépasse les deux points de base, un nouveau taux sera publié à 9h.

[3] Règlement (UE) 2016/2011
[4] *Report by the working group on euro risk-free rates on the transition from EONIA to ESTER, Revised March 2019*

Un Pré-€STR sera publié dès octobre 2019 pour assurer la convergence vers l'€STR qui devra remplacer définitivement l'EONIA à fin 2021.

Le Pré-€STR et la période de transition

Le pré-€STR est calculé de la même manière que le futur €STR. Mais son calcul repose sur toutes les données et corrections disponibles à la date du calcul contrairement à l'€STR qui ne tiendra compte que des données soumises à 7h.

Durant la phase de transition, du 2 octobre 2019 au 31 décembre 2021, la méthodologie préconisée est de calculer l'EONIA à partir de la valeur du pré-€STR auquel s'ajoute un spread. Le spread est déterminé à partir de la moyenne des écarts des 12 derniers mois entre la valeur de l'EONIA et celle du pré-€STR. Il a été calibré par la BCE sur la période du 17 avril 2018 au 16 Avril 2019 et vaut 8,5 bps, le pré-€STR étant plus bas que l'EONIA.

Etant donné que l'€STR sera publié en T+1 à 8h, l'EONIA sera publié en T+1 à 9h15 dès le début de la période de transition. Jusque-là l'EONIA est publié le jour même des transactions à 19h.

Le remplacement de l'EONIA par l'€STR nécessite donc des changements opérationnels et juridiques pour prendre en compte les changements d'horaire et de jour de publication ainsi que le nouveau mode de calcul.

Le groupe de travail sur les taux sans risque de la BCE a publié un plan d'action juridique[5] préconisant de ne plus faire référence à l'EONIA dans les nouveaux contrats à partir du 2 octobre 2019. Dans les contrats existants faisant référence à l'EONIA et arrivant à échéance après décembre 2021, il est recommandé de préciser la méthode de calcul de l'EONIA pendant la phase de transition et la façon dont celui-ci sera remplacé intégralement par l'€STR en 2022.

Le groupe de travail a également publié des recommandations opérationnelles liées au changement d'horaire pour assurer la transition de l'EONIA vers l'€STR pour les produits dérivés, les créances et les dépôts[6].

Quid de l'EURIBOR ?

L'EURIBOR doit également être réformé pour satisfaire les nouvelles exigences du Règlement « Benchmark ».

L'administrateur de l'EURIBOR, l'EMMI a travaillé sur une méthode basée entièrement sur des volumes de transactions. Au vu des conditions de marché actuelles et du faible volume des transactions interbancaires pour certaines maturités, une telle méthodologie n'était pas envisageable.

Une méthodologie hybride[7] a été développée par l'EMMI composée de différents niveaux de calcul en fonction des volumes de transactions :

1. Les volumes sont suffisants, l'Euribor est alors calculé à partir de ces transactions ;

[5] *Recommendations of the working group on euro risk-free rates on the EONIA to €STR legal action plan, July 2019*
[6] *Report by the working group on euro risk-free rates on the impact of the transition from EONIA to the €STR on cash and derivatives products, August 2019*
[7] *Blueprint for the hybrid methodology for the determination of EURIBOR, February 2019*

2. Les volumes sont insuffisants, les données de la veille ou de maturités proches sont utilisées en complément pour assurer la robustesse du calcul ;
3. Les volumes restent insuffisants, une règle ad hoc basée sur un jugement d'expert est alors appliquée et validée par l'EMMI.

Cette méthodologie a été déclarée conforme au Règlement le 2 juillet 2019 par l'autorité belge, la FSMA, agissant pour le compte de l'ESMA. Celle-ci doit être mise en place pour la fin de l'année 2019.

Le Règlement impose également la mise en place de solution de repli pour les indices de référence. C'est une des missions des groupes de travail de la BCE de construire ces alternatives reposant sur la mise en place de structures par terme de taux sans risque qui puissent être activées en cas de défaillance des indices de marché existants.

Dans la publication du 14 mars 2019[8], le groupe de travail de la BCE recommande une méthodologie pour le calcul d'une structure par terme fondée sur les marchés des produits dérivés de l'€STR qui pourrait être utilisée comme solution de repli pour les contrats référencés sur l'EURIBOR.

Quelles sont les conséquences pour l'assurance ?

Les compagnies d'assurance détiennent de nombreux contrats à terme dans leur bilan et ont fréquemment recours à l'utilisation de produits dérivés de taux pour limiter leur exposition au risque de taux et se prémunir contre une hausse du capital de solvabilité requis. Les assureurs sont donc confrontés aux mêmes enjeux que le milieu bancaire.

La Directive Solvabilité 2 impose aux assureurs d'évaluer leurs provisions techniques à l'aide de la meilleure estimation de leurs engagements. Pour cela les assureurs utilisent une courbe des taux fournie mensuellement par l'EIOPA et calculée à partir de l'indice des taux swap sur EURIBOR 6 mois. Ainsi, si la Directive avait été mise en place dans les années où les scandales eurent lieu, les calculs des provisions techniques des assureurs auraient été impactés par les manipulations des taux de référence, influant directement sur le niveau de fonds propres au travers de la valeur actuelle des profits futurs.

Les courbes des taux d'intérêt qui permettent notamment l'actualisation des flux futurs des assureurs sont au cœur du métier d'actuaire. Les enjeux de la réforme des indices de référence et la mise en place de structure par terme de taux sans risque sont donc essentiels pour la profession.

La participation des actuaires aux groupes de travail français et européen apparait donc cruciale pour préparer au mieux le monde de l'assurance aux transformations du monde financier ; mais également pour comprendre les enjeux de cette réforme qui vise à rendre plus transparent et plus robuste le calcul des indices de référence.

Eléonore Haguet-Trouplin
Commission technique « Finance et Gestion d'actifs » Institut des actuaires

Annexe I - Glossaire

[8] *Recommendations of the working group on a €STR-based forward-looking term structure methodology, March 2019*

ANNEXE I

Glossaire :

EONIA: Euro Overnight Index Average
ESMA: European Securities and Markets Authority
€STR: Euro Short-Term Rate
EURIBOR: Euro Interbank Offered Rate
FSMA: Financial Services and Market Authority
LIBOR: London Interbank Offered Rate
REPO: Sale and Repurchase Agreement
SONIA: Sterling Overnight Index Average
SOFR: Secured Overnight Financing Rate