

10 JUILLET 2020

TRANSITION IBOR : UN EFFORT DE LONGUE DURÉE

Marc Victory

Manager

+33 7 64 36 30 75

marc.victory@sia-partners.com



Index

1. Trajectoire de la réforme des indices	3
2. Les impacts de la crise du Covid	6
3. Etat de l'adoption des taux alternatifs	9
4. Prochaines échéances clés pour les produits IBOR	11
5. Quelques défis pour les mois à venir	14

1

—

Trajectoire de la réforme des indices

Trajectoire de la réforme des indices

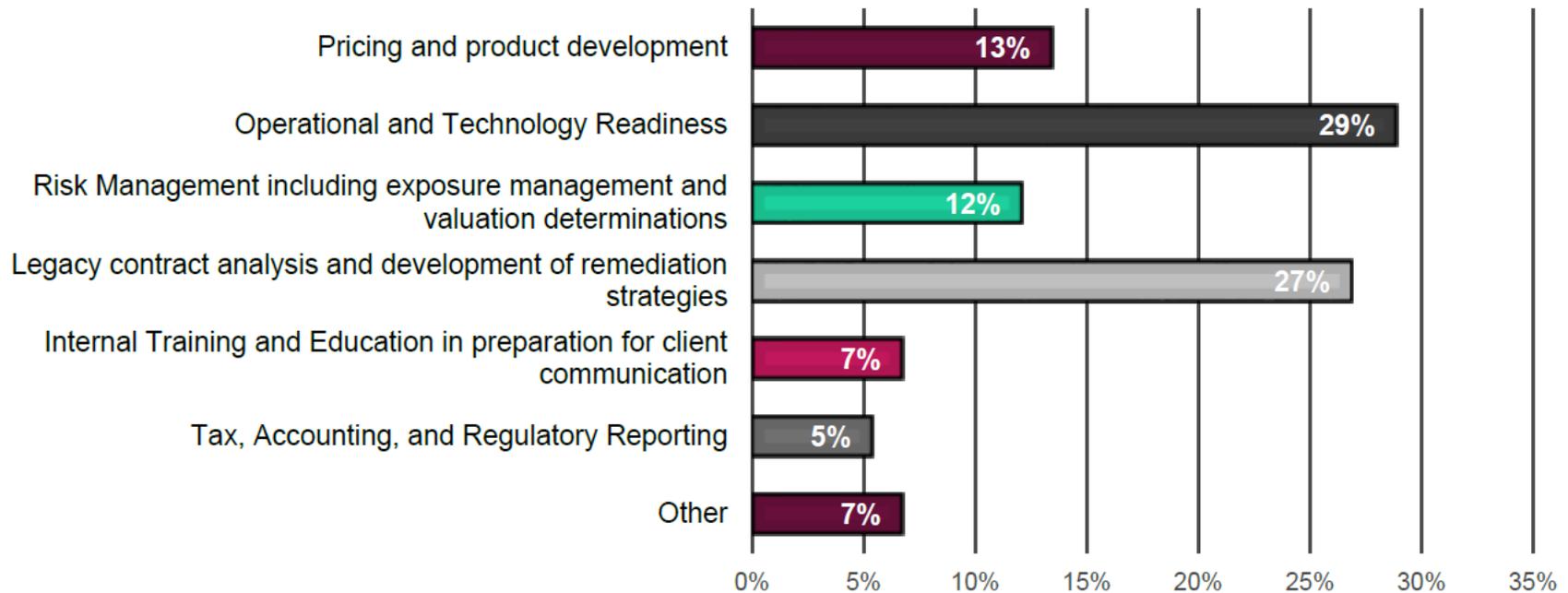


	Principaux jalons	Impact
Banques	Projets lancés et principales actions identifiées. Communication à fluidifier. Banques de taille plus modeste en léger retrait.	
Assureurs	Expositions moindres. Projets lancés et jalons identifiés. Travail de remédiation à entamer.	
Asset Managers	Expositions identifiées ; positions à évoquer avec leurs contreparties. Amendement nécessaire des prospectus.	
Entreprises	Exposées via leurs instruments de financement. A venir : travail avec les banques pour les prêts bilatéraux/syndiqués et accélération des émissions RFR.	

Quels sont les problématiques les plus difficiles à traiter ?



Sia Partners a mené un sondage auprès de plus de 50 utilisateurs d'indices (principalement des institutions financières) afin d'identifier les aspects critiques de la réforme avant et après la crise du Covid 19. Ci-dessous les aspects perçus comme étant les plus délicats (*challenging*) juste avant l'émergence du Covid 19.



Source : Sia Partners

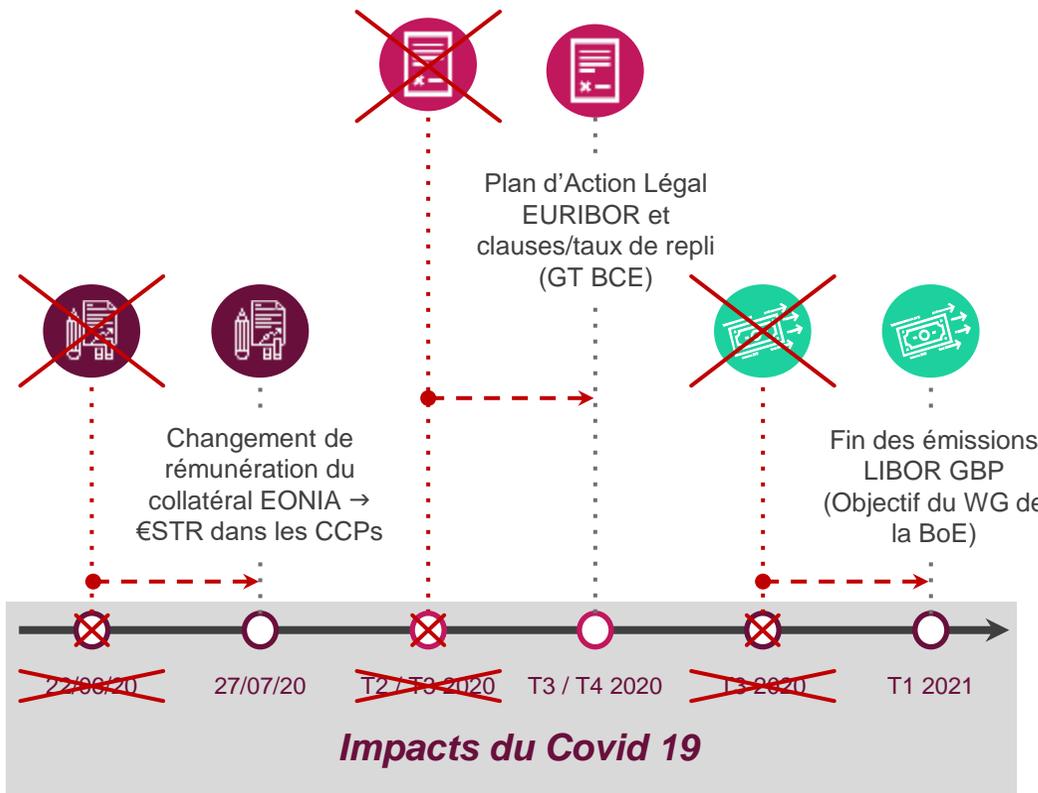
2

—

Les impacts de la crise du
Covid

Les chantiers sont les mêmes, mais ils ont pris 3 mois de retard

Modifications du calendrier de la réforme



Des impacts modestes sur les projets internes liés à la réforme des indices



Réallocation des ressources internes : décalage des échéances en lien avec la réforme des indices et possible déperdition du travail effectué.

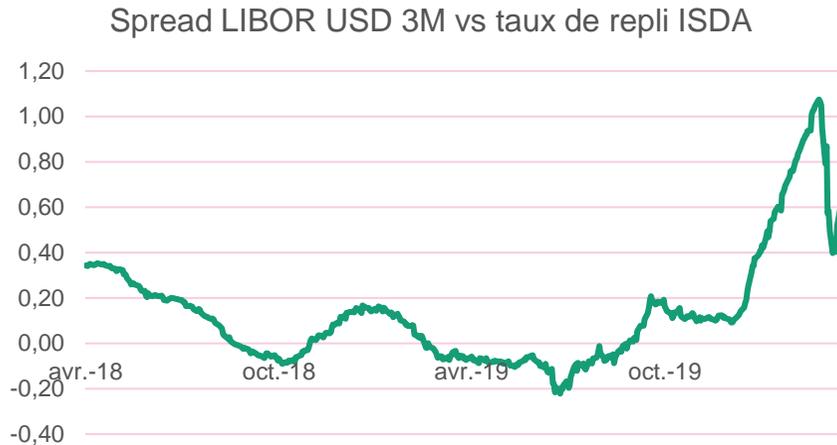


Retard dans les lancements de nouveaux produits fondés sur les RFRs, facilité par le renforcement de la demande en IBORs classiques.



Report des négociations / discussions avec les contreparties / clients en vue d'amender les contrats IBOR en stock.

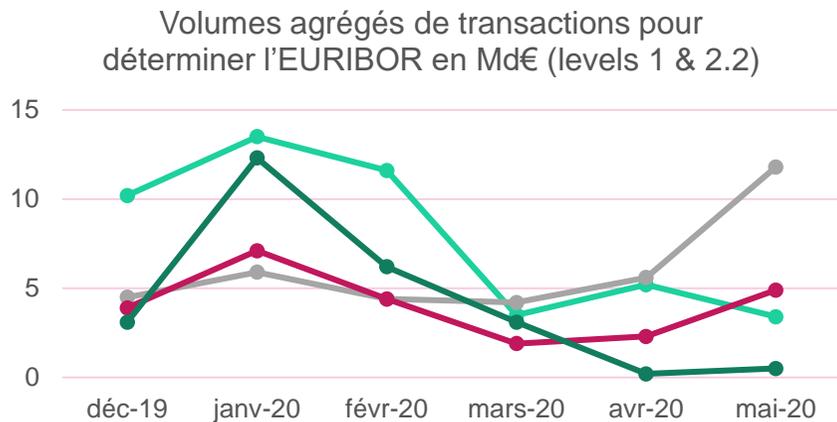
Les mouvements de marché pourraient bousculer la transition



Source : Bloomberg, Fed St Louis



- La dislocation de marché a mis en exergue les écarts qui peuvent se matérialiser entre taux de repli et les IBOR.
- Le moment venu, des spreads élevés pourraient rendre plus difficile l'amendement de certains contrats.



Source : EMMI

● 1M ● 3M ● 6M ● 12M



- L'EURIBOR est conforme à BMR.
- Néanmoins, la recrudescence des risques de contrepartie a entamé les transactions interbancaires « *unsecured* ».
- La baisse des transactions utilisées pour former l'EURIBOR pourrait inciter à se tourner davantage vers l'€STR, jugé plus solide.

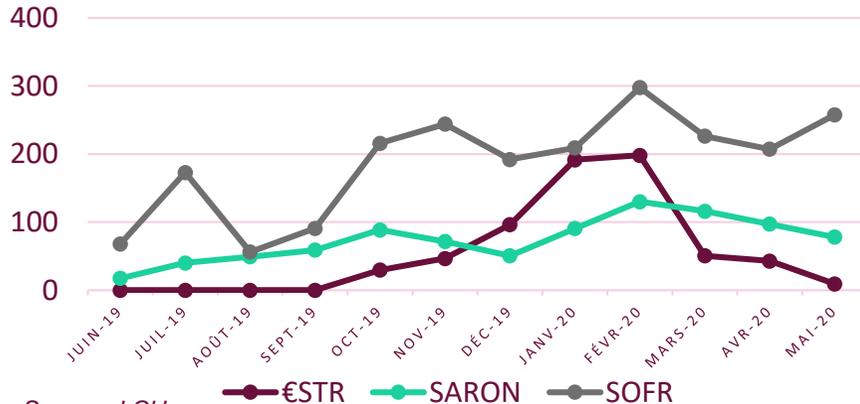
3

—

Etat de l'adoption des taux
alternatifs

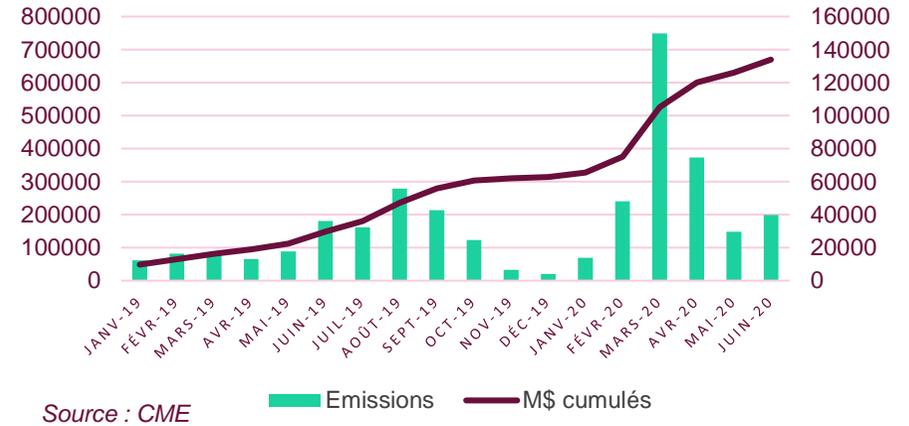
Etat des lieux de l'adoption des nouveaux RFR

Nouveaux Swaps RFR chez LCH (Md\$)



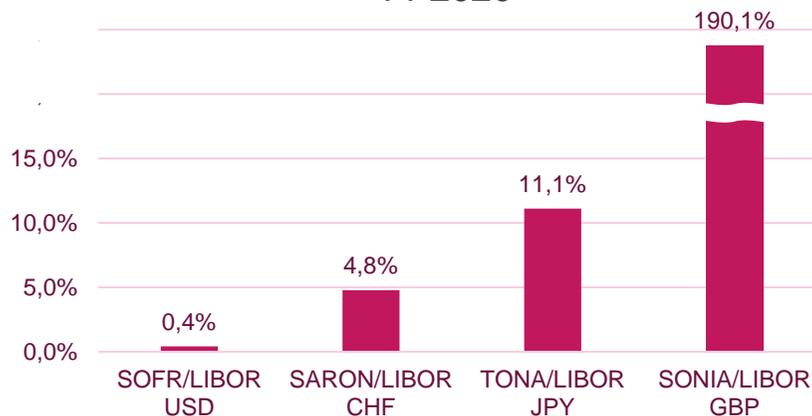
Source : LCH

Emissions SOFR en M\$



Source : CME

Rapports entre Swaps RFR et LIBOR T1 2020



Source : ISDA, Sia Partners. NB : il s'agit de swaps qui font l'objet d'une déclaration réglementaire aux USA.

- L'adoption des RFR progresse lentement et semble même avoir connu un léger fléchissement pendant la crise du Covid (cf volumes swaps LCH).
- Les RFR restent minoritaires par rapport aux LIBOR sur le marché des dérivés sauf le SONIA.
- Les émissions en SOFR progressent lentement. Le SONIA est plus mature.

4

—

Prochaines échéances
clés pour les produits
LIBOR

Clap de fin pour les produits LIBOR (?)

Dates clés LIBOR £

Mars 2020 – Date à partir de laquelle la BoE encourage l'adoption du SONIA dans les swaps comme nouvelle convention de marché.

Fin T1 – Objectif de fin d'émission de prêts en LIBOR GBP fixé par la BoE.

Fin 2021 – Fin de l'obligation de contribution au LIBOR.

Avril – 10% de *haircut* supplémentaire pour les produits indexés en LIBOR en tant que collatéral pour les opérations de la BoE

Fin 2021 – 100% de *haircut* supplémentaire pour les produits indexés en LIBOR en tant que collatéral pour les opérations de la BoE

2020

2021

2022

T2 – Tentative ratée d'imposer le SOFR dans le Main Street Lending Programme (outil de la Fed contre la crise).

Fin 2020 – Objectif de fin de nouvelles émissions obligataires indexées en LIBOR.

Fin T2 – Objectif de fin de nouveaux prêts bilatéraux en LIBOR, de nouveaux contrats dérivés indexés en LIBOR et de titrisation en LIBOR (autre que CLOs).

Fin du LIBOR ? Pas si sûr. Le parlement britannique donne des pouvoirs à la FCA, qui à son tour pourrait maintenir le LIBOR pour les contrats en stock.

Dates clés LIBOR \$

Fin T3 – Objectif de fin de nouveaux prêts immobiliers en LIBOR.

LIBOR, ad vitam æternam



- Le 23 juin, le Parlement Britannique a annoncé vouloir renforcer les compétences de la FCA en matière de régulation des benchmarks.
- La principale conséquence de ce renforcement pourrait être la poursuite de la publication de certains LIBORs.



La FCA envisage d'obliger l'administrateur à **modifier la méthodologie du LIBOR** pour ne pas remettre en question les contrats en vie qui sont considérés comme difficiles à modifier (« tough legacy »)



Seuls les **contrats en stock** devraient être en mesure de continuer à utiliser les LIBORs. De surcroît, certains types de LIBOR/maturités pourraient disparaître. Enfin, s'il subsiste, le LIBOR devrait être fondé sur un RFR « forward looking »



La FCA considère que les contrats qui peuvent être amendés bilatéralement (cf **ISDA**) ou encore les **obligations** qui peuvent être modifiées via des « consent sollicitations » ne font pas partie des « tough legacy »

5

Quelques défis pour les
mois à venir

Un *spread* pour les gouverner tous mais pas de calcul unique



La nouvelle règle

Les *spreads* d'ajustement à appliquer aux RFRs ajustés (taux de repli) correspondent à la médiane des *spreads* IBOR-RFR ajusté sur 5 ans

Pour rappel, les taux de repli se constituent en général d'un taux RFR ajusté (par exemple le SONIA capitalisé pendant 3 mois) auquel on applique un *spread* d'ajustement pour refléter l'écart entre IBOR et RFR.



Bonne nouvelle : l'ARRC, l'ISDA et le Groupe de Travail de la BoE ont tous choisi la même méthode de calcul pour les *spreads* d'ajustement.



Mauvaise nouvelle : les RFR ajustés auxquels s'appliquent ces *spreads* ne sont pas toujours calculés de la même façon.

Taux à terme *in arrears* calculés en capitalisant les intérêts au jour le jour.

vs

Taux à terme *forward* calculés grâce aux produits dérivés afin de déterminer le taux au début de période.



2 problématiques émergent rapidement :

- Tous les acteurs de l'économie n'ont pas l'habitude de travailler *in arrears* (cf impact sur les **outils** ou prévisibilité des flux).
- Instruments de couverture et instruments couverts pourraient avoir des taux de repli différents.

L'évolution possible des méthodes de calcul des taux



Au début, on envisageait la solution des *forward Term Rates* pour substituer les IBORs :

- “It is clear that there is likely to be a strong demand for **Term SONIA Reference Rates in corporate lending**” - Consultation SONIA Juillet 2018
- “[...] the ARRC has at the same time set a goal of seeing an administrator produce a **forward-looking term rate based on SOFR derivatives [...]** in order to aid those cash market participants who may have greater difficulty in adapting to an overnight rate” – User Guide SOFR Avril 2019

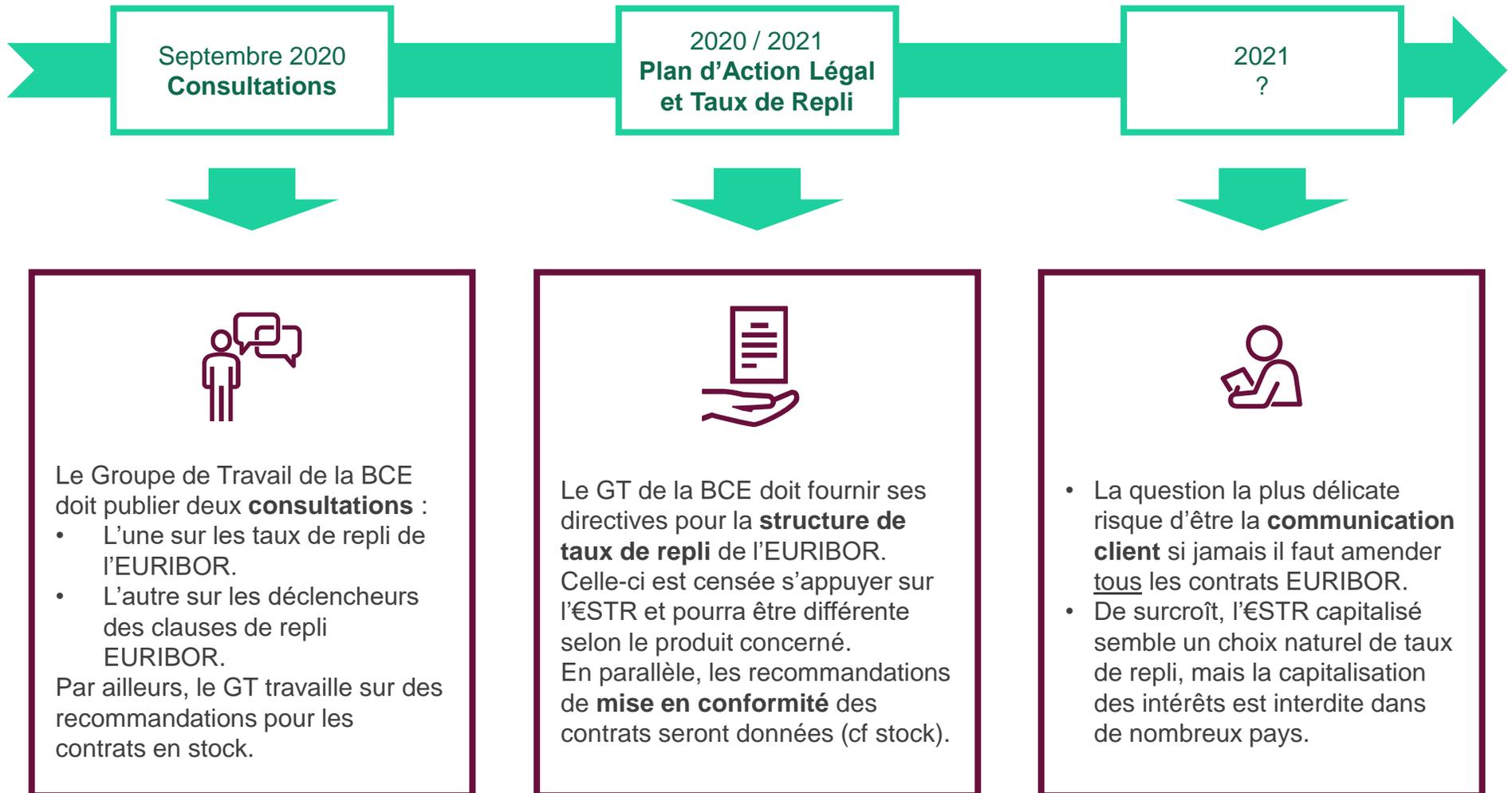
Mais les difficultés techniques sont importantes et l'on s'oriente un peu plus vers la capitalisation *in arrears* :

Evaluation du besoin de *forward Rates* par type de produit. Version BoE (janvier 2020) simplifiée

Products	Client	Balance	Recommendation
Bonds / Loans / Trade	Large Corporate	50%	<p>In arrears</p> <p>Forward rate</p>
Loans / Trade	Mid to Large Corp / Specialist Finance	40%	
	Export Finance / Emerging Market		
	Mid Corp / Private Banking & Retail		
Product Exception	Trade & Working Capital	10%	
	Islamic Finance		

- Q Les taux *forward* exigent des **instruments de dérivés liquides** tels que des swaps ou des futures.
- Q La **construction de l'indice est potentiellement complexe** et prise en charge par un administrateur privé.
- Q Même pour les crédits aux particuliers et aux entreprises, **il pourrait s'avérer plus simple de passer à une capitalisation *in arrears*.**

A la recherche des taux de repli de l'EURIBOR



Un mot pour conclure

Merci