

# Penning- och valutapolitik

TIDSKRIFT UTGIVEN AV SVERIGES RIKSBANK



2005:2

S V E R I G E S   R I K S B A N K



# Penning- och valutapolitik

2005:2

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

utges av Sveriges riksbank och utkommer med fyra nummer per år.

ANSVARIG UTGIVARE: LARS HEIKENSTEN

REDAKTION: STAFFAN VIOTTI, KERSTIN MITLID  
OCH INFORMATIONSSSEKRETARIATET

Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Telefon 08-787 00 00.

De synpunkter som framförs i signerad artikel representerar  
artikelförfattarens egen uppfattning och kan inte tas som  
uttryck för Riksbankens syn i berörda frågor.

Prenumeration på samt lösnummer av tidskriften kan beställas via

Riksbankens webbplats [www.riksbank.se/Publicerat/Publikationer/Penning- och valutapolitik](http://www.riksbank.se/Publicerat/Publikationer/Penning-och-valutapolitik)

E-post [forradet@riksbank.se](mailto:forradet@riksbank.se)

Telefax 08-787 05 26

Informationssekretariatet, Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Publikationen utkommer även i en engelsk version,

Sveriges Riksbank Economic Review.



341 123  
Trycksak

# Innehåll

## ■ Basel II – nytt regelverk för bankkapital 5

*Göran Lind*

Det nya regelverket för bankers kapitalkrav kallas Basel II. Det kommer att ersätta den nuvarande Baselöverenskommelsen. I Sverige och övriga EU-länder kommer det nya regelverket att träda i kraft den 1 januari 2007. Införandet av Basel II kommer att få påtagliga konsekvenser varför det finns ett behov av en kortfattad vägledning om de viktigaste frågorna. Tonvikten i denna artikel ligger därför på övergripande frågor.

## ■ Penningpolitiska förväntningar och terminspremier 23

*Jan Alsterlind och Hans Dillèn*

Penningpolitiska förväntningar kan mätas på olika sätt. Ett sätt är att använda sig av enkäter, ett annat sätt är att med utgångspunkt från räntor på statspapper göra beräkningar av en kort terminsräntekurva. Förekomsten av terminspremier innebär dock att de korta terminsräntorna inte enbart avspeglar förväntningar om den korta marknadsräntan varför det är nödvändigt att skaffa sig en uppfattning om storleken på dessa premier. De två måtten har olika för- och nackdelar och det kan därför vara en poäng att kombinera dessa.

## ■ Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken 38

*Annika Otz*

Riksbankens räntestyrning utgör den operativa delen i den penningpolitiska processen. Genom räntestyrningen förverkligas direktionens penningpolitiska beslut genom att marknadsens kortaste ränta, dagslåneräntan, påverkas. Förutom att ge en pedagogisk beskrivning av hur penningpolitiken går till i praktiken, tydliggör denna artikel kopplingen mellan räntestyrningen och Riksbankens betalningssystem.

## ■ Notiser 49

## ■ Kalendarium 50

## ■ Avgivna yttranden 52

## ■ Tabeller 57

## ■ Tidigare utgivna artiklar 66



# ■ Basel II – nytt regelverk för bankkapital

AV GÖRAN LIND

Göran Lind är rådgivare till Riksbankens direktion.

---

*Det nya regelverket för bankers kapitalkrav kallas allmänt Basel II<sup>1</sup>. Det kommer att ersätta den nuvarande Baselöverenskommelsen, som Baselkommittén antog 1988 och som ibland kallas Basel I. I Sverige och övriga EU-länder kommer det nya regelverket att träda i kraft den 1 januari 2007. Motsvarande EU-direktiv speglar Basel II, men innehåller ett antal större och mindre ändringar.<sup>2</sup>*

*Mycket har redan skrivits som beskriver och analyserar de tekniska aspekterna av Basel II, t.ex. om metoderna för riskmätning. Men eftersom införandet av Basel II kommer att få påtagliga konsekvenser även för andra delar av befolkningen än riskexperter, finns det ett behov av en kortfattad och icke-teknisk vägledning om de viktigaste frågorna. Det är detta som är syftet med denna artikel. Tonvikten ligger därför på övergripande snarare än tekniska frågor.*

## Varför måste vi byta från Basel I till Basel II?

I de flesta länder är banker enligt lag skyldiga att hålla en viss mängd kapital, främst i form av aktiekapital och en del kapitalliknande skuldinstrument. Kapitalkravens historia visar att det har skett en stegvis utveckling mot alltmer sofistikerade metoder.

Det traditionella kravet är att banker ska hålla ett visst *minimikapital*<sup>3</sup> som ska fungera som buffert mot förluster men även som en disciplinerande faktor för bankens ägare. En del länder tillämpar dessutom en *kapitaltäckningskvot*, på t.ex. 4 procent av en banks totala tillgångar, som en tröskelnivå för att se till att kapitalet ökar när balansomslutningen, och

---

<sup>1</sup> Det fullständiga namnet på överenskommelsen är "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – a Revised Framework"; juni 2004, Baselkommittén för banktillsyn, BIS.

<sup>2</sup> EU-direktivet heter "Direktiv om omarbeting av Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG av den 20 mars 2000 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut och rådets direktiv 93/6/EEG om kapitalkrav för värdepappersföretag och kreditinstitut". Kortfattat kallas det "nya kapitalkravsdirektivet" (CRD) eller, alternativt, CAD III. Medan Basel II i första hand är avsett att endast omfatta internationellt verksamma banker kommer kapitalkravsdirektivet att omfatta alla banker, kreditmarknadsföretag och även värdepappersbolag i EU:s medlemsstater.

<sup>3</sup> En bank med säte i EU måste t.ex. ha ett minimikapital på 5 miljoner euro.

därmed riskerna, ökar. En riskbaserad kapitaltäckningsgrad på minst 8 procent för kreditrisker formaliserades i 1988 års Baselöverenskommelse och kapitalkraven för marknadsrisker tillkom 1996. Dessa regler kallas ibland Baselöverenskommelsen om kapitaltäckning eller kort och gott Basel I.

En riskbaserad kapitaltäckning innebär att olika låntagare, i fråga om kreditrisk, tilldelas olika riskvikter som är knutna till risken att låntagaren inte kan fullgöra sina låneåtaganden. Kapitalkravet beräknas därefter som lånebeloppet multiplicerat med riskvikten gånger 8 procent.<sup>4</sup> I Baselöverenskommelsen finns relativt få olika vikter. Samma riskvikt tillämpas t.ex. på alla lån till företag och enskilda med ett undantag – lån till enskilda där det egna huset eller lägenheten har ställts som säkerhet; för ett sådant lån gäller en lägre riskvikt. En sådan grov kategorisering speglar naturligtvis inte den risk som olika låntagare medför för banken. I praktiken ska ju ett företag med hög kreditvärdighet som Volvo medföra en betydligt lägre risk än exempelvis en nystartad restaurang.

Det har skett en avsevärd utveckling av mätningen och hanteringen av risker, och nya finansiella instrument har ökat bankernas förmåga att minska riskerna.

Sedan Baselöverenskommelsen antogs har det skett en avsevärd teoretisk och praktisk utveckling av riskmätning och riskhantering. Nya finansiella instrument har dessutom ökat bankernas förmåga att hantera och minska risker. På senare år har det också skett en snabb utveckling mot större och mer komplexa bankkoncerner med bredare verksamhet som sträcker sig både över hela den finansiella sektorn och över flera länder. Skillnaden mellan internationellt verksamma storbanker och lokala banker har ökat.

Regelverket för kapitalkraven behövde därför omarbetas.

Regelverket för kapitalkraven behövde därför omarbetas. För att spegla den utveckling som har skett skulle ett sådant regelverk innehålla:

- En närmare koppling mellan risk och kapitalkrav i varje enskilt fall. I det ovan nämnda exemplet skulle kapitalkravet för ett lån till Volvo alltså bli mycket lägre än för ett lån till restaurangen. Eftersom bankens kostnad för att anskaffa kapitalet<sup>5</sup> i princip skulle täckas av räntan på lånet, skulle det lägre kapitalkravet leda till en lägre låneränta för Volvo.
- Olika regler skulle tillämpas beroende på hur avancerad banken är i sin risk- och kapitalhantering. Banker med mindre komplexa risker skulle använda enkla regler. Mer avancerade banker skulle däremot få använda mer avancerade alternativ, som visserligen ökar bördan

<sup>4</sup> Ett exempel: Ett lån utan säkerhet på 500 miljoner kronor till ett företag skulle enligt Baselöverenskommelsen medföra en riskvikt på 100 procent. Kapitalkravet skulle alltså bli: 500 miljoner  $\times$  100 %  $\times$  8 % = 40 miljoner. Om vi antar att kostnaden för aktiekapital är 15 procent om året innebär detta att kostnaden för kapitalkravet blir 6 miljoner kronor om året.

<sup>5</sup> Denna kostnad beräknas generellt uppgå till omkring 15 procent om året. Investerar i aktiekapital kräver en hög avkastning för att täcka den förmodade höga volatiliteten i utdelningar plus risken för en total förlust.

på banken men samtidigt etablerar en ännu närmare koppling mellan risk och kapitalkrav och därmed bättre speglar bankens egna riskberäkningar.

- Förutom kapitalkrav för kredit- och marknadsrisker fastställs uttryckliga kapitalkrav även för operativa risker. Operativa riskfaktorer är viktiga för banker och måste beaktas i ett reviderat regelverk om kapitalkrav.
- De nya reglerna skulle utvidgas för att omfatta både kvantitativa och kvalitativa krav på banker och dessutom krav på utlämnande av viss bankinformation. Denna bredare ansats på tillsynsområdet skulle vara grunden för en övervakning av bankernas riskhantering i bankerna själva, på tillsynsmyndigheter och bland allmänheten.

Varför är det nödvändigt att byta ut de nuvarande kapitaltäckningsreglerna mot Basel II? Det finns flera skäl, men följande är övergripande och därför måhända mest betydelsefulla:

För att vara effektiv får bankregleringen inte skilja sig alltför mycket från hur bankerna i praktiken bedriver sin verksamhet. Alltför standardiserade regler som inte speglar de verkliga förhållandena kan bli en kostsam stöttesten eftersom det tvingar bankerna att ha dubbla system – ett för att förse tillsynsmyndigheter med den information som erfordras och ett för sin egen hantering, för vilken tillsynskraven är otillräckliga. Bankernas instrument och verksamhetsfält har förändrats mycket sedan de nuvarande kapitalkraven tillkom och reglerna måste därför uppdateras. Dessutom behöver tillsynsmyndigheter ett system som är mer flexibelt än dagens för att bättre kunna övervaka banker med mycket olika strukturer. Det har blivit allt svårare för tillsynsmyndigheter att använda de traditionella och ofta inte tillräckligt inträngande tillsynsmetoderna i den nya världen av sofistikerade banker och komplexa bankaktiviteter.

**Bankernas instrument och verksamhetsfält har förändrats mycket och reglerna måste därför uppdateras.**

## Basel II speglar en utveckling som redan har börjat

Faktum är att många banker på eget initiativ redan har infört viktiga delar av Basel II, inte minst genom att förbättra sina system för hantering, mätning och minskning av olika risker. Vissa banker har gått längre i utvecklingen av sina system för mätning och hantering av risker än vad som hittills har krävts av tillsynsmyndigheter, eftersom de anser systemen vara värdefulla verktyg som leder till ett bättre beslutsfattande och därmed mindre förluster. Efter införandet av Basel II kommer bankernas interna system, förutsatt att tillsynsmyndigheterna finner dem vara tillfredsställande, även att få användas för att beräkna bankens lagstadgade kapitalkrav.



**Tillsynsmyndigheter använder allt oftare begreppet "riskbaserad tillsyn".**

Viljan att sänka kapitalkraven kommer att ge bankerna ytterligare incitament att optimera sina arbetsmetoder, portföljer och sitt risktagande.

Tillsynsmyndigheterna har redan anpassats till många av inslagen i Basel II. Tillsynsmyndigheter använder allt oftare begreppet "riskbaserad tillsyn", vilket innebär att de fokuserar på de största riskerna i banksystemet (och därmed ofta på större banker och problemtungda banker) och på de viktigaste riskfaktorerna inom varje bank.

**Basel II kan därför betraktas som ett regelverk som formaliserar vissa metoder som redan är i bruk.**

Basel II kan därför betraktas som ett regelverk som formaliserar vissa metoder som de mest avancerade bankerna och tillsynsmyndigheterna redan nu använder. Men Basel II omfattar även en del områden där det krävs ytterligare framsteg, bl.a. inom mätning och hantering av operativa risker. I dessa fall kan Basel II ses som ett instrument som främjar utveckling.

## Varför måste vi reglera banker?

Innan Basel II i det följande diskuteras mer ingående kan det finnas anledning att fundera över själva grundfrågan: varför är det nödvändigt att överhuvudtaget reglera och övervaka bankers verksamhet? Skulle inte bankerna utvecklas snabbare och kunna tillhandahålla bättre och billigare tjänster om de slapp hantera den börda som är följden av resurskrävande, restriktiva och kostsamma regler? Finns det legitima skäl att reglera och övervaka banker mer än andra finansiella och icke-finansiella institut?

**Banker fyller flera viktiga funktioner.**

Svaret har att göra med att banker fyller flera olika funktioner som är mycket viktiga och gynnsamma för ekonomin som helhet:

- De tillhandahåller betalningstjänster.
- De förmedlar kapital genom att erbjuda flera olika sparinstrument och bevilja låntagare olika former av kredit.
- De hanterar och omvandlar risker.

**En del av dessa funktioner är särskilt känsliga för störningar.**

En del av dessa funktioner är till själva sin karaktär mycket känsliga för störningar. Lån t.ex. har normalt längre löptider än inlåning. Det innebär att en bank i vissa lägen ganska snabbt kan förlora en stor del av sin inlåning samtidigt som lånen fortfarande är utestående. I ett sådant läge kan en allvarlig likviditetsbrist uppstå, som i värsta fall leder till att banken går omkull. Ett annat exempel: Den dagliga betalningstrafiken mellan svenska banker omfattar mycket stora belopp. En eventuell störning i betalningssystemet kan, oavsett om den är av teknisk karaktär eller beror på att en bank inte klarar av att fullgöra sina åtaganden gentemot systemet i tid, snabbt sprida sig till flera banker och till och med hota stabiliteten i hela det finansiella systemet.

I fråga om vissa av sina funktioner har bankerna som kategori en monopolställning eller en dominerande roll, vilket innebär att det inte finns många substitut. Bara banker får ta emot inlåning som skyddas av den statliga insättningsgarantin. Bankerna har en dominerande roll i utlåningen till små och medelstora företag. Banker och deras dotterbolag har en dominerande roll i betalningssystemet. Möjligheterna för en bankkund att vända sig till icke-banker för att få samma tjänster är alltså i många fall begränsade.

**Bankerna har en dominerande roll i utlåningen till små och medelstora företag.**

Dessa tre faktorer – att vissa bankaktiviteter i sig är känsliga för störningar, att även mindre störningar genom spridningseffekter kan hota hela den finansiella stabiliteten och att bankerna är de dominerande leverantörerna av vissa centrala tjänster – är skälet till att banker måste regleras och regleras på ett annat sätt än andra företag. Men alla regler bör förstås i princip klara ett kostnads-/nyttotest. Den totala nyttan för samhället av regleringen måste vara större än dess totala kostnad för samhället. Det handlar både om direkt finansiell och annan kostnad eller nytta. En väsentlig potentiell kostnad för samhället är kostnaden för en kris i det finansiella systemet. Eftersom en enskild bank inte har några affärsmässiga skäl att ta en sådan systemomfattande kostnad med i beräkningen måste samhället med hjälp av reglering och tillsyn se till att bankerna inte uppför sig på ett sätt som gör att systemomfattande risker ökar alltför mycket.

## Skäl att använda kapitalkraven som ett regleringsverktyg

Det finns många goda skäl till varför såväl banker som icke-banker och icke-finansiella företag bör se till att de har ett tillräckligt riskrelaterat kapital. På grund av bankers "särskilda karaktär" är det dock ännu viktigare att det finns lagstadgade kapitalkrav för banker än för andra företag. Kapital behövs av följande skäl:

**Regelkraven är viktiga på grund av bankers "särskilda karaktär".**

- För att minska risken att stora variationer i bankens intäkter, som kan bero på den makroekonomiska utvecklingen, leder till konkurs.
- Om banken ändå fallerar minskar kostnaderna för andra parter, däribland skattebetalarna, eftersom aktiekapitalet tar den första smällen.
- Bankernas ägare blir mer försiktiga om mer av deras eget kapital står på spel.
- Kapitalkravet ska inte hindra bankerna från att påta sig risker, men kapitalkostnaden för att täcka riskerna kommer att leda till en mer riskanpassad prissättning och till en genomtänkt riskstrategi för banken.

- Kapitalkraven kommer att främja utvecklingen av gemensamma, "integrerade" förvaltningsprocesser och förvaltningsstrategier inom bankkoncerner – mellan bolag, länder, risker och verksamhetsgrenar.

Stora och internationella banker brukar faktiskt överträffa 8-procentsgränsen för kapitaltäckning med god marginal. Bankerna själva, deras motparter på marknaden och kreditvärderingsinstituten har kommit fram till att dessa banker bör ha en kapitaltäckning på 10 procent eller mer, och så kommer säkert fortsätta att vara fallet även efter införandet av Basel II.

## Basel II:s uppbyggnad

Med utgångspunkt i diskussionen ovan kan vi dra vissa slutsatser om hur ett omarbetat regelverk för kapitalkrav helst ska vara uppbyggt och vad det bör innehålla.

- Det bör etablera en nära koppling mellan kapitalkrav och faktiska risker.
- Det bör omfatta alla väsentliga risker för banker.
- Det bör spegla olika bankers olika verksamhetsfält, organisation och komplexitet.
- Det bör driva på en utveckling inom bankerna som leder till "bättre förvaltning" och därmed minskar risken för bankfallissemang. Men det bör även ge tillsynsmyndigheter utökade befogenheter att vidta åtgärder mot påvisade brister i förvaltningen av banker.

För att tillgodose dessa krav har Basel II blivit ett mångfacetterat regelverk. Regelverket är uppbyggt kring *tre pelare*:

- Den första pelaren omfattar kapitalkrav för kreditrisker, marknadsrisker och operativa risker.
- Den andra pelaren handlar om tillsynsmyndigheternas utvärdering och redogör för kraven på bankernas risk- och kapitalhantering samt fastställer tillsynsmyndigheternas funktioner och befogenheter.
- Den tredje pelaren beskriver kraven på att bankerna ska offentliggöra information. Det handlar både om kvantitativ och kvalitativ information, främst om bankernas risk- och kapitalhantering.

Den första pelaren låter banker välja mellan olika alternativ utifrån sin utvecklingsnivå. När det gäller kreditrisker är schablonmetoden den enklaste<sup>6</sup>. Den liknar nuvarande Basel I, men innehåller fler riskvikter som alla fastställs av myndigheterna. Bankerna kan utöka tillsynsmyndigheternas urval av riskvikter genom att använda kreditriskbedömningar från erkända kreditvärderingsinstitut som Moody's, Standard & Poor's, Fitch osv.<sup>7</sup> Nästa nivå i den första pelaren kallas IRK-metoden (intern riskklassificering). Med IRK-metoden baseras riskvikterna och därmed kapitalkraven delvis på bankens interna riskklassificering. Det finns också en avancerad form av IRK-metoden, där en ännu större del av kapitalkraven påverkas av bankernas egna beräkningar.

Även när det gäller marknadsrisker går det att välja mellan en enkel eller en avancerad metod. Det har inte skett någon nämnvärd förändring av behandlingen av marknadsrisker i Basel II jämfört med den nuvarande Baselöverenskommelsen.

För operativa risker finns tre alternativ: basmetoden, schablonmetoden och internmätning metoderna.

I samtliga fall finns det incitament för banken att flytta upp till en mer avancerad nivå eftersom detta skulle ge en närmare koppling mellan kapitalkravet och bankens faktiska risk. I de flesta fall skulle det leda till ett lägre kapitalkrav. En bank som väljer ett mer avancerat alternativ måste dock visa att den har rättvisande och väl beprövade system för bankens förvaltning, särskilt för risk- och kapitalhantering. Lägre kapitalkrav för sådana banker skulle alltså motsvaras av en mindre risk för bankfallissemang; detta ligger med andra ord helt i linje med målet för Basel II, nämligen att kapitalkraven ska spegla de faktiska riskerna.

## Basel II handlar om mer än kapitalkrav – den andra och den tredje pelaren

Ett av de viktigaste framstegen jämfört med Basel I-reglerna, som var utslutande kvantitativa, är att det i Basel II även finns omfattande regler för i) bankers risk- och kapitalhantering, vilka omfattar alla väsentliga risker, inte bara dem som omfattas av kapitalkraven inom den första pelaren, ii) tillsynsmyndigheter, som kan kräva ytterligare kapital eller begränsa enskilda bankers verksamhetsfält, och iii) utlämnande av bankinformation. Basel II är avsett att fungera som ett påtryckningsmedel för att se till att det finns en integrerad risk- och kapitalförvaltning av hela banken och en

**Banker får välja bland olika alternativ utifrån sin utvecklingsnivå.**

**Basel II innehåller omfattande regler för bankers risk- och kapitalhantering, tillsynsmyndigheter och utlämnande av bankinformation.**

<sup>6</sup> Det finns faktiskt till och med en förenklad version av schablonmetoden som är avsedd för mindre utvecklade banksystem. Den versionen innehåller färre alternativ, för t.ex. riskvikter, än schablonmetoden.

<sup>7</sup> Om det t.ex. inte finns något betyg får ett företag riskvikten 100 procent. Om det däremot finns ett betyg kan riskvikten för samma företag bli 20, 50, 100 eller 150 procent beroende på betygsklassificeringen.

god bolagsstyrning. Regelverket tvingar också tillsynsmyndigheter att utveckla metoder att få kunskaper om och på djupet övervaka hur enskilda banker egentligen bedriver sin verksamhet. En del av dessa viktiga "icke-kvantitativa" komponenter av Basel II diskuteras nedan.

#### STARKARE BOLAGSSTYRNING

**Bankers styrelser måste fastställa övergripande strategier, besluta om system för riskhantering och riskkontroller samt regelbundet se till att banken följer dessa system och strategier.**

I Basel II krävs att bankerna förstärker sin bolagsstyrning. Bankernas styrelser måste fastställa övergripande risk- och kapitalstrategier och besluta vilka system för riskhantering och riskkontroller som bör användas. De måste vidare med jämna mellanrum kontrollera att banken följer dessa system och strategier. Den verkställande direktören och andra medlemmar av ledningsgruppen ska se till att systemen tillämpas i hela bankkoncernens dagliga verksamhet och regelbundet rapportera till styrelsen – i synnerhet när det har skett överträdelser av reglerna. Bolagsstyrningen ska stödjas av en stark intern revisionsfunktion, som inte bara ska se till att kraven uppfylls utan även att systemen och kontrollerna fungerar. Revisionsfunktionen bör även rapportera direkt till styrelsen för att minska risken att den låter sig påverkas av samma ledning som den har till uppgift att övervaka.

Är starkare bolagsstyrning i banker av godo? Ja, utan tvekan. Många bankfallisseman är en följd av att släpphänta eller ovetande bankstyrelser har låtit chefer och operativa experter få alltför stor handlingsfrihet och att de inte har haft någon överblick över strategier och risker. Nick Leeson hävdar (om vi nu ska tro på hans ord) att han lyckades övertyga styrelseledamöterna i Barings Bank om att han hade hittat en intäktskälla med låg risk på derivatmarknaden som skulle ge banken en hög och stadig vinst varje år. Alla ledamöter i en banks styrelse borde känna till att det finns ett nära samband mellan risk och avkastning.

#### EN UTÖKAD ROLL FÖR TILLSYNSMYNDIGHETERNA

Enligt Basel II ska tillsynsmyndigheterna få en utökad roll jämfört med i dag. De ska bl.a.

- godkänna enskilda bankers system för risker, kapital och internrevision,
- kontrollera den faktiska tillämpningen av dessa system i hela banken,
- bedöma alla väsentliga risker, bl.a. koncentrationsrisk och ränterisk i den totala bankverksamheten samt
- bedöma en banks risker i förhållande till dess tillgängliga kapital och vid behov vidta korrigerande åtgärder genom att bl.a. kräva ytterligare kapital för enskilda banker.

Tillsynsmyndigheternas utökade och nya roll i Basel II är av flera skäl en nödvändig utveckling. Det faktum att bankernas verksamhet, instrument och organisation blir alltmer komplex innebär att traditionell tillsyn, som fokuserar på t.ex. enskilda transaktioner, inte längre är effektiv eller ens möjlig. Utvecklingen när det gäller finansiella instrument och marknader har dessutom gjort det möjligt för banker att förändra sina risker, tillgångar och skulder snabbare än tidigare. Även med något större resurser skulle tillsynsmyndigheterna inte kunna övervaka bankerna tillräckligt ofta.

I Basel II föreskrivs en treegad metod: i) bankerna får större ansvar för att själva stärka sin interna bolagsstyrning; ii) tillsynsmyndigheterna får större befogenheter att se till att bankerna inrättar starka ledningssystem och bedriver verksamhet i enlighet med inte bara reglernas bokstav, utan även deras anda; och iii) externa intressenter får större möjligheter att analysera bankerna. Förhoppningen är att myndigheternas tillsynsarbete på så sätt ska underlättas och stödjas av bankens interna kontroll och av externa intressenters kontroll. Sammantaget bör följderna bli att varje banks uppförande blir föremål för en bred och frekvent granskning.

#### MARKNADSDISCIPLIN GENOM UTLÄMNANDE AV INFORMATION

Akademiker har länge förespråkat att mer av banktillsynen bör överlåtas åt marknadsaktörerna själva. Deras argument är att det skulle ligga i marknadsaktörernas eget intresse att identifiera, analysera och offentliggöra sådant som tyder på en positiv eller negativ utveckling inom en bank. Detta skulle leda till att diverse parter reagerar, att exempelvis sparare skulle ta ut sina pengar. Deras resonemang utgår från att bara risken för sådana återverkningar skulle få bankchefer att i högre grad tänka sig för innan de agerar. Ett förslag som den akademiska världen upprepade gånger har fört fram är att banker skulle vara skyldiga att ge ut skuldinstrument som kan köpas och säljas, och som även prissätts, på en likvid offentlig marknad. Om marknadsaktörernas uppfattning om banken skulle förändras skulle detta omedelbart påverka priset på skuldinstrumentet och därmed ge en signal om bankens tillstånd.

Denna idé om utgivning av skuldinstrument ingår inte i Basel II, som i stället ska öka marknadsdisciplinen genom att kräva att bankerna ska offentliggöra mer väsentlig och frekvent information än i dag om risker, kapital och andra aspekter. Banker ska inte bara offentliggöra sina faktiska resultat utan även redogöra för sina strategier, förvaltningsmetoder och styrningsstrukturer. De enda hemligheter som en bank får behålla i detta sammanhang är de som är nära knutna till dess interna affärsstrategi.

Främjandet av marknadsdisciplin genom krav på utlämnande av information är ett viktigt inslag i Basel II. För närvarande varierar regler

**Tillsynsmyndigheternas utökade roll är en nödvändig utveckling med tanke på att bankernas verksamhet blir alltmer komplex.**

**Basel II syftar till att öka marknadsdisciplinen genom att kräva att bankerna ska offentliggöra mer väsentlig och frekvent information.**

och praxis avsevärt mellan både banker och länder när det gäller vilken bankinformation som måste offentliggöras. I många länder kräver tillsynsmyndigheterna betydligt mindre och inte lika detaljerad information av bankerna än vad som är fallet i Sverige och till och med här lyckas inte kraven uppnå den grad av genomlysning som är önskvärd. Om utlämnandet av mer information i praktiken leder till bättre marknadsdisciplin beror i mycket hög grad på mottagarna av informationen. Investerare, analytiker och andra måste vara beredda att analysera informationen och offentliggöra sina objektiva åsikter om den. Bankers motparter bör vara beredda att reagera på den information som lämnas ut. I så fall kommer informationskravet att påverka bankernas beteende på det sätt som avses. Rätt tillämpat skulle det bli ett mycket värdefullt komplement till den sedvanliga tillsynen, eftersom myndigheterna, till skillnad från investerare och analytiker, inte bör eller kan vara involverade i bankernas verksamhet på löpande basis.

## Utmaningar vid utformningen av de nya reglerna

**I Basel II gäller lika grundregler för alla, men det finns ett stort antal "alternativ".**

Vid utformningen av Basel II stod Baselkommittén inför ett dilemma: å ena sidan bör alla länder och alla banker följa samma regler för att säkerställa rättvis konkurrens, men å andra sidan måste det finnas en differentiering av länder och banker som speglar deras lokala förhållanden. Följden blev att Basel II har lika grundregler för alla, men att det finns ett stort antal "alternativ" som innebär att enskilda länder på specifika punkter kan anta egna regler om de kan visa att de har goda skäl att göra detta. Om ett land till exempel kan visa att dess banker har ådragit sig mycket mindre kreditförluster på fastighetslån än andra länders banker kommer det att kunna använda ett "alternativ" som medger lägre riskvikter för fastighetslån.

**Basel II har olika komplexitetsnivåer som banker kan välja mellan.**

Ett annat dilemma vid utformningen av Basel II var att det finns stora skillnader mellan olika banker. Jämför en liten lokal sparbank som bedriver enkel in- och utlåningsverksamhet med en internationell storbank med global närvaro och delvis ytterst sofistikerade finansiella tjänster. Hur kan en reglering som tar hänsyn till den senare bankens komplexitet utformas utan att lägga en orimlig börda på den lilla sparbanken? Detta är skälet till att Basel II har olika komplexitetsnivåer som banker kan välja mellan. Marknaden och tillsynsmyndigheterna förväntar sig att avancerade och stora banker kommer att använda de avancerade riskhanteringsmetoderna. En bank som bedriver en okomplicerad verksamhet kan använda ett enkelt och mindre kostsamt system.

En generell svårighet vid utformning av regler är att se till att de inte snabbt blir föråldrade på grund av den snabba utvecklingen på det finansiella området. Basel II har en flexibel utformning som gör det möjligt att införliva framtida ändringar som nya finansiella instrument, nya verksamhetsfält osv., utan att själva grundstrukturen i Basel II behöver förändras. Basel II ska ge bankerna stor frihet när det gäller hur de bedriver verksamhet eller kan komma att bedriva verksamhet i framtiden, men det finns en del inbyggda begränsningar som syftar till att se till att det åtminstone finns ett grundkapital, en lägsta "tröskel" för kapitalkraven även om bankens aktuella situation skulle kunna motivera en ännu lägre kapitalnivå.

I alla de tre nämnda exemplen var lösningen bl.a. att skapa större flexibilitet för reglerna och bankerna. Det bör emellertid påpekas att denna metod har en del sidoeffekter. En flexibel tillämpning av reglerna kan till exempel försämra förutsättningarna för rättvis konkurrens och en s.k. jämn spelplan. Flexibla regler kan också leda till "regelarbitrage" genom att banker försöker hitta instrument, verksamhetsfält eller länder där reglerna inte är lika stränga. Den här typen av regelarbitrage till förmån för mindre hårt reglerade områden kan göra bankerna mer känsliga för destabiliserande händelser.

## Kontroversiella frågor

I den allmänna debatten har olika parter framfört kritik av diverse aspekter av Basel II. Kritiken har varit av olika karaktär. En del kommentatorer har riktat in sig på de makroekonomiska sidoeffekterna, andra på de strukturella effekterna och ytterligare andra på konkurrens- och rättvisefrågor. Några av de mest hett debatterade frågorna sammanfattas nedan.

- **Procyklikalitet** Ökade riskvikter och högre kapitalkrav under lågkonjunkturer kan krympa bankens utlåning när den behövs som mest och i stället leda till överdriven utlåning när tiderna är goda. Därmed kan konjunktursvängningarna förstärkas. Vid utformningen av Basel II var det nödvändigt att väga denna konjunkturpåverkan mot behovet av verkligt riskkänsliga regler. En blandning av olika dellösningar tillämpades, bl.a. kravet att banker ska bedöma låntagares kreditvärdighet över en period som både omfattar högkonjunkturer och lågkonjunkturer. Detta skulle leda till att bankerna skulle hålla en buffert av extra kapital när tiderna är goda. Rädslan för stora svängningar i utlåningen är måhända också överdriven, eftersom det ligger i bankernas intresse att bevilja lån till kreditvärdiga låntagare även under makroekonomiska lågkonjunkturer. Icke desto mindre kommer Basel II till själva sin struktur – eftersom syftet är att skapa en



närmare koppling mellan kapitalkrav och faktiska risker i utlåningen – tendera att leda till större procyklikaltitet i utlåningen än den nuvarande Baselöverenskommelsen. Detta är en av de frågor där en avvägning måste göras mellan stabiliteten i det finansiella systemet och andra makroekonomiska hänsyn.

- **Lån till små och medelstora företag** Lån till små och medelstora företag kan i många fall förefalla medföra större risker, bl.a. på grund av att dessa företag har ett begränsat eget kapital. Men i många länder är tillväxten av små och medelstora företag viktig för hela ekonomin. Företrädare för dessa liksom politiker har uttryckt oro över att höga kapitalkrav i Basel II kan minska utlåningen till små och medelstora företag och även göra lånen dyrare. Baselkommittén övervägde denna fråga ytterligare och kom fram till att risken vid utlåning till små och medelstora företag i praktiken var lägre än vad som framgick om man enbart såg till deras eget kapital och reelltillgångar. Små och medelstora företags ägare, som ofta också är företagets chefer, brukar t.ex. som regel ta på sig större ekonomiskt ansvar för sina firmor och är ofta beredda att skjuta till andra medel om det skulle behövas för att undvika att inställa betalningar. Utlåningen till ett stort antal ganska små företag innebär dessutom en hög grad av diversifiering i en banks portfölj vilket minskar risken för stora totala förluster för banken. Dessa och andra överväganden fick Baselkommittén att minska riskvikterna och därmed kapitalkraven för lån till små och medelstora företag på vissa villkor. När det gällde behandlingen av små och medelstora företag var det, precis som i fallet med procyklikaltiteten, nödvändigt att i Basel II göra en avvägning mellan en mer tekniskt orienterad riskviktbedömning och övergripande makroekonomiska hänsyn.
- **Stora banker** En del har hävdad att Basel II kommer att gynna stora banker<sup>8</sup> eftersom sannolikheten är större att de kommer att använda de avancerade riskhanteringsmetoderna och därmed få lägre kapitalkrav. Det är förmodligen riktigt att fler stora banker än små banker kommer att använda de avancerade metoderna. De fasta kostnaderna för att införa avancerade riskhanteringssystem är mycket stora, medan driftskostnaderna är begränsade. Så snart en bank har investerat i ett sofistikerat system kan den uppnå besparingar av kostnaderna för kapitalkraven och använda dessa medel för att köpa upp

<sup>8</sup> Denna diskussion handlar närmare bestämt om komplexa banker kontra icke-komplexa banker, snarare än om stora banker kontra små banker. En stor bank med få och okomplicerade verksamhetsfält kan tämligen lätt och till begränsad kostnad använda en avancerad riskmättnings- och riskhanteringsmetod.

små banker. En sådan utveckling är dock långt ifrån given. Små banker konkurrerar med mycket mer än priset för sina tjänster, t.ex. med sin lokala närvaro och kundkännedom. Det kan också noteras att många små banker, som sparbanker och kooperativa banker, i praktiken har lägre krav på avkastning på sitt kapital från sina ägare än börsnoterade banker.

- **Icke-banker** "Basel II gynnar andra än banker". Utgångspunkten är att institut som slipper kapitalkraven kommer att få en gynnsam konkurrensställning gentemot bankerna. Min uppfattning är att Basel II snarare kommer att förbättra bankernas konkurrensställning inom vissa verksamhetsfält, eftersom kapitalkraven kommer att bli mer riskrelaterade. Banker kan t.ex. komma att vinna tillbaka en del utlåning till företag med hög kreditvärdighet som tidigare gick till värdepappersmarknaderna på grund av att kapitalkraven var för höga i förhållande till den faktiska risken. Basel II kommer i själva verket att förändra de nuvarande incitamenten för utlåning – beroende på deras riskprofiler kommer en del låntagare t.ex. att vara mer välkomna och andra mindre välkomna hos vissa banker. Basel II kommer också att stärka incitamenten för en mer riskanpassad prissättning. Konkurrenssituationen inom banksektorn och mellan banker och andra finansinstitut kommer att förändras inom verksamhetsgrenar som gynnas respektive missgynnas av införandet av Basel II. Allt detta är på det hela taget av godo eftersom en bättre spridning av risker och kapital kommer att öka den finansiella stabiliteten och effektiviteten i ekonomin. En del negativa sidoeffekter är dock oundvikliga, bl.a. under övergångsfasen.
- **Tillväxtmarknader** "För kostsamt för tillväxtmarknader". Argumentet är att mindre välbärgade länder inte kommer att kunna anta Basel II på grund av de höga kostnaderna för införandet av riskhanteringssystem i banker och en effektivare men resurskrävande tillsyn. Detta argument bortser dock från en del viktiga aspekter. För det första, att de enklare mätningssystemen i Basel II är mycket mindre kostsamma och bättre anpassade till länder med ett mindre komplext bankväsende. För det andra, att en god riskhantering i banker och en effektiv tillsyn kommer att löna sig genom att minska förekomsten av bankfallissemang. Att tvingas hantera en stor bankkris kostar många gånger mer än nästan vilket riskhanteringssystem som helst. Innan de genomför Basel II bör länderna därför rikta in sig på att införa regelverk för god praxis beträffande själva grundbultarna för reglering, tillsyn och bankförvaltning. När så har skett bör landet anta det alterna-

tiv i Basel II som passar dess banksystem (små eller stora; enkla eller sofistikerade; nationella eller internationella banker) och riskstrukturer.

- **Fördelar för stora internationella banker** "Stora banker från utvecklade länder kommer att få en konkurrensfördel på tillväxtmarknader och i utvecklingsländer". Externa kreditbetyg från stora internationella kreditvärderingsinstitut är t.ex. mycket vanligare i utvecklade länder. Argumentet är därför att en bank från ett utvecklat land kommer att få lägre kapitalkrav. Det finns dock brister i detta resonemang. Det faktum att det finns flera betyg i bankens hemland kommer inte att gynna banken i värdlandet. Om en låntagare inte har något kreditbetyg kommer den standardiserade riskvikten att vara densamma för den internationella banken som för den lokala banken.

Det kan uppstå en situation där de nationella myndigheterna bara tillåter de inhemska bankerna att tillämpa de enklare mätning metoderna i Basel II, medan en internationell utländsk bank i sitt hemland får tillämpa de avancerade metoderna på konsoliderad basis för alla bankens bolag. I ett sådant fall har värdmyndigheterna i det mindre utvecklade landet ett val – de kan antingen acceptera att banken använder de avancerade metoderna även i värdlandet eller kräva att den tillämpar de enklare metoderna för sitt lokala dotterbolag. Det här är en förhandlingsfråga mellan de två länderna. Ett krav på att alla banker, såväl lokala som internationella, skulle tillämpa samma enkla Basel II-metoder i ett visst land skulle visserligen skapa en jämn spelplan i regleringshänseende. Men det skulle samtidigt kväva det gynnsamma inflytande på lokala banker som införandet av bättre riskhanteringsmetoder skulle kunna få.

- **Risken för flockbeteende** Denna risk gäller genomförandet av Basel II snarare än reglernas själva struktur. Det finns en oro för att en alltför långtgående harmonisering av tillsynen vid genomförandet av Basel II, eller "frivillig harmonisering" av bankerna själva, kan leda till att riskhanteringssystemen blir alltför likartade, vilket skulle förstärka konjunktursvängningarna och öka risken för systemstörningar. Undersökningar av banker<sup>9</sup> som redan i dag har likartade system tyder dock på att bankerna av tydliga ekonomiska skäl i själva verket har olika riskattityder till samma företag. Effekterna av ett eventuellt flockbeteende skulle därför kanske inte bli så stora som man fruktar. Det

<sup>9</sup> Jacobson, T., Roszbach, K. & Lindé, J., (2003), Internal Rating Systems, Implied Credit Risk and the Consistency of Banks' Risk Classification Policies, Sveriges Riksbank, Working Paper No. 155, December, ([www.riksbank.com/research/roszbach](http://www.riksbank.com/research/roszbach)).

skulle emellertid vara olyckligt om det skedde en långtgående standardisering av exempelvis riskmätningssystem. Det skulle kunna visa sig att alla dessa system under vissa omständigheter samtidigt skulle producera vilseledande riskberäkningar och därmed hota bankerna.

- **Risken att tillsynsmyndigheterna "låser" sig vid en viss uppfattning**  
Enligt Basel II kommer det att vara tillsynsmyndigheternas uppgift att godkänna bankernas metoder och processer för t.ex. risk- och kapitalhantering. Tillsynsmyndigheterna kommer också att ha till uppgift att kontrollera att dessa metoder och system fungerar som det är tänkt. Det har uttryckts farhågor om att en tillsynsmyndighet som har godkänt en viss process eller metod skulle vara mindre benägen att i ett senare skede kritisera samma process eller metod, eftersom det skulle innebära att den kritiserade sitt eget beslut.

Det här är naturligtvis en farhåga som varken kan bekräftas eller förkastas förrän Basel II har varit i kraft under en viss tid. Det står emellertid klart att genomförandet av Basel II kommer att öka kraven på tillsynsmyndigheternas kunnande och integritet (vilket också är avsikten) och det är mycket viktigt att tillsynsmyndigheterna får de resurser och andra medel som behövs för att uppfylla dessa krav. Risken att en tillsynsmyndighet känner sig "låst" av ett tidigare beslut (supervisory capture), är ingen ny fråga och behandlas i de nuvarande reglerna för tillsynsmyndigheter. En del länder har t.ex. regler som innebär att tillsynsmyndigheten har ett rättsligt ansvar att i tid vidta tillräckliga åtgärder för att rätta till brister hos banker.

Det verkar alltså finnas lugnande svar och dellösningar beträffande de kontroversiella frågor som här tagits upp, åtminstone enligt min uppfattning. Den här typen av kritisk och berättigad granskning har dock främjat och fortsätter att främja hela processen för att utforma och genomföra Basel II. För att Basel II ska vinna allmänt godkännande och fungera bättre måste regelverkets alla potentiella brister och sidoeffekter, för banker eller för andra delar av ekonomin, identifieras, analyseras och diskuteras. För en del av dessa brister och sidoeffekter går det att finna dellösningar, t.ex. genom justeringar av Basel II. I andra fall går det kanske inte att helt komma till rätta med de motstridiga målen för Basel II och politiken på andra områden, t.ex. makroekonomin, men en diskussion kan ändå klargöra konfliktens karaktär.

## Frågor rörande operativa risker<sup>10</sup>

Basel II omfattar tre mätningssystem för operativa risker som ska spegla hur sofistikerad bankens verksamhet är.

Dagens kapitalkrav beräknas uteslutande för kredit- och marknadsrisker, även om kreditriskkomponenten underförstått omfattar operativa risker. I Basel II finns det uttryckliga kapitalkrav även för operativa risker. Många, däribland cheferna för de flesta internationella storbanker, anser att dessa risker är betydande och därför viktiga att hantera. Problemet är att många typer av operativa risker är mycket svåra att mäta och att det alltså även är svårt att få fram underlag för kapitalkraven. De operativa riskerna omfattar vanliga händelser som har liten inverkan på banken, som de felräkningar – avsiktliga eller oavsiktliga – som görs dagligen av bankens kassörer. Men de omfattar också mycket ovanliga händelser som får stora konsekvenser, som jordbävningar eller terroristhandlingar. Hur kan sådana olika riskkategorier förenas i ett enda mätningssystem? Basel II omfattar tre mätningssystem för operativa risker som ska spegla hur sofistikerad bankens verksamhet är:

- **Basmetoden** Storleken på en banks operativa risk och därmed dess kapitalkrav beräknas som en fast andel av bankens räntenetto och andra intäkter, mätt som de genomsnittliga intäkterna under de senaste tre åren.
- **Schablonmetoden** Alla bankens verksamhetsgrenar delas in i kategorier och tilldelas fasta riskvikter i proportion till intäkterna för varje aktivitet. Summan av kapitalkraven för alla verksamhetsgrenar utgör det totala kravet.
- **Internmätningssystemen** Precis som med de avancerade metoderna för beräkning av kredit- och marknadsrisker baseras kapitalkravet på bankens interna system för mätning och hantering av operativa risker.

Valet av mätningssystem avgör om uppskattningen av bankens operativa risker blir grov eller mer precis. Betydligt viktigare än det faktiska belopp som kapitalkravet föreskriver är dock att bankens ledning tvingas utveckla ett system för att identifiera, mäta, hantera och inte minst minska bankens operativa risker. När bankernas ledningar nu tack vare Basel II måste ägna de operativa riskerna större uppmärksamhet uttrycker de allt oftare en insikt om att dessa risker måste hanteras på ett strukturerat sätt.

<sup>10</sup> I Basel II omfattar operativa risker händelser som orsakas av enskilda, system och "naturen". Det handlar om en rad olika händelser, allt ifrån felbedömningar till bedrägerier och kollapsande IT-system. Dessutom ingår bränder, naturkatastrofer och terroristhandlingar.

## Slutsats – Basel II:s roll i regelverket

- En viss grad av reglering och tillsyn av banker gynnar samhället som helhet eftersom bankerna själva inte till fullo kan göra externa hänsynstaganden. Men å andra sidan är överdriven reglering inte önskvärd eftersom det kväver bankernas utveckling och mångfald. All reglering bör vidare helst utformas så att den styr bankerna mot ett beteende som är gynnsamt för samhället men inte begränsar deras utveckling.
- Basel II försöker uppnå dessa mål genom att skapa en nära koppling mellan kapital och risker, genom att förstärka bolagsstyrningen i banker, genom att ge tillsynsmyndigheter fler verktyg att åtgärda brister i bankerna, och genom att öka marknadsdisciplinen. I betydligt högre grad än vad som tidigare varit fallet kommer Basel II att ge bankerna handlingsfrihet att använda sina egna metoder och system för att uppfylla regelkraven, förutsatt att dessa är tillfredsställande.
- Genomförandet av Basel II kommer att öka den finansiella stabiliteten för både banker och finansiella system. Detta främjar den makroekonomiska tillväxten i stort.

## Genomförandet av Basel II

Som redan har nämnts kommer Basel II att träda i kraft den 1 januari 2007. Reglerna ska tillämpas av internationellt verksamma banker i alla G10-länder och av alla banker, kreditmarknadsföretag och även värdepappersbolag i samtliga EU-länder. För alla andra länder är det ett frivilligt åtagande, men många länder runtom i världen har sagt sig ha för avsikt att tillämpa de nya reglerna. Ett land får fatta beslut om att begränsa antalet alternativ i Basel II inom sitt eget rättsskipningsområde. USA har till exempel tillkännagivit att bara de mest avancerade metoderna för riskmätning och kapitalkrav kommer att accepteras för amerikanska banker, vilket innebär att bara landets 10–20 största internationella banker<sup>11</sup> kommer att tillåtas använda Basel II. En del länder kommer bara att tillåta att de inhemska bankerna använder de enkla metoderna i Basel II, eftersom de inser att bankerna och övriga omständigheter (ännu) inte är redo för de avancerade alternativen.

Det är en enorm process att genomföra Basel II i alla länder som har beslutat att anta reglerna. Det förutsätter bl.a. ny lagstiftning, nya arbetsprocesser och nya kunskapskrav för personalen på tillsynsmyndigheter

**Basel II kommer att träda i kraft den 1 januari 2007 i alla G10-länder och alla EU-länder.**

<sup>11</sup> Dessa banker svarar mellan sig för nästan 100 procent av de amerikanska bankernas totala verksamhet utomlands. Alla andra amerikanska banker kommer att lyda under andra former av regleringar och tillsyn.

För närvarande pågår i Sverige, liksom i många andra länder, intensiva förberedelser för att genomförandet ska kunna ske enligt tidsplanen.

och centralbanker, bilaterala förhandlingar mellan länder som har gemensamma gränsöverskridande bankkoncerner och, inte minst, inrättande och drift av komplicerade system och förfaranden i banker.

Precis som i många andra länder pågår i Sverige för närvarande intensiva förberedelser för att genomförandet ska kunna ske enligt tidsplanen. Bankerna sammanställer den information som de behöver för att beräkna olika riskfaktorer och konstruerar och testar de system som behövs för riskhanteringen. De förbereder också sina ansökningar till tillsynsmyndigheterna om tillstånd att använda olika system för mätning och hantering av risker och kapital. Tillsynsmyndigheterna samlar sina krafter för att kunna handlägga dessa ansökningar genom att till exempel utforma handledningar och checklistor. En ytterligare komplikation i denna process har att göra med de banker som bedriver gränsöverskridande verksamhet. Tillsynsmyndigheterna i en banks hemland är skyldiga att samordna ansökningsprocessen med tillsynsmyndigheterna i bankens värdland/värdländer. Helst ska en bank bara behöva ansöka till myndigheten i ett land och få ett samordnat svar från denna. Men om bankens dotterbolag eller filial i värdlandet är av betydande storlek kanske tillsynsmyndigheterna i detta land själva vill granska bankens ansökningar, vilket kan försvåra samordningen.

Vid tidpunkten för denna artikels publicering har lagstiftningsprocessen i Bryssel ännu inte avslutats. Även om man enligt planerna lyckas enas om ett EU-direktiv inom den närmaste framtiden kommer det att krävas en snabb process i de enskilda medlemsstaterna för att införliva det nya EU-direktivet med den nationella lagstiftningen så att reglerna kan träda i kraft den 1 januari 2007.

# ■ Penningpolitiska förväntningar och terminspremier

AV JAN ALSTERLIND OCH HANS DILLËN

Författarna arbetar på avdelningen för penningpolitik.

*Penningpolitiska förväntningar kan mätas på olika sätt. Ett sätt att mäta förväntningar om reporäntan är att använda sig av enkäter. En nackdel med enkäter är dock att de förekommer mindre frekvent. Ett annat sätt att mäta penningpolitiska förväntningar är att med utgångspunkt från räntor på statspapper med olika löptider göra beräkningar av terminsräntekurvan. En fördel med sådana implicita terminsräntor är att de går att beräkna för varje dag. Förekomsten av s.k. terminspremier innebär dock att de korta terminsräntorna inte enbart avspeglar förväntningar om den korta marknadsräntan. För att bedöma hur väl den implicit beräknade korta terminsräntekurvan speglar förväntningar om den kortaste marknadsräntan är det nödvändigt att skaffa sig en uppfattning om storleken på dessa premier. De olika måtten har således olika för- och nackdelar och det kan därför vara en poäng att kombinera måtten på de penningpolitiska förväntningarna.*

## Penningpolitiska förväntningar

Penningpolitiska förväntningar, dvs. marknadens förväntningar om den framtida nivån på reporäntan, är av flera anledningar av intresse för Riksbanken att följa och analysera. Till att börja med redovisar Riksbanken numera i inflationsrapporten en alternativ inflationsprognos som baseras på antagandet att reporäntan utvecklas enligt terminsräntekurvan, som i sin tur antas avspegla marknadens reporänteförväntningar.<sup>1</sup> Det är också av intresse att analysera i vilken utsträckning händelser i omvärlden och i Sverige, inklusive penningpolitiska beslut och tal av direktionsledamöterna, påverkar marknadens penningpolitiska förväntningar och därmed

**Genomslaget av penningpolitiska beslut beror på i vilken utsträckning de penningpolitiska förväntningarna påverkas av beslutet.**

<sup>1</sup> I syfte att göra detta antagande mindre känsligt för temporära marknadsfenomen är det ett genomsnitt av terminsräntekurvan under 15 dagar som används. För en utförligare diskussion om detta antagande se rutan "Prognoser i ett längre tidsperspektiv och under antagandet om att reporäntan utvecklas i linje med de implicita terminsräntorna" i inflationsrapporten 2005:1.



avkastningskurvan.<sup>2</sup> Genomslaget av penningpolitiska beslut beror på i vilken utsträckning de penningpolitiska förväntningarna påverkas av beslutet.

Olika metoder för att ta fram penningpolitiska förväntningar riskerar att ge olika budskap.

Som framgår av diskussionen ovan föreligger det ett samband mellan penningpolitiska förväntningar och räntor. Ett vanligt sätt att mäta penningpolitiska förväntningar är därför via prissättningen på olika ränteinstrument. Ett annat, mer direkt, sätt att mäta dessa förväntningar är att använda sig av enkätundersökningar. Därtill kan förväntningar om penningpolitiken även utläsas ur prognoser som publiceras i marknadsbrev eller i rapporter. Olika metoder för att ta fram penningpolitiska förväntningar riskerar dock att ge olika budskap. En betydande komplikation är att förekomsten av olika s.k. premier kan försvåra tolkningen av måtten på de penningpolitiska förväntningarna som mäts via marknadsräntor. Låt oss därför titta lite närmare på sambandet mellan penningpolitiska förväntningar och räntor.

## Avkastningskurvan, terminsräntor och förväntningshypotesen

Avkastningskurvan visar räntan för olika placeringar som en funktion av dess löptid.

Till grund för att avläsa marknadsförväntningar om den framtida penningpolitiken ur ränteinstrument ligger den s.k. avkastningskurvan. Enkelt uttryckt visar avkastningskurvan räntan för olika placeringar som en funktion av dess löptid. På penning- och obligationsmarknaden handlas ränteinstrument som har olika emittenter. Räntor på statspapper har dock en särställning på marknaden och utgör ofta ett riktmärke då statspapper inte har den kreditrisk som är förknippad med t.ex. interbankräntor eller företagsobligationer. Omsättningen i statspapper är också hög och likviditetspremier bör därmed vara låg. För att så långt som möjligt undvika att de premier som placerare kräver som kompensation för kredit- och likviditetsrisk tolkas som förväntningar om den penningpolitiskt bestämda reporäntan används därför avkastningskurvor som beskriver räntor på placeringar i statskuldväxlar och statsobligationer.

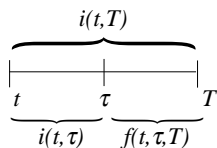
Den kontrakterade framtida räntan kallas terminsränta.

Avkastningskurvan innehåller också information om terminsräntor för olika tidpunkter och löptider. Aktörer på de finansiella marknaderna kan ibland ha intresse av att i förväg komma överens om vilken ränta som ska gälla för en placering av t.ex. ett lån om ett år med en viss löptid. Det är då i princip möjligt att upprätta ett terminskontrakt som anger vilken ränta den framtida placeringen ska ge. Den kontrakterade framtida räntan kallas terminsränta. En terminsränta,  $f(t, \tau, T)$ , är den vid tidpunkt  $t$  över-

<sup>2</sup> För en utförligare analys av hur olika händelser, inklusive olika penningpolitiska beslut och tal, påverkar den svenska avkastningskurvan, se Andersson, Dillén & Sellin (2001).

enskomna räntan för ett lån eller placering vid en framtida tidpunkt  $\tau$  som förfaller vid tidpunkt  $T$ . Det finns inte alltid marknadsnoterade terminskontrakt för alla olika tidshorisonter och löptider.<sup>3</sup> Emellertid går det att kombinera vanliga avistaräntor från avkastningskurvan och erhålla s.k. implicita terminräntor.<sup>4</sup>

FIGUR. SAMBANDET MELLAN AVISTARÄNTOR MED OLIKA LÖPTID OCH TERMINSRÄNTAN



$i$  = avistaränta  
 $f$  = terminränta

I penningpolitisk analys är intresset ofta fokuserat på terminräntor där löptiden,  $T - \tau$ , är mycket kort, och lösentidpunkten  $T$  brukar därför utelämnas i notationen. Beteckningen  $f(t, \tau)$  kan sålunda tolkas som den vid tidpunkt  $t$  överenskomna dagslåneräntan vid tidpunkt  $\tau$ .

Vad bestämmer då nivån på terminräntan  $f(t, \tau)$ ? Enligt den s.k. förväntningshypotesen motsvarar terminräntan,  $f(t, \tau)$ , den förväntade framtida nivån på en mycket kort ränta, t.ex. reporäntan. En implikation av förväntningshypotesen är alltså att det inte ska finnas systematiska skillnader mellan terminräntan och den faktiskt realiserade avistaräntan.<sup>5</sup>

Enligt förväntningshypotesen motsvarar terminräntan den förväntade framtida nivån på en mycket kort ränta, t.ex. reporäntan.

## Den svenska terminräntekurvan vid olika tidpunkter

Terminräntekurvan beskriver hur terminräntan,  $f(t, \tau)$ , varierar med tidshorisonen  $\tau - t$ . Enligt förväntningshypotesen beskriver sålunda terminräntekurvan den förväntade utvecklingsbanan för en kort ränta, ofta tolkad som reporäntan. Hur väl stämmer då förväntningshypotesens tolkning av terminräntekurvan i praktiken?

<sup>3</sup> I Sverige är handeln av s.k. Forward Rate Agreement (FRA-kontrakt) för en tre månaders insättningsränta, Stibor, (Stockholm Inter Bank Offer Rate) relativt likvid. Kontrakten ställs med löptid upp till två år men omsätts på fasta datum (s.k. IMM dagar) var tredje månad. Normalt råder det en viss skillnad mellan räntor på statspapper och räntor på interbankmarknaden. Sammantaget innebär detta att FRA-kontrakten inte rakt av kan tolkas i termer av räntor på statspapper utan vidare bearbetning.

<sup>4</sup> I Svensson (1995) ges att  $i(t, T) (T-t) = i(t, \tau) (\tau-t) + f(t, \tau, T) (T-\tau)$  där  $t \leq \tau \leq T$ . I uttrycket betecknar  $f(t, \tau, T)$ , en terminränta som är vid tidpunkt  $t$  en överenskommen ränta som ska gälla vid en framtida tidpunkt  $\tau$  för ett lån med en löptid på  $T - \tau$ . Termerna  $i(t, \tau)$  och  $i(t, T)$  och avser kontinuerligt definierade räntor vid tidpunkt  $t$  på nollkupongsobligationer som förfaller vid tidpunkt  $\tau$  respektive tidpunkt  $T$ . Av formeln framgår att det inte finns något som hindrar att terminräntor kan konstrueras även för långa löptider.

<sup>5</sup> Räntorna är beräknade med hjälp av den utökade Nelson & Siegel metoden, se Svensson (1995). Denna omräkning sker för att underlätta jämförelser mellan räntor på olika löptider. En del av avkastningen för en statsobligation sker i form av kupongräntor. Detta innebär att två obligationer med samma löptid inte har samma kassaflöde. Dessutom är den konventionella räntenoteringen för statskuldväxlar och obligationer inte heller riktigt jämförbar. Räntan på en statskuldväxel sker normalt i termer av enkel årsränta medan räntenoteringen på en statsobligation sker i termer av effektiv årsränta. Då räntenoteringen för statsobligationer påverkas av kupongutbetalningar är det lämpligt att rensa bort effekter av dessa och använda en gemensam konvention för att uttrycka räntor i analysen av avkastningskurvan.

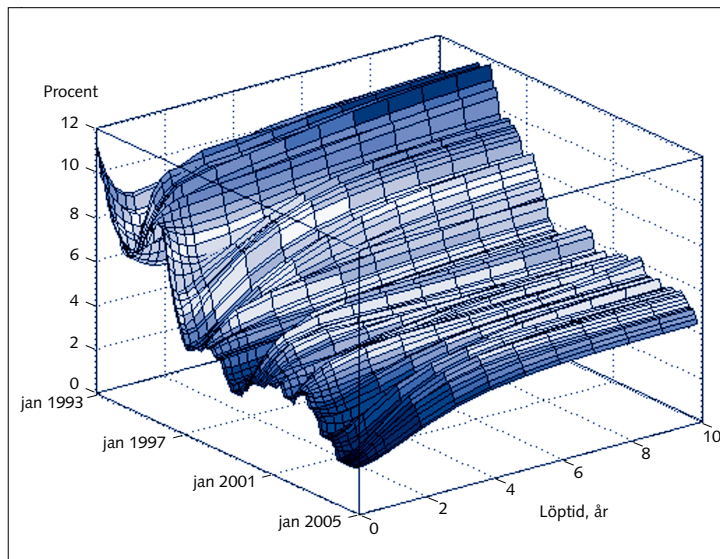
I ett neutralt konjunkturläge implicerar förväntningshypotesen att terminsräntekurvan ska vara helt flack.

I ett neutralt konjunkturläge där det varken förekommer förväntningar om höjningar eller sänkningar av de korta räntorna implicerar förväntningshypotesen att terminsräntekurvan ska vara helt flack. Hypotesen förutsätter därmed att avkastningskurvan i genomsnitt ska vara flack om man studerar en längre period med stabila långsiktiga inflationsförväntningar och som rymmer såväl konjunkturuppgångar som nedgångar.

Diagram 1 visar hur terminsräntekurvan har sett ut sedan 1993.<sup>6</sup>

**DIAGRAM 1. DEN SVENSKA TERMINSRÄNTEKURVAN MELLAN 1993 OCH 2004  
PROCENT, MÅNATLIGA GENOMSNITT**

**Figur 1. Den svenska terminsräntekurvan mellan 1993 och 2004  
Procent, månatliga genomsnitt**



Källa: Riksbanken.

I verkligheten har terminsräntekurvan sedan 1993 antagit en rad olika utseenden men för det mesta har kurvan lutat uppåt.

I diagram 1 ser vi att terminsräntekurvan i verkligheten har antagit en rad olika utseenden sedan 1993; under en del perioder har den svenska terminsräntekurvan varit nedåtlutad men för det mesta har dock kurvan lutat uppåt i varierande grad. Enligt förväntningshypotesen innebär en uppåtlutande terminsräntekurva att marknadsaktörerna väntar stigande korta räntor framöver och en nedåtlutande att marknaden väntar fallande korta räntor. I tabell 1 ser vi att oavsett vilken period som väljs uppgår den genomsnittliga lutningen på terminsräntekurvan, mätt som tioårig terminsränta minus reporäntan, till mellan 2,0 och 2,3 procentenheter. Lutningen mäts som respektive terminsränta minus reporäntan.

<sup>6</sup> I diagram 1 är terminsräntorna angivna som kontinuerligt diskonterade räntor. En kontinuerligt uttryckt ränta ( $i^c$ ) förhåller sig till en effektiv årsränta ( $i^e$ ) enligt  $i^c = \ln(1 + i^e)$ , där  $\ln(x)$  anger den naturliga logaritmen av  $x$ .

**TABELL 1. GENOMSnittlig DIFFERENS MELLAN TERMINSRÄNTOR OCH REPORÄNTAN**

FÖR OLIKA PERIODER

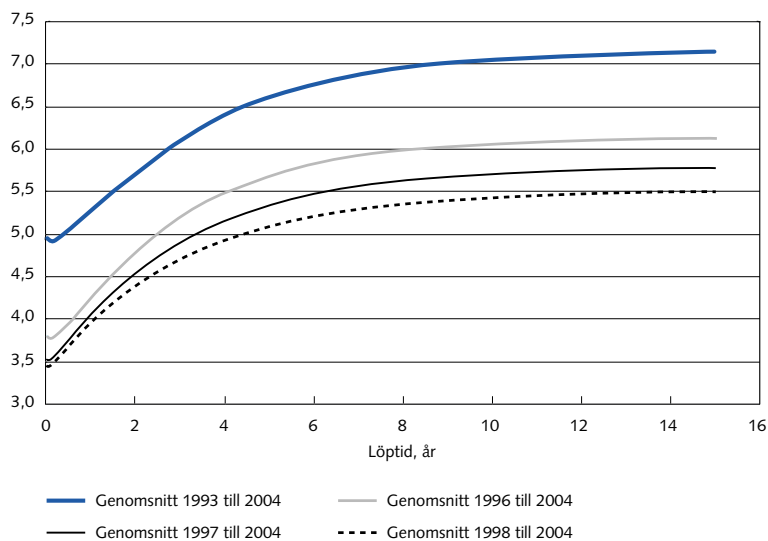
PROCENTENHETER

Genomsnittlig differens mellan terminsräntor och reporäntan	Medel från			
	1993	1996	1997	1998
3 månader	0,0	0,0	0,1	0,1
6 månader	0,1	0,2	0,3	0,3
9 månader	0,2	0,3	0,4	0,4
12 månader	0,4	0,5	0,6	0,5
2 år	0,8	1,0	1,1	1,0
3 år	1,2	1,4	1,4	1,3
4 år	1,5	1,7	1,7	1,6
5 år	1,7	1,9	1,9	1,7
6 år	1,9	2,0	2,0	1,8
7 år	2,0	2,1	2,1	1,9
8 år	2,0	2,2	2,1	1,9
9 år	2,1	2,2	2,2	2,0
10 år	2,1	2,3	2,2	2,0

Källa: Riksbanken.

**DIAGRAM 2. GENOMSnittliga TERMINSRÄNTEKURVOR FÖR OLIKA PERIODER**

PROCENT



Källa: Riksbanken.

## Vilka slutsatser kan dras från den svenska terminsräntekurvan?

Även om det inte är stor skillnad i lutningen för terminsräntekurvan mellan de olika perioderna är det mest lämpligt att inrikta analysen på perioden efter 1998. Skälet är att inflationsmålspolitiken först då rimligen vunnit tillräckligt stort genomslag för att anta att de långsiktiga inflationsför-

väntringarna legat vid inflationsmålet. Under denna period har räntebildningen skett under en enhetlig penningpolitisk regim och borde därmed vara opåverkad av de initiala trovärdighetsproblem som förelåg under de första åren av inflationsmålspolitiken.<sup>7</sup> Perioden är också tillräckligt lång för att innehålla både konjunkturella upp- och nedgångsfaser. Sedan 1998 har den genomsnittliga terminsräntekurvan emellertid lutat uppåt. Detta kan bero på att penningmarknadsaktörerna i genomsnitt väntat höjningar av reporäntan. Det kan också bero på att förväntningshypotesen inte gäller fullt ut och att terminsräntekurvan innehåller terminspremier, något som diskuteras längre fram. Det kan naturligtvis också röra sig om en kombination av båda faktorer.

Mycket tyder dock på att marknadsaktörerna sedan 1998, åtminstone för lite längre tidshorisonter, för de mesta har prognostiserat höjningar av reporäntan (se tabell 2).

**TABELL 2. HÖJNING RESPEKTIVE SÄNKNING AV REPORÄNTAN ENLIGT ENKÄTER\*  
ANTAL HÖJNINGAR OCH ANTAL SÄNKNINGAR SAMT OFÖRÄNDRADE I RELATION TILL  
ANTAL MÄTNINGAR**

		3 mån	6 mån	12 mån	24 mån
Höjningar	Prospera			17 av 26	25 av 26
	SME	37 av 87	45 av 87	72 av 87	
Sänkningar eller oförändrade	Prospera			9 av 26	1 av 26
	SME	50 av 87	42 av 87	15 av 87	

\* SME:s enkäter finns sedan 1997 medan Prosperas sedan mitten av 1998. Uppgifterna avser medeltalet för enkätsvaren och sträcker sig fram till februari 2005.

Källor: Prospera, Six Markets Estimates (SME) och Riksbanken.

**Förväntningshypotesen tycks inte gälla fullt ut, vilket innebär att terminsräntekurvan inte utan vidare kan tolkas som förväntningar om den kortaste räntan.**

Av tabell 2 framgår att på längre sikt verkar penningmarknadsaktörerna enligt olika enkäter oftast ha prognostiserat höjningar, vilket delvis skulle kunna förklara den i genomsnitt positiva lutningen på terminsräntekurvan. På kortare sikt, tre respektive sex månader, är dock prognoser på höjningar respektive sänkningar av reporäntan någorlunda jämnt fördelade samtidigt som terminsräntekurvan visat en tydlig positiv lutning även i det korta segmentet på kurvan. Denna observation indikerar att terminsräntekurvan kan innehålla ett betydande inslag av terminspremier, något som vi nu ska undersöka närmare. Förväntningshypotesen tycks alltså inte gälla fullt ut, vilket innebär att terminsräntekurvan inte utan vidare kan tolkas som förväntningar om den kortaste räntan.

<sup>7</sup> Se Dillén & Hopkins (1998) för en analys om detta.

## Förekomsten av premier försvårar tolkningen av terminsräntor

Enligt förväntningshypotesen kräver marknadsaktörerna samma avkastning på långa och korta räntepapper. Det är troligt att detta antagande inte speglar de faktiska förhållandena särskilt väl. Exempelvis kan vissa placerare föredra vissa löptider framför andra. Obligationer med olika löptid är då inte perfekta substitut och för att ta positioner som ligger utanför placerarens normala placeringshorisont krävs extra kompensation. Hur denna kompensation påverkar relationen mellan långa och korta räntor beror på det relativa styrkeförhållandet mellan aktörerna. En vanlig teori är att placerare föredrar korta placeringar. För att ta positioner med längre löptider kräver dessa placerare en högre kompensation i form av en terminspremie.

För att ta positioner med längre löptider kräver placerare en högre kompensation i form av en terminspremie.

## Hur kan premier mätas?

Den genomsnittliga lutningen på terminsräntekurvan kan ses som en grov indikation på förekomsten av premier. Den säger dock föga om eventuell variation eller systematik i dessa premier. För att göra detta behövs en djupare analys. I akademisk litteratur är det därför vanligt att man definierar något som brukar kallas för överavkastning av att placera på termin. Denna storhet mäter den extra avkastning man får av att köpa en placering på termin i dag som avser en investering vid en framtida tidpunkt jämfört med vad reporäntan är vid samma tidpunkt. En sex månaders överavkastning på reporäntan är därmed den implicita reporäntan om sex månader, enligt terminsräntekurvan, jämfört med vad reporäntan faktiskt blev sex månader senare. Om förväntningshypotesen är riktig borde överavkastningen då vara noll i genomsnitt.<sup>8</sup> Detta kan undersökas med hjälp av ekvationen:<sup>9</sup>

Överavkastning mäter den extra avkastning man får av att köpa en placering på termin som avser en framtida tidpunkt jämfört med reporäntan vid samma tidpunkt.

$$xr(\tau)_t = \alpha(\tau) + \varepsilon(\tau)_{t+\tau} \quad (1)$$

där  $xr(\tau)$  är överavkastningen  $\tau$  perioder fram i tiden. Om förväntningshypotesen är riktig kommer således överavkastningen att vara noll i genomsnitt. Därmed bör konstanten  $\alpha(\tau)$  i ekvationen inte vara signifikant skild från noll och störningstermen  $\varepsilon(\tau)$  vara slumpmässigt fördelad. I de fall då konstanten är signifikant skild från noll kan denna tolkas som

<sup>8</sup> När terminsräntan jämförs med utfallet antas vanligen rationella förväntningar. Detta innebär att på lång sikt bör terminsräntan i genomsnitt prognostisera reporäntan om förväntningshypotesen gäller. Om det finns en systematisk skillnad mellan terminsräntan och reporäntan tolkas då denna som förekomsten av en terminspremie.

<sup>9</sup> Denna uppställning av hypotesen följer Piazzesi & Swanson (2004).

ett mått på den genomsnittliga terminspremien. Här är det dock viktigt att komma ihåg att om det förekommer betydande prognosfel kommer dessa att fångas upp av konstanten  $\alpha(\tau)$ . Resultatet visas i tabell 3.

**TABELL 3. ÖVERAVKASTNING\***

$\tau$ dagar	$\alpha(\tau)$	Standardfel	t-värde	DW	Antal observationer
30	0,0525	0,0155	3,8641	2,0904	83
60	0,1165	0,0329	4,9291	1,1754	82
90	0,1877	0,0576	5,3349	0,9219	81
120	0,2642	0,0809	5,6239	0,6626	80
150	0,3439	0,1078	5,7747	0,5272	79
180	0,4668	0,1426	5,8407	0,4668	78

\* Data är mätt som mittpunkten i månaden, dvs. så nära den 15:de i varje månad som möjligt. Vi använder data med överlappande observationer. Standardfelen är beräknade enligt Newey-West-metoden för att korrigera för detta. I tabellen anger DW det s.k. Durbin-Watson-värdet. Dataurvalet börjar januari 1993 till december 1994 respektive, och slutar i december 2004.

I tabell 3 ser vi att konstanten,  $\alpha(\tau)$ , i ekvation (1) är positiv och signifikant skild från noll i samtliga fall samt växer med att tidshorisonten  $\tau$  ökar. På sex månader är terminspremien mätt på detta sätt ca 47 punkter i genomsnitt sedan 1998. Resultatet kan tolkas som att den implicita terminsräntan har överskattat den faktiska reporäntan med 47 punkter i genomsnitt. Under den undersökta perioden har dock det genomsnittliga prognosfelet enligt SME:s enkätsvar för sex månader varit ca 30 punkter. Prognosfel kan därmed ha bidragit till att driva upp värdet på konstanten något.<sup>10</sup>

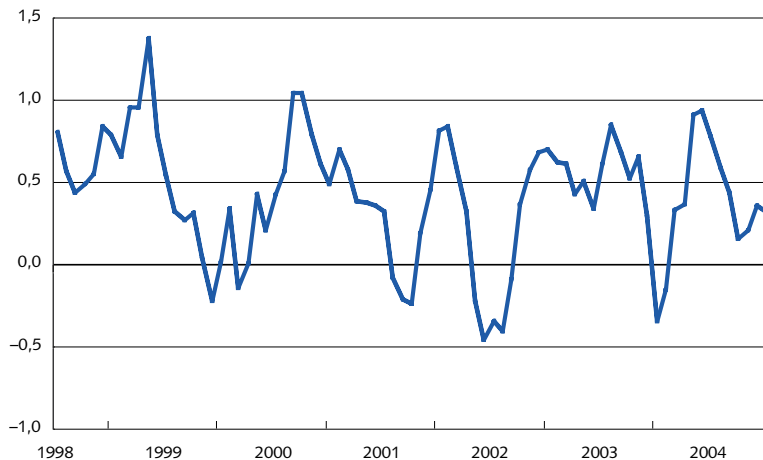
Konstanten i ekvation (1) kan tolkas som terminspremien endast om marknadsaktörernas prognoser för reporäntan i genomsnitt varit korrekta. Det är dock troligt att perioden efter 1998 har varit alltför kort för att de överskattningar som tidvis gjorts för reporäntan i motsvarande grad skulle ha uppvägs av underskattningar. Terrorattackerna i september 2001 utgör en illustration av att inslaget av negativa störningar till ekonomin varit mer omfattande än de positiva. Som en följd har reporäntan oftare sänkts än höjts och prognoserna på reporäntan torde därmed oftare ha överskattat än underskattat den faktiska utvecklingen. Perioden har visserligen innehållit både konjunkturella upp- och nedgångar men resursutnyttjandet har i genomsnitt varit negativt och inflationen lägre än 2 procent. Det är därför inte orimligt att marknadsaktörerna oftare prognostiserat återhämtningar av konjunkturen med höjningar av reporäntan som en naturlig konsekvens. Om penningmarknadsaktörerna i genomsnitt gjort överskattningar av den framtida reporäntan behöver inte detta, som sagt,

<sup>10</sup> På två års sikt är prognosfelet för Prosperas enkät nästan 1 procentenhet. Även om urvalet inte är tillräckligt stort för att dra några långtgående slutsatser är det en indikation på att marknadsaktörerna i genomsnitt prognostiserat för höga reporäntor under perioden. Det kan därmed vara tveksamt att analysera överavkastning för längre tidshorisonter än sex månader.

betyda att prognoserna inte använt all relevant information utan att inslaget av negativa chocker till ekonomin har övervägt under perioden.

I tabell 3 ser vi att variationen i terminspremien kan vara betydande. Enligt detta mått skulle en sex månaders terminspremie kunna vara mellan 20 till 70 punkter i normalfallet om standardfelet är 0,14. Att variationen i överavkastningen kan vara ganska betydande illustreras även i diagram 3.

**DIAGRAM 3. ÖVERAVKASTNING PÅ SEX MÅNADER  
PROCENT**



Källa: Riksbanken.

Diagram 3 visar att perioder av höga nivåer på överavkastningen ofta följs åt över tiden. Detta tar sig uttryck i att störningstermerna i ekvation (1) inte är slumpmässigt fördelade, särskilt inte för de längre löptiderna.<sup>11</sup> Det är inte lätt att separera huruvida detta beror på korrelerade prognosfel eller tidsvariation i terminspremien och det kan inte uteslutas att båda faktorerna spelar in.

Komplikationen med prognosfel, som kan påverka både nivån och variationen i måttet på terminspremien, gör att det finns anledning att tolka överavkastningen med stor försiktighet. Det faller sig därmed naturligt att undersöka om det går att finna ett komplement till överavkastningen som mått på terminspremier. Det kan också finnas ett intresse av att skaffa sig en bild av terminspremiernas betydelse för längre tidshorisonter än sex månader.

**Komplikationen med prognosfel gör att det finns anledning att tolka överavkastningen med stor försiktighet.**

<sup>11</sup> En indikation på detta ses i de låga värdena för Durbin-Watson (DW) i tabell 3.

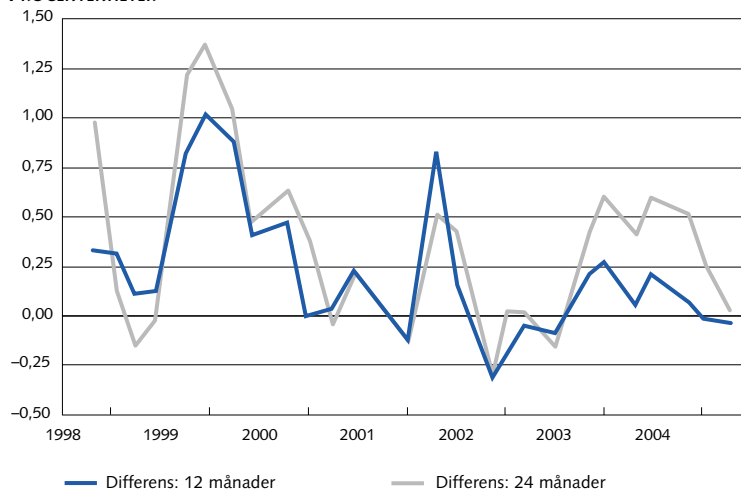


## Enkäter kan utnyttjas för att ge en uppfattning om terminspremier

En fördel med enkätundersökningar är att de ger konkreta uppskattningar om marknadsaktörernas förväntningar om den framtida reporäntan utan att man behöver korrigera för terminspremien.

Ett direkt sätt att mäta marknadsaktörernas reporänteförväntningar är via enkätundersökningar. Enkäter, som ofta riktar sig till marknadsanalytiker, redovisar svar på direkta frågor av typen: Vad tror du att reporäntan är om t.ex. sex månader? Riksbanken har sedan en tid tillbaka anlitat Prospera, och tidigare SCB, för att genomföra sådana enkäter. Även andra aktörer som SME och Reuters utför regelbundet liknade enkätundersökningar. En stor fördel med dessa enkätundersökningar är att de ger konkreta uppskattningar om marknadsaktörernas förväntningar om den framtida reporäntan utan att man behöver korrigera för terminspremien. Då enkätsvaren ger ett direkt estimat på den förväntade räntan är det naturligt att utnyttja enkätundersökningar för att dela upp terminsräntan i förväntad reporänta och terminspremie. Eftersom enkäter avser penningpolitiska förväntningar upp till två år innebär de ett värdefullt komplement till överavkastningen i syfte att uppskatta terminspremier. Enkäter undviker också de problem med prognosfel som är förknippade med indirekta mått som överavkastning och ger dessutom ett tidsvarierande mått på terminspremien. I diagram 4 redovisas differensen mellan terminsräntorna och enkätsvaren för 12 respektive 24 månader enligt Prosperas enkät.

**DIAGRAM 4. DIFFERENS TERMINSRÄNTOR OCH ENKÄTFÖRVÄNTNINGAR ENLIGT PROSPERA PÅ 12 RESPEKTIVE 24 MÅNADERS SIKT**  
PROCENTENHETER



Källor: Prospera och Riksbanken.

För närvarande råder stor samstämmighet mellan enkätsvaren och implicita terminsräntor, vilket skulle implicera att terminspremien är liten. I genomsnitt har dock terminsräntorna överstigit förväntningarna enligt enkäterna med ca 20 och 40 räntepunkter på 12 respektive 24 månaders sikt.<sup>12</sup> Dessa siffror utgör ett estimat på hur stora terminspremierna är i genomsnitt.

För närvarande råder stor samstämmighet mellan enkätsvaren och implicita terminsräntor, vilket skulle implicera att terminspremien är liten.

**TABELL 4. DIFFERENS MELLAN FÖRVÄNTAD REPORÄNTA ENLIGT TERMINSRÄNTOR OCH ENLIGT ENKÄT DECEMBER 1997 RESPEKTIVE AUGUSTI 1998 TILL FEBRUARI 2005**

	Enligt SME			Enligt Prospera	
	3 mån	6 mån	12 mån	12 mån	24 mån
Medelvärde	0,09	0,14	0,12	0,22	0,37
Standardavvikelse	0,13	0,22	0,33	0,25	0,32
Minimumvärde	-0,19	-0,41	-0,68	-0,31	-0,29
Maximumvärde	0,46	0,71	0,99	0,82	0,98

Som väntat tycks differensen mellan terminsräntan och enkätsvaren vara större på två år än på ett år, vilket är konsistent med observationen att terminsräntekurvan i genomsnitt har positiv lutning. I jämförelse med de andra måtten på terminspremien är dock detta mått betydligt lägre, både på tre och sex månaders sikt. Denna skillnad kan dock vara skenbar. Om vi beaktar variationen i överavkastningen på sex månader, samt att detta mått sannolikt kan vara något uppdrivet av prognosfel, är det inga signifikanta skillnader mellan de båda måtten. En fördel i sammanhanget är också att enkätförväntningarna möjliggör en uppskattning av terminspremier avseende 12 och 24 månader.

## Problem med enkäter som mått på marknadsförväntningar

Att enkäter undviker de problem som är förknippade med terminspremier innebär inte att de är problemfria. Ett av problemen med enkätförväntningar är av språklig natur. På frågan om vilken nivå på reporäntan som förväntas kan respondenten uppge den reporäntenivå som de tror är den mest sannolika, vilket kan skilja sig från den matematiska förväntan som även tar hänsyn till mindre sannolika utfall.<sup>13</sup> Förväntningshypotesen som vanligen utgör stommen i ränteanalys bygger på matematisk förväntan. Detta kan exemplifieras med en penningmarknadsaktör som får frågan vilken reporäntenivå Riksbanken kommer att besluta om på ett kommande penningpolitiskt möte. Marknadsaktören kan uppge att Riksbanken väntas lämna reporäntan oförändrad, men samtidigt tillägga att det finns

Ett av problemen med enkätförväntningar är av språklig natur, ett annat är att det statistiska urvalet ofta är litet.

<sup>12</sup> Resultaten påverkas mycket av tre observationer i slutet av 1999 och början 2000. Om dessa observationer exkluderas blir de genomsnittliga differenserna 0,13 respektive 0,26 på 12 respektive 24 månaders sikt.

<sup>13</sup> Det mest sannolika värdet kan sägas svara mot ett typvärde.

Enkäter riktas oftast till analytiker som inte nödvändigtvis tolkar informationen på samma sätt som aktiva marknadsaktörer.

en betydande risk att Riksbanken ändå ändrar reporäntan. Detta tillägg utgör en risk som inte behöver påverka enkätsvaret men som likväl prissätts på marknaden. Ett annat problem med enkätsvar är att det statistiska urvalet vid enkätundersökningar ofta är litet, vilket ökar risken för att enkätsvaren allt för mycket påverkas av enskilda extrema svar. Enkäter genomförs inte så ofta och vid viktiga oförutsedda händelser då det finns anledning att tro att reporänteförväntningarna har ändrats är det ofta inte möjligt att fånga detta med enkäter.

I diskussionen här tolkas differensen mellan terminsräntor och enkätförväntningar i termer av terminspremier. Observationen att denna differens periodvis antagit negativa värden utgör dock en brasklapp till denna tolkning. Även om man rent teoretiskt inte kan utesluta en negativ terminspremie finns det en ganska stark föreställning om att den ska vara positiv. Den negativa differensen mellan terminsräntor och enkätförväntningarna kan bero på mätproblem förknippade med enkätundersökningar (semantiska problem, förekomst av extrema svar etc.) men också avspegla en urvalseffekt, dvs. de uppmätta förväntningarna hos de tillfrågade i enkätundersökningar skiljer sig från dem som handlar med svenska räntepapper. Enkäter riktas oftast till analytiker som inte nödvändigtvis tolkar informationen på samma sätt som aktiva marknadsaktörer. Exempelvis kan analytiker lägga en större vikt vid den inhemska utvecklingen än de aktörer som verkar på de internationella finansiella marknaderna. Dessa aktörer torde i högre utsträckning påverkas av den internationella konjunkturutvecklingen. Den starka samvariationen mellan svenska och internationella långräntor talar i denna riktning. Särskilt perioden i slutet av 2002 och början av 2003 utmärks av negativa differenser mellan terminsräntor och enkätsvar. Möjligen hänger detta ihop med effekterna av den internationella börsnedgången som bidrog till att pressa de internationella obligationsräntorna under perioden.

## Måtten på terminspremien kan användas för att korrigera terminsräntorna

De mått på terminspremien som faller ut residuellt som differensen mellan terminsräntor och enkätsvar kan i sin tur användas för att korrigera de implicita terminsräntorna. I en artikel i Bank of England quarterly bulletin redovisar Peacock (2004) ett sätt att göra detta.<sup>14</sup> En variant på Peacocks metod presenteras i diagram 5.<sup>15</sup> Diagrammet visar att differensen mellan

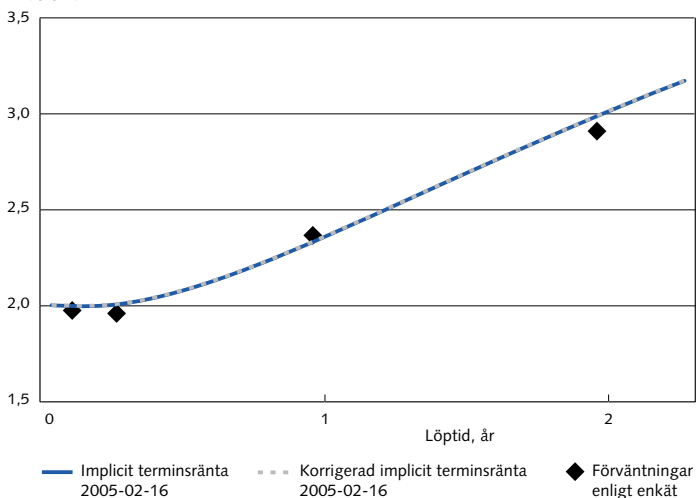
<sup>14</sup> Se Peacock (2004).

<sup>15</sup> Måtten på den förväntade räntan är hämtade från SME:s februarienkät för reporänteförväntningar upp till ett år och från Prosperas februarienkät för reporänteförväntningen på två år. Ett mått på terminspremien utgörs då av differensen mellan terminsräntan och enkätsvaret. Ett funktions samband anpassas till de observerade premierna. Det anpassade funktions sambandet kan sedan användas till att korrigera hela terminsräntekurvan.

enkätsvaren och terminsräntan vid mättilfället var försumbara. Därför görs ingen betydande korrigering av terminsräntan i detta fall.

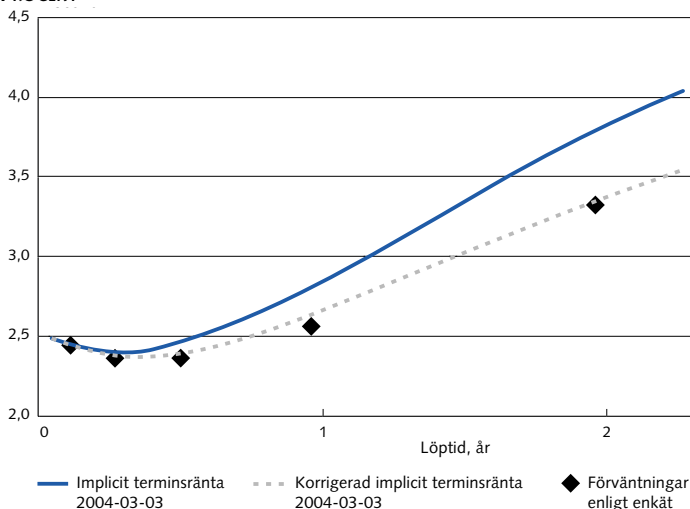
Denna situation är dock inte den normala. Samma analys för drygt ett år sedan hade gett att terminspremien på två år uppgick till ca 50 punkter. Detta implicerar en korrigering av den implicita terminsräntekurvan på en tvåårshorisont med motsvarande storlek, vilket visas i diagram 6.

**DIAGRAM 5. IMPLICIT TERMINSRÄNTA OCH IMPLICIT TERMINSRÄNTA KORRIGERAD FÖR TERMINSPREMIER ENLIGT ENKÄTUNDERSÖKNINGAR AV SME OCH PROSPERA BERÄKNAT DEN 16 FEBRUARI 2005**  
**PROCENT**



Källor: Prospera, Riksbanken och SME.

**DIAGRAM 6. IMPLICIT TERMINSRÄNTA OCH IMPLICIT TERMINSRÄNTA KORRIGERAD FÖR TERMINSPREMIER ENLIGT ENKÄTUNDERSÖKNINGAR AV SME OCH PROSPERA BERÄKNAT DEN 3 MARS 2005**  
**PROCENT**



Källor: Prospera, Riksbanken och SME.

## Både enkäter och terminsräntor bör användas

Den periodvis stora skillnaden mellan terminsräntor och enkätsvar understryker svårigheten att mäta ränteförväntningar.

Under alla omständigheter understryker den periodvis stora skillnaden mellan terminsräntor och enkätsvar svårigheten att mäta ränteförväntningar. Oavsett om enkäter eller terminsräntor används som indikatorer på penningpolitiska förväntningar bör de tolkas med försiktighet. En annan fråga är hur olika mått på penningpolitiska förväntningar kan förutse den faktiska reporänteutvecklingen. I praktiken är man ofta tvungen att förlita sig på terminsräntor eftersom relevanta enkätundersökningar normalt inte finns tillgängliga för att visa hur penningpolitiska förväntningar påverkas av olika händelser. Man bör dock vara medveten om att terminsräntor också påverkas av terminspremier som under perioder av finansiell oro också kan vara stora och volatila. Därför utgör enkätförväntningar ett mer robust mått på penningpolitiska förväntningar som det kan vara bra att stämma av mot.

## Referenser

- Andersson, M., Dillén, H. & Sellin, P., (2002), "Monetary Policy Signaling and Movements in the Swedish Term Structure of Interest Rates", Sveriges Riksbank Working Paper No. 132.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. & MacKinlay, A. C., (1997), "The Econometrics of Financial Markets", Princeton University Press.
- Dillén, H. & Hopkins, E., (1998), "Forward Interest Rates and Inflation Expectations: The role of regime shift premia and monetary policy", Sveriges Riksbank Working Paper No. 51.
- Peacock, C., (2004), "Deriving a market-based measure of interest rate expectations", *Bank of England quarterly bulletin*, Summer.
- Piazzesi, M. & Cochrane, J., (2002), "Bond Risk Premia", NBER Working Paper 9178, September.
- Piazzesi, M. & Swansson, E., (2004), "Futures Prices as Risk-Adjusted Forecasts of Monetary Policy", NBER Working Paper 10547, June.
- Svensson, L. E. O., (1993), "Term, Inflation and Foreign Exchange Risk Premia: A Unified Treatment", NBER Working Paper 4544, November.
- Svensson, L. E. O., (1995), "Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson & Siegel Method", *Penning och valutapolitik*, nr 3, Sveriges riksbank.

# Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken

AV ANNIKA OTZ

Annika Otz arbetar på avdelningen för marknadsoperationer.

*Riksbankens räntestyrning utgör den operativa delen i den penningpolitiska processen. Genom räntestyrningen förverkligas direktionens penningpolitiska beslut genom att marknadens kortaste ränta, den så kallade dagslåneräntan, påverkas. För den som vill förstå penningpolitiken på ett djupare plan är därför kunskap om Riksbankens räntestyrning viktig.*

*I en artikel<sup>1</sup> som tidigare publicerats i denna tidskrift har Riksbankens räntestyrning lyfts fram i ljuset av läroböckernas traditionella ansats för inflationsstyrning tillsammans med en jämförelse med det system som används av den amerikanska centralbanken (FED). Ambitionen med denna artikel är att, förutom att ge en pedagogisk beskrivning av hur penningpolitiken går till i praktiken, ytterligare tydliggöra kopplingen mellan räntestyrningen och Riksbankens betalningssystem.*

## Grundförutsättningar för räntestyrningen

**Bankernas låne- eller placeringsbehov över natten utgör kärnan i Riksbankens räntestyrning.**

När bankerna behöver låna eller placera i kronor, kan de göra det hos varandra på olika löptider. Den intressantaste löptiden, som utgör själva kärnan i Riksbankens förmåga att påverka räntebildningen, är bankernas låne- eller placeringsbehov *över natten*.

**För betalningstransaktioner mellan bankerna krävs ett gemensamt betalningssystem.**

Bankernas behov av att låna av och placera hos varandra över natten är ett resultat av de in- och utbetalningar som sker mellan bankerna under dagen. Men för att dessa betalningstransaktioner mellan bankerna över huvud taget ska kunna genomföras krävs först och främst ett gemensamt *betalningssystem*.

<sup>1</sup> Mitlid & Vesterlund (2001).

## BETALNINGSSYSTEMET – EN FÖRUTSÄTTNING FÖR RÄNTESTYRNINGEN

När hushåll och företag betalar sina räkningar sker det genom den bank där de har sina konton. Banken i sin tur kommer att vidarebefordra betalningarna till betalningsmottagarens konto. Om detta konto finns på en annan bank behövs ett betalningssystem, det vill säga en infrastruktur som gör det möjligt att vidarebefordra betalningen från en bank till en annan bank. I Sverige tillhandahåller Riksbanken ett sådant betalningssystem, kallat RIX.<sup>2</sup>

I RIX sker betalningarna endast i svenska kronor och via de deltagande bankernas konton i Riksbanken. De banker som inte deltar i RIX måste gå via de banker som är deltagare.

För att betalningarna i RIX ska ske smidigt erbjuder Riksbanken deltagarna att vid behov under dagen räntefritt låna av Riksbanken, så kallad intradagskredit. Detta kan bankerna göra under förutsättning att de har lämnat tillräckligt med godtagbara säkerheter som pant till Riksbanken.

Betalningarna i RIX sker omedelbart en och en, så kallad bruttoavveckling i realtid, när betalaren har tillräckligt med betalningsmedel på sitt konto eller tillräckligt med säkerheter för att erhålla intradagskredit.

**Riksbanken tillhandahåller ett betalningssystem, RIX.**

**Riksbanken erbjuder vid behov deltagarna att låna räntefritt, intradagskredit.**

## IN- OCH UTLÅNING I RIKSBANKEN SÄTTER RAMARNA FÖR DAGSLÅNERÄNTAN

Innan betalningssystemet stänger måste bankernas konton i RIX vara i balans. Detta innebär att de banker som i slutet av dagen använder sig av intradagskredit måste finansiera detta på något sätt. De banker som har överskott på sina konton i Riksbanken måste å sin sida se till att placera dessa.

Bankerna kan lösa detta genom att använda sig av dagslånemarknaden eller genom att *över natten* låna av alternativt placera hos Riksbanken, det vill säga använda sig av Riksbankens *utlånings-* respektive *inlåningsfacilitet* (Riksbankens stående faciliteter). Bankerna kan med andra ord förlänga sina lån över natten (i utlåningsfaciliteten) eller placera över natten (i inlåningsfaciliteten) till i förväg publicerade räntor.

Utlåningsräntan ligger 150 räntepunkter över inlåningsräntan (se figur 1). Denna ränteskillnad skapar incitament för bankerna att i första hand låna av och placera hos varandra till en ränta som ligger mellan

**Bankerna kan använda sig av dagslånemarknaden eller av Riksbankens utlånings-/inlåningsfacilitet.**

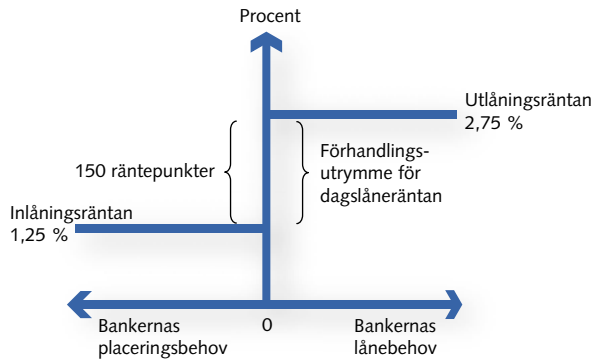
**Utlåningsräntan ligger 150 punkter över inlåningsräntan, vilket skapar incitament för bankerna att låna av och placera hos varandra.**

<sup>2</sup> Riksbankens betalningssystem RIX utgör en knutpunkt i den svenska betalningsinfrastrukturen. För mer information, se Sveriges riksbank (2004a).



Riksbankens in- och utlåningsränta. Därmed sätts ramarna för dagslåneräntan.<sup>3</sup>

FIGUR 1. RIKSBANKENS IN- OCH UTLÅNINGSFACILITET (STÅENDE FACILITETER)



Anmärkning: Räntenivåer per den 29 april 2005.

## Tillvägagångssättet

Riksbanken vill att dagslåneräntan ska ligga nära och stabilt kring reporäntan.

Riksbanken vill dock inte bara styra dagslåneräntan så att den hamnar inom räntekorridoren, utan vill även att den ska ligga *nära och stabilt* kring Riksbankens styrränta – reporäntan. Riksbanken vill med andra ord att dagslåneräntan under den närmaste veckan ska vara förutsägbar och inte fluktuera inom räntekorridoren. Orsaken är att Riksbanken vill ge klara signaler till de längre marknadsräntorna. Eftersom de kortare marknadsräntorna (ungefär upp till sex månader) är genomsnittet av den förväntade dagslåneräntan på respektive löptid, kan en fluktuerande dagslåneränta skapa onödig volatilitet på dessa löptider. Det kan också skapa onödig spekulation kring varför dagslåneräntan antingen närmare sig taket eller golvet i räntekorridoren. En dagslåneränta som fluktuerar mycket skulle därför felaktigt kunna tolkas som penningpolitiska signaler.

En stabil dagslåneränta skapas i ett första steg genom att banksystemets behov av att låna eller placera i de stående faciliteterna minimeras.

Hur skapas då en stabil dagslåneränta? Det första steget är att se till att banksystemets behov av att låna eller placera i de stående faciliteterna minimeras. Innan beskrivningen går in på detta, behövs en kort genomgång av hur banksystemets låne- eller placeringsbehov visavi Riksbanken förändras. Det lättaste sättet att förklara detta är att utgå från en förenk-

<sup>3</sup> Vanligtvis har bankerna en likviditetsplanering som sträcker sig över en längre period än över natten. Dagslånemarknaden är dock viktig för bankerna för att kunna hantera de under- och överskott i betalningsflödena som uppkommer enskilda dagar.

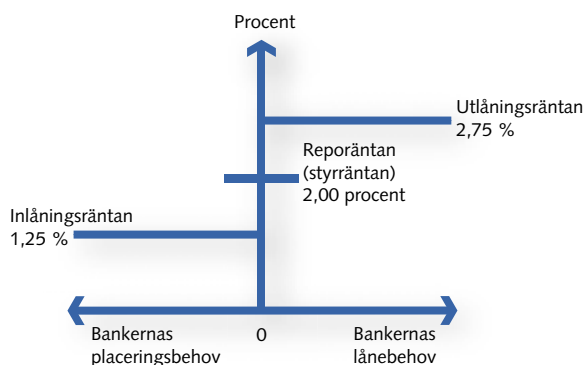
lad bild av vad som händer när allmänheten förändrar sin efterfrågan på sedlar och mynt.

När allmänheten efterfrågar fler sedlar och mynt kommer de att ta ut dessa hos bankerna som i sin tur anskaffar motsvarande sedlar och mynt hos Riksbanken. Bankerna måste dock betala för de sedlar och mynt som de hämtar vilket i praktiken innebär att bankerna får en skuld till Riksbanken.<sup>4</sup> Om allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt minskar kommer bankerna istället att lämna tillbaka motsvarande mängd sedlar och mynt till Riksbanken och skulden till Riksbanken minskar.

I dagsläget har banksystemet som helhet ett lånebehov.<sup>5</sup> Om Riksbanken inte gör något kommer banksystemet att låna till utlåningsräntan (utlåningsfaciliteten) och marknadens dagslåneränta kommer därmed att ligga nära utlåningsräntan. Riksbanken vill dock att dagslåneräntan ska ligga mitt i räntekorridoren. Därför ordnar Riksbanken så att banksystemet som helhet i första hand får låna till reporäntan. Detta går till på så sätt att Riksbanken varje vecka prognostiserar hur mycket sedlar och mynt som allmänheten kommer att efterfråga. Från det kan Riksbanken läsa av hur mycket bankerna kommer att vilja låna av Riksbanken i samband med Riksbankens *reporansaktion* (repa)<sup>6</sup>. Med repa tillfredsställer Riksbanken banksystemets lånebehov och signalerar samtidigt på vilken nivå Riksbanken vill att dagslåneräntan ska ligga under den kommande veckan (se figur 2).

Riksbanken ordnar så att banksystemet som helhet i första hand får låna till reporäntan.

FIGUR 2. RIKSBANKENS STYRANDE RÄNTOR



Anmärkning: Räntenivåer per den 29 april 2005.

<sup>4</sup> Under förutsättning att bankerna kan lämna tillräckligt med godtagbara säkerheter till Riksbanken.

<sup>5</sup> Banksystemet som helhet kan likaväl ha ett placeringsbehov i Riksbanken. Det beror på att Riksbankens behov av tillgångar för att bedriva sin penning- och valutapolitik kan var större än både allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt och Riksbanken eget kapital. Exempelvis kan, vid en fast växelkurs, ett apprecieringstryck medföra att Riksbanken måste göra så stora köp av utländsk valuta att banksystemet som helhet får ett placeringsbehov i Riksbanken.

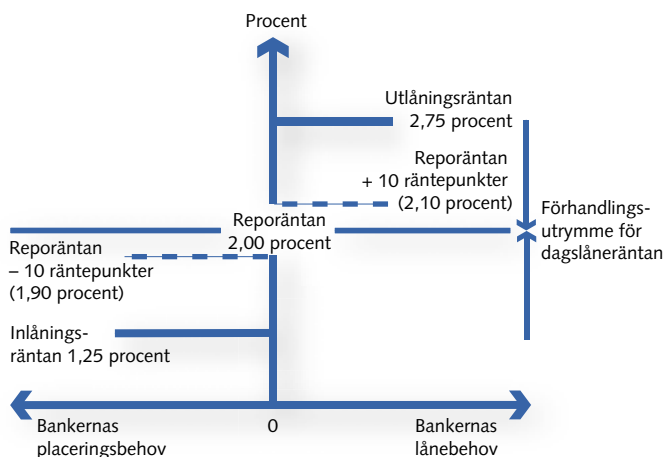
<sup>6</sup> Se Steg 2 för beskrivning av repotransaktionen (repa).

För att förhindra att dagslåneräntan trots repa fluktuerar inom räntekorridoren genomför Riksbanken finjusterande operationer.

Eftersom Riksbankens repa bygger på en prognos för den kommande veckan kommer banksystemets faktiska lånebehov att variera från dag till dag. Detta innebär att banksystemet enskilda dagar kan behöva låna eller placera i de stående faciliteterna och om beloppen är stora kan detta leda till att dagslåneräntan trots repa fluktuerar inom räntekorridoren. För att förhindra detta genomför Riksbanken därför *finjusterande operationer*. Dessa innebär att banksystemets låne- eller placeringsbehov en enskild dag tillgodoses till en ränta som ligger 10 räntepunkter över eller under reporäntan.

Räntestyrningen, kort sammanfattat, innebär att Riksbanken genom att tillhandahålla stående faciliteter binder marknadens dagslåneränta inom räntekorridoren. Genom veckovisa repotransaktioner och (nästintill) dagliga finjusterande operationer ser Riksbanken till att dagslåneräntan hamnar nära reporäntan (se figur 3).

FIGUR 3. FÖRHANDLINGSUTRYMME FÖR DAGSLÅNERÄNTAN



Anmärkning: Räntenivåer per den 29 april 2005.

## Det praktiska genomförandet

Hur går det då praktiskt till steg för steg när Riksbanken styr räntan?

### STEG 1. PROGNOIS ÖVER STORLEKEN PÅ DEN PENNINGPOLITISKA REPAN

Prognosen baseras i praktiken på posten utelöpande sedlar och mynt i Riksbankens balansräkning.

Varje tisdag gör Riksbanken en prognos över hur stort lånebehov<sup>7</sup> banksystemet i genomsnitt beräknas ha gentemot Riksbanken under kommande vecka, det vill säga från onsdag till onsdag. Prognosen baseras på

<sup>7</sup> I det fall banksystemet som helhet har ett placeringsbehov och således över veckan behöver placera pengar emitterar Riksbanken certifikat (i stället för att genomföra den penningpolitiska repa), vilket medför att Riksbanken veckovis betalar ränta till banksystemet för de inlånade medlen.

Riksbankens bedömning av förändringar i Riksbankens tillgångar och skulder (balansräkningen).

Riksbankens *tillgångar* utgörs av guld- och valutareserven som, förutom av guld, består av värdepapper utställda i utländsk valuta och fordringar på Internationella valutafonden (IMF). Därutöver utgörs tillgångarna av övriga tillgångar<sup>8</sup> samt utlåning till banker, som förenklat beror på att bankerna har hämtat sedlar och mynt hos Riksbanken. I princip skulle posten utlåning till banker därmed vara lika stor som posten sedlar och mynt. För att kunna intervensera på valutamarknaden och för att få så god avkastning som möjligt på tillgångarna har Riksbanken dock valt att växla en del av fordringarna på banksystemet till utländsk valuta.

Riksbankens *skulder* består till största delen av utelöpande sedlar och mynt samt eget kapital. Därutöver utgörs skulderna av inlåning från banker och övriga skulder<sup>9</sup> (se figur 4).

**FIGUR 4. RIKSBANKENS BALANSRÄKNING (JUSTERAD) DEN 31 DECEMBER 2004**

Tillgångar	Miljoner kronor	Skulder	Miljoner kronor
Guld- och valutareserv	162 649	Utelöpande sedlar och mynt	108 894
Utlåning till banker		Inlåning från banker	
Penningpolitiska repor	16 473	Inlåningsfacilitet	86
Utlåningsfacilitet	2	Övriga skulder	9 836
Övriga tillgångar	3 205	Eget kapital (inkl. årets resultat)	63 513
<b>Totalt</b>	<b>182 329</b>	<b>Totalt</b>	<b>182 329</b>

Anmärkning: Posten Penningpolitiska repor inkluderar finjusterande transaktioner (netto).

Källa: Riksbanken.

Prognosen över förändringar i Riksbankens tillgångar är relativt enkel att göra eftersom dessa poster som regel påverkas av Riksbankens egna beslut. I första hand gäller det förändringar i guld- och valutareserven som är kopplade till försäljning eller köp av utländsk valuta vilka som regel beror på valutainterventioner.

På skuldsidan är det som regel endast förändringar av mängden utelöpande sedlar och mynt, det vill säga allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt, som behöver prognostiseras. Denna efterfrågan uppvisar ett tydligt och stabilt säsongmönster, vilket gör att posten utelöpande sedlar och mynt är relativt lätt att skatta. Inför större helger som exempelvis julhelgen ökar efterfrågan markant.

Övriga poster på såväl tillgångs- som skuldsidan uppvisar endast mycket små och förutsägbara förändringar, som exempelvis utbetalningar till staten i samband med utdelning av Riksbankens vinst som påverkar

<sup>8</sup> Övriga tillgångar inkluderar bland annat upplupna ränteutgifter och anläggningstillgångar.

<sup>9</sup> Övriga skulder inkluderar bland annat skulder i utländsk valuta och värdepapperskontron.

När förändringarna i alla posterna skattats fram kommer bank-systemets låne- alternativt placeringsbehov.

posterna eget kapital, årets resultat och utlåning i svenska kronor till banksystemet.

När förändringarna i alla posterna har skattats och summerats fram kommer hur banksystemets genomsnittliga totala låne- alternativt placeringsbehov i Riksbanken för kommande vecka kommer att ändras jämfört med veckan innan. I praktiken innebär detta i normala fall att det endast är posten utelöpande sedlar och mynt som behöver prognostiseras. Om lånebehovet har ökat ökas även storleken på den penningpolitiska repa och vice versa (se steg 2).

Figur 5 visar hur de olika posterna i balansräkningen bidrar till bank-systemets totala lånebehov i Riksbanken. Exemplet utgår från Riksbankens balansräkning den 31 december 2004.

**FIGUR 5. BERÄKNING AV BANKSYSTEMETS TOTALA LÅNEBEHOV I RIKSBANKEN DEN 31 DECEMBER 2004**

	Miljoner kronor
Utelöpande sedlar och mynt	108 894
Inlåningsfacilitet	86
Övriga skulder	9 836
Eget kapital	63 513
Guld- och valutareserv	-162 649
Utlåningsfacilitet	-2
Övriga tillgångar	-3 205
<b>Banksystemets totala lånebehov i Riksbanken och tillika storleken på den penningpolitiska repa (alternativt banksystemets totala placeringsbehov och tillika storleken på de emitterade riksbankscertifikaten)</b>	<b>16 473</b>

Källa: Riksbanken.

## STEG 2. GENOMFÖRANDE AV DEN PENNINGPOLITISKA REPAN

När likviditetsprognosen är gjord och banksystemets genomsnittliga totala låne- alternativt placeringsbehov<sup>10</sup> därmed är beräknat genomför Riksbanken den penningpolitiska repa (alternativt emitterar Riksbanken certifikat).

Riksbankens repa<sup>11</sup> är utformad på samma sätt som ett vanligt repoinstrument på den finansiella marknaden.<sup>12</sup> Repor på de finansiella

<sup>10</sup> Vanligtvis talas det om att banksystemet har ett strukturellt likviditetsunderskott alternativt likviditetsöverskott och därmed hur mycket likviditet Riksbanken behöver tillföra alternativt dränera marknaden på. Denna form av terminologi skapar dock en viss förvirring, eftersom Riksbanken varken tillför eller dränerar marknaden på likviditet. Det är därför mer korrekt att tala om att banksystemet har ett låne- eller placeringsbehov i Riksbanken.

<sup>11</sup> Termen "repa" är en svensk förkortning av engelskans "repurchase agreement", det vill säga återköpsavtal.

<sup>12</sup> I egentlig mening är emellertid Riksbankens repa i detta fall en så kallad "omvänd repa" då Riksbanken först köper ett värdepapper för att därefter sälja tillbaka värdepapperet. En repa innebär nämligen att aktören först säljer och därefter köper (repurchase) tillbaka värdepapperet.

marknaderna är försäljnings- och köpavtal där parterna avtalar att den ena parten ska sälja ett värdepapper till den andra parten för att vid en given tidpunkt i framtiden köpa tillbaka värdepapperet till ett i förväg fastställt pris. Priset för en repa representeras av reporäntan, det vill säga låneräntan över repans löptid.<sup>13</sup>

Den penningpolitiska repa löper som regel veckovis, från onsdag till onsdag. En gång i veckan köper alltså Riksbanken värdepapper av bankerna med avtal om att sälja tillbaka värdepapperen en vecka senare.

Vid repans förfall betalar bankerna ränta (reporäntan) för den gångna veckans "lån". Samtidigt genomför Riksbanken en ny repa vilket ger bankerna möjlighet att förnya sina "lån" och därmed "låna" av Riksbanken ytterligare en vecka. Storleken på "lånen" i Riksbanken kan dock variera från vecka till vecka beroende på Riksbanken prognos (se Steg 1).

Genom att repa i de flesta fall löper under endast en vecka kan Riksbanken även förändra reporäntan varje vecka.<sup>14</sup> Det kan med andra ord uttryckas som att banksystemet över tiden lånar till rörlig ränta av Riksbanken men där räntan binds för en vecka i taget.

Utgångspunkten för den penningpolitiska repa är alltså att bankerna har ett lånebehov i Riksbanken. Att repa i grunden är konstruerad som ett köp av värdepapper i utbyte mot kapital är en rent teknisk fråga. Riksbanken skulle lika väl kunna använda sig av vanlig utlåning med löptid på en vecka mot ränta, med värdepapper som säkerhet för lånet.

Om banksystemet i stället har ett placeringsbehov emitterar Riksbanken certifikat. Ett riksbankscertifikat är ett löpande skuldebrev som representerar en kortfristig fordran på Riksbanken. Riksbanken säljer riksbankscertifikat till bankerna med en löptid på en vecka. När certifikaten förfaller betalar Riksbanken tillbaka pengarna plus ränta – reporäntan – till bankerna.<sup>15</sup>

Banksystemet har som helhet för närvarande ett lånebehov i Riksbanken varför fokus i beskrivningen kommer att ligga på den penningpolitiska repa. Huruvida banksystemet behöver låna av eller placera hos Riksbanken har dock ingen betydelse för Riksbankens möjlighet att styra räntan.

Villkoren för repa (alternativt emission av certifikat) annonseras varje tisdag klockan 09.30 och omfattar typ av transaktion (penningpolitisk repa eller emission av certifikat), löptid, reporänta samt minimi- och maxi-

**Den penningpolitiska repa löper som regel veckovis.**

**Utgångspunkten för den penningpolitiska repa är att bankerna har ett lånebehov i Riksbanken.**

**Huruvida banksystemet behöver låna eller placera i Riksbanken har ingen betydelse för räntestyrningen.**

<sup>13</sup> Reporäntan för ett repainstrument på de finansiella marknaderna ska inte förväxlas med Riksbankens reporänta, som i Riksbankens fall utgör styrränta.

<sup>14</sup> I praktiken sker eventuella förändringar av reporäntan i samband med de förannonserade penningpolitiska sammanträdena, som i regel äger rum vid åtta tillfällen om året. Extra sammanträden kan utlysas. Så skedde exempelvis vid den räntesänkning som gjordes efter terrordåden i New York den 11 september 2001.

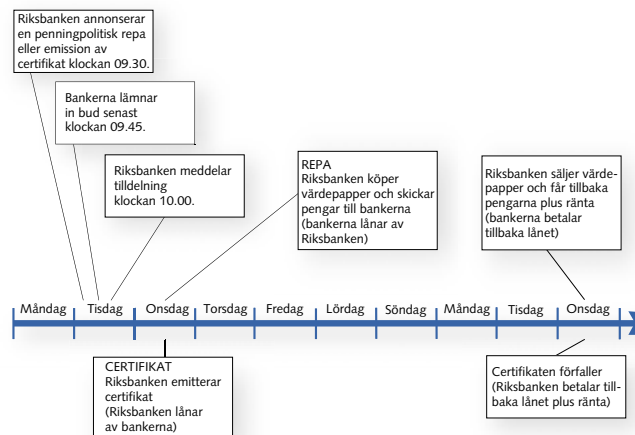
<sup>15</sup> Från juli 1994 till maj 1997 emitterade Riksbanken certifikat då banksystemet som helhet hade ett placeringsbehov i Riksbanken. Därefter har banksystemet som helhet haft ett lånebehov i Riksbanken.

mibud. Riksbanken tillämpar ett förfarande där bankerna meddelar Riksbanken hur mycket de behöver låna. Något budkrav finns dock inte.

Bankerna ska lämna bud till Riksbanken före klockan 09.45. Fördelningen sker därefter enligt en tilldelningsprocent som beräknas utifrån Riksbankens tänkta storlek på repa och dess andel av bankernas sammanslagna budvolym. Om den tänkta storleken på repa utgör exempelvis 50 procent av den sammanslagna budvolymen, kommer respektive bank att få låna 50 procent av sitt lämnade bud. Om de bud som bankerna lämnar är mindre än den tänkta storleken finjusterar Riksbanken lånebehovet.

Resultatet av repa meddelar Riksbanken klockan 10.00. Figur 6 visar de olika stegen vid genomförande av en repotransaktion. Figuren visar även stegen för emission av certifikat.

**FIGUR 6. TIDSSCHEMA FÖR RIKSBANKENS PENNINGPOLITISKA REPA ELLER EMISSION AV CERTIFIKAT**



### STEG 3. GENOMFÖRANDE AV DE FINJUSTERANDE OPERATIONERNA

Banksystemets faktiska dagliga låne- eller placeringsbehov i Riksbanken kan skilja sig från Riksbankens prognos för genomsnittet för veckan. Detta innebär att banksystemet kan behöva låna eller placera i de stående faciliteterna.

Eftersom Riksbanken vill ha en stabil dagslåneränta genomför därför Riksbanken finjusterande operationer.

De banker som i slutet av dagen har låne- eller placeringsbehov, och som inte lyckats hantera dessa på dagslånemarknaden, kommer att ringa till Riksbanken efter klockan 16.20 för att fråga om Riksbanken erbjuder finjustering. Riksbanken har uppgifter om både de enskilda bankernas

Om det inte finns några matchande positioner hos bankerna gör Riksbanken en finjustering.

kontoställning i RIX och om banksystemets totala ställning gentemot Riksbanken. Om det efterfrågade beloppet kan matchas av någon annan bank uppmanar Riksbanken den banken som ringt att ta kontakt med andra banker. Om det inte finns några matchande positioner hos bankerna gör Riksbanken en finjustering på det motsvarande beloppet eller delar därav med den bank som ringer.

Om banksystemet som helhet exempelvis har ett lånebehov på 100 och en bank vänder sig till Riksbanken med ett lånebehov på 150 kommer Riksbanken endast att göra finjusteringar på 100. Orsaken är att en annan bank (eller flera banker gemensamt) är i behov att placera 50, och att bankerna därmed förväntas utjämna detta på dagslånemarknaden.

Finjusteringarna genomförs mellan klockan 16.20 och 16.40 då det är först klockan 16.20 som Riksbanken har alla uppgifter om banksystemets låne- eller placeringsbehov.<sup>16</sup>

## Enkelt och marknadskonformt system

Riksbankens räntestyrningssystem är relativt enkelt utformat och stämmer väl överens med hur andra centralbanker gör.

En rimlig fråga som kan ställas är naturligtvis om det är möjligt att göra ytterligare förenklingar. Sannolikt skulle exempelvis även en smalare räntekorridor kunna uppnå en stabil dagslåneränta. Frågan är dock hur smal räntekorridoren kan bli innan det resulterar i att den kortaste marknaden, det vill säga dagslånemarknaden, upphör att fungera då incitamenten för bankerna att låna och placera hos varandra försvinner. Bankerna kommer då att välja att endast låna och placera i Riksbanken. Eftersom Riksbanken strävar efter att ha ett marknadskonformt räntestyrningssystem, har alternativa lösningar valts bort till förmån för det nuvarande systemet som uppenbarligen fungerar väl.

**Riksbanken strävar efter ett marknadskonformt räntestyrningssystem, varför det nuvarande systemet, som uppenbarligen fungerar väl, har valts.**

<sup>16</sup> Bankerna har möjlighet att lämna tillbaka sedlar fram till denna tidpunkt.



## Referenser

- Daltung, S. & Ericson, M., (2004), "Effektivitet i kontantförsörjningen", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, Sveriges riksbank.
- Ernhagen, T., Vesterlund, M. & Viotti, S., (2002), "Centralbankers behov av eget kapital", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, Sveriges riksbank.
- Mitlid, K. & Vesterlund, M., (2001), "Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till?", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank, (2004a), "Den svenska finansmarknaden 2004", kapitel Den finansiella infrastrukturen.
- Sveriges riksbank, (2004b), "Årsredovisning 2003", kapitel Riksbankens arbetsformer – Kontanthanteringen.
- Viotti, S., (2004), "Den svenska penningpolitiken", i Södersten, B. & Söderström, H. T. (red.) *Marknad och politik*, sjätte upplagan, SNS.

### *Förhandsvisning av Tumba Bruksmuseum*

Riksbanken bjöd den 22 mars 2005 in till förhandsvisning av Tumba Bruksmuseums nyrestaurerade lokaler. Tumba bruk grundades år 1755 och firar i år sitt 250-års-jubileum. Bruksmiljön blir nu museum. Här har Riksbanken låtit tillverka papper för sedeltillverkning ända tills för några år sedan då den verksamheten övergick till det amerikanska företaget Crane AB.

I tre byggnader blir det utställningar som visar sedlarnas historia, papperstillverkning och livet på bruket. Tumba Bruksmuseum har tillkommit i samband med att Riksbanken donerade byggnaderna till Statens fastighetsverk och Kungl. Myntkabinetet fick i uppdrag av Riksbanken att bygga upp och driva ett nytt museum.

### *Riksbankens direktion besöker Jämtland*

Riksbankens direktion besökte Jämtland den 7-8 april. Direktionen sammanträdde i Östersund och gjorde därefter ett antal studiebesök i regionen, bl.a. i Trångsviken strax utanför Östersund.

Riksbanken har de senaste åren förlagt vissa sammanträden utanför Stockholm för att förbättra möjligheten att diskutera den ekonomiska utvecklingen med företrädare för olika branscher och regioner i landet samt inhämta synpunkter på Riksbankens verksamhet.

### *Minnessedel – Tumba bruks 250-årsjubileum*

Med anledning av Tumba bruks 250-årsjubileum ger Sveriges riksbank ut en minnessedel med valören 100 kronor. Sedeln är framtagen med moderna säkerhetsdetaljer men i gammal utformning. Motivet på framsidan är Moder Svea efter förebild från sedlar från slutet av 1800-talet. På sedelns baksida är huvudmotivet en äldre planritning över Tumba bruk samt en bild på papperstillverkning från 1700-talet.

Sedeln ges ut i en upplaga på 100 000 stycken och levereras i en folder. Försäljningspriset är 150 kronor. Sedelns överpris ska täcka marknadsföring och andra försäljningskostnader. Officiell utgivningsdag är den 26 maj då även Posten uppmärksammar Tumba bruks 250-årsjubileum genom att ge ut ett jubileumsfrimärke.

Från och med den 2 maj kan minnessedeln beställas på Riksbankens webbplats, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) eller på telefon 08-787 02 50. Sedeln kommer också att finnas till försäljning på Kungliga Myntkabinetet i Stockholm. Även andra grossister får erbjudande att köpa sedlar för vidareförsäljning.

## ■ Kalendarium

- 2002-03-18** Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 3,75 procent till 4,0 procent att gälla fr.o.m. den 20 mars 2002. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 3,25 respektive 4,75 procent.
- 04-25 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 4,0 procent till 4,25 procent att gälla fr.o.m. den 2 maj 2002. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 3,5 respektive 5 procent.
- 06-28 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 juli 2002–31 december 2002 till 4,5 procent.
- 11-15 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 4,25 procent till 4,0 procent att gälla fr.o.m. den 20 november 2002. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 3,25 respektive 4,75 procent.
- 12-05 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 4,0 procent till 3,75 procent att gälla fr.o.m. den 11 december 2002. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 3,0 respektive 4,5 procent.
- 2003-01-01** Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 januari 2003–30 juni 2003 till 4,00 procent.
- 03-17 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,75 procent till 3,50 procent att gälla fr.o.m. den 19 mars 2003. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 2,75 respektive 4,25 procent.
- 06-05 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,50 procent till 3,00 procent att gälla fr.o.m. den 11 juni 2003. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 2,25 respektive 3,75 procent.
- 06-30 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 juli 2003 till 31 december 2003 till 3,0 procent.
- 07-04 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,0 procent till 2,75 procent att gälla fr.o.m. den 9 juli 2003. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 2,00 respektive 3,50 procent.
- 2004-01-01** Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 januari 2004–30 juni 2004 till 3,0 procent.

- 02-06 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 2,75 procent till 2,50 procent att gälla fr.o.m. den 11 februari 2004. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 1,75 respektive 3,25 procent.
- 03-31 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 2,50 procent till 2,00 procent att gälla fr.o.m. den 7 april 2004. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 1,25 respektive 2,75 procent.
- 06-30 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 juli 2004 till 31 december 2004 till 2 procent.
- 2005-01-01** Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 januari 2005–30 juni 2005 till 2 procent.

## ■ Avgivna yttranden

*Riksbankens direktion har sedan den 1 januari 2002 avgivit följande yttranden över betänkanden, utredningar och skrivelser.*

- 2002-02-22** Yttrande över promemoria om tillämpning av EG-förordningen om gränsöverskridande betalningar i euro. Avgivet till Finansdepartementet.
- 06-06 Yttrande över (Ds 2002:5) om Reformerade bank- och finansieringsrörelse regler. Avgivet till Finansdepartementet.
- 07-02 Yttrande över Betänkandet (SOU 2001:96) "En rättvisare värld utan fattigdom". Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 09-30 Yttrande över Värdepappersfondsutredningens delbetänkande (SOU 2002:56). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-04 Yttrande över delbetänkandet "Tid – för arbete och ledighet" (SOU 2002:58). Avgivet till Näringsdepartementet.
- 10-08 Yttrande över betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen" (SOU 2002:16). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-25 Remissyttrande av förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Avgivet till Finansdepartementet.
- 2003-02-21** Yttrande över promemorian "Starkare ekonomiska drivkrafter för arbetsgivare att minska sjukfrånvaron" (Ds 2002:63). Avgivet till Finansdepartementet.
- 03-19 Yttrande över Värdepappersfondsutredningens slutbetänkande (SOU 2002:104). Avgivet till Finansdepartementet.
- 04-10 Yttrande över Riksdagens revisorers rapport (2002/03:9) Upphandling vid Sveriges riksbank. Avgivet till Riksdagens revisorer.
- 04-30 Yttrande över Framtida finansiell tillsyn (2003:22). Avgivet till Finansdepartementet.
- 04-30 Yttrande över Riksdagens revisorers rapport (2002/03:11) Riksbankens verksamhet – en studie av produktiviteten i Riksbanken. Avgivet till Riksdagens revisorer.
- 04-30 Yttrande över betänkande (SOU 2002:118) Utveckling och förbättring av den ekonomiska statistiken samt delbetänkandet (2002:73) Förbättrad statistik om hushållens inkomster. Avgivet till Finansdepartementet.

- 05-07 Yttrande över förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om öppenhetskrav för emittenter vars värdepapper upptagits till handel på en reglerad marknad. Avgivet till Finansdepartementet.
- 05-30 Yttrande över betänkandet Våra skatter? (SOU 2002:47). Avgivet till Finansdepartementet.
- 06-30 Yttrande över departementspromemorian (Ds 2003:28) Kandidatländernas anslutning till den Europeiska unionen. Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 06-30 Yttrande över transparensutredningens betänkande (SOU 2003:48) Införlivande av transparensdirektivet. Avgivet till Näringsdepartementet.
- 06-30 Yttrande över promemoria om förslag till Lag om Europabolag (Ds 2003:15). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 09-04 Yttrande över departementsskrivelse 2003:36 "Europeiska konventet om EU:s framtid: resultat och utgångspunkter inför nästa regeringskonferens". Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 09-18 Yttrande över Finansinspektionens rapport Intressekonflikter i livbolagen. Avgivet till Finansdepartementet.
- 11-14 Promemoria om ratificering av ändring i stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken. Avgivet till Finansdepartementet.
- 12-22 Yttrande över slutbetänkandet "Förslag till ett moderniserat solvenssystem för försäkringsbolag" (SOU 2003:84). Avgivet till Finansdepartementet.
- 2004-04-15** Yttrande över departementspromemorian Nya principer för utformning av statsbudgeten (Ds 2003:49). Avgivet till Finansdepartementet.
- 06-29 Yttrande över Långtidsutredningens betänkande (SOU 2004:19). Avgivet till Finansdepartementet.
- 09-14 Yttrande över delbetänkandet Samhällets behov av betaltjänster (SOU 2004:52). Avgivet till Näringsdepartementet.
- 09-14 Yttrande över Finansdepartementets promemoria om flytt rätt för pensionssparande (Fi 2004/2598). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-06 Yttrande över betänkandet Näringslivet och förtroendet (SOU 2004:47) samt Svensk kod för bolagsstyrning (SOU 2004:46). Avgivet till Justitiedepartementet

- 2005-01-12** Yttrande över Finansdepartementets promemoria Vissa kupongskattefrågor (Fi2004/6209). Avgivet till Finansdepartementet.
- 01-12 Yttrande över remiss angående behov av sekretess för uppgifter om sändare (basstationer) för mobiltelefoni. Avgivet till Post & Telestyrelsen.
- 01-13 Yttrande över delbetänkandet Genomförande av tjänstepensionsdirektivet (SOU 2004:101). Avgivet till Finansdepartementet.
- 01-13 Yttrande över promemoria om ändrade avgifter för insättningsgarantin (Fi2004/5444). Avgivet till Finansdepartementet.
- 02-03 Yttrande över remiss av Krisberedskapsmyndighetens översyn av förordningen (2002:472) om fredstida krishantering och åtgärder vid höjd beredskap (0409/2004). Avgivet till Krisberedskapsmyndigheten.
- 02-11 Yttrande över remiss av Krisberedskapsmyndighetens planeringsunderlag avseende samhällets krisberedskap 2006 (0522/2004). Avgivet till Krisberedskapsmyndigheten.
- 02-24 Yttrande över Finansdepartementets promemoria om ett förnyat efterlevandeskydd inom premiepensionssystemet (Fi2001/4111). Avgivet till Finansdepartementet.
- 02-25 Yttrande över promemoria om ersättningar till ledande befattningshavare i aktiebolag och försäkringsbolag (promemoria 2005-01-04) (Ju2005/39/L1). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 03-10 Yttrande över promemorian Fördraget om upprättande av en konstitution för Europa (Ds 2004:52) del 1–4. Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 03-10 Yttrande över promemorian Förenklade redovisningsregler m.m. (Ju2004/10672/L1). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 04-06 Yttrande över förslag beträffande föreskrifter om informationssäkerhet för 24-timmarsmyndigheter. Avgivet till Statskontoret.
- 04-11 Yttrande angående remiss av rapporten Strategi för att säkra Internets infrastruktur. Avgivet till Näringsdepartementet.
- 04-14 Yttrande angående remiss av rapporten Svensk krisberedskap i internationell samverkan. Avgivet till Krisberedskapsmyndigheten.

05-02 Yttrande över promemoria om förslag till ny lag om särskild tillsyn över finansiella konglomerat och till flera ändringar i befintliga lagar på finansmarknadsområdet (Ds 2005:1). Avgivet till Finansdepartementet.





## ■ Tabeller

- 1 Riksbankens tillgångar och skulder **59**
- 2 Penningmängd **60**
- 3 Av Riksbanken bestämda räntesatser **61**
- 4 Kapitalmarknadsräntor **61**
- 5 Dagslåne- och penningmarknadsräntor **62**
- 6 Internationella räntor och ränta på statsskuldväxlar **63**
- 7 TCW-index och kronans kurs mot vissa valutor **64**
- 8 Effektiv nominell växelkurs – TCW-index **65**

Aktuell statistik från Riksbanken redovisas även på Internet ([www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)). Tidpunkter för publicering av statistik över Riksbankens balansräkning och valutareserv samt finansmarknads- och betalningsbalansstatistik tillkännages på Internationella valutafondens (IMF) webbplats ([dsbb.imf.org](http://dsbb.imf.org)). Publiceringstidpunkter finns även på Riksbankens webbplats.



# 1 Riksbankens tillgångar och skulder

## TILLGÅNGAR. MILJONER KRONOR

		Guld	Utlåning till penning-politiska motparter	Fordringar i utländsk valuta	Övriga tillgångar	Summa
2003	Juli	18 210	15 601	158 042	1 723	193 576
	Aug	18 210	17 186	161 861	3 642	200 899
	Sept	18 210	15 206	161 340	2 444	197 200
	Okt	18 210	14 971	163 016	1 198	197 395
	Nov	18 210	15 669	165 571	3 901	203 351
	Dec	18 030	23 825	143 076	10 445	195 376
2004	Jan	18 029	15 901	146 891	12 110	192 931
	Feb	18 029	14 887	146 551	11 828	191 295
	Mars	19 130	14 509	151 951	11 897	197 487
	April	19 129	14 975	150 885	12 255	197 244
	Maj	19 129	10 001	149 736	2 866	181 732
	Juni	17 719	10 760	146 234	3 182	177 895
	Juli	17 718	10 635	153 528	2 897	184 778
	Aug	17 718	10 801	150 035	2 800	181 354
	Sept	18 095	10 269	150 885	2 718	181 967
	Okt	18 095	10 405	147 908	2 807	179 215
	Nov	18 095	11 063	150 093	2 706	181 957
	Dec	17 392	17 002	145 256	5 935	185 585
2005	Jan	16 436	11 101	145 391	5 725	178 653
	Feb	15 952	10 210	147 097	5 575	178 834
	Mars	16 558	12 016	148 366	5 503	182 443
	April	16 558	11 042	155 500	5 858	188 958

## SKULDER

		Utelöpande sedlar och mynt	Eget kapital	Skulder till penning-politiska motparter	Skulder i utländsk valuta	Övriga skulder	Summa
2003	Juli	100 055	50 556	100	2 939	39 926	193 576
	Aug	101 644	50 556	69	7 247	41 383	200 899
	Sept	100 136	50 556	89	4 933	41 486	197 200
	Okt	99 987	50 556	58	6 483	40 311	197 395
	Nov	100 779	50 556	18	7 416	44 582	203 351
	Dec	108 940	50 556	540	3 653	31 687	195 376
2004	Jan	101 954	80 697	64	8 408	1 808	192 931
	Feb	100 615	80 697	61	7 774	2 148	191 295
	Mars	100 295	80 697	98	6 079	10 318	197 487
	April	100 863	80 697	68	4 769	10 847	197 244
	Maj	102 008	65 317	95	3 099	11 213	181 732
	Juni	102 858	65 317	190	4 159	5 371	177 895
	Juli	102 747	65 317	37	10 883	5 794	184 778
	Aug	102 979	65 317	280	6 821	5 957	181 354
	Sept	102 670	65 317	79	8 900	5 001	181 967
	Okt	102 821	65 317	25	5 326	5 726	179 215
	Nov	103 297	65 317	101	6 557	6 685	181 957
	Dec	108 894	65 317	613	7 448	3 313	185 585
2005	Jan	104 438	65 317	36	5 817	3 045	178 653
	Feb	103 557	65 317	94	6 453	3 413	178 834
	Mars	104 269	65 317	640	3 021	9 196	182 443
	April	103 876	65 317	31	10 138	9 596	188 958

## 2 Penningmängd

### STOCKUPPGIFTER ULTIMO FÖR PERIODEN

		Miljoner kronor		Tolv månaders procentuell förändring		
		M0	M3	M0	M3	
2002	Jan	89 737	1 031 807	Jan	6,4	7,4
	Feb	88 950	1 014 905	Feb	5,5	7,1
	Mars	89 998	1 033 020	Mars	5,6	6,5
	April	88 666	1 049 030	April	2,6	7,6
	Maj	88 818	1 025 757	Maj	2,4	4,3
	Juni	89 383	1 053 910	Juni	2,4	4,1
	Juli	88 631	1 037 162	Juli	2,2	6,1
	Aug	89 945	1 051 986	Aug	2,6	6,7
	Sept	89 567	1 061 341	Sept	1,9	5,2
	Okt	89 461	1 051 867	Okt	0,7	2,9
	Nov	90 465	1 068 389	Nov	0,6	2,8
	Dec	95 866	1 086 057	Dec	-0,9	4,5
2003	Jan	90 122	1 085 994	Jan	0,4	5,3
	Feb	90 505	1 072 732	Feb	2,9	5,7
	Mars	91 966	1 092 435	Mars	2,2	5,8
	April	92 334	1 095 256	April	4,1	4,4
	Maj	92 346	1 097 622	Maj	4,0	7,0
	Juni	92 296	1 106 661	Juni	3,3	5,0
	Juli	91 608	1 090 284	Juli	3,4	5,1
	Aug	93 324	1 109 725	Aug	3,8	5,5
	Sept	92 451	1 113 021	Sept	3,2	4,9
	Okt	92 364	1 114 967	Okt	3,2	6,0
	Nov	93 070	1 107 251	Nov	2,9	3,6
	Dec	98 481	1 119 288	Dec	2,7	3,1
2004	Jan	93 087	1 109 798	Jan	3,3	2,2
	Feb	92 465	1 117 521	Feb	1,0	4,2
	Mars	92 399	1 116 429	Mars	0,5	2,2
	April	92 653	1 130 152	April	0,3	3,2
	Maj	93 032	1 132 356	Maj	0,7	3,2
	Juni	94 732	1 115 232	Juni	2,6	0,8
	Juli	92 962	1 115 661	Juli	1,5	2,3
	Aug	94 355	1 126 118	Aug	1,1	1,5
	Sept	93 992	1 147 939	Sept	1,7	3,1
	Okt	93 657	1 149 171	Okt	1,4	3,1
	Nov	95 163	1 161 064	Nov	2,2	4,9
	Dec	98 239	1 171 100	Dec	-0,2	4,6
2005	Jan	95 017	1 159 159	Jan	2,1	4,5
	Feb	94 810	1 165 283	Feb	2,5	4,3
	Mars	95 494	1 156 351	Mars	3,3	3,6

## 3 Av Riksbanken bestämda räntesatser

### PROCENT

	Annonserings- datum	Ikraftträdande- datum	Repo- ränta	Inlånings- ränta	Utlånings- ränta	Period	Referens- ränta <sup>1</sup>
2002	03-19	03-20	4,00	3,25	4,75	2002:2hå	4,50
	04-26	05-02	4,25	3,50	5,00	2003:1hå	4,00
	11-15	11-20	4,00	3,25	4,75	2003:2hå	3,00
	12-05	12-11	3,75	3,00	4,50	2004:1hå	3,00
2003	03-18	03-19	3,50	2,75	4,25	2004:2hå	2,00
	06-05	06-11	3,00	2,25	3,75	2005:1hå	2,00
	07-04	07-09	2,75	2,00	3,50		
2004	02-06	02-11	2,50	1,75	3,25		
	03-31	04-07	2,00	1,25	2,75		

<sup>1</sup> Den 1 juli 2002 ersattes diskontot av en referensränta som fastställs av Riksbanken i slutet av varje kalenderhalvår för närmast kommande kalenderhalvår.

## 4 Kapitalmarknadsräntor

### EFFEKTIVA ÅRSRÄNTOR TILL SÄLJKURS. MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		Obligationer emitterade av					
		Staten				Bostadsinstitut	
		3 år	5 år	7 år	9-10 år	2 år	5 år
2004	Jan	3,22	4,00	4,46	4,65	3,39	4,35
	Feb	3,04	3,86	4,42	4,55	3,19	4,19
	Mars	2,72	3,53	4,16	4,31	2,85	3,86
	April	2,77	3,75	4,40	4,55	2,88	4,09
	Maj	2,96	3,97	4,55	4,68	3,09	4,36
	Juni	3,01	4,03	4,60	4,72	3,11	4,40
	Juli	2,86	3,88	4,45	4,57	2,95	4,22
	Aug	2,75	3,85	4,29	4,42	2,83	4,05
	Sept	2,80	3,90	4,26	4,37	2,86	4,02
	Okt	2,68	3,75	4,13	4,25	2,75	3,84
	Nov	2,56	3,60	4,01	4,13	2,62	3,69
	Dec	2,34	3,33	3,76	3,90	2,38	3,38
2005	Jan	2,62	3,16	3,58	3,84	2,79	3,20
	Feb	2,53	3,10	3,51	3,76	2,70	3,12
	Mars	2,55	3,20	3,61	3,86	2,73	3,22
	April	2,43	2,97	3,35	3,58	2,61	3,31

## 5 Dagslåne- och penningmarknadsräntor

### MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		Reporänta	Dagslåneränta	Statsskuldväxlar			Företagscertifikat	
				3 mån	6 mån	12 mån	3 mån	6 mån
2002	Jan	3,75	3,85	3,74	3,81		3,94	3,97
	Feb	3,75	3,85	3,87	3,99		4,01	4,14
	Mars	3,84	3,94	4,09	4,29	4,64	4,27	4,43
	April	4,00	4,10	4,25	4,41		4,52	4,69
	Maj	4,25	4,35	4,29	4,48	4,79	4,64	4,79
	Juni	4,25	4,35	4,28	4,42	4,71	4,88	5,00
	Juli	4,25	4,35	4,26	4,37		4,89	4,95
	Aug	4,25	4,35	4,19	4,29	4,43	4,83	4,87
	Sept	4,25	4,35	4,17	4,21	4,29	4,82	4,84
	Okt	4,25	4,35	4,07		4,14	4,67	4,64
	Nov	4,15	4,25	3,91	3,84	3,93	4,20	4,19
	Dec	3,85	3,95	3,66	3,68	3,77	3,97	3,95
2003	Jan	3,75	3,85	3,65			3,90	3,88
	Feb	3,75	3,85	3,61	3,40	3,55	3,85	3,79
	Mars	3,64	3,74	3,40	3,36	3,35	3,64	3,57
	April	3,50	3,60	3,42			3,62	3,59
	Maj	3,50	3,60	3,18	2,96		3,43	3,37
	Juni	3,16	3,26	2,81	2,71	2,61	3,03	2,94
	Juli	2,82	2,92	2,68			2,87	2,82
	Aug	2,75	2,85	2,71	2,81		2,88	2,90
	Sept	2,75	2,85	2,71	2,73	2,91	2,88	2,92
	Okt	2,75	2,85	2,73			2,89	2,93
	Nov	2,75	2,85	2,72	2,75		2,88	2,93
	Dec	2,75	2,85	2,69	2,70	2,83	2,86	2,87
2004	Jan	2,75	2,85	2,60			2,77	2,74
	Feb	2,59	2,69	2,46	2,38	2,47	2,59	2,59
	Mars	2,50	2,60	2,27	2,23	2,28	2,43	2,40
	April	2,10	2,20				2,15	2,18
	Maj	2,00	2,10	1,99	2,07	2,33	2,15	2,23
	Juni	2,00	2,10	1,98	2,07	2,38	2,15	2,24
	Juli	2,00	2,10				2,15	2,24
	Aug	2,00	2,10	2,03	2,13		2,15	2,25
	Sept	2,00	2,10	2,00	2,13		2,15	2,26
	Okt	2,00	2,10				2,16	2,27
	Nov	2,00	2,10	2,03	2,12		2,14	2,25
	Dec	2,00	2,10	2,00	2,05		2,12	2,16
2005	Jan	2,00	2,10				2,10	2,12
	Feb	2,00	2,10	1,97			2,06	2,08
	Mars	2,00	2,10	1,97	1,99	2,08	2,06	2,07
	April	2,00	2,10				2,06	2,08

## 6 Internationella räntor och ränta på statsskuldväxlar

### ENKEL ÅRSRÄNTA. MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		3-månadersplaceringar				6-månadersplaceringar			
		USD	EUR	GBP	SSVX <sup>1</sup>	USD	EUR	GBP	SSVX <sup>1</sup>
2002	Jan	1,74	3,28	3,94	3,74	1,85	3,28	4,04	3,81
	Feb	1,81	3,30	3,94	3,87	1,94	3,33	4,08	3,99
	Mars	1,91	3,34	4,03	4,09	2,15	3,45	4,23	4,29
	April	1,87	3,39	4,06	4,25	2,11	3,47	4,26	4,41
	Maj	1,82	3,40	4,05	4,29	2,01	3,56	4,26	4,48
	Juni	1,79	3,41	4,06	4,28	1,93	3,52	4,27	4,42
	Juli	1,76	3,34	3,94	4,26	1,82	3,40	4,07	4,37
	Aug	1,69	3,28	3,90	4,19	1,69	3,31	3,91	4,29
	Sept	1,73	3,24	3,88	4,17	1,71	3,18	3,89	4,21
	Okt	1,71	3,20	3,88	4,07	1,67	3,08	3,87	
	Nov	1,39	3,07	3,88	3,91	1,40	2,96	3,89	3,84
	Dec	1,33	2,86	3,92	3,66	1,34	2,81	3,92	3,68
2003	Jan	1,27	2,76	3,88	3,65	1,29	2,69	3,87	
	Feb	1,25	2,63	3,65	3,61	1,25	2,51	3,59	3,40
	Mars	1,19	2,47	3,56	3,40	1,17	2,39	3,50	3,36
	April	1,22	2,48	3,54	3,42	1,20	2,41	3,48	
	Maj	1,20	2,35	3,53	3,18	1,16	2,25	3,49	2,96
	Juni	1,03	2,09	3,55	2,81	1,00	2,02	3,48	2,71
	Juli	1,04	2,08	3,38	2,68	1,05	2,04	3,37	
	Aug	1,05	2,09	3,43	2,71	1,11	2,12	3,52	2,81
	Sept	1,06	2,09	3,60	2,71	1,10	2,12	3,70	2,73
	Okt	1,08	2,09	3,72	2,73	1,12	2,12	3,87	
	Nov	1,08	2,10	3,88	2,72	1,17	2,17	4,07	2,75
	Dec	1,08	2,09	3,93	2,69	1,15	2,13	4,08	2,70
2004	Jan	1,04	2,03	3,96	2,60	1,10	2,06	4,11	
	Feb	1,03	2,02	4,08	2,46	1,09	2,03	4,19	2,38
	Mars	1,02	1,97	4,21	2,27	1,07	1,95	4,34	2,23
	April	1,06	1,99	4,30		1,19	2,01	4,45	
	Maj	1,16	2,03	4,44	1,99	1,44	2,08	4,63	2,07
	Juni	1,41	2,06	4,69	1,98	1,72	2,13	4,91	2,07
	Juli	1,54	2,06	4,77		1,80	2,13	4,93	
	Aug	1,66	2,06	4,86	2,03	1,87	2,11	4,98	2,13
	Sept	1,85	2,06	4,84	2,00	2,01	2,14	4,93	2,13
	Okt	2,01	2,10	4,80		2,15	2,13	4,85	
	Nov	2,24	2,12	4,77	2,03	2,42	2,16	4,81	2,12
	Dec	2,44	2,12	4,76	2,00	2,65	2,16	4,78	2,05
2005	Jan	2,60	2,10	4,75		2,85	2,15	4,77	
	Feb	2,76	2,09	4,79	1,97	2,98	2,13	4,84	
	Mars	2,95	2,09	4,87	1,97	3,21	2,14	4,95	1,99
	April	3,07	2,08	4,83		3,31	2,11	4,88	

<sup>1</sup> Statsskuldväxlar.



# 7 TCW-index och kronans kurs mot vissa valutor

## MÅNADSGENOMSNIITT

		SEK					
		TCW-index	EUR	GBP	USD	JPY	CHF
2002	Jan	135,7390	9,2292	14,9642	10,4398	0,0788	6,2594
	Feb	135,6543	9,1869	15,0223	10,5603	0,0791	6,2179
	Mars	133,8096	9,0600	14,7064	10,3396	0,0789	6,1690
	April	134,8265	9,1331	14,8742	10,3105	0,0788	6,2300
	Maj	135,2764	9,2236	14,6763	10,0519	0,0796	6,3300
	Juni	132,6093	9,1190	14,1612	9,5591	0,0774	6,1959
	Juli	134,3652	9,2705	14,5199	9,3400	0,0791	6,3380
	Aug	134,3777	9,2524	14,5486	9,4641	0,0795	6,3235
	Sept	133,2278	9,1735	14,5449	9,3504	0,0775	6,2617
	Okt	132,1625	9,1053	14,4489	9,2793	0,0749	6,2156
	Nov	131,3311	9,0785	14,2485	9,0655	0,0746	6,1869
	Dec	131,0292	9,0931	14,1771	8,9458	0,0732	6,1861
2003	Jan	130,9609	9,1775	13,9590	8,6386	0,0727	6,2767
	Feb	129,7272	9,1499	13,6813	8,4930	0,0711	6,2358
	Mars	130,3167	9,2221	13,5031	8,5298	0,0720	6,2777
	April	128,9566	9,1585	13,2756	8,4370	0,0704	6,1248
	Maj	127,1076	9,1541	12,8520	7,9229	0,0676	6,0426
	Juni	126,3154	9,1149	12,9638	7,8108	0,0660	5,9211
	Juli	127,6987	9,1945	13,1295	8,0807	0,0681	5,9417
	Aug	128,9600	9,2350	13,2074	8,2825	0,0697	5,9957
	Sept	126,7679	9,0693	13,0143	8,0861	0,0703	5,8616
	Okt	125,3358	9,0099	12,9077	7,6966	0,0703	5,8195
	Nov	125,2370	8,9908	12,9783	7,6831	0,0703	5,7642
	Dec	124,3958	9,0169	12,8514	7,3632	0,0682	5,8001
2004	Jan	125,3707	9,1373	13,1985	7,2493	0,0681	5,8343
	Feb	125,9654	9,1814	13,5574	7,2599	0,0682	5,8367
	Mars	127,6783	9,2305	13,7500	7,5243	0,0694	5,8922
	April	127,6519	9,1711	13,7941	7,6501	0,0711	5,9008
	Maj	126,7383	9,1312	13,5751	7,6061	0,0679	5,9248
	Juni	127,0144	9,1422	13,7711	7,5332	0,0688	6,0193
	Juli	127,3590	9,1954	13,8041	7,4931	0,0685	6,0222
	Aug	127,3415	9,1912	13,7313	7,5444	0,0683	5,9753
	Sept	125,7140	9,0954	13,3500	7,4484	0,0677	5,8943
	Okt	124,8272	9,0610	13,1085	7,2557	0,0666	5,8730
	Nov	123,3656	9,0036	12,8863	6,9390	0,0662	5,9155
	Dec	122,4392	8,9786	12,9405	6,7030	0,0646	5,8495
2005	Jan	123,7464	9,0538	12,9620	6,8996	0,0668	5,8527
	Feb	124,4271	9,0839	13,1666	6,9778	0,0665	5,8614
	Mars	124,2160	9,0860	13,1189	6,8755	0,0654	5,8669
	April	125,8007	9,1650	13,4189	7,0796	0,0660	5,9230

Anmärkning. Bas för TCW-index är den 18 november 1992. TCW (Total Competitiveness Weights) är ett sätt att mäta kronans värde mot en korg av andra valutor. TCW bygger på genomsnittliga aggregerade flöden av bearbetade varor för 21 länder. Vikterna tar hänsyn till såväl export-, import- som "tredje lands"-effekter.

## 8 Effektiv nominell växelkurs – TCW-index

INDEX: 18 NOVEMBER 1992=100

Effektiv nominell växelkurs – TCW-index  
Index: 18 november 1992=100



Anm. TCW (Total Competitiveness Weights) är ett sätt att mäta kronans värde mot en korg av andra valutor. TCW bygger på genomsnittliga aggregerade flöden av bearbetade varor för 21 länder. Vikterna tar hänsyn till såväl export-, import- som "tredje lands"-effekter.

## ■ Tidigare utgivna artiklar

Kronemissioner i utlandet	<i>Loulou Wallman</i>	1990:1
Valutamarknaden i april 1989 – en global undersökning	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:1
Betalningsbalansen 1989	<i>Gunnar Blomberg</i>	1990:2
Återinvesterade vinstmedel och direktinvesteringstillgångar	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:2
Utländsägandet – lagen om utländska företagsförvärv	<i>Per Arne Ström</i>	1990:2
Den internationella valutamarknaden 1989 och 1990	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:3
Avvecklingen av valutaregleringen – effekter på lång och kort sikt	<i>Christina Lindenius</i>	1990:3
Kreditmarknaden t.o.m. tredje kvartalet 1990	<i>Marianne Biljer och Per Arne Ström</i>	1990:4
Färre lån och större amorteringar – Riksbankens hushållsenkät första halvåret 1990	<i>Anna Thoursie</i>	1990:4
Nya uppgifter om resevalutautflödet	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Bytesbalansen reviderad	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Competition and Regulation: Trends in financial systems	<i>David T. Llewellyn</i>	1990:4
Utländska bankfilialers lånemöjligheter i Riksbanken	<i>Loulou Wallman</i>	1991:1
EMU-processen under 1990 – en uppsummering	<i>Gustaf Adlercreutz</i>	1991:1
Den norska kronans koppling till ECU	<i>Christina Lindenius</i>	1991:1
Betalningsbalansen 1990	<i>Fredrika Röckert</i>	1991:2
Det svenska innehavet av utländska portföljaktier	<i>Martin Falk</i>	1991:2
Affärsbankernas resultatutveckling	<i>Bo Dahlheim, Peter Lagerlöf och Per Arne Ström</i>	1991:2
De internationella kapitaltäckningsreglerna – arbetet går vidare	<i>Göran Lind och Åke Törnqvist</i>	1991:2
Värna Valutafondens monetära roll!	<i>Margareta Kyhlberg</i>	1991:2
Finansbolagen – sektor i omvandling	<i>Marianne Biljer</i>	1991:3
Den svenska kronans koppling till ecu	<i>Hans Lindberg och Christina Lindenius</i>	1991:3
Privat ecu – egenskaper och utveckling	<i>Jonny Nilsson</i>	1991:3
Den internationella valutamarknaden 1990 och 1991 – EMS-blocket expanderar	<i>Robert Bergqvist och Leif Johansson</i>	1991:4
EES-avtalet och Riksbanken	<i>Jan Nipstad</i>	1991:4
Hushållsenkäten första halvåret 1991	<i>Siv Stjernborg</i>	1991:4
Riksbanken och primary dealers	<i>Robert Bergqvist och Ann Westman Mårtensson</i>	1992:1
Ekonomisk och monetär union – startskottet i Maastricht	<i>Gustaf Adlercreutz</i>	1992:1
Den europeiska monetära unionen – konvergenskrav och anpassningsbehov	<i>Christian Nilsson</i>	1992:1
Kreditmarknaden 1991	<i>Marianne Biljer</i>	1992:2
Banksektorns resultatutveckling i Sverige och i övriga Norden	<i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1992:2
Avreglering av certifikat- och obligationsmarknaderna i svenska kronor	<i>Loulou Wallman</i>	1992:2

Utländska förvärv av aktier i svenska företag	<i>Rolf Skog</i>	1992:2
EES-avtalet och de finansiella marknaderna	<i>Jan Nipstad</i>	1992:2
Budgetunderskottet och finanspolitikens inriktning	<i>Krister Andersson</i>	1992:3
Utlandets placeringar i svenska räntebärande värdepapper	<i>Martin Falk och Tomas Niemelä</i>	1992:3
The Performance of Banks in the UK and Scandinavia:		
A Case Study in Competition and Deregulation	<i>David T. Llewellyn</i>	1992:3
Den internationella valutamarknaden 1991 och 1992	<i>Marie Kjellsson</i>	1992:4
Valutamarknaden i april 1992	<i>Robert Bergqvist</i>	1992:4
Räntetrappan	<i>Ann Westman Mårtensson</i>	1992:4
Kommunernas ekonomi	<i>Maude Svensson</i>	1992:4
Östeuropas reformsträvanden	<i>Christina Nordh</i>	1992:4
Penningpolitiska indikatorer	<i>Yngve Lindh</i>	1993:1
Betalningssystemen i brytningstid	<i>Hans Bäckström</i>	1993:1
Annus horribilis för EMU	<i>Gustaf Adlercreutz</i>	1993:1
Betalningsbalansen 1992	<i>Martin Falk och Anders Lindström</i>	1993:2
Kreditmarknaden 1992	<i>Marianne Biljer och Johanna Jonsson</i>	1993:2
Utvecklingen i banksektorn 1992	<i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1993:2
Strukturell sparandebrist – ett långvarigt problem i svensk ekonomi	<i>Annika Alexius och Gunnar Blomberg</i>	1993:2
Riksbankens hushållsenkät 1992	<i>Eeva Seppälä</i>	1993:2
Fördelar och nackdelar med EMU	<i>Annika Alexius och Yngve Lindh</i>	1993:2
Konvergensprocessen i EG-länderna inför en ekonomisk och monetär union	<i>Maria Landell och Magnus Lindberg</i>	1993:2
Kapitaltäckning för marknadsrisk	<i>Robert Bergqvist och Mats Ericsson</i>	1993:3
Värdepapperisering på den svenska kreditmarknaden	<i>Willem van der Hoeven</i>	1993:3
Statliga indexobligationer	<i>Kerstin Hallsten</i>	1993:3
Skattning av terminsräntor	<i>Lars E.O. Svensson</i>	1993:3
Den internationella valutamarknaden under 1992 och 1993	<i>Kerstin Mitlid och Karolina Björklund</i>	1993:4
Skuldsanering pågår	<i>Daniel Barr och Kurt Gustavsson</i>	1993:4
Kommer Sverige att gå Finlands väg?	<i>Maria Landell</i>	1993:4
Penningpolitiska styrmedel i EMU	<i>Kari Lotsberg och Ann Westman</i>	1993:4
Penningpolitikens effekter på räntebildningen	<i>Annika Alexius</i>	1994:1
Tillgångsprisernas roll i ekonomin	<i>Claes Berg och Mats Galvenius</i>	1994:1
Andra fasen i EMU-processen	<i>Louise Lundberg</i>	1994:1
Betalningsbalansen 1993 under rörlig växelkurs	<i>Anders Lindström och Tomas Lundberg</i>	1994:2
Utlandets innehav av svenska värdepapper	<i>Mattias Croneborg och Johan Östberg</i>	1994:2
Kreditmarknaden	<i>Johanna Jonsson</i>	1994:2
Utvecklingen i banksektorn 1993	<i>Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1994:2
Riksbanken och systemrisken i derivatmarknaden	<i>Marianne Wolfbrandt</i>	1994:2
Riksbanken reducerar kassakraven för bankerna till noll	<i>Kari Lotsberg</i>	1994:2
Riksbankens nya räntestyrningssystem	<i>Lars Hörngren</i>	1994:2
Hushållsenkäten	<i>Eeva Seppälä</i>	1994:2

Statsskulden, räntorna och utländska placerares beteende <i>Thomas Franzén</i>	1994:3
Monetära index – indikatorer för penningpolitiken <i>Bengt Hansson och Hans Lindberg</i>	1994:3
Sveriges nettoskuld till utlandet <i>Robert Bergqvist och Anders Lindström</i>	1994:3
Riksbanken, RIX och systemrisken <i>Daniel Barr</i>	1994:3
RIX – Riksbankens system för clearing och avveckling <i>Bertil Persson</i>	1994:3
Den internationella valutamarknaden <i>Martin Edlund och Kerstin Mitlid</i>	1994:4
Avkastningskurvan och investerarnas beteende <i>Lars Hörngren och Fredrika Lindsjö</i>	1994:4
Direktinvesteringar – tolkning och innebörd <i>Johan Östberg</i>	1994:4
Prisstabilitet och penningpolitik <i>Urban Bäckström</i>	1995:1
Samordning av den ekonomiska politiken i EU <i>Christina Lindenius</i>	1995:1
Bankernas inlåningsmonopol och konkurrensen om sparandet <i>Daniel Barr och Lars Hörngren</i>	1995:1
Bankernas räntor och Riksbankens ränteanalys <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:1
Riksbanken och valutamarknaden <i>Robert Bergqvist och Ann Westman</i>	1995:1
Betalningsbalans 1994 – kapitalflöden och växelkurs <i>Robert Bergqvist och Mattias Croneborg</i>	1995:2
Prisstabilitet och ekonomisk tillväxt <i>Mats Galvenius och Yngve Lindh</i>	1995:2
Produktionsgap och inflation i ett historiskt perspektiv <i>Mikael Apel</i>	1995:2
Kreditmarknaden 1994 – skuldsättningen minskar <i>Felice Marlor</i>	1995:2
Bankerna och bostadsinstitutet 1994 <i>Björn Hasselgren och Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:2
Riksbankens hushållsenkät 1994 – ökat finansiellt sparande <i>Hans Dillén</i>	1995:2
Penningpolitisk styrning i teori och praktik <i>Lars Hörngren</i>	1995:3
Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson and Siegel Method <i>Lars E. O. Svensson</i>	1995:3
Hushållens sparande i privatobligationer <i>Lotte Schou och Marianne Wolfbrandt</i>	1995:3
Turismen styr resevalutan <i>Fredrika Röckert</i>	1995:3
Riksbanken och det europeiska monetära samarbetet <i>Urban Bäckström</i>	1995:4
Strategi och instrument i etapp tre av EMU <i>Claes Berg</i>	1995:4
EMU och sysselsättningen <i>Krister Andersson och Anatoli Annenkov</i>	1995:4
EMU:s slutmål – en gemensam valuta <i>Stefan Ingves och Agneta Brandimarti</i>	1995:4
EU, EMU och betalningssystemet <i>Hans Bäckström</i>	1995:4
Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand <i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	1996:1
Kronans reala jämviktskurs <i>Annika Alexius och Hans Lindberg</i>	1996:1
Snabba kast i internationella kapitalflöden <i>Fredrika Röckert och Karin Stillerud</i>	1996:1
Den svenska derivatmarknaden domineras av ett fåtal aktörer <i>Antti Koivisto och Marianne Wolfbrandt</i>	1996:1
"Herstatt-risken" och det internationella banksystemet <i>Hans Bäckström</i>	1996:1
Penningpolitiska strategier för den europeiska centralbanken <i>Claes Berg</i>	1996:2
Producent- och importpriser samt KPI – starkt samband på disaggregerad nivå <i>Hans Dellmo</i>	1996:2
Riksbankens hushållsenkät 1995: Nyupplåningen minskar <i>Peter Lundkvist</i>	1996:2
Penningpolitik, inflation och arbetslöshet <i>Mikael Apel och Lars Heikensten</i>	1996:3

Potentiell produktion och produktionsgap	<i>Mikael Apel, Jan Hansen och Hans Lindberg</i>	1996:3
Statens förändrade roll på finansmarknaderna	<i>Martin Blåvarg och Stefan Ingves</i>	1996:3
Sveriges utlandsskuld ur olika perspektiv	<i>Robert Bergqvist och Tomas Lundberg</i>	1996:4
Riksbankens räntestyrningssystem	<i>Karolina Holmberg</i>	1996:4
Strukturella perspektiv på de offentliga finanserna	<i>Johan Fall</i>	1996:4
Penningpolitiken och arbetslösheten	<i>Urban Bäckström</i>	1997:1
Macroeconomic indicators of systemic risk	<i>Felice Marlor</i>	1997:1
Strukturomvandlingen och prisbildningen	<i>Tor Borg och Mattias Croneborg</i>	1997:1
Elektroniska pengar – risker, möjligheter, frågetecken	<i>Hans Bäckström och Peter Stenkula</i>	1997:1
Har inflationsprocessen förändrats?	<i>Claes Berg och Peter Lundkvist</i>	1997:2
Förväntningar om EMU och ränteutvecklingen	<i>Hans Dillén och Martin Edlund</i>	1997:2
EMU 1999 – en lägesrapport	<i>Jonas Eriksson och Loulou Wallman</i>	1997:2
Riksbanken hushållsenkät 1996: Nyupplåningen ökar	<i>Peter Lundkvist</i>	1997:2
Den svenska repomarknaden	<i>Christian Ragnartz och Johan Östberg</i>	1997:3/4
Floaten i betalningssystemet	<i>Johanna Lybeck</i>	1997:3/4
Lärdomar av den nederländska modellen	<i>Jonas A. Eriksson och Eva Uddén-Jondal</i>	1997:3/4
Kronans roll utanför EMU	<i>Kerstin Mitlid</i>	1998:1
EMU snart verklighet – hur påverkas den ekonomiska politiken?	<i>Lars Heikensten och Fredrika Lindsjö</i>	1998:1
Fem år med prisstabilitetsmål	<i>Urban Bäckström</i>	1998:1
Samspelet för finansiell stabilitet	<i>Göran Lind</i>	1998:1
Varför är det bra med en självständig Riksbank	<i>Mikael Apel och Staffan Viotti</i>	1998:2
Ska Riksbanken bry sig om aktiepriser?	<i>Ossian Ekdahl, Jonas A. Eriksson och Felice Marlor</i>	1998:2
Valutakurser och valutoptioner som EMU-indikatorer	<i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1998:2
Value at Risk	<i>Lina El Jahel, William Perraudin och Peter Sellin</i>	1998:2
Effektivitet i betalningssystemet – ett nätverksperspektiv	<i>Gabriela Guibourg</i>	1998:3
Värdepapperisering – en framtida finansieringsform?	<i>Martin Blåvarg och Per Lilja</i>	1998:3
Sambanden mellan konkurrens och inflation	<i>Marcus Asplund och Richard Friberg</i>	1998:3
The New Lady of Threadneedle Street	<i>Edward George</i>	1998:3
The inflation target five years on	<i>Mervyn King</i>	1998:3
Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar?	<i>Hans Bäckström och Stefan Ingves</i>	1998:4
Varför ska man använda ränteindex?	<i>Christian Ragnartz</i>	1998:4
Internationella valutafondens utveckling och finansiella struktur	<i>Maria Götherström</i>	1998:4
Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering	<i>Lars Heikensten</i>	1999:1
Hedgefonder – orosstiftare?	<i>Per Walter och Pär Krause</i>	1999:1
Optionspriser och marknadens förväntningar	<i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1999:1

Managing and Preventing Financial Crises	<i>Martin Andersson och Staffan Viotti</i>	1999:1
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	1999:2
Inflationsprognos med osäkerhetsintervall	<i>Mårten Blix och Peter Sellin</i>	1999:2
Marknadsvärderad utlandsställning	<i>Gunnar Blomberg och Johan Östberg</i>	1999:2
Därför har Sverige bytt stabiliseringspolitisk regim	<i>Villy Bergström</i>	1999:2
Mot nya nationella och internationella bankregler	<i>Göran Lind och Johan Molin</i>	1999:3
Valutareservens ränterisk	<i>Christian Ragnartz</i>	1999:3
Inflation Forecast Targeting	<i>Claes Berg</i>	1999:3
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	1999:4
Olika sätt att bedriva inflationspolitik – teori och praktik	<i>Mikael Apel, Marianne Nessén, Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	1999:4
Strukturella förändringar i banksektorn – drivkrafter och konsekvenser	<i>Per Lilja</i>	1999:4
Ekonomisk-politisk samordning i EU/EMU	<i>Lars Heikensten och Tomas Ernhagen</i>	2000:1
Finns det en "ny ekonomi" och kommer den till Europa?	<i>Jonas A. Eriksson och Martin Ådahl</i>	2000:1
Makroindikationer på kreditrisker vid företagsutlåning	<i>Lena Lindhe</i>	2000:1
Internationella portföljinvesteringar	<i>Roger Josefsson</i>	2000:1
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	2000:2
Makroekonomiskt beroende av demografin:		
En nyckel till bättre framtidsbedömningar	<i>Thomas Lindh</i>	2000:2
Euron och svensk bostadsfinansiering	<i>Margareta Kettis och Lars Nyberg</i>	2000:2
Conducting Monetary Policy with a Collegial Board:		
The New Swedish Legislation One Year On	<i>Claes Berg och Hans Lindberg</i>	2000:2
Hantering av bankkriser – förslag till nytt regelverk	<i>Staffan Viotti</i>	2000:3
Banklagskommitténs huvud- och slutbetänkande		2000:3
Att besegra inflationen – en introduktion till Sargents analys	<i>Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	2000:3
The conquest of American inflation: A summary	<i>Thomas J. Sargent and Ulf Söderström</i>	2000:3
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	2000:4
Kreditvärdering och konjunkturcykeln: kan konkurser prognosticeras?	<i>Tor Jacobson och Jesper Lindé</i>	2000:4
Ansökarländernas val av växelkurssystem inför EMU	<i>Martin Ådahl</i>	2000:4
Lönespridning mellan olika sektorer i Sverige	<i>Sara Tägtström</i>	2000:4
Trends in Swedish Public Finances – Past and Future	<i>Yngve Lindh and Henry Ohlsson</i>	2000:4
Självständiga centralbanker i demokratier?	<i>Villy Bergström</i>	2001:1
Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till?	<i>Kerstin Mitlid och Magnus Vesterlund</i>	2001:1
Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld?	<i>Kent Friberg och Eva Uddén Sonnegård</i>	2001:1
Riksbankens yttrande över betänkandet		
Offentlig administration i Sverige av banker i kris (SOU 2000:66)		2001:1
Hur kan centralbanker främja finansiell stabilitet?	<i>Tor Jacobson, Johan Molin och Anders Vredin</i>	2001:2

Regulation and banks' incentives to control risk	<i>Arnoud W.A. Boot</i>	2001:2
Maintaining financial stability: Possible policy options	<i>Philip Lowe</i>	2001:2
Dealing with financial instability: The central bank's tool kit	<i>Arturo Estrella</i>	2001:2
Skattepolitiska utmaningar och prioriteringar	<i>Robert Boije</i>	2001:2
Fastighetsskattens roll i skattesystemet	<i>Peter Englund</i>	2001:2
Riksbankens roll som övervakare av den finansiella infrastrukturen	<i>Martin Andersson, Gabriela Guibourg och Björn Segendorff</i>	2001:3
Internationella valutafondens kvoter – om funktion och inflytande	<i>Anna-Karin Nedersjö</i>	2001:3
How good is the forecasting performance of major institutions?	<i>Mårten Blix, Joachim Wadefjord, Ulrika Wienecke and Martin Ådahl</i>	2001:3
Aktieindexoptioner som framåtblickande indikator	<i>Magnus Lomakka</i>	2001:3
Ett finansiellt mått på inflationsförväntningar	<i>Malin Andersson och Henrik Degrér</i>	2001:3
Om prisstabilitet och finansiell stabilitet	<i>Sonja Daltung</i>	2001:4
Kontant användningen i den svenska ekonomin	<i>Martin Andersson och Gabriela Guibourg</i>	2001:4
Hur kan man förklara löneutvecklingen?	<i>Lars Calmfors och Eva Uddén Sonnégård</i>	2001:4
Hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet	<i>Urban Bäckström</i>	2002:1
Riksbankens valutainterventioner – beredning, beslut och kommunikation	<i>Lars Heikensten och Anders Borg</i>	2002:1
Realränta och penningpolitik	<i>Magnus Jonsson</i>	2002:1
Guldreservens roll och avkastning på guld	<i>Annette Henriksson</i>	2002:1
Centralbankers behov av eget kapital	<i>Tomas Ernhagen, Magnus Vesterlund och Staffan Viotti</i>	2002:2
Inter-bank exposures and systemic risk	<i>Martin Blåvarg and Patrick Nimander</i>	2002:2
Rixmod – Riksbankens makromodell för penningpolitisk analys	<i>Christian Nilsson</i>	2002:2
Bör skatteavvikelse integreras i budgetprocessen?	<i>Robert Boije</i>	2002:2
Avkastningskurvan och Riksbankens signalering	<i>Malin Andersson, Hans Dillén och Peter Sellin</i>	2002:3
Konsolidering inom den svenska banksektorn: ett centralbanksperspektiv	<i>Lars Frisell och Martin Noréus</i>	2002:3
An evaluation of forecasts for the Swedish economy	<i>Mårten Blix, Kent Friberg and Fredrik Åkerlind</i>	2002:3
The art of targeting inflation	<i>Lars Heikensten and Anders Vredin</i>	2002:4
IRB-ansatsen i Baselkommitténs förslag till nya kapitaltäckningsregler: några simuleringsbaserade illustrationer	<i>Tor Jacobson, Jesper Lindé och Kasper Roszbach</i>	2002:4
Reformerad hantering av internationella finanskriser	<i>Ola Melander</i>	2002:4
Riksbankens yttrande över betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen"	SOU 2002:16	2002:4
Är det bra med globalisering?	<i>Villy Bergström</i>	2003:1
Nationell stabiliseringspolitik vid ett svenskt medlemskap i EMU	<i>Robert Boije och Hovick Shahnazarian</i>	2003:1



Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet? <i>Malin Adolfson och Ulf Söderström</i>	2003:1
The use of market indicators in financial stability analyses <i>Mattias Persson and Martin Blåvarg</i>	2003:2
Kortbetalningar i Sverige <i>Lars Nyberg och Gabriela Guibourg</i>	2003:2
Restposten i betalningsbalansen – ett problem? <i>Gunnar Blomberg, Lars Forss och Ingvar Karlsson</i>	2003:2
Särskilda dragningsrätter – ett smörjmedel <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	2003:2
Riksbankens yttrande över betänkanudet Framtida finansiell tillsyn SOU 2003:22	2003:2
On central bank efficiency <i>Mårten Blix, Sonja Daltung and Lars Heikensten</i>	2003:3
An Inflation Reports Report <i>Eric M. Leeper</i>	2003:3
Finansiella bubblor och penningpolitik <i>Hans Dillén och Peter Sellin</i>	2003:3
IMF – utveckling, kritik och uppgifter framöver <i>David Farelius</i>	2003:3
Krisövning ger krisfärdighet <i>Göran Lind</i>	2003:4
Payment system efficiency and pro-competitive regulation <i>Mats A. Bergman</i>	2003:4
Är "löneglidning" ett problem? <i>Eva Uddén Sonnegård</i>	2003:4
Den offentliga sektorns strukturella sparande <i>Robert Boije</i>	2004:1
The peaks and troughs of the Stability and Growth Pact <i>Jonas Fischer</i>	2004:1
Lessons from the past: What can we learn from the history of centralized wage bargaining? <i>Michelle Alexopoulos and Jon Cohen</i>	2004:1
Kan vi bli bäst igen? Kapitalbildningens roll för den långsiktiga tillväxten <i>Villy Bergström</i>	2004:2
Den finansiella acceleratoren och företagens investeringar <i>Claes Berg, Jan Hansen och Peter Sellin</i>	2004:2
Den svenska bankkrisen – ursprung och konsekvenser <i>Peter Englund</i>	2004:2
Assessment of the Riksbank's Work on Financial Stability Issues <i>Franklin Allen, Lennart Francke and Mark W. Swinburne</i>	2004:3
Effektivitet i kontantförsörjningen <i>Sonja Daltung och Mithra Ericson</i>	2004:3
Inflation och relativa prisförändringar i den svenska ekonomin <i>Bengt Assarsson</i>	2004:3
Ett decennium med inflationsmål <i>Lars Heikensten</i>	2004:4
Hushållens inflationsåsikter – historien om två undersökningar <i>Stefan Palmqvist och Lena Strömberg</i>	2004:4
Prissättningsbeteendet i svenska företag <i>Mikael Apel, Richard Friberg och Kerstin Hallsten</i>	2004:4
Riksbanken och sysselsättningen <i>Villy Bergström, Annika Svensson och Martin Ådahl</i>	2005:1
Penningpolitik med inflationsmål – erfarenheter från 20 länder <i>Claes Berg</i>	2005:1
Den "nya ekonomin" och svensk produktivitet på 2000-talet <i>Björn Andersson och Martin Ådahl</i>	2005:1
On the need to focus more on the asymmetry problem within the EU Fiscal Policy Framework <i>Robert Boije</i>	2005:1