
”החלפת ריבית” - כיצד ולשם מה?

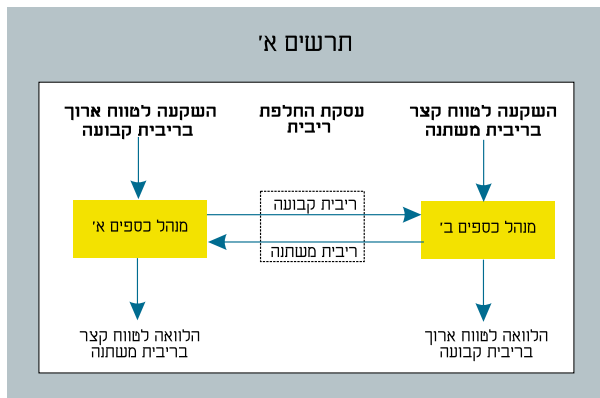
דבי סאסן – מחלקת מטבע חוץ

ברמת הריביות בשוק. כדי להגן על עצמם משינויים בריביות יכולים מנהלי כספים, בנקים מסחריים ובנקים למשכנתאות לקשור עסקאות של החלפת ריבית, וכך ליצור התאמה בין תזרימי הכספים של הנכסים לאלה של ההתחייבויות.

מהי עסקה של החלפת ריבית?

בעסקה טיפוסית של החלפת ריבית שני גורמים בעלי

אחת הדרכים שבהן יכול מנהל כספים לנהל את סיכוני הריבית שלו היא קשירת עסקה של החלפת ריבית (interest rate swap). סיכון ריבית בתיק של נכסים והתחייבויות נובע מאי התאמה בעיתוי בין תזרימי המזומנים של הנכסים לאלה של ההתחייבויות: החזקת נכסים ארוכי טווח (למשל הלוואות ומשכנתאות) בריבית קבועה והתחייבויות קצרות טווח בריבית משתנה (למשל פיקדונות), או להפך, עלולה לגרום הפסדים עקב שינויים



(המבוססת על הקרן הרעיונית), ותניב לו תקבול ארוך, לכיסוי התחייבויותיו הארוכות.

איך פועל שוק ההחלפות?

למעוניין בעסקה של החלפת ריבית קשה, בדרך כלל, למצוא צד שני לעסקה - גורם בעל סכומים דומים לתקופות דומות וחשיפות הפוכות, המעוניין לבצע עסקה

באותה עת. לכן פועלים בשוק החלפת הריבית עושי שוק - בדרך כלל בנקים מסחריים ובנקים להשקעות - המתווכים בין הגורמים, נושאים בסיכונים ומנהלים אותם. כשגורם אחד רוצה לקשור עסקה של החלפת ריבית, עושה השוק קושר איתו את העסקה, ומגן על עצמו

בעסקה טיפוסית של החלפת ריבית שני גורמים בעלי חשיפות הפוכות זו מזו מחליפים תשלומי ריבית.

באמצעות כלים סטנדרטיים הקיימים בשוק ההון, עד שיימצא הצד השני לעסקה. עם כלים אלו נמנים איגרות חוב ממשלתיות, עסקות ריפוי¹ וחוזים עתידיים. לדוגמה, אם עושה השוק קשר עם לקוח עסקה של החלפת ריבית שבה הוא ישלם ללקוח ריבית קבועה תמורת ריבית משתנה, הוא יכול לקנות איגרת חוב ממשלתית ולממן אותה באמצעות הלוואה בשוק הריפוי. האיגרת תניב לעושה השוק ריבית קבועה, שאותה הוא ישלם ללקוח,

¹ עסקת ריפוי היא הלוואה לזמן קצוב, שניירות ערך משמשים לה ביטחונות.

חשיפות הפוכות זו מזו מחליפים תשלומי ריבית: צד אחד משלם ריבית קבועה, ובתמורה משלם הצד האחר ריבית משתנה. תשלומי הריבית מבוססים על "קרן רעיונית" (notional principal) זהה, הנקבעת בזמן קשירת העסקה. הריבית הקבועה נקבעת גם היא בתחילת העסקה, למשך כל חיי העסקה, על פי התשואה-לפדיון של איגרת חוב ממשלתית שהטווח שלה זהה לאורך העסקה, בתוספת מירווח. מירווח זה משקף את הפער בסיכון האשראי בין עסקת ההחלפה לבין נכס ממשלתי, וכן את ההבדל בנזילות בין שני הנכסים. המירווח משתנה בהתאם לתנאים בשוק. הריבית הקצרה מבוססת, בדרך כלל, על ריבית בין-בנקאית כגון ה-LIBOR (London Inter-bank Offered Rate), לתקופה של שלושה או שישה חודשים, ומתחדשת בתחילת כל תקופה. סיכון האשראי בעסקה של החלפת ריבית הוא נמוך יחסית, כי

בין הצדדים מתבצעת החלפת ריבית בלבד, ללא החלפת הקרן. החשיפה כלפי הצד השני נמדדת כערך הנוכחי של ההפרש בין התשלומים לאורך חיי העסקה, והיא משתנה במהלך הזמן כשרמת הריביות משתנה. תרשים א' מתאר את זרמי הכספים הנובעים מהעסקה.

איך משפיעה עסקה של החלפת ריבית על חשיפתו של שני הגורמים?

לאחר ביצוע העסקה, הגורם בעל הנכסים ארוכי הטווח בריבית הקבועה ישלם ריבית קבועה (המבוססת על הקרן הרעיונית), ואילו הריבית המשתנה שהוא יקבל תכסה את התחייבויותיו בריבית משתנה. כך תהיה התאמה בין התשלומים על נכסיו לתשלומים על התחייבויותיו, וחשיפתו לשינויים בשיעורי הריביות תקטן. לצד הנגדי בעסקה תאפשר החלפת הריבית להשתמש בהכנסה מנכסיו קצרי-הטווח למימון הוצאותיו קצרות-הטווח

שבאמצעותה הוא משלם ריבית קבועה ומקבל ריבית משתנה. אם, כעבור זמן מה, הריביות אכן יעלו, הוא יסגור את עסקת החלפת הריבית - על ידי קשירת עסקה הפוכה, מכירה של העסקה לגורם שלישי, או סגירתה עם עושה השוק המקורי - ברווח.

שוק החלפות הריבית בעולם

השימוש בעסקאות של החלפת ריבית נהוג בשוקי ההון המפותחים בעולם זה כעשרים שנה; הוא התרחב מאוד לאחרונה, והגיע בסוף שנת 1999 לכ-43 טריליוני דולרים.

ההיקף הגדול של השוק משקף את נזילותו הגבוהה של כלי זה, את סיכונו הנמוך ואת השימושים הרבים בו. ניתן לקשור עסקאות ו/או לסגור אותן עם עושי שוק רבים בכל המטבעות העיקריים. מירווח ה-Bid-Offer, שמפיקים עושי השוק, צר, ועומד, בשוק הדולרי, על כנקודת בסיס אחת. התקופה המקובלת לעסקה של החלפת ריבית היא בין שנתיים לעשר שנים, ובשוק הדולרי - אפילו עד שלושים שנה. גודלה של עסקה בודדת יכול להגיע עד למאות מיליוני דולרים.

ובישראל?

בישראל השוק לעסקאות של החלפת ריבית פועל זה כשנתיים בלבד, והוא נמצא עדיין בתחילת דרכו. בכל שבוע נקשרות עסקאות בודדות, שגודלן בין 40 ל-50 מיליוני שקלים, לתקופות של עד שנתיים. אי התפתחות, עד כה, של שוק מקומי להחלפת ריבית נעוצה בארבע סיבות עיקריות: (א) העדר ריביות בסיסיות, הן לטווח ארוך והן לטווח קצר, שיכולות לשמש "סמנים" לריביות בעסקאות של החלפת ריבית - בצד הריבית הקבועה - משום ששוק איגרות החוב הלא-צמודות הממשלתיות לתקופות ארוכות טרם התפתח די הצורך; בצד הריבית המשתנה, ריבית ה-TELBOR (Tel Aviv Inter-bank Offered Rate), היכולה לשמש סמן, הושקה רק ב-1999.

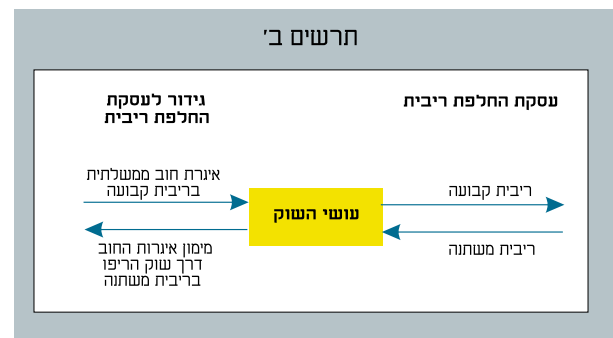
ובאמצעות עסקת החלפת הריבית הוא יקבל ריבית משתנה, שתכסה את התשלום על הריפו (תרשים ב'). עושה השוק יהיה חשוף למירווח של עסקת החלפת הריבית בלבד. כשימצא עושה השוק את הצד השני, הוא יסגור את הריפו וימכור את איגרת החוב.

מהם השימושים הנפוצים

בעסקאות של החלפת ריבית?

בין השימושים המרובים בעסקאות של החלפת ריבית שלושה נפוצים במיוחד: האחד, קשור להנפקות של ניירות ערך,

השני הוא החלפה נכסית, והשלישי קשור לניהול תיקים. נפרט מעט על שימושים אלו: חברות ומוסדות בין-לאומיים



רבים משתמשים בעסקאות של החלפת ריבית כדי להפוך הנפקה חדשה של נייר ערך, בריבית קבועה, להתחייבות בריבית משתנה, ובכך להשיג הלוואה בריבית אטרקטיבית יותר מאלטרנטיבות אחרות. במקביל להשקת הנייר, קושר המנפיק עסקת החלפה, שבאמצעותה הוא מקבל ריבית קבועה לאורך חיי ההנפקה, ומשלם ריבית משתנה. בשימוש הנפוץ השני משקיעים רוכשים נכסים, בדך כלל בריבית קבועה, והופכים את תזרים המזומנים לריבית משתנה. הואיל ועסקאות של החלפת ריבית הן חוץ-מאזניות, "עסקות חבילה" כאלה אינן מנפחות את המאזן. בשימוש השלישי מנהל תיק, הצופה, לדוגמה, עליית ריביות, יכול לקשור עסקה של החלפת ריבית,

(ב) העדר אפשרות לעושי השוק לגדר את סיכונים; זאת משום שהשווקים המספקים כלים לגידור סיכונים אלו -

שוק איגרות החוב הנומינליות הארוכות, שוק החוזים העתידיים ושוק הריפו - אינם מפותחים או אינם קיימים. (ג) העדר שוק עולמי מפותח לעסקאות המבוססות על ריבית קבועה צמודה לאינפלציה, שהוא שוק איגרות החוב הגדול ביותר בישראל; זאת משום שריבית נידת היא תחליף

להצמדה, ולכן אין תמריץ להחלפה, בניגוד למקרה של ריבית נומינלית קבועה. (ד) שוק איגרות החוב הפרטיות בישראל אינו מפותח; לכן אין באפשרותן של חברות

עסקיות לבחור איגרות חוב בריבית קבועה, המוחלפת, בעסקה של החלפת ריבית, לריבית משתנה, כאלטרנטיבה

לגיוס הון בריבית משתנה, ובכך לזרז את התפתחותו של השוק לעסקות החלפה. יתר על כן, הריכוזיות במערכת הבנקאות בישראל מקשה על פיתוחם של מקורות אשראי חלופים לחברות.

למרות זאת, עם הגידול הצפוי של שוק איגרות החוב הלא-צמודות בשנים הקרובות, והתרחבות הפעילות של

מוסדות פיננסיים זרים בשווקים המקומיים, תגדל נזילותם של השווקים, והיא עשויה להביא לפעילות גוברת גם בשוק העסקאות של החלפת ריבית.

השוק לעסקאות של החלפת ריבית בישראל נמצא עדיין בתחילת דרכו.

