

26/12/2011

## סיכום ישיבתה של ועדת התלבור מ-22/11/2011

### רשמית המשתתפים:

חברי הוועדה: שרון לביא מהבורסה לניירות הערך, הראל קורדובה מ-HSBC וכנציג הבנקים, קטי כהן מחטיבת השווקים של בנק ישראל ורועי שטיין מחטיבת המחקר של בנק ישראל (יו"ר).  
אורחים: מיכל רוט-לוי מ"בנק הפועלים", לירז רפאלי מ"הבנק הבינלאומי", גיא פישר מ"בנק לאומי", סער ווינטראוב מ"ברקליס קפיטל", עופר פוקס מ"סיטי בנק", ישי שילו מ"דויטשה בנק" ואינה קורנפלד, שהצטרפה באיחור, מ"בנק מזרחי".

1. קטי כהן החליפה את גניה דה-מאיו, כנציגת חטיבת השווקים בבנק ישראל. בהצלחה לשתיים.
  2. רועי שטיין עדכן את הנוכחים בעניין ההתלבטויות בהנהלת בנק ישראל ובמשרד האוצר לגבי הגוף שרצוי כי יהיה מופקד על שוק התלבור לאורך זמן. על כן שוק התלבור נמצא כיום בנקודה קריטית לגבי המשך התפתחותו ועיצובו. רועי ציין לטובה את ההתפתחות העצומה שהייתה בשוק זה בשנים האחרונות: היקף העסקאות בחוזי הריבית על התלבור גדל; הוא מגיע כיום למיליארדי ש"ח, ומאפשר ניהול יעיל של סיכוני ריבית. אולם יש לזכור כי שוק זה אינו מבוסס עדיין על "כסף אמיתי" – על עסקאות דו-צדדיות להלוואות ופיקדונות בין-בנקאיים. על רקע עדכונים אלו התנהל דיון על מספר נושאים מהותיים. להלן הנקודות העיקריות שעלו בדיון:
- המשתתפים ציינו את החשיבות הרבה של הרכב הוועדה, שמיוצגים בה הן הבנקים התורמים והן גופים אחרים המעורבים בשוק, ובמיוחד ציינו את החשיבות של מעורבות בנק ישראל לקידומו ופיתוחו של שוק התלבור. האמון המצטבר באיכות קביעתן של ריביות התלבור על בסיס הציטוטים נשען, בין היתר, על הרכב הוועדה והעומד בראשה.
  - בהקשר זה הודגש כי גם הגוף האחראי על ריביות הליבור – BBA Libor – מתייעץ עם הבנק המרכזי באופן שוטף, במיוחד לפני שינויים מתוכננים בכללים ובהגדרות. ראוי אפוא שבנק ישראל ימשיך לטול חלק פעיל בעיצובו של השוק.
  - עוד צוין כי אין חשש שוועדת ריבית התלבור, או כל גוף אחר אשר יופקד על שוק התלבור, ישפיעו על הריביות הנקבעות בו; זאת משום שתפקידה של הוועדה הוא רק לוודא שהשוק מתנהל באופן תקין, לזהות בעיות בשוק ולספק להן פתרונות הולמים, כדי ששוק זה ימשיך להתפתח ולהשתכלל.
  - בימי משבר, שבהם ציטוטי הבנקים התורמים עלולים להיות מעטים מדי, הריבית אמנם אינה נקבעת באופן אוטומטי, אך חברי הוועדה אינם מפעילים שיקול דעת לגביה; ביום כזה היא נקבעת בשיעור שנקבע ביום הקודם, ללא שינוי. לניתוח האירועים האפשריים לכשלי שוק והתגובות האפשריות בארגון ה-BBA Libor ראו נספח 1. ועדת התלבור תאמץ כללים אלה באופן פורמלי, עם ההתאמות הנדרשות, ועד הפגישה השוטפת הבאה יוצגו הכללים החדשים במסמך הכללים וההגדרות.

3. שרון לביא מהבורסה לניירות הערך ציינה כי הבורסה תבחן את האפשרות להשיק חוזי ריבית במהלך 2012. אם הבורסה תיווכח כי המשקיעים, המוסדיים ופעילים מרכזיים נוספים מייחסים לחוזים סחירים אלו חשיבות רבה, היא תפעל לקידום הנושא בהתאם לדרישה ולצורך בשוק.

4. הראל קורדובה ומשתתפים נוספים ציינו כי חשוב בעניינם שהבורסה תבחן את השקת חוזי הריבית מבוססי התלבור בהקדם האפשרי, בעיקר לנוכח נתוני היקף העסקאות אשר הועברו לוועדה ע"י הבנקים התורמים; אלה מעידים שהיקף המסחר ב-FRA המבוצע ע"י לקוחות (ולא רק בנקים) עלה משמעותית בשנת 2011.

5. לדעת מרבית המשתתפים הנפקת איגרת חוב ממשלתית בריבית משתנה על בסיס התלבור צפויה לקדם את שוק הריביות הבין-בנקאיות בישראל, עד כדי קפיצת מדרגה בכל הקשור למודעות המשקיעים המוסדיים והציבור כולו. יתר על כן, ההערכה היא כי עם הנפקת אג"ח ממשלתיות על ריבית התלבור ייווצרו התנאים שיקלו על לקוחות הבנקים ליהנות ממסגרות אשראי ופיקדון לתקופות ממושכות בריבית המבוססת על ריבית התלבור, וכן מאפשרויות מגוונות להתגוננות מפני תנודות בריבית. עוד עלה בדיון כי כאשר משרד האוצר ינפיק איגרת חוב בריבית משתנה המבוססת ריבית תלבור, יחפשו המוסדיים כלי מתאים – סחיר – לניהול סיכוני האשראי, כדוגמת החוזים הסחירים שהבורסה מתכננת להשיק; לכן חשוב שהבורסה והאוצר יקדמו את השקת הנכסים המבוססים על ריבית התלבור תוך שיתוף פעולה ביניהם ותיאום לוח זמנים.

6. התקבלה החלטה לגבי המועדים שבהם לא תיקבע ריבית התלבור לשנת 2012, באופן חד-פעמי:

- 2 בינואר (יום שני) – עקב דחייה ביום אחד של החג, החל בדרך כלל ב-1 בינואר. יום זה אינו יום עסקים בכל השווקים המרכזיים.

- 28 במאי – על פי הכללים ריבית התלבור לא אמורה להתפרסם ביום שני האחרון של חודש מאי, משום שביום שני זה חלים ה-Memorial Day בארה"ב וה-Spring bank Holiday באנגליה. אמנם בשנת 2012, לרגל חגיגות ה-60 למלכותה של המלכה אליזבת באנגליה, שייערכו ב-5 ביוני, נדחה ה-Spring bank Holiday באנגליה מ-28 במאי ל-4 ביוני, אך בשנים הבאות הוא ישוב ויחול ביום שני האחרון של חודש מאי (כפי שהתברר מבדיקה שערכנו). לשם העקביות הוחלט אפוא כי גם השנה לא תיקבע ריבית התלבור ב-28 במאי, אף על פי שהבנקים באנגליה יהיו פתוחים, ורק בארה"ב הם יהיו סגורים.

רשימת המועדים שבהם לא תיקבע ריבית התלבור בשנת 2012 מובאת בנספח 2.

7. בהמשך לדיונים שהתנהלו בפגישות האחרונות של הוועדה בדבר הגדלת היקף המחויבויות לעסקאות בנגזרים – OIS, FRA, ו-IRS – נקבעו בפגישה הנוכחית הכללים הבאים: (1) להגדיל את המחויבות ל-50 מיליון לגבי עסקות IRS ול-100 מיליון לגבי עסקות OIS ו-FRA. (2) כל בנק תורם מחויב לבצע עד שלוש עסקאות מול בנק המבקש לחתום עמו על עסקאות, ובלבד שניתנה לו ההזדמנות לשנות את ציטוטיו בין העסקאות. אם מספר הפניות לביצוע עסקאות שבנק תורם מקבל מבנקים ביום מסוים הגיע ל-10, הוא אינו מחויב להסכים לפניות נוספות<sup>1</sup>; בהתאם לכך ישונה גם סעיף 4.3.5 במסמך המרכז את ההגדרות והכללים שקבעה הוועדה. בגרסה החדשה

<sup>1</sup> מגבלה זו התווספה לאחר הישיבה, בעקבות הערותיהם של מספר בנקים תורמים.

יכתב בסעיף זה: "המחויבות של הבנק התורם היא לקשור עד שלוש עסקאות מול בנק תורם אחר המבקש לעשות עמו עסקה. בנק תורם אינו מחויב לבצע עסקאות ביום שבו הוא כבר ביצע 10 עסקאות במסגרת המחויבות". יש להדגיש כי המטרה של מחויבויות אלו היא להניע את הבנקים התורמים לצטט ריביות על פי שיקולים ראויים בלבד, ללא ניסיונות להטות את ריבית התלבור על פי שיקולי פוזיציה. יחד עם זאת, המחויבות לביצוע עסקאות לא נועדה לשמש כלי ליצירת נזילות. בהקשר זה חברי הוועדה מבקשים להזכיר לבנקים התורמים כי אם הם מתקשים לבצע עסקאות מול בנקים תורמים אחרים בריביות המצוטטות על ידי האחרונים, יש להם אפשרות להגיש לוועדה מכתבי תלונה.

על פי הכללים וההגדרות שבמסגרתם פועלת הוועדה, החלטות אלו ייכנסו לתוקף בתוך 30 יום – בתחילת ינואר 2012.

8. נציגי הבנקים התורמים ביקשו להעביר לפיקוח על הבנקים בקשה – שישקול את ביטול חובת הנזילות של הבנקים התורמים אם הם לווים מבנקים תורמים זרים ("דויטשה בנק" ו"ברקליס קפיטל"), במסגרת המחויבות שקבעה ועדת ריבית התלבור. הבנקים המקומיים יוכלו לסמן עסקאות אלו כעסקאות בין בנקים תורמים, ובכך יוסרו החסמים בשוק הנובעים מחובת הנזילות של הבנקים מול לקוחותיהם. הקלה כזאת מצד הפיקוח על הבנקים תניע בנקים זרים נוספים להיכנס לשוק התלבור, דבר שיתרום להתפתחותו.

## נספח 1

### תרשומת מפגישה של רועי שטיין עם ג'ון איוואן (John Ewan) נציג BBA-Libor.

לונדון, 03/11/2011

בתחילת חודש נובמבר נפגשתי עם נציג ה-BBA-Libor<sup>2</sup> הנמצא בלונדון, כדי לדון על מספר נושאים מהותיים הקשורים לשוק התלבור – הגרסה הישראלית לשוק הליבור. ריבית הליבור המשמשת סמן להלוואות/פיקדונות בנקאיים ולעוד מיגוון מוצרים, נקבעת על בסיס ציטוטים של מספר בנקים, להלן "הבנקים התורמים". סביב שוק זה התפתחו נגזרי הריבית, וכן מונפקות איגרות חוב בריביות משתנות. נזכיר כי בישראל אין, כמעט, הלוואות ופיקדונות בין-בנקאיים מעבר ליום עסקים אחד, והפעילות היחידה המבוססת על ריביות התלבור הארוכות יותר (עד שנה) היא עסקאות בחוזי ריבית נגזרים. כדי להניע את הבנקים המצטטים את ריביות התלבור לפעול במחויבות ובשקיפות, הוקמה הוועדה למיסוד שוק התלבור, שקבעה הגדרות וכללים, וכן מחויבות לקשור עסקאות בשיעורי הריבית המצוטטים על ידי הבנקים התורמים. לעומת זאת בשוק הליבור לא נקבעה מחויבות לביצוע עסקאות על בסיס הציטוטים, מפני ששוק זה מבוסס (לפחות עד פרוץ המשבר) על כסף אמיתי – עסקאות דו-צדדיות להלוואות ופיקדונות בין-בנקאיים. על רקע הירידה המשמעותית בהיקפי הלוואות הבין-בנקאיות, הנמשכת מאז המשבר האחרון, הנהלת הארגון שוקלת דרכים להגברת האמינות בשוק זה, ובכללן אף הגדרת מחויבות לקשור עסקאות בשיעורי הריבית המצוטטים על ידי הבנקים התורמים – עסקאות בנכס הבסיס עצמו (ולא בנגזרים)<sup>3</sup>.

היקף העסקאות בחוזי הריבית על התלבור גדל בשנים האחרונות, וכיום הוא מגיע למיליארדי ש"ח. שוק מפותח זה של נגזרי הריבית מאפשר ניהול יעיל של סיכוני ריבית, אף שהוא עדיין אינו מבוסס על כסף אמיתי – עסקאות דו-צדדיות להלוואות ופיקדונות בין-בנקאיים. נוסף על כך נראה כי משרד האוצר והבורסה לניירות ערך מעוניינים לשנות את ההגדרות של איגרות החוב הממשלתיות בריבית משתנה ושל החוזים העתידיים על הריבית הקצרה וליצור נכסים המבוססים על ריבית התלבור, שהם אטרקטיביים יותר – כמקובל במדינות המפותחות. שוק התלבור נמצא אפוא כיום בנקודה קריטית לגבי המשך התפתחותו ועיצובו. חברי ועדת ריבית התלבור ימשיכו לפעול בנחישות ובוזהירות הראויה להמשך מיסודו של שוק התלבור. אציין כי ג'ון איוואן התרשם מאוד הן מעבודת הוועדה לקידום ופיתוח של התלבור והן מנכונותם של הבנקים התורמים לבצע עסקאות מחייבות, לשם הגברת האמינות.

להלן מספר נושאים שעלו בפגישה:

---

<sup>2</sup> BBA-Libor הינה חברת בת של ארגון ה-BBA, עם חבר הנהלה נפרד. הפרדה זו התבצעה לפני מספר שנים כדי למנוע אפשרות לניגוד עניינים בין טובת הבנקים לבין טובת הציבור ושאר המשקיעים האחרים הפועלים בשוק הליבור.

<sup>3</sup> ועדת התלבור מדרגת את הבנקים התורמים על פי היקף פעילותם בנגזרי הריבית, בעוד שארגון ה-BBA-Libor מדרג את הבנקים התורמים על פי נפח הלוואות/הפיקדונות שהם מבצעים בתקופה הרלוונטית וחמישית מעסקות ההחלף בריביות – בין הריבית המקומית לריבית חו"ל.

1. אמנה מוסכמת – ישנה אמנה בין ארגון ה-BBA-Libor לבין כל אחד מהבנקים התורמים. האמנה מבוססת על מכתב בקשה (חתום על ידי כל אחד מהבנקים), שבו מצהיר הבנק על כוונתו לאמץ את הכללים וההגדרות שקבע הארגון (בדומה למכתב שהוועדה ביקשה מהבנקים לחתום עליו בתחילת דרכנו). חשוב לציין כי הבנקים התורמים אינם מחויבים פורמלית לתרום את ציטוטיהם. יחד עם זאת, אם בנק מסוים יחליט (שלא באופן יוצא מהכלל) לא לצטט, הארגון עשוי להוציא אותו מרשימת הבנקים התורמים. במקרה כזה סביר שהשמועה בדבר הדחה של אותו הבנק מרשימת הבנקים התורמים תהיה בבחינת אירוע שלילי, שישפיע על הבנק מאוד גם בתחומי פעילות אחרים.
2. אם יש פחות מחמישה בנקים תורמים שמצטטים ריבית – אין קביעת ריבית באופן אוטומטי (בדומה להחלטה של ועדת ריבית התלבור); הוחלט כי ריביות הליבור ליום זה יהיו זהות לאלה שנקבעו ליום הקודם. במסגרת הדיון שניהלנו על ההשלכות האפשריות של החלטה כזאת ניתח מר איוואן מקרים אפשריים של מצב כזה:
  - א. מתרחש כשל שוק מהותי, שמתפרס על פני מספר שווקים שונים – במקרה כזה סביר שהבנק המרכזי יכריז על יום חופשה, שבו לא יתנהל כל מסחר בנכסים פיננסיים, ואולי הוא אף לא ייחשב כיום עסקים. אירועים כאלה עלולים להתרחש בתקופות מלחמה, מגפות, אסונות טבע וכמובן פיגועי טרור, כדוגמת אסון התאומים, שבעקבותיו הודיע הפדרל רזרב על מספר ימי חופשה בארה"ב. על פי חוקי ISDA ואחרים יש לתמחר את העסקה לפי הריבית האחרונה שהתפרסמה.
  - ב. מתרחש כשל שוק נקודתי הקשור לשוק הליבור בלבד – מקרה כזה אינו סביר כלל, לדעתו, כי הוא אינו מצליח להעלות בדעתו סיבות להתרחשותו. אם בכל זאת יתרחש אירוע כזה – ה-BBA-Libor החליט כי הריביות יושארו כפי שהיו לפניו.
3. תהליך קבלת ההחלטות – ה-BBA-Libor אינו מקיים פגישות בדלתיים פתוחות (כדוגמת פגישות ועדת ריבית התלבור), ובתוך כך הוא אינו מקבל החלטות על פי הצבעה של הבנקים התורמים. לטענתו, לכל בנק תורם יש אינטרס צר בהחלטות השונות, וכמספר המשתתפים בישיבה יהיה מספר הדעות שיובעו. תהליך קבלת ההחלטה הוא פנימי, אך תוך התייעצות הן עם הבנקים המרכזיים והן עם הבנקים התורמים. פגישות התייעצות הן אישיות, ואינן מתפרסמות. בסופו של התהליך מודיע ה-BBA-Libor לבנקים התורמים על השינויים שהתקבלו, ומוקצה פרק זמן מוגבל לתגובתם הרשמית.
4. שיקולים מצד ה-BBALibor להוספת השקל לשוק הליבור – השיקול העיקרי הוא אם יש בנכס הבסיס נפח עסקאות מספיק, כלומר הלוואות/פיקדונות בין בנקאיים, כך שהשוק אטרקטיבי די הצורך, ויכול לעורר עניין בקרב משקיעים. אם אין עסקאות בנכס הבסיס, כמו בשוק הישראלי, אין כל אפשרות להוסיף מטבע, משום שאי אפשר להחיל עליו את אותם הכללים שנקבעו לשאר המטבעות. יחד עם זאת, ארגון ה-BBA-Libor מספק יועצים לוועדות/ארגונים המטפלים בשוקי הריביות הבין-בנקיות במדינות שונות. יימשך בארגון הלימוד של שוק התלבור, וייתכן שעד סוף השנה הם יגישו לוועדת ריבית התלבור הצעה לשמש לה יועצים.

## נספח 2

### מועדים שבהם לא ייקבע שיעור התלבור בשנת 2012, נוסף על ימי שבת וראשון

	<u>היום בחודש</u>	<u>היום בשבוע</u>	<u>המאפיין</u>
2	בינואר	ז'	בטבת התשע"ב
8	במרץ	י"ד	באדר התשע"ב
13	באפריל	כ"א	בניסן התשע"ב
26	באפריל	ד'	באייר התשע"ב
28	במאי	ז'	בסיוון התשע"ב
17	בספטמבר	א'	בתשרי התשע"ג
18	בספטמבר	ב'	בתשרי התשע"ג
25	בספטמבר	ט'	בתשרי התשע"ג
26	בספטמבר	י'	בתשרי התשע"ג
1	באוקטובר	ט"ו	בתשרי התשע"ג
8	באוקטובר	כ"ב	בתשרי התשע"ג
25	בדצמבר	י"ב	בטבת התשע"ג
26	בדצמבר	י"ג	בטבת התשע"ג

**2 בינואר** - עפ"י הכללים ריבית התלבור לא אמורה להתפרסם ב-1 בינואר. בשנת 2012 1 בינואר יוצא ביום ראשון, ו-2 בינואר אינו יום עסקים בעולם בכל השווקים הסגורים ב-1 בינואר.

**28 במאי** - על פי הכללים ריבית התלבור לא אמורה להתפרסם ביום שני האחרון של חודש מאי. זאת משום שביום שני זה חלים Memorial Day בארה"ב ו-Spring bank Holiday באנגליה. בשנת 2010 Memorial Day בארה"ב יחול כרגיל ביום שני האחרון של חודש מאי, אך באנגליה – רק השנה – לרגל חגיגות ה-60 למלכות המלכה אליזבת, שיתקיימו ב-5 ביוני, נדחה ה-Spring bank Holiday, **באופן חד-פעמי**, ל-4 ביוני. בדקנו ווידאנו שבשנים הבאות Spring bank Holiday ישוב ויחול ביום שני האחרון של חודש מאי.