

Qu'est-ce que le LIBOR?

Le taux interbancaire offert à Londres est une référence universelle, mais se trouve sous le feu des critiques

John Kiff

CHAQUE jour ouvrable, vers 11 heures du matin, 18 grandes banques, sous les auspices de la British Bankers' Association, indiquent le taux auquel elles pensent pouvoir emprunter un montant «raisonnable» de dollars les unes aux autres sur ce qu'il est convenu d'appeler le marché interbancaire de Londres. Elles déclarent des taux d'emprunt pour 15 échéances allant d'un jour à un an. L'agence de presse financière Thomson Reuters s'occupe d'établir pour le compte des banques la liste des taux annoncés, élimine les quatre plus hauts et les quatre plus bas et calcule la moyenne de ceux qui restent. Elle annonce ensuite le taux moyen auquel les banques disent pouvoir emprunter des dollars pour chacune des 15 échéances.

Le même processus se répète pour neuf autres devises. La moyenne — au singulier, bien qu'il y ait 150 taux — est le taux interbancaire offert à Londres, en abrégé LIBOR, selon son acronyme anglais. C'est un des taux d'intérêt les plus connus et les plus importants au monde.

Mais, s'il est important, ce n'est pas parce que les banques se prêtent entre elles au taux annoncé, encore que cela puisse arriver. En fait, l'importance du LIBOR tient à ce qu'il sert de référence pour beaucoup des autres taux d'intérêt auxquels s'effectuent les transactions dans le monde entier. D'après un récent rapport du Trésor britannique, le LIBOR sert de référence pour des contrats financiers totalisant 300.000 milliards de dollars, sans compter les dizaines de milliards de dollars en crédits hypothécaires et autres prêts à la consommation de par le monde qui sont aussi indexés sur le LIBOR d'une manière ou d'une autre.

Parce que le dollar est la plus importante monnaie au monde, c'est probablement le LIBOR pour le dollar qui est le plus souvent utilisé et cité. D'autres groupes de banques — qui comptent entre 6 et 16 établissements — annoncent chaque jour ce qu'il leur coûterait d'emprunter à court terme des dollars australiens, des livres sterling, des dollars canadiens, des couronnes danoises, des euros, des yen, des dollars néo-zélandais, des couronnes suédoises et des francs suisses sur le marché interbancaire de Londres.

Il faut toutefois s'attendre à de profonds changements, en raison de la controverse à propos de la façon dont certaines banques déclarent les taux auxquels elles «pensent» pouvoir emprunter et à cause de problèmes inhérents au concept même du LIBOR. À la fin septembre, le gouvernement britannique a formulé des propositions en vue de confier aux pouvoirs publics le soin de fixer cet important taux de référence, qui serait

désormais basé sur des transactions réelles, et de supprimer la plupart des 150 taux distincts.

Innovation récente

Bien que cela fasse des siècles que les banques londoniennes se prêtent et s'empruntent les unes aux autres, le LIBOR est une invention relativement récente. Il remonte à la soudaine vogue, au début des années 80, de l'utilisation de contrats à terme pour se protéger contre le risque de taux d'intérêt. Il fallait des taux de référence fiables pour dénouer ces contrats. Les marchés se sont tournés vers l'association des banques de la place et la Banque d'Angleterre. La British Bankers' Association a lancé le LIBOR en 1986, à l'origine pour trois devises seulement : le dollar, le yen, et la livre sterling.

Le LIBOR s'est imposé comme taux de référence normalisé pour fixer le coût des prêts à taux variables aux sociétés. Son avènement a cependant coïncidé avec le développement de nouveaux instruments financiers basés sur les taux d'intérêt, tels que les contrats à terme et les swaps de taux d'intérêt, pour lesquels il fallait aussi un repère normalisé et transparent.

Le LIBOR est censé être le reflet de la réalité — un taux moyen auquel les établissements bancaires pensent pouvoir obtenir un prêt d'un montant «raisonnable» de devises à court terme. Il représente donc le coût de financement, même s'il se peut qu'une banque n'ait pas besoin de fonds ce jour même.

Mais le LIBOR subit depuis longtemps les critiques de ceux qui estiment que la méthode de fixation des taux est défectueuse et susceptible de fausser les résultats lors des périodes de tension des marchés, durant lesquelles les banques cessent de s'accorder les unes aux autres des prêts de toutes échéances, d'un jour à un an.

Son intégrité a été plus directement ébranlée par les tentatives de manipulation du LIBOR (et d'autres taux de référence) par la grande banque britannique Barclays, laquelle a convenu de verser en juin 2012 des amendes totalisant environ 450 millions de dollars aux instances de régulation du Royaume-Uni et des États-Unis. D'autres établissements font l'objet d'enquêtes pour déclaration erronée du LIBOR et les analystes bancaires pensent que les amendes et poursuites pourraient totaliser près de 50 milliards de dollars.

Mais avant même que le scandale des manipulations mette en doute son authenticité, le LIBOR était souvent qualifié de «fiction commode» en raison de l'écart entre les LIBOR servant de référence et le coût effectif des emprunts sur le marché

interbancaire de Londres. La plupart des banques se prêtent de l'argent pour une semaine ou moins, aussi les LIBOR à plus long terme sont-ils fixés sur la base d'approximations. Et pourtant près de 95 % des transactions faisant référence à un LIBOR ou un autre — depuis les dérivés de taux d'intérêt jusqu'aux crédits hypothécaires — sont indexées sur des taux à trois mois ou plus. Le LIBOR du dollar à trois mois est la durée la plus courante, d'après le Trésor britannique. Un autre signe que le crédit à terme non garanti est devenu une fiction a été donné par un grand courtier interbancaire londonien, ICAP, qui a décidé de cesser de publier ses indices NYFR (taux de financement à New York, alternative au LIBOR) à un et trois mois, par manque de données sur les banques basées à New York.

Néanmoins, le LIBOR s'est révélé être raisonnablement exact, approchant le plus souvent des indices similaires basés sur des taux effectifs d'instruments de crédit non garantis tels que les billets de trésorerie.

L'exception flagrante a été la période immédiatement postérieure à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, qui a déclenché la crise financière mondiale. Le LIBOR dollar à trois mois s'est écarté de deux indices à court terme similaires — le NYFR publié par ICAP et le taux des dépôts à trois mois en eurodollars, qui sont des actifs libellés en dollars déposés dans des banques en dehors des États-Unis.

Le LIBOR était inférieur au taux des eurodollars pendant les premiers mois de 2008, mais l'écart s'est sensiblement creusé immédiatement après la chute de Lehman. Il semblait suivre de très près l'évolution de l'indice NYFR, sauf immédiatement après la faillite de Lehman, moment où il a nettement décroché (voir le graphique).

Le niveau inférieur du LIBOR après cette faillite est peut être en partie une conséquence malheureuse d'une règle de la

British Bankers' Association visant à garantir que les banques déclarent correctement leurs coûts d'emprunt : la publication immédiate des rapports de chaque établissement. Cela devrait normalement être un gage d'honnêteté, mais il est possible qu'en 2007-08 cette précaution ait eu un effet pervers. Les banques étaient, semble-t-il, peu désireuses de donner l'impression qu'elles avaient du mal à se procurer des fonds en déclarant un taux d'emprunt plus élevé que celui imposé à d'autres établissements. Aussi, pour masquer son problème de liquidité, une banque ayant du mal à se financer était portée à indiquer un taux inférieur à ce qu'elle pensait vraiment avoir à payer. De fait, nombre d'études suggèrent que les banques ont déclaré des taux sous-estimés après l'effondrement de la banque d'investissement Bear Stearns en mars 2008, de même qu'après la faillite de Lehman six mois plus tard.

D'autres études ont mené au constat qu'une banque ou une autre ne déclarait pas le taux correct. Mais les enquêtes visant à détecter des signes de collusion de telles ou telles banques n'ont en général pas été probantes.

À la suite du scandale, certains ont demandé la suppression du LIBOR. Mais, parce qu'il s'agit d'un taux de référence si important et universel, le gouvernement britannique a décidé qu'il ne pouvait pas être jeté aux orties et qu'il fallait le sauver.

En premier lieu, le gouvernement britannique se propose d'assurer la supervision du LIBOR à la place du groupe de banques, qui, comme l'a déclaré Martin Wheatley, directeur général de l'autorité des services financiers du Royaume-Uni, «n'a manifestement pas supervisé correctement le processus de fixation du LIBOR». M. Wheatley décrit les grandes lignes des réformes qu'envisagent les pouvoirs publics dans un rapport publié à la fin de septembre.

Le LIBOR serait toujours fixé quotidiennement sur la base des déclarations fournies à l'instance de régulation britannique par un ensemble d'établissements financiers. Mais ceux-ci seraient tenus de communiquer des données prouvant que les taux qu'ils déclarent correspondent bien à leur coût d'emprunt. Les autorités continueraient à rendre publics les taux déclarés, mais avec un décalage de trois mois, afin que les banques ne soient pas tentées de maquiller leurs coûts pendant une passe difficile. En outre, a annoncé M. Wheatley, le gouvernement entend imposer des sanctions pénales aux établissements qui fourniront des informations fausses.

Par ailleurs, afin de recentrer la production des LIBOR sur les taux d'intérêt qui comptent — et pour lesquels il existe des coûts de financement vérifiables — les monnaies australienne, canadienne, danoise, néo-zélandaise et suédoise seraient progressivement sorties du lot et quatre échéances seraient supprimées. Le nombre de taux tomberait donc de 150 aux 20 qui importent le plus pour les acteurs du marché.

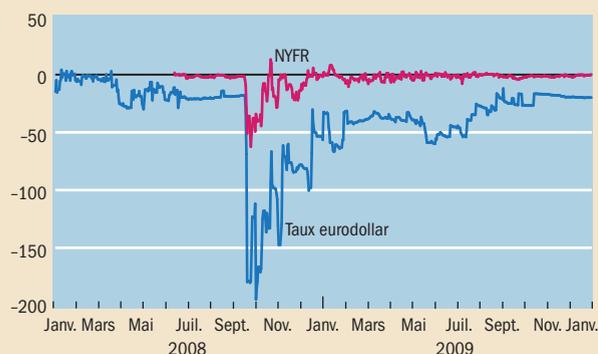
Néanmoins, beaucoup de taux ne seraient toujours pas basés sur des transactions interbancaires réelles. Le rapport Wheatley conseille donc aux opérateurs de reconsidérer l'emploi du LIBOR comme référence et de réfléchir à la nécessité d'un plan de rechange au cas où les taux cesseraient d'être produits. ■

John Kiff est expert principal du secteur financier au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Écart prononcé

Après la faillite de Lehman Brothers, en septembre 2008, le LIBOR à trois mois pour le dollar était très inférieur à deux taux d'intérêt à trois mois similaires, le taux des dépôts en eurodollars et le taux de financement à New York (NYFR).

(écart entre le LIBOR et le NYFR et le taux des eurodollars, points de base)



Source : calculs de l'auteur.

Note : Les eurodollars sont des actifs libellés en dollars déposés dans des banques en dehors des États-Unis. L'indice NYFR était établi par le courtier interbancaire londonien ICAP à partir des informations communiquées par des établissements bancaires de premier rang basés à New York, pour représenter les coûts d'emprunt à court terme de ces établissements. ICAP a cessé de publier l'indice NYFR en août 2012. Un point de base est égal à 1/100^e de 1 %.