KESKUSTELUALOITTEITA
DISCUSSION PAPERS

Tarja Heinonen

SWAP–TRANSAKTIOT RISKIEN JA TUOTTOJEN SIIRTÄMISKEINOINA

1.8.1985
VP 3/85

Suomen Pankin
Valuuttapolitiikan osasto

Bank of Finland
Exchange Policy Department

SUOMEN PANKKI

Valuuttapolitiikan osasto
T. Heinonen/LH

1.8.1985

SWAP-TRANSAKTIOT RISKIEN JA TUOTTOJEN SIIRTÄMISKEINOINA

1 JOHDANTO

Viime vuosina raja kansainvälisten raha- ja pääomamarkkinoiden välillä on hämärtynyt, kun pääomamarkkinoiden rahoitusvälineiden likviditeettiä on pyritty parantamaan. Samalla taseiden lähes kaikista eristä on tullut kauppatavaraa ja taseiden ulkopuolistenkin transaktioiden määrä on lisääntynyt. Lisäksi voimakkaasti vaihtelevien korkojen ja valuuttakurssien ympäristössä on tarvittu entistä sofistikoidumpia menetelmiä riskeiltä suojautumiseen ja kustannusten vähentämiseen. Erääksi keinoksi vähentää lainan kustannuksia suojatulta pohjalta kehitettiin kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla swapit eli valuutan- ja/tai koronvaihtotransaktiot.

Ensimmäiset valuutanvaihtotransaktiot tehtiin jo noin kuusi vuotta sitten, jolloin niillä lähinnä pyrittiin kiertämään Englannissa voimassa olleita valuuttasäännöksiä. Swapit tehtiin konsernin sisäisinä vaihtoina. Kuitenkin swapien varsinainen läpimurto tapahtui vasta vuonna 1981, kun Maailmanpankki nosti dollarimääräisen lainan ja vaihtoi sen kustannukset D-markoiksi ja Sveitsin frangeiksi. Näin markkinat saivat julkisuutta ja ikään kuin virallisen hyväksymisen. Sittemmin swap-markkinoiden kasvu on ollut voimakasta, joskaan tarkkaa tietoa näistä usein salaisista transaktioista ei ole saatavilla. Painopiste swapeissa on koronvaihtosopimuksilla, joiden vuosivolyymin on arvioitu kasvaneen vuoden 1982 noin 100 milj. dollarista 80 mrd tai jopa 100 mrd dollariin.

Koska Swap-transaktioita on tehty jo Suomessakin, on aiheellista tutustua swap-markkinoilla käytettyihin termeihin ja tekniikkaan sekä pohtia markkinoiden synnyn syitä ja vaikutuksia.

2 SWAP-TERMINOLOGIAA JA -TEKNIIKOITA

Koska swap-markkinat ovat vielä suhteellisen uusi ja nopeasti kehittyvä ilmiö ja lainasopimukset ovat verrattain monimuotoisia, ei markkinoiden käsitteistö ole kaikilta osin vielä vakiintunutta. Tässä kappaleessa selvitellään, mikä swap oikeastaan on ja miten se tehdään.

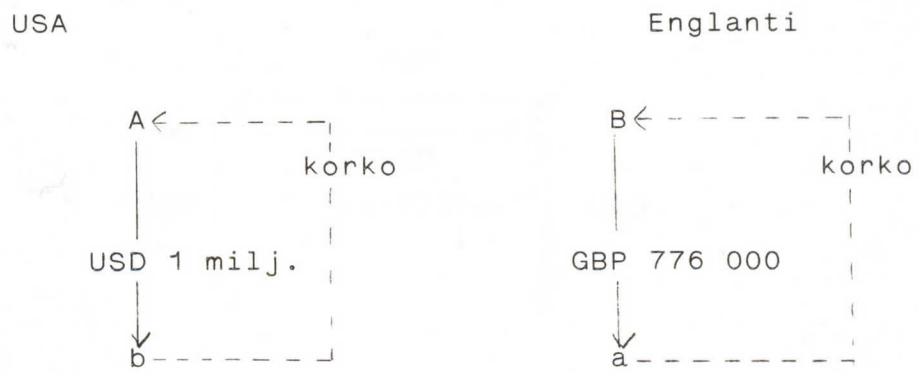
2.1 Swapin perustyypit

Velkaswapin perustyypit ovat valuuttaswap ja korkoswap. Valuuttaswap on transaktio, jossa velka vaihdetaan toisen valuutan määräiseksi laina-ajaksi, mutta jossa takaisinmaksu tapahtuu alkuperäisessä valuutassa, usein ennalta sovitulla vaihtokurssilla.

Valuuttaswap voidaan tehdä ensinnäkin kahdella rinnakkaisella lainalla (parallel loans) tai vastakkaissuuntaisella lainalla (back-to-back loans). Näissä menetelmissä osapuolet ovat eri maissa ja käyttävät normaalisti kotimaansa valuuttaa. Rinnakkaisilla lainoilla tarkoitetaan kahden, eri maissa sijaitsevan yksikön (A ja B) välistä sopimusta, jonka perusteella ne antavat lainaa toistensa tytäryrityksille. A myöntää kotimaanrahanmääräisen lainan samassa maassa toimivalle B:n tytäryritykselle b ja B myöntää samansuuruisen laina oman maansa valuutassa samassa maassa toimivalle A:n tytäryritykselle a. Kumpikin lainanantaja perii korkoa, joka perustuu käytetyn valuutan markkinakorkoon. Voimassa on siis

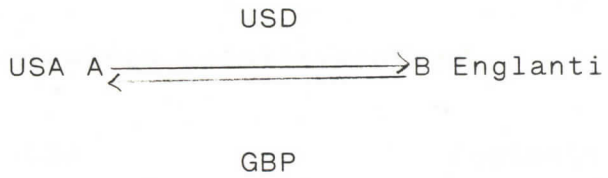
kaksi erillistä lainasopimusta ja kaksi erillistä korkoa. Rinnakkaisia lainoja on käytetty lähinnä Englannissa ja Yhdysvalloissa toimivien yksiköiden välillä.

Kuvio 1 Rinnakkainen laina



Vastakkaissuuntaiset lainat muistuttavat rinnakkaisia lainoja. Ero on siinä, että lainanantajat myöntävät lainan suoraan toisilleen eivätkä toistensa tytäryrityksille.

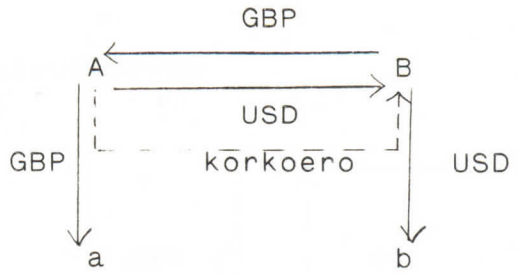
Kuvio 2 Vastakkaissuuntainen laina



Toinen tapa tehdä valuuttaswap on tehdä se suoraan vaihtamalla heti kahta valuuttaa ja sopimalla takaisinvaihdosta sovitun ajanjakson jälkeen. Yritykset eivät siten lainaa valuuttoja toisilleen, vaan kysymys on ensimmäisessä vaiheessa valuuttojen myynnistä ja toisessa vaiheessa niiden ostosta. Myyntihetkellä käytetään vallitsevaa spot-kurssia ja samaa kurssia käytetään ostotilanteessa, vaikka valuuttakurssit muutuisivat tällä välillä. Osapuolten välillä on

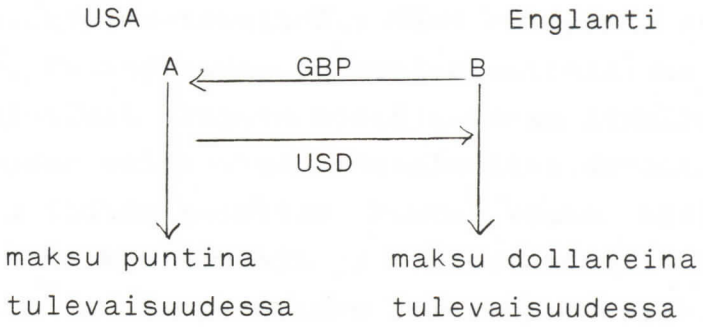
vain yksi sopimus. Korko maksetaan tavallisesti vuosittaisena summana, joka normaalisti vastaa käytettyjen valuuttojen välistä korkoeroa. Kuvan tapauksessa B saa korkotuloa A:lta, koska punnan korkotaso on oletettu USA:n korkotasoa korkeammaksi.

Kuvio 3 Suora valuuttaswap



Valuuttaswap voidaan tehdä myös pitkäaikaisella termiinisopimuksella, jonka ero perinteiseen pankin kanssa tehtävään terminointiin nähden on siinä, että pitkäaikaisella termiinisopimuksella voidaan käyttää ajanjaksoja ja valuuttoja, joille ei virallisia markkinoita. Myös hinnoittelu saattaa poiketa lyhytaikaisten termiinien hinnoittelusta. Tärkeimpien valuuttojen määräisiä sopimuksia voidaan swap-markkinoilla tehdä helposti aina viiteen vuoteen asti.

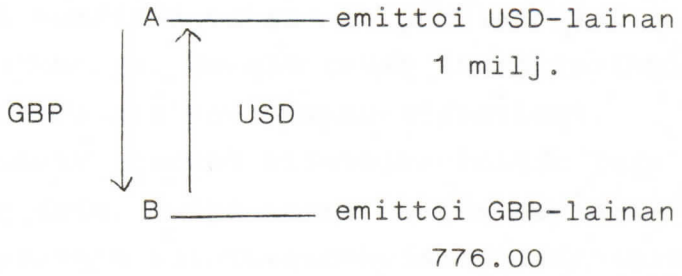
Kuvio 4 Pitkäaikainen termiinisopimus



Vaikka kaikki yllämainitut transaktiot ovat valuutanvaihtosopimuksia, on viime aikoina useissa yhteyksissä termin valuuttaswap käyttö rajoitettu vain sellaisiin transaktioihin, joihin liittyy emissio.

Tällaisessa järjestelyssä joukkovelkakirjalainan kustannukset vaihdetaan toisen - uuden tai vanhan - velan kustannuksiin ja kumpikin osapuoli maksaa lainan takaisin emissiovaluutassa. Swapin tavoitteena on saada kummankin osapuolen laina järjestymään pienemmin kustannuksin kuin siinä tapauksessa, että osapuolet emittoisivat lainan suoraan haluamansa valuutan markkinoilla.

Kuvio 5 Valuuttaswap



Kun korkoja maksetaan ja laina kuoletetaan, nuolten suunta vaihtuu päinvastaiseksi. Emissioiden tarkat määrät saadaan vallitsevista pankkien välisistä spot-valuuttakursseista ja lasketaan toisen emission nimellismäärästä.

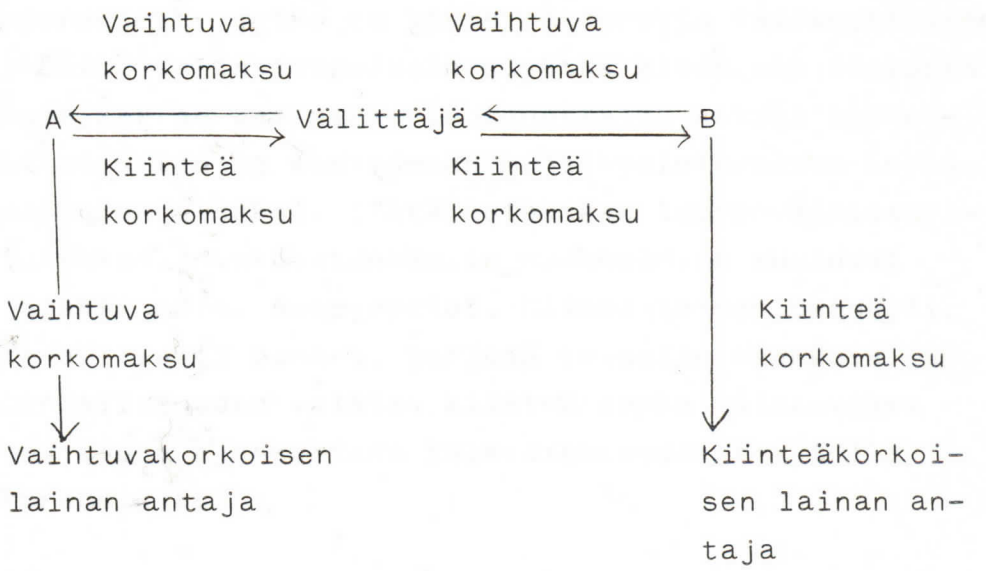
Kun valuuttahallinnossa tavoitellaan tasapainoista valuuttajakaumaa, voidaan valuuttaswapin avulla päästä lähes samaan lopputulokseen kuin monivaluuttalainalla. Sopimusteknisesti nämä kuitenkin eroavat toisistaan. Valuuttaswap on monivaluuttalainaa jäykempi. Monivaluuttalainan nostaja varaa itselleen mahdollisuuden vaihtaa sopimusvaluuttaa ennalta sovittujen periodien kuluttua. Muutos koskee sekä korkomaksuja että kuoletuksia ja muutosmahdollisuus on dokumentoitu jo alkuperäiseen lainasopimukseen. Valuuttaswap sen sijaan on muodollisesti lainan nostosta erillinen tapahtuma, joka vaatii oman dokumentointinsa ja on sopimuspuolia sitova. Sitä voidaan verrata normaaleihin lainojen jälkimarkkinoihin, sillä lainanantajien saamissa lainanhoitomaksuissa

ei tapahdu mitään muutoksia, vaikka maksaja vaihtuu. Usein valuuttaswapeihin liittyy korkoswap, jolloin pyritään hyödyntämään valuuttojen korkoeroja.

Toinen swapin perustyyppi, korkoswap, syntyi obligaatiomarkkinoilla. Normaali korkoswap on transaktio, jossa kaksi toisistaan riippumatonta lainanottajaa nostaa samansuuruiset ja -pituiset lainat eri lainanantajilta, toinen veloista on kiinteä- ja toinen vaihtuvakorkoinen. Lainanottajat sopivat velkojensa koronmaksuvelvoitteen vaihtamisesta keskenään siten, että kumpikin maksaa toisen lainaan perustuvia korkomaksuja. Swapit tekee kannattaviksi lainanottajien erilaiset koronmaksuvelvoitteet. Suuret pankit saavat yleensä kiinteäkorkoisia lainoja edullisin ehdoin, mutta koska niiden saatavakanta perustuu pääosin vaihtuvakorkoisiin lainoihin, suojausnäkökohdat puoltavat kiinteäkorkoisen velan kustannusten vaihtoa vaihtuvakorkoisiin. Jos swaposapuolet nostavat lainansa nimenomaan swapia varten, myös lainannostoon liittyvät erilaiset maksut voidaan vaihtaa, mutta kuoletukset jäävät tässäkin tapauksessa alkuperäisen lainanottajan maksettavaksi. Osapuolet suorittavat toistensa koronkustannukset joko suoraan toisilleen tai välittäjänä toimivan pankin kautta.

Koska osapuolten luottoehdot ovat erilaiset, heikompiehtoisen (korkeampikorkoisen) lainan nostanut maksaa toiselle osapuolelle lisäksi premion. Maksut sovitetaan yhteen siten, että vain nettoero virtaa osapuolelta toiselle.

Kuvio 6 Korkoswap



Kumpikaan lainanantajista ei osallistu swapiin, vaan saa maksunsa siltä swap-osapuolelta, jolle lainan alunperin myönsi. Lainanantaja ei välttämättä edes tiedä mitään swap-transaktiosta.

Nykyisin tehdään korkoswapeja myös samaa korkotyyppiä olevien lainojen välillä. Vaihtuvakorkoisten lainojen keskinäinen vaihto perustuu eri markkinoilla vallitseviin erilaisiin peruskorkoihin (LIBOR, prime rate, talletustodistuskorko yms.) Kiinteäkorkoisten lainojen swapeja puolestaan tehdään etupäässä taseen saatavapuolella. Näissä swapeissa lainoilla on eri maturiteetti ja vaihto perustuu korko-odotuksiin. Yritys, joka uskoo korkojen laskevan vaihtaa lyhytaikaisen kiinteäkorkoisen saatavansa pidempiaikaiseen. Toinen swap-osapuoli uskoo korkojen nousevan nykytasolta.

Korko- ja valuuttaswap tehdään usein samanaikaisesti. Tällöin vaihtuvakorkoisia valuuttoja x vaihdetaan kiinteäkorkoisia valuuttoja y vastaan.

2.2 Markkinoiden kehityspiirteitä

Swap-perustyyppien lisäksi on tarjolla lukuisia muunnelmia, jotka on usein rakennettu lainanottajien yksilöllisiin tarpeisiin eivätkä siten ole käytössä kuin kerran tai pari. Luotonottajat voivat esimerkiksi sitoutua vastaamaan myös kuoletuksista koronmaksujen lisäksi. (Tätä kutsutaan luotonvaihtosopimukseksi.) Vakiintuneisiin muunnelmiin kuuluvat lisäksi esim. swap-optiot. Niissä toinen osapuoli, tavallisesti pankki, tarjoaa toiselle osapuolelle mahdollisuuden vaihtaa kiinteä korko vaihtuvaksi sovittuna ajankohtana tulevaisuudessa sovitulla spreadilla.

Swapien jälkimarkkinat ovat toimineet vasta pari vuotta, mutta niiden volyymi arvioitiin viime vuoden loppupuolella jo 10-20 mrd. dollariksi. Tyypillisessä jälkimarkkinatransaktiossa välittäjä "purkaa" swapin etsimällä kolmannen osapuolen, joka ottaa huolehtiakseen sen asiakkaan swap-velvoitteista (esim. maksamalla kiinteää korkoa alkuperäiselle swap-osapuolelle saaden vaihtuvan koron mukaisia maksuvirtoja vastineeksi). Näin asiakas on ennen swapia vallinneessa tilanteessa eli maksaa jälleen alunperin nostamansa lainan mukaisesti vaihtuvaan korkoon perustuvia maksuja.

Voittoa voidaan tavoitella myös tekemällä useita swapeja. Niiden kannattavuus ilmenee seuraavasta esimerkistä.

A nostaa vaihtuvakorkoisen lainan LIBOR:lla ja B kiinteäkorkoisen lainan 11 prosentin korolla. A ja B tekevät korkoswapin. Korkotaso nousee sen jälkeen 200 peruspistettä, joten A:n koronmaksuvelvoite, 11 %, on uudella tasolla erittäin edullinen. Koska A uskoo korkojen laskevan tulevaisuudessa, se päättää tehdä toisen swapin. A nostaa uuden, edellisen käl-

taisen lainan 13 prosentin kiinteällä korolla ja tekee swapin vaihtuvakorkoista LIBOR-lainaa vastaan C:n kanssa. Nyt LIBORiin perustuvat maksut menevät päittäin, A maksaa B:lle 11 % korkoa ja saa C:ltä 13 % korkoa.

3 SWAPIEN HINNOITTELU

Swapien hinnoittelu ei poikkea teknisesti minkä hyvänsä lainatransaktion hinnoittelusta. Hinnan asetanta perustuu nykyarvon tai sisäisen korkokannan laskentaan. Hinnoittelussa otetaan huomioon korot, lainojen maturiteetti ja rakenne. Osapuolten luottokelpoisuus ja pääsymahdollisuus eri pääomamarkkinoille vaikuttavat hintoihin myös, samoin kuin tietyn tyyppisten lainojen kysyntä ja tarjonta. Lisäksi viranomaisten toimenpiteiden aiheuttama markkinoiden epätäydellisyys saattaa heijastua hinnoitteluun. Kun swap suoritetaan välittäjän avustuksella, tulevat kokonaiskustannuksiin mukaan välityspalkkio ja korvaus riskin kantamisesta. Korvaussummat ovat kilpailun kiristyessä pienentyneet parissa vuodessa 1/2 prosentista 1/8 prosenttiin lainasummasta. Jälkimarkkinatransaktioissa palkkiot voivat edelleen nousta jopa 1/2 prosenttiin.

Swapeihin liittyviä kustannussäästöjä lienee havainnollisinta tarkastella esimerkkien avulla:

3.1 Korkoswap

Yritys A voi nostaa kiinteäkorkoisen dollarilainan 10 prosentin korolla tai vaihtuvakorkoisen LIBOR + 1/4 prosentin korolla ja se tarvitsee vaihtuvakorkoisia lainoja positionsa suojaukseen.

Yritys B, jonka luottokelpoisuus on heikompi, saa lainan joko 10 3/4 prosentin kiinteällä tai LIBOR + 1/2 prosentin vaihtuvalla korolla.

Jos B nostaa vaihtuvakorkoisen lainan ja vaihtaa korkokustannukset A:n nostaman kiinteäkorkoisen lainan kustannuksiin, syntyy 1/2 prosentin positiivinen ero (10 3/4 - 10) - (LIBOR + 1/2 - LIBOR + 1/4) verrattuna tilanteeseen, jossa swapia ei tehdä. Erotus jaetaan osapuolille lähinnä kysynnän ja tarjonnan tasapainopisteen mukaisesti. Jos esim. kiinteäkorkoisten lainojen kysyntä on hyvin voimakasta, voi tällaisen lainan tarjoaja saada suurimman osan swapin tuottamasta kustannussäästöstä. Swapin kysyntä riippuu luonnollisesti vaihtoehtoiskustannuksista, jotka puolestaan määräytyvät osapuolten luottokelpoisuuden mukaan.

Korkoswapit perustuvat pitkälti lainanottajien korko-odotuksiin. Nämä odotukset heijastuvat siinä, että lainanottajille myönnettyjen vaihtuvakorkoisten lainojen marginaalin ero poikkeaa siitä erosta, mikä on näiden samojen lainanottajien kiinteäkorkoisten lainojen välillä. Erot luovat pohjan arbitraasille, mutta arbitraasitoiminta koventaa vähitellen erot niin pieniksi, että swapien kannattavuus heikkenee.

3.2 Valuuttaswap

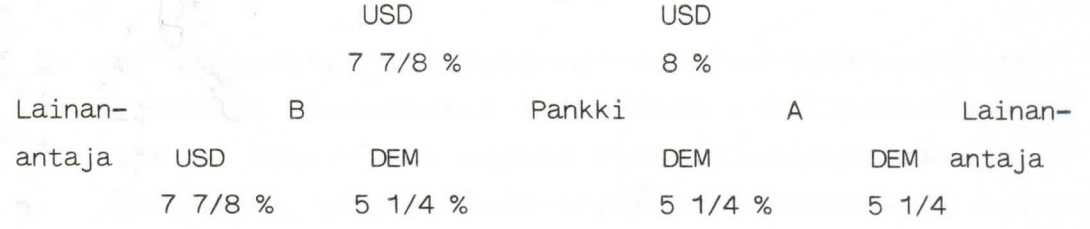
Valuuttaswapissa otetaan huomioon mm. valuuttojen korkoerot, rahoituksen saatavuus eri markkinoilta, arvioidut luottoriskit sekä valuuttahallinnolliset näkökohdat. Valuuttaswapin arbitraasisäästö syntyy seuraavasti:

Yritys A tarvitsee 5 vuoden dollarimääräisen lainan, mutta sen olisi maksettava premioita dollarimarkkinoilla, jolloin lainan korko on 8 1/4 prosenttia. D-markkalainan yritys voisi nostaa 5 1/4 prosentin korolla.

Yritys B:n lainaehdot ovat 7 7/8 dollarilainalle ja 5 3/4 D-markkalainalle.

Yritys A nostaa D-markkalainan ja vaihtaa sen B:n nostamaan dollarilainaan. Lainat vaihdetaan spot-kurssiin transaktion tekohetkellä ja samaa kurssia käytetään, kun lainat vaihdetaan takaisin kuoletuksen yhteydessä. Välittäjäpankki saa korvaukseksi 1/8 prosenttia lainasummasta dollareissa.

Kuvio 8



Swapin tuloksena A maksaa dollareista 8 prosentin korkoa, josta 1/8 on välittäjälle maksettavaa korvausta eli säästää 1/4 prosenttia. B maksaa D-markoista 5 1/4 prosentin korkoa eli säästää 1/8 prosenttia.

4 SWAP-MARKKINOIDEN RISKIT JA VALVONTA

4.1 Markkinaosapuolten riskit

Swapeja voidaan pitää suhteellisen riskittömiä transaktioina, sillä useimpia niihin liittyviä epävarmuustekijöitä voidaan pienentää oleellisesti sopimuksiin sisällytettyjen erityisehtojen avulla. Lisäksi korkoswapin riski rajoittuu vain koronmaksuvelvoitteeseen eikä pääomaan.

Valuuttakurssiriski eliminoituu rinnakkaisissa ja vastakkaissuuntaisissa lainoissa "täyttöehdolla" (topping-up clause), jolloin lainanantajat sopivat siitä, että toisen osapuolen on maksettava lisää tai kuoletettava lainaa kurssien muuttuessa olennaisesti, jotta lainamäärät saadaan jälleen samansuuruisiksi. Suorassa valuuttaswapissa puolestaan valuuttojen takaisinvaihto sopimusperiodin päättyessä tapahtuu ensimmäisen vaiheen spot-kurssilla. Vaih-

tuvakorkoisissa lainoissa spread-suhde voi muuttua, mutta tätä riskiä voidaan lievittää sopimalla etukäteen uudelleenjärjestelymahdollisuuksista esim. kunkin koronmaksukauden päättyessä. Myös kiinteäkorkoisiin valuuttaswap-sopimuksiin voidaan liittää "säppiehto" (ratchet clause), jonka perusteella korkoa muutetaan ennalta sovittujen edellytysten vallitessa.

Korkoswapeihin liittyvä riski koron muuttumisesta odotusten vastaisesti muistuttaa termiinisopimusten riskiä. Korkoriski koskee myös välittäjäpankkeja, jotka ovat tehneet swap-sopimuksen ensin vain toisen osapuolen kanssa, koska sopivaa vastapuolta ei ole heti löytynyt. Ne voivat esimerkiksi ottaa vastatakseen vaihtuvakorkoisesta lainasta, jonka spread on 50 peruspistettä. Markkinakorko laskeekin 40 peruspisteeseen, jolloin pankki ei enää saakaan siirretyksi epäedulliseksi muodostunutta velvoitetta. Toisaalta päinvastaisessa tilanteessa välittäjä saisi toiminnastaan vastaavasti voittoa.

Suurin riski swapissa on mahdollisuus, että toinen osapuoli jättää velvoitteensa suorittamatta. Jos swap-kumppani laiminlyö sopimukseen kuuluvan maksun, voi kärsinyt osapuoli jättää maksamatta tälle saman suuruisen määrän omista velvoitteistaan. Kuitenkin velkasuhde alkuperäisen lainanantajaan on muuttumaton. Näin ollen esim. tapauksessa, jossa vaihtuvaan korkoon swap-sopimuksessa sitoutunut osapuoli laiminlyö maksunsa ja korot ovat nousseet sopimuksentekohetkestä, kiinteään korkoon sitoutunut osapuoli joutuu yllättäen maksamaan korkeaa vaihtuvaa korkoa lainanantajalleen. Korkeamman korkotason vallitessa ovat uuden swap-kumppanin hankkimiskustannukset alkuperäistä korkeammat. Samoin kesken valuuttaswap-sopimusperiodin tapahtuvassa laiminlyönnissä valuuttakurssit saattavat poiketa huomattavasti alkuperäisestä tilanteesta.

Laiminlyönneistä aiheutuvaa riskiä vähentääkseen eräät yritykset ovat kelpuuttaneet swap-kumppanikseen ainoastaan sellaisen, jonka luottokelpoisuus on arvioitu vähintään yhtä hyväksi kuin sen oma luottokelpoisuus. Lisäksi voidaan kumppanilta vaatia jonkinlainen turvaava vakuus. Tavallisin keino suojautua laiminlyöntiriskiltä on kuitenkin turvautuminen välittäjään, jolle riski siirtyy. Luottotappioriskin lisäksi välittäjälle syntyy markkinariski, jos se ei löydä swapille toista osapuolta, vaan positio jää avoimeksi. Yleistä laskukaavaa riskien arvioimiseksi ei ole, vaan pankit voivat suojata ne haluamassaan laajuudessa. Korkoswapissa markkinariski usein arvioidaan kolmeksi prosentiksi pääomasta vuotta kohden, valuuttaswapeissa vähän suuremmaksi.

4.2 Valvontanäkökohtia

Swap-transaktiot mutkistavat osaltaan keskuspankkien pankki- ja pääomamarkkinoiden seurantaa. Itse asiassa korkoswapien kehittämisen yksi lähtökohdista oli se, että keskuspankit ovat monissa maissa ryhtyneet valvomaan aikaisempaa tarkemmin pankkien velkaantumistunnuslukuja. Periaatteessa mikä hyvänsä laina voidaan vaihtaa toiseen lainatyyppiin tai valuuttaan ja swap voidaan peruuttaa toisella swapilla. Jos valvovat viranomaiset vastustavat joukkovelkakirjalainan liikkeellelaskua vain swap-tarkoitukseen, voi yritys käyttää jo olemassa olevaa lainaa.

Myös ero pitkä- ja lyhytaikaisen pääoman välillä hämärtyy entisestään: vaikka laina-ajat swap-transaktioissa tavallisesti vaihtelevat 5-10 vuoteen, tekee jälkimarkkinoiden toiminta niistä luonteeltaan lyhytaikaisia. Useat muutkin innovaatiot kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ovat murentaneet perinteistä maksutaseen mukaista pääomanjaottelua.

Likviditeettivaikutuksia swapeilla on vain siinä tapauksessa, että mahdollisuus korkoswapin avulla

alentaa korkokustannuksia lisää lainannostohalukkuutta samaan tapaan kuin korkotason normaali aleneminen. Sen sijaan swapeilla voidaan vaikuttaa pääomien ohjautumiseen. Siten esimerkiksi subventoidut lainat, joita myönnetään tavallisesti vain huolellisesti tutkitulle yritysjoukolle, voivat siirtyä swapin kautta toisille yrityksille. Näin rakennemuutoksiin tähtäävä luottohakemusten karsinta ei saavuta toivottua tulosta.

Swap-markkinoiden kehitys on huolestuttanut sellaisten maiden rahaviranomaisia, jotka ovat nähneet swapeissa riskin kotimaan valuutan joutumisesta valvonnan ulkopuolelle usein tuntemattomien lainanottajien haltuun. Toisaalta on arvosteltu välittäjäpankkien alhaisia marginaaleja, joiden on katsottu kattavan markkina- ja luottoriskit puutteellisesti.

5 MOTIIVIT SWAP-TRANSAKTIOIHIN

Edellä esitetystä on jo käynyt ilmi, että swap-toiminta perustuu pohjimmiltaan suhteellisen edun periaatteeseen. Koska näkemykset siitä, millaisen riskin lainanhakija lainanantajalle aiheuttaa, poikkeavat eri pääomamarkkinoilla ja eri segmenteissä, syntyy mahdollisuuksia tuottaa edullisempia transaktioita swapin kautta kuin suoraan markkinoilla. Samalla voidaan suojata saaminen tai velka johtuipa riski sitten valuutasta tai korosta.

Yrityskohtaisemmin eriteltynä voidaan swapeille löytää esim seuraavia motiiveja:

5.1 Markkinoiden epätäydellisyyteen liittyviä tekijöitä

- Ulkomaista lainapääomaa ei ole saatavilla perinteisistä lähteistä tai sen kustannukset ovat lainaa tarvitsevalle yritykselle kohtuuttomat.

- Valuutan vienti maasta on vaikeaa, jolloin valuutansäännöstelyä voidaan kiertää rinnakkaisilla lainoilla tytäryhtiöille.

- Ulkomaan rahan ostoa säännöstellään investointivaluuttapremiolla, jolloin ulkomaisten investointien kustannukset nousevat. Swap voidaan tällöin tehdä rinnakkaisilla lainoilla tai suoran valuuttaswapin avulla.

- Yli vuoden pituiset perinteiset termiinimarkkinat ovat usein ohuet tai puuttuvat kokonaan.

- Korkokustannukset voidaan siirtää verotuksen kannalta edullisimpiin yksiköihin. Verotuskysymyksiin liittyy toisen euromarkkinainnovaation, nollakoron (zero-couponin), käyttö. Zero-couponilla tarkoitetaan muodollisesti korotonta lainaa, jossa joko todellinen nosto on nimellistä nostomäärää pienempi tai kuoletus nostoa suurempi. Maissa, joissa korkotulot ovat veronalaisia ja korkokustannukset vähennyskelpoisia, saattaa olla edullista suorittaa swap "korottoman" ja korollisen lainan välillä. Eräissä maissa verottaja laskee "korottomille" lainoille implisiittisen tuoton, jolloin verotusetu jää saavuttamatta.

- Yritys voi käyttää hyväkseen valtion tukemaa rahoitusta, joka myönnetään esim. vientiluottolaitosten kautta, ja eliminoida mahdollinen kurssiriski swapin avulla. Swap ei normaalisti tule rahoittajan tietoon, muutoinhan tällainen toiminta pyrittäisiin luonnollisesti estämään.

- Joissakin maissa kotimainen saaminen voidaan konvertoida ulkomaiseksi ostamalla kotimaisia arvopapereita ja vaihtamalla maksuvirrat swapin avulla valuuttamääräisiksi. Tästä mahdollisuudesta ovat olleet huolissaan erityisesti Länsi-Saksan viran-

omaiset.

5.2 Transaktioiden julkistamattomuus

- Useissa maissa ulkomaan rahan määräisissä transaktioissa syntyvät voitot ja tappiot on kirjanpidossa sisällytettävä tilikauden tuloihin. Samoin valuuttapositiosta aiheutuvat voitot tai tappiot tulee ilmoittaa joko tuloissa tai pidätetyissä voitoissa. Yritykset, jotka haluavat eliminoida valuuttavaikutuksen raportoinnistaan, voivat tehdä sen pitkäaikaisten termiinisopimusten avulla.

- Suora valuuttaswap koostuu vain yhdestä sopimuksesta, jolloin velka voidaan kuitata saatavaa vastaan, eikä se vaikuta yrityksen velkaantuneisuutta kuvaaviin tunnuslukuihin. Koska swap-sopimukset ovat salaisia, lainanottajan nimi ei näy mainetta vahingoittavan usein lainamarkkinoilla.

- Swap ei näy myöskään välittäjän taseessa. (Tosin viime aikoina on useissa maissa alettu kiinnittää huomiota siihen, että taseen ulkopuolisten erien poisjääminen velkaantuneisuustunnusluvuista on kasvava epävarmuustekijä etenkin pankkisektorissa. Yhdysvaltain lainsäädännön mukaan pankin on ilmoitettava swap-positionsa taseen alaviitteenä, mikäli sillä katsotaan olevan olennainen vaikutus pankin tulokseen).

5.3 Transaktioiden joustavuus

- Valuuttaswapit ovat käyttökelpoinen menetelmä suojautua kurssimuutosriskeiltä sovittamalla velat saataviin valuuttakohtaisesti. Samoin voidaan sovittaa korkosaatavat ja velat koronmaksutyypeittäin. Koska korkoswapissa lainapääoma ei vaihdu, vaan ainoastaan korkomaksuvirrat, swapin aiheuttamat riskit puolestaan rajoittuvat suhteellisen

pieniin summiin.

- Tavanomaiset swapit alkavat jo olla niin standardisoituja, että niiden dokumentointi on suhteellisen yksinkertaista. Swap-markkinoiden laajennuttua ja pankkien tultua entistä aktiivisemmin niille mukaan, swapien teko on tullut nopeaksi, koska pankit eivät enää välttämättä etsi molempia sopimuspuolia yhtä aikaa, vaan ne ottavat swap-sopimuksia väliaikaisesti omiin nimiinsä.

- Koska korkoswap on irrallaan antolainauksesta, yritys voi ensin nostaa lainan ja vasta sitten vakiinnuttaa koron. Swapsopimus voidaan tehdä jopa ennen lainan nostoa, jos yritys arvelee korkojen nousevan ennen lainan järjestymistä.

6 SWAP-TRANSAKTIOT SUOMESSA

Suomalaiset yritykset ja rahoituslaitokset ovat tehneet tähän mennessä parikymmentä swapia ulkomaalaisen osapuolen kanssa. Swapit ovat olleet ulkomaan rahan määräisiä. Suomalaisten tekemät swapit ovat lähinnä korkoswapeja (tai sekä korko- että valuutanvaihtoja). Transaktioiden tavallisin korko on ollut 20-30 milj. USD. Koska suomalaiset yleensä saavat haluamansa lainan melko edullisesti jo suoraan markkinoilta, ei kiinnostus swapeihin ole levinnyt laajalle yksityissektoriin.

Puhtaasti kotimaisten swap-markkinoiden laajuudesta ei ole saatavissa tietoa, mutta ilmeisesti myös näillä markkinoilla on ollut jonkun verran aktiviteettia. Mahdollisesti myös KTR-luottoja on vaihdettu yrityksille, jotka eivät olisi saaneet niitä suoraan ja näin nämä yritykset ovat päässeet hyötymään lainoihin liittyvistä edullisista ehdoista.

Myöntäessään luvan swapiin ulkomaisen osapuolen kanssa Suomen Pankki on lähtenyt siitä ajatuksesta, että ei ole tarpeen estää lainanottajaa pyrkimästä parempiin lainaehtoihin. Valuuttaswapit katsotaan osaksi yritysten valuuttahallintoa, joten lupa swapin tekoon ei ole välttämättä lainakohtainen. Sen sijaan markkamääräisiä swapeja ulkomaisten lainanottajien kanssa ei ole toistaiseksi sallittu. Periaatteessa olisi mahdollista, että suomalainen lainanottaja nostaisi lainan kotimaan markkinoilta ja vaihtaisi sen swapilla ulkomaisen osapuolen kanssa. Nämä markkaerät olisivat täysin Suomen Pankin kontrollin ulkopuolella eikä niiden liikkeisiin jälkimarkkinoilla voitaisi vaikuttaa.

Ulkomaisen pääomantuonnin seurannalle swapit eivät ole aiheuttaneet kohtuuttomia hankaluuksia, koska vaihtotransaktioita on ollut niin vähän. Ulkomaisen velan valuuttajakauman seurannalle esim. monivaluuttalainat ovat swapeja monimutkaisempi ongelma.

Korottomat lainat sallittiin vuoden 1985 heinäkuun alussa (tosin yksi nollakorkoinen laina ehdittiin nostaa jo vuonna 1984), vaikka lainojen verotuskohtelu on vielä epäselvä. Nollakorkolainojen liikkeellelaskumahdollisuus kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla parantaa suomalaisyritysten mahdollisuuksia osallistua swap-transaktioihin. Voidaan olettaa swapien yleistyvän jossain määrin samalla kun transaktiot monimutkaistuvat ulkomaisten esikuvien mukaan.

LÄHDELUETTELO

Antl, Boris (ed.) Swap Financing Techniques Euromoney Publications Ltd London 1983

Levo, Urpo Ulkomainen luotonotto Suomen Lakimiesliiton Kustannus Oy Helsinki

McGoldrick, Beth New life for interest rate swaps Institutional Investor Aug. 1983 s. 91-94

McGoldrick, Beth The wild, wild world of interest rate swaps Institutional Investor Nov. 1984 s. 88-94

Miller, Gregory Making a market in slightly used swaps Institutional Investor Nov. 1984 s. 99-104

Orion Royal Bank Ltd International Capital Markets 1984 Euromoney Publications, London 1984 s. 133-140

Shirref, David The Way to Any Market Euromoney Nov. 1983 s. 60-75

Walmsley, Julian Interest rate swaps: the hinge between money and capital markets The Banker, April 1985 s. 37-40

Wilson, J.S.G How assets and liabilities are managed around the world The Banker, June 1985 s. 63-64