

Penning- och valutapolitik

TIDSKRIFT UTGIVEN AV SVERIGES RIKSBANK



2006:1

S V E R I G E S R I K S B A N K



Penning- och valutapolitik

2006:1

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

utges av Sveriges riksbank och utkommer med 3–4 nummer per år.

ANSVARIG UTGIVARE: STEFAN INGVES

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

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

■ Finansiell tillgångsförvaltning i Riksbanken 5

Tomas Ernhagen och Fredrik Olsson

Riksbankens finansiella tillgångar värderades per den 31 december 2005 till ca 200 miljarder kronor. Huvuddelen av dessa var placerade i utländska räntebärande värdepapper. I övrigt bestod tillgångarna till största delen av guld, penningpolitiska repor och valutamarknadssvappar. I denna artikel beskrivs de principer och överväganden som ligger bakom den långsiktiga placeringsinriktningen av dessa tillgångar.

■ Kontroll av legala risker i förvaltningen av finansiella tillgångar 24

Magnus Georgsson

Legala risker förekommer flitigt i finansiell tillgångsförvaltning men är sällan något man fokuserar på i den övergripande riskberäkningen. Sannolikt beror detta förhållningssätt bland annat på att de legala riskerna sällan realiserar och att de är svåra att mäta och värdera. Men samtidigt kan skadan bli avsevärd om till exempel en åtgärd i syfte att minska kreditrisken inte fungerar som det var tänkt på grund av brister i de juridiska förutsättningarna. Därmed finns det all anledning att ta den legala risken på allvar.

■ Stora bytesbalansöverskott och svag utlandställning – hur hänger det ihop? 37

Gunnar Blomberg och Maria Falk

Bytesbalansen har visat stora överskott de senaste tio åren. Samtidigt har utlandställningen inte alls förbättrats i motsvarande takt. En orsak till detta är de värderingseffekter som uppstår för de finansiella tillgångarna och skulderna mot utlandet. Vi diskuterar i denna artikel betydelsen av fluktuationer i kronans kurs, förändringar i aktiekurser i Sverige och i utlandet och marknadsvärdet av direktinvesteringsföretagen.

■ Effektiva växelkurser – i teori och praktik 58

Jan Alsterlind

Kronans värde mot en annan valuta definieras av den bilaterala växelkursen. Genom att kombinera informationen i flera bilaterala växelkurser kan man beräkna olika viktade genomsnitt – effektiva växelkursindex. I artikeln redogör jag för olika sätt att beräkna växelkursindex som vilka bilaterala växelkurser som ska ingå och hur man ska väga ihop de bilaterala växelkurserna.

■ Notiser 78

■ Kalendarium 81

■ Avgivna yttranden 83

■ Tabeller 89

■ Tidigare utgivna artiklar 98

■ Finansiell tillgångsförvaltning i Riksbanken

AV TOMAS ERNHAGEN OCH FREDRIK OLSSON

Tomas Ernhagen och Fredrik Olsson är verksamma på avdelningen för finansiell stabilitet respektive avdelningen för marknadsoperationer.

Den 31 december 2005 värderades Riksbankens finansiella tillgångar till ca 200 miljarder kronor. Huvuddelen av dessa var placerade i utländska räntebärande värdepapper. I övrigt bestod tillgångarna till största delen av guld, penningpolitiska repor och valutamarknadssvappar. I denna artikel beskriver vi de principer och överväganden som ligger bakom den långsiktiga placeringsinriktningen av dessa tillgångar.

Frågan om hur centralbanker förvaltar sina finansiella tillgångar har av tradition varit förknippad med sekretess. Men i takt med att centralbanker har blivit mer öppna om sin verksamhet i stort har även frågan om hur tillgångsförvaltningen hanteras öppnats för offentlighetens ljus. Den danska centralbanken är ett exempel på detta. I en publikation beskriver banken sin syn på de olika finansiella risker den tar för att uppnå olika mål.¹ Denna artikel är ett första steg till motsvarande öppenhet för Riksbankens del, genom att vi här redogör för de grundläggande principer och ställningstaganden som ligger bakom förvaltningen av Riksbankens finansiella tillgångar.

Den finansiella förvaltningen i Riksbanken är uppdelad på två nivåer; en strategisk och en taktisk nivå. På den strategiska nivån är det riksbanksledningen i form av direktionen som är beslutsfattare. Beslut på den nivån gäller förvaltningens långsiktiga inriktning. Den taktiska förvaltningen läggs fast av chefen för avdelningen för marknadsoperationer (MOP) inom ramen för det avvikelsemandat² som direktionen delegerat. Chefen för MOP delegerar i sin tur ett mandat som investeringsenheten kan utnyttja för kortsiktig positionering.

Ambitionen i denna artikel är att förklara de överväganden som görs på den strategiska nivån. Endast i de fall det, av pedagogiska skäl, är nödvändigt kommer vi att referera till förvaltningens taktiska nivå. Vi börjar

Den finansiella förvaltningen i Riksbanken är uppdelad på två nivåer; en strategisk och en taktisk nivå.

¹ Danmarks Nationalbank (2004).

² Med avvikelsemandat avses ett visst utrymme att avvika från den långsiktiga placeringsinriktningen. Ett sådant mandat kan användas i avsikt att öka eller minska exponeringen mot en viss typ av risk.

med att gå igenom de stora posterna på Riksbankens balansräkning för att på så vis kunna tydliggöra kopplingen mellan tillgångsförvaltningen och Riksbankens olika uppdrag. Därefter går vi successivt igenom de olika finansiella risker som direktionen har att ta ställning till i beslut om förvaltningens långsiktiga inriktning. Vi avslutar med en sammanfattande diskussion.

Förvaltningens utgångspunkter

Precis som i all finansiell förvaltning är målet för Riksbankens förvaltning att generera avkastning. I egenskap av centralbank måste dock direktionen även ta ställning till hur förvaltningen ska utformas för att göra det möjligt att genomföra Riksbankens lagstadgade uppdrag avseende penning- och valutapolitiken samt stabiliteten i det finansiella systemet. I avvägningen mellan dessa mål är det uppenbart att möjligheten att genomföra de lagstadgade uppdragen har företräde. Hänsyn till avkastningen tas endast om det kan ske utan att riskera Riksbankens centrala policyfunktioner. På ett övergripande plan avspeglar Riksbankens balansräkning direktionens avvägning. Balansräkningen presenteras i stiliserad form i figur 1.

Skuldsidan

Riksbankens uppdrag vad gäller den finansiella stabiliteten är uttryckt så att Riksbanken ska främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. De funktioner som följer av detta uppdrag avspeglas på balansräkningens

Figur 1. Riksbankens balansräkning

Tillgångar	Skulder
Guld- och valutareserv	Sedlar och mynt
Valutamarknadssvappar	Eget kapital
Penningpolitisk repa	– Nödkrediter
Övriga tillgångar	– Drift
	– Tillgångsrisker

skuldsida. Riksbankens lagstadgade uppgift, att svara för försörjningen av sedlar och mynt i samhället, kan i en vidare mening kopplas till detta uppdrag. Allmänhetens efterfrågan på kontanter, som på kort sikt påverkas av bl.a. ränteläget och på längre sikt av bl.a. strukturen på kontantmarknaden, bestämmer storleken på posten sedlar och mynt. Efterfrågan bestäms också av säsongmässiga faktorer och är som störst inför större helger och vid löneutbetalningar då allmänhetens efterfrågan på kontanter stiger.

Posten eget kapital är kopplad till Riksbankens självständighet. Denna självständighet kräver att Riksbanken är tillräckligt finansiellt stark för att kunna hantera förluster och kostnader i utövandet av verksamheten. Ett för litet kapital skulle nämligen kunna ha en negativ påverkan på allmänhetens förtroende för Riksbankens möjligheter att genomföra de lagstadgade uppgifterna. Om Riksbanken är beroende av kapitaltillskott från staten för att bedriva sin verksamhet, och därmed inte är finansiellt självständig, finns det en potentiell risk för att det kan uppstå spekulation om att regering och riksdag ska ställa specifika krav på verksamhetens inriktning i samband med ett sådant tillskott. Misstankar av det slaget skulle kunna göra det svårare för Riksbanken att genomföra sina uppdrag.

Förluster kan uppstå i samband med att Riksbanken ger s.k. nödkrediter. Sådana krediter kan ges i likviditetsstödande syfte för att undvika att stopp i betalningssystemet ska resultera i en finansiell kris. Även om Riksbanken endast ska ge sådant stöd till likvida banker och finansiella företag, som står under finansinspektionens tillsyn, kan problemen i den drabbade banken eller företaget förvärras. I slutänden finns det risk för att företaget eller banken går i konkurs, vilket innebär att Riksbanken kan drabbas av finansiella förluster. För att undvika att behöva begära kapitaltillskott från staten, behöver Riksbanken ett eget kapital som är tillräckligt stort för att täcka sådana förluster.

Behovet av eget kapital är inte endast kopplat till förluster som kan uppstå till följd av ett nödkreditsättagande. För att garantera den finansiella självständigheten på lång sikt, behöver kapitalet också vara så stort att det genererar inkomster som täcker den löpande driften av banken, dvs. löner, fastighetskostnader m.m.³ Dessutom kan Riksbanken behöva kapital för att hantera förluster som kan uppstå i den löpande förvaltningen av de finansiella tillgångarna. Den typen av förluster är en följd av att Riksbanken fortlöpande marknadsvärderar sina tillgångar. Förluster uppkommer då när kronans värde gentemot de valutor som ingår i valutareserven stiger, eller då marknadsräntor och priset på guld förändras. Ett

Riksbanken ska svara för försörjningen av sedlar och mynt, vilket kan kopplas till uppdraget att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Posten eget kapital är kopplad till Riksbankens självständighet.

Förluster kan uppstå i samband med att Riksbanken ger s.k. nödkrediter.

För att garantera den finansiella självständigheten på lång sikt behövs även kapital som möjliggör att den löpande driften kan finansieras.

³ Denna och andra frågor rörande Riksbankens behov av eget kapital diskuteras i Ernham, Vesterlund & Viotti (2002).

visst kapitalutrymme kan också behövas för att täcka kreditrisker i värdepappersinnehaven samt operativa risker.

Tillgångssidan

Den dominerande posten på balansräkningens tillgångssida är tillgångar i utländsk valuta.

Den dominerande posten på balansräkningens tillgångssida är tillgångar i utländsk valuta.⁴ Det grundläggande syftet med dessa tillgångar är att ha beredskap för att kunna intervensera på valutamarknaden om så skulle krävas av penning- eller valutapolitiska skäl. I en krissituation kan dessa tillgångar även användas för nödkrediter i utländsk valuta.

Precis som de flesta andra centralbanker äger Riksbanken också guld. Även om detta främst är en följd av guldets historiska betydelse, kan innehavet ses som en yttersta säkerhet för att agera i en krissituation om andra tillgångar inte accepteras.⁵ Numera motiveras dock guldets främst av det diversifieringsbidrag det ger till den samlade finansiella tillgångsportföljen. Möjlighet att anpassa storleken på guldinnehavet utifrån sådana aspekter är dock begränsad till följd av en överenskommelse med andra centralbanker.⁶

Om skuldsidans poster är större än innehavet av guld- och valutatillgångar kommer banksystemet att ha ett strukturellt underskott gentemot Riksbanken.

Om skuldsidans poster är större än innehavet av guld- och valutatillgångar, kommer det svenska banksystemet att ha ett s.k. strukturellt underskott gentemot Riksbanken. Det innebär att banksystemet behöver låna kronor hos Riksbanken. Storleken på detta behov varierar på kort sikt med allmänhetens efterfrågan på kontanter. Lånebehovet hanteras delvis i form av veckovisa repotransaktioner⁷, vilka utgör en del av Riksbankens räntestyrningssystem.⁸ Den resterande delen av lånebehovet har Riksbanken av avkastningsskäl valt att förlänga löptiden på via valutamarknads- svappar.⁹

Tillgångsposten "Övriga tillgångar" utgörs främst av innehav i form av fordringar på Internationella valutafonden (IMF) och aktier i Bank for International Settlement (BIS).

Denna korta genomgång av balansräkningen visar tydligt att Riksbankens olika uppdrag är den viktigaste förklaringsfaktorn bakom direk-

⁴ Valutatillgångarna i den s.k. valutareserven är investerade i utländska räntebärande värdepapper. Drygt 90 procent av kapitalet är investerat i statsobligationer i sex olika länder, resterande del är investerad i amerikanska institut med direkt eller indirekt koppling till amerikanska staten, s.k. US-agencies.

⁵ För vidare läsning om guldreservens roll, se Henriksson (2002).

⁶ I syfte att motverka ett prisfall på guld enades 15 europeiska centralbanker i september 1999 om att reglera utförsäljningen av sina guldinnehav under en femårsperiod. Avtalet förnyades under 2004 och löper under fem år.

⁷ En repotransaktion innebär att Riksbanken tillgodoser bankernas lånebehov genom att köpa värdepapper av dem med ett samtida avtal om att sälja tillbaka dessa efter en viss tid.

⁸ För en detaljerad genomgång av Riksbankens räntestyrningssystem, se Otz (2005).

⁹ Det fungerar så att Riksbanken säljer kronor mot euro på avistamarknaden och placerar dessa euro på deposit. Samtidigt ingås ett terminsavtal om återköp av kronorna upp till sex månader senare. Terminskontrakten ingås för att eliminera växelkursrisken. Den genomsnittliga löptiden i svapporföljen ska vara tre månader.

tionens strategiska beslut avseende tillgångsförvaltningens inriktning. Sammanfattningsvis innebär det att en del av tillgångarna, i interventionssyfte, måste utgöras av valutatillgångar. Ytterligare en del ska, av räntestyrningsskäl, utgöras av penningpolitiska repor. Dessutom kräver värnandet om Riksbankens finansiella självständighet att risktagandet sker under balanserade former så att risken för att det egna kapitalet ska urholkas reduceras så långt det är möjligt. Först när dessa krav på tillgångarna är tillgodosedda, kan förvaltningen inriktas på att ta finansiella risker i syfte att generera avkastning.

För att säkerställa att tillgångarna placeras på ett sätt som överstämmer med dessa krav har Riksbanken ett internt regelverk¹⁰ som klart anger vilka finansiella risker som får tas och varför de kan tas. Enligt regelverket ska direktionen varje år se över tillgångsförvaltningen för att säkerställa att inriktningen stämmer med de uppställda målen. Översynen klargör vilka risker som tas i syfte att uppfylla de lagstadgade målen och vilka risker som tas för att generera avkastning. I allt väsentligt handlar denna avvägning om att bestämma vilken exponering Riksbanken ska ha gentemot tre olika typer av risker; valuta-, ränte- och kreditrisk. Nedan går vi igenom de överväganden som ligger bakom Riksbankens val av exponering mot dessa risker.

Riksbankens uppdrag är den viktigaste förklaringsfaktorn bakom direktionens strategiska beslut.

Riksbanken har ett internt regelverk som anger vilka finansiella risker som får tas.

Valutarisk

Enligt 2 § i lagen (1998:1404) om valutapolitik är det regeringen som beslutar vilket system som ska gälla för att fastställa kronans värde i förhållande till utländska valutor. Därefter är det Riksbanken som, enligt 7 kap. 1 § i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank, ansvarar för tillämpningen av den valda växelkursregimen. Det innebär att Riksbanken vid behov måste kunna intervensera på valutamarknaden för att försvara växelkursregimen, vilket i sin tur kräver att Riksbanken har tillgångar i andra valutor än kronor. Under en fast växelkursregim är det Riksbankens uppdrag att upprätthålla kronans värde gentemot en eller flera valutor. Det innebär att Riksbanken mer eller mindre frekvent måste intervensera på valutamarknaden, vilket i sin tur ställer krav på att Riksbanken ska inneha lätt omsättningsbara¹¹ valutatillgångar.

Storleken på detta innehav bestäms främst av de behov som följer av den aktuella växelkursregimen. För att kunna uppskatta detta behov

¹⁰ Riksbankens regler för den finansiella tillgångsförvaltningen reviderades under hösten 2005. Den reviderade versionen trädde i kraft den 1 januari 2006 under namnet "Regler för den finansiella tillgångsförvaltningen". Regelverket är publicerat på Riksbankens webbplats.

¹¹ Riksbanken definierar en tillgångs omsättningsbarhet (likviditet) utifrån det belopp som kan avyttras, inom den tidsrymd som erfordras, för att fullgöra Riksbankens uppgifter utan betydande påverkan på tillgångens marknadspris.

Storleken på valutainnehavet bestäms främst av de behov som följer av den aktuella växelkursregimen.

krävs, förutom rimlig kunskap om de finansiella marknadernas funktionssätt vid interventionstillfället, också en uppfattning om i vilken mån växelkursregimen kan komma att sättas på prov av finansiella aktörer. Att ange detta med någon större exakthet är vanskligt. Däremot är det rimligt att anta att behovet av lätt omsättningsbara interventionsvalutatillgångar är större under en fast än under en rörlig växelkursregim. Även om detta krav är mindre uttalat under en rörlig växelkursregim, kan det ändå finnas behov av interventioner i syfte att främja prisstabiliteten.¹² Riksbanken kan också behöva delta i interventioner tillsammans med andra centralbanker, s.k. concerted interventions. För att säkerställa interventionskapaciteten är en stor del av Riksbankens tillgångar placerade i statsobligationer denominerade i de viktiga interventionsvalutorna, dvs. euro och amerikanska dollar.

Valutarisk uppkommer då kronans värde förändras gentemot de valutor som ingår i valutareserven.

Valutarisk uppkommer då kronans värde förändras gentemot de valutor som ingår i valutareserven. Detta beror på att Riksbankens resultat- och balansräkning värderas i kronor. När kronan stärks minskar valutareservens värde och när kronan försvagas gäller det omvända. En kronförstärkning är alltså en negativ händelse i den bemärkelsen att den ger upphov till valutaförluster som bokförs i Riksbankens balansräkning. Om dessa blir alltför stora finns det risk för att förlusterna måste täckas av det kapital Riksbanken avsatt för att använda vid eventuella finansiella kriser och för att täcka den löpande driften av banken. Det finns därför skäl att begränsa en kronförstärknings genomslag på Riksbankens resultat. Samtidigt måste Riksbanken ha valutatilgångar för att kunna intervensera på valutamarknaden. En förändring av valutareservens fördelning mellan valutor måste med andra ord ta hänsyn till såväl interventionsaspekten som risken för urholkning av eget kapital.

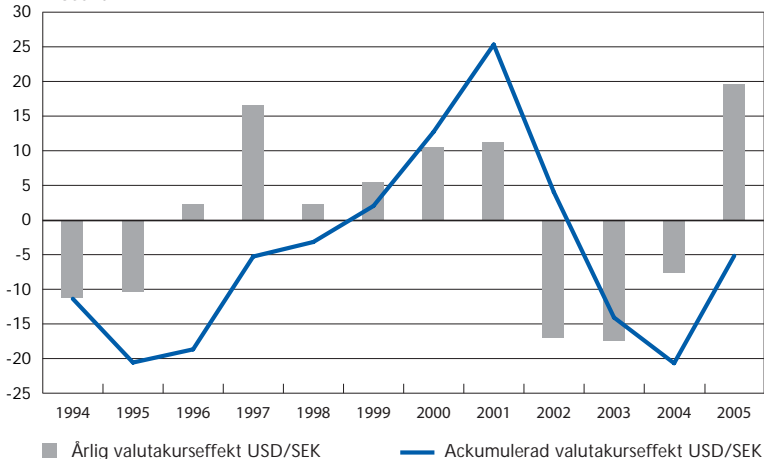
Valutaexponeringen kan ge upphov till stora variationer i tillgångarnas marknadsvärde mätt i kronor och därigenom i resultatet under enskilda år.

För en kapitalförvaltare som Riksbanken, som i huvudsak placerar i utländska statsgaranterade räntebärande värdepapper, är valutarisken den dominerande risken. Valutaexponeringen kan ge upphov till mycket stora variationer i tillgångarnas marknadsvärde mätt i kronor och därigenom i resultatet under enskilda år. För att illustrera detta visas i diagram 1 den årliga och ackumulerade valutakurseffekten mellan amerikanska dollar och svenska kronor under perioden 1994–2005.

Eftersom Riksbankens valutainnehav främst motiveras av interventionsskäl, måste dock kortsiktiga svängningar accepteras. Genom att kurssäkra valutainnehavet skulle visserligen sådana svängningar kunna undvikas, men det skulle fungera som en intervention och därmed kunna påverka kronans värde på ett icke önskvärt sätt. Eftersom Riksbankens valutainnehav är av långsiktig karaktär, behöver dock kortsiktiga svängningar

¹² För en utförligare diskussion om Riksbankens interventionspolicy, se Heikensten & Borg (2002).

Diagram 1. Årlig och ackumulerad valutakurseffekt USD/SEK; 1994–2005
Procent



Anm. Med årlig avses den procentuella skillnaden mellan växelkursnoteringar per den sista december varje år.

Källa: Bloomberg.

inte vara något avgörande problem. Då penningpolitiken i de länder vars valutor ingår i reserven liknar den svenska, är det i princip endast realekonomiska skillnader som leder till trendmässiga förändringar i växelkurserna. Om den reala ekonomin i dessa länder utvecklas på ett likartat sätt, är det rimligt att anta att kortsiktiga svängningar tar ut varandra över längre tidshorisonter.¹³ Diagram 1 antyder att det kan förhålla sig på det sättet.

Riksbankens valutaexponering

Direktionen baserar sitt beslut om valutafördelningen på en kvantitativ analys som i sin tur utgår från de ramar som anges i regelverket. Syftet med dessa ramar är att tillgodose de lagstadgade uppgifternas behov av specifika tillgångar och att begränsa riskerna genom att sörja för en minsta nivå av diversifiering mellan olika valutor (se tabell 1).¹⁴

Interventionsaspekten hanteras här genom att behållningen i amerikanska dollar respektive euro aldrig får understiga 10 procent vardera av valutaportföljen. Risker för urholkning av eget kapital hanteras å sin sida genom att regelverket säkerställer en viss grad av diversifiering i valutainnehavet. Den åtgärden syftar till att undvika en alltför extrem allokering med exponering enbart i ett fåtal valutor. Utgångspunkten för diversifiering är att samvariationen mellan enskilda tillgångars prisrörelser, dvs. kor-

Riksbankens regelverk säkerställer en viss grad av diversifiering i valutainnehavet.

¹³ Se t.ex. Dimson, Marsh & Staunton (2005), som studerat växelkurseffekter över långa tidshorisonter.

¹⁴ De grundläggande kraven för att Riksbanken ska kunna placera i en valuta är dels det utgivande landets kreditbetyg, dels att valutan är rimligt likvid. De valutor som anges i regelverket uppfyller dessa krav.

TABELL 1. RIKSBANKENS RAMAR FÖR BEHÅLLNING I OLIKA VALUTOR

Tillåtna valutor	Tillåtet innehav; procent
EUR (euro)	10–60
USD (amerikanska dollar)	10–60
<i>Aggregat för EUR och USD</i>	<i>20–70</i>
GBP (brittiska pund)	0–20
JPY (japanska yen)	0–20
<i>Aggregat för GBP och JPY</i>	<i>0–40</i>
AUD (australiensiska dollar)	0–10
CAD (kanadensiska dollar)	0–10
CHF (schweiziska franc)	0–10
DKK (danska kronor)	0–10
NOK (norska kronor)	0–10
NZD (nyzeeländska dollar)	0–10
<i>Aggregat för AUD, CAD, CHF, DKK, NOK och NZD</i>	<i>0–40</i>
Totalt	100

Källa: Riksbanken.

relationerna, inte alltid är perfekt positiv. Det gör att en portföljs totala rörelse, dvs. volatilitet, blir mindre. I samband med stora rörelser på valutamarknaden kan en alltför ensidig valutasammansättning leda till stora negativa värdeförändringar, vilket i sin tur kan leda till en kraftig reduktion av eget kapital.

Motivet till att ange ett relativt lågt tak för de mindre valutorna är likviditetsskäl. Under perioder av finansiell turbulens tenderar dessutom korrelationerna mellan valutor att stiga.¹⁵ Det innebär att diversifieringsbidraget från dessa valutor riskerar att minska när man som mest behöver det. Det är dessutom i sådana situationer som sannolikheten för att Riksbanken ska behöva avyttra tillgångar i interventionssyfte är som störst. Att ha allt för stora innehav av tillgångar i mindre likvida valutor är därför inte önskvärt. Det förtar dock inte det faktum att dessa valutor ger ett diversifieringsbidrag under normala omständigheter, utan understryker endast vikten av att inte ha alltför stora innehav av dem.

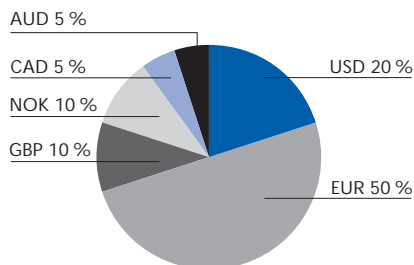
Den kvantitativa analys som Riksbanken använder sig av för att slutligen fastställa valutafördelningen, givet regelverkets ramar, bygger på grundläggande och standardmässig portföljteori.¹⁶ För Riksbankens del är målet med en sådan analys att finna den fördelning av valutor som minimerar effekterna av växelkursförändringar mätt i svenska kronor, givet att möjligheten att vid behov kunna intervensera garanteras. Någon hänsyn

Den kvantitativa analysen för att fastställa valutafördelningen bygger på grundläggande och standardmässig portföljteori.

¹⁵ Se t.ex. Dimson, Marsh & Staunton (2002), som studerat hur korrelationer tenderar att utvecklas i perioder av finansiell turbulens.

¹⁶ Med detta avses den s.k. mean-variance-analysen som ursprungligen togs fram av Harry M. Markowitz under 1950-talet. På grund av denna modellens känslighet kompletteras analysen med Value-at-Risk-beräkningar, riskbidragsanalyser och stresstester. Value-at-Risk är en uppskattning av potentiell förlustrisk och definieras som den förväntat största värdeminskningen i en tillgång, eller portfölj av tillgångar, med en bestämd sannolikhet och under en bestämd tidsperiod. Se t.ex. Jorion (2001).

Diagram 2. Valutarens fördelning mellan olika valutor
Procentandel



Källa: Riksbanken.

tas dock inte till den förväntade avkastningen i valuta, utan enbart till valutornas uppskattade volatilitet och inbördes korrelationer. Dessa skattas på tidsserier över den rena växelkurseffekten mellan valutorna och svenska kronor. Den aktuella valutafördelningen framgår av diagram 2.

Principiellt skulle analysen även kunna ta hänsyn till valutornas förväntade avkastningar, vilket kräver en skattning av "riskpremier" för de olika valutorna. Eftersom detta är svårt att göra och även är förknippat med viss godtycklighet, brukar man anta att dessa premier på lång sikt antingen är noll eller konstanta.¹⁷ Någon bedömning om valutornas eventuella värdeförändring mot kronan ingår alltså inte i analysen. I analysen tar vi inte heller hänsyn till att valutainnehavet är placerat i räntebärande instrument.¹⁸ Denna möjlighet har valts bort eftersom dess effekt på analysens resultat skulle vara marginell då volatiliteten i obligationsavkastningar normalt är betydligt lägre än i växelkurser.

I och med att Riksbanken valt att basera sin syn på valutafördelningen på historiska risksamband, finns det ingen anledning att delegera ett aktivt mandat i syfte att spekulera i kortsiktiga valutaförändringar. För att hålla nere de transaktionskostnader som uppstår då valutarens justeras i syfte att upprätthålla valutafördelningen, tilläts dock mindre förändringar till följd av växelkursförändringar. Detta s.k. driftsmandat uppgår till ± 3 procentenheter per valuta.

¹⁷ Ett sådant antagande innebär att den förväntade avkastningen på en icke kurssäkrad utländsk placering, med en viss löptid, är densamma som en motsvarande inhemsk placering.

¹⁸ I analysen av fördelningen av räntebärande tillgångar spelar den förväntade avkastningen en viktig roll. Det handlar framförallt om vilka löptidspremier som är rimliga att förvänta sig, men även vilka risker som aktuella räntemarknader har och korrelationen mellan dessa. I och med att analysen av valutafördelningen sker separat från analysen av fördelningen av räntebärande tillgångar mellan marknader kan de faktiska portföljvikterna skilja sig åt mellan dessa. En sådan diskrepans mellan innehaven i valutor och räntemarknader benämns 'currency overlay' och kan hanteras med hjälp av derivatinstrument.

Ränterisk

I den mån Riksbanken väljer att ta ränterisk, är det för att öka den förväntade avkastningen.

Som vi tidigare nämnt är Riksbankens valutarisk en direkt följd av uppdraget att vid behov kunna intervensera på valutamarknaden och för att kunna ge nödkrediter i samband med en finansiell kris. Någon sådan direkt koppling mellan ränterisk och Riksbankens lagstadgade uppdrag finns däremot inte. I den mån Riksbanken väljer att ta ränterisk, genom att placera i värdepapper med en genomsnittlig löptid som överstiger redovisningsperioden, är det för att öka den förväntade avkastningen på sina tillgångar. Riksbanken har valt att göra just detta mot bakgrund av att ränterisken inte utgör det tydliga hot mot det egna kapitalet som valutarisken gör. Här beskriver vi de överväganden som ligger bakom Riksbankens syn på ränterisk.

Riksbanken styr sin ränterisk med hjälp av måttet modifierad duration.

Ränterisk uppkommer genom förändringar i avkastningskurvan. Den-
na kurva utgörs av marknadsräntor för olika löptider. Analysen av avkastningskurvan brukar fokusera på tre faktorer; parallellskift¹⁹, lutning och kurvatur.²⁰ Parallellskift innebär att hela avkastningskurvan rör sig parallellt upp eller ned. Det är också sådana skift som historiskt har förklarat den största delen av variationen i avkastningskurvan. På grund av parallellskiftens dominans, fokuserar många kapitalförvaltares val av ränteexponering på olika mått som är kopplade till sådana skift. Det gäller även Riksbanken, som styr sin ränterisk med hjälp av måttet modifierad duration. Eftersom måttet mäter effekten av parallella skift i avkastningskurvan, ger det bara en approximativ skattning av känsligheten i en obligationsportföljs marknadsvärde vid en förändring av marknadsräntan.²¹ Den följande framställningen kommer dock att handla om valet av duration, eftersom det är Riksbankens grundläggande mått på ränterisk.²²

Diskussionen kring valet av duration utgår ofta från antagandet att avkastningskurvan normalt är uppåtlutande. Räntan antas alltså öka med löptiden. Genom att välja en längre duration kan placeraren därmed förvänta sig att få en högre avkastning på sin placering.²³ Samtidigt ökar ris-

¹⁹ I den akademiska litteraturen används ofta begreppet "nivå" för att beskriva denna faktor.

²⁰ Lutningsförändringar innebär att avkastningskurvan blir brantare eller flackare när kurvans långa och/eller korta ände rör sig. Förändringar i kurvatur innebär att den långa och korta ändan rör sig åt samma håll medan mittsegmentet av kurvan rör sig i motsatt riktning eller är oförändrad. För en utförlig beskrivning av avkastningskurvan, se t.ex. Golub & Tilman (2000).

²¹ Modifierad duration är en linjär beskrivning av förhållandet mellan en obligationsportföljs marknadsvärde och ränteutvecklingen. Då förhållandet mellan en obligations pris och räntan är icke-linjärt (konvex) ger måttet enbart en bra beskrivning av risken, eller marknadsvärdesförändringen, vid marginella ränteförändringar. Vid större ränteförändringar bör duration kompletteras med måttet konvexitet, vilket tar hänsyn till icke-linjära effekter. Modifierad duration används ofta som en känslighetsindikator för hur mycket en ränteportföljs marknadsvärde approximativt förändras då marknadsräntorna stiger med 1 procentenhet. Vardet på en portfölj med en modifierad duration på 4, antas då sjunka med 4 procent.

²² Hanteringen av lutnings- och kurvaturförändringar har i Riksbankens fall hänskjutits till den taktiska nivån.

²³ Det ska påpekas att avkastningskurvan, definierad som marknadsräntanoteringar för olika löptider, inte är detsamma som den totala avkastningen som obligationer med dessa löptider kan förväntas ge. Skillnaden beror bl.a. på obligationens kupongstorlek. Det principiella resonemanget som förs i denna artikel avser den totala avkastningen.

ken, eftersom volatiliteten i avkastningarna som regel ökar med löptiden. Det innebär att en längre duration är förknippad med större svängningar i en portföljs marknadsvärde och avkastning.

Resonemanget har empiriskt stöd. Historiska analyser visar nämligen att avkastningskurvan normalt har varit uppåtlutande.²⁴ Allmänt gäller att räntorna för olika löptider bestäms av utbud och efterfrågan på olika löptider. Om vi antar att utbudet är givet, kan efterfrågan och därmed räntorna bestämmas av investerarnas placeringshorisonter, riskbenägenhet och bedömning av framtida räntor. En uppåtlutande kurva kan då exempelvis förklaras av att investerare föredrar att placera på kort sikt på grund av att de vill minska den redovisningsmässiga risken. Om redovisningsperioden exempelvis är ett år, kan investeraren vilja placera en relativt stor andel i ettåriga värdepapper. Ett sådant beteende kan också bero på att investerare föredrar korta papper av likviditetsskäl. Om detta beteende gäller många investerare kommer den höga efterfrågan på dessa värdepapper att pressa ned räntorna på de aktuella löptiderna. Obligationer med längre löptid har å sin sida ofta en positiv riskpremie för att kompensera för den högre avkastningsvolatiliteten som dessa har. Även om avkastningskurvan därför normalt lutar uppåt, är det dock vanskligt att ta detta för givet. Dessutom behöver en uppåtlutande avkastningskurva inte innebära att den faktiska avkastningen ökar med löptiden.

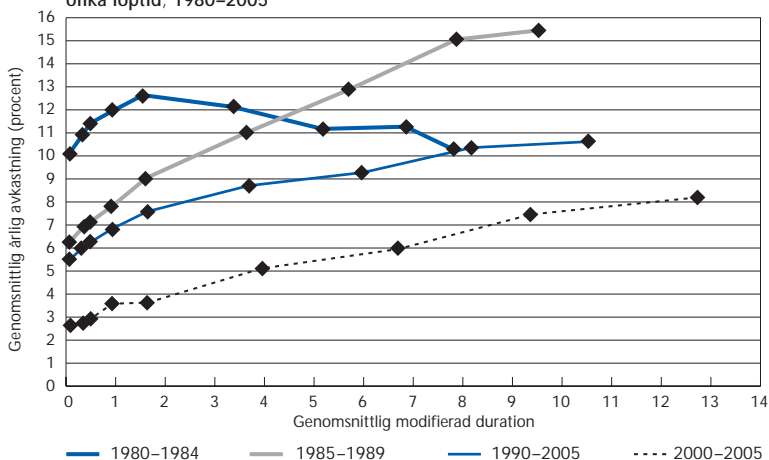
Diagram 3 visar att avkastningen för amerikanska statsobligationer med olika löptid har varierat kraftigt över tiden. Detta har främst förklarats av marknadens bedömningar om den framtida inflationen och den allmänna rätetrenden. Perioder med lågt inflationstryck har som regel varit positivt för långa obligationers avkastning relativt kortare, medan det omvända gäller i perioder där inflationstrycket är högt och räntorna är inne i en stigande trend.²⁵ Avkastningskurvans utseende har sannolikt också påverkats av strukturella företeelser. Investerare med lång placeringshorisont och långa skuldåtaganden, såsom pensions- och livbolag, ser obligationer med en duration som motsvarar skulden som det riskminimerande alternativet. Dessa aktörer är därför beredda att betala för att åstadkomma en immunisering av ränterisken mellan tillgångar och skulder. Den senaste tidens invertering av delar av den brittiska avkastningskurvan kan delvis förklaras av detta.

Genom direktionens årliga översyn av den strategiska inriktningen har Riksbanken möjlighet att ta ställning till den här typen av strukturella förändringar i avkastningskurvans utveckling. På kortare sikt hanteras frå-

²⁴ De vanligaste teoretiska förklaringarna till avkastningskurvans utseende brukar sammanfattas i förväntningshypotesen, likviditetspreferensteorin och marknadssegmenteringsteorin, se exempelvis Fabozzi (2000).

²⁵ Se exempelvis Ilmanen (1996).

Diagram 3. Genomsnittlig årlig avkastning för amerikanska statsobligationer med olika löptid; 1980–2005



Anm. Diagram 3 visar genomsnittlig årlig avkastning och duration för olika löptider under olika perioder, för amerikanska statspapper. I kronologisk ordning gäller det följande löptider: 1, 3, 6 och 12 månader samt 1-3, 3-7, 7-10, 10-20 och >20 år.

Källa: Citigroup/Yieldbook.

Genom direktionens årliga översyn har Riksbanken möjlighet att ta ställning till strukturella förändringar i avkastningskurvan.

gan på taktisk nivå av avdelningen för marknadsoperationer. Även om avkastningskurvas utseende kan skifta, kommer vi nedan att koncentrera diskussionen till Riksbankens syn på ränterisk under normalfallet, dvs. då avkastningskurvan lutar uppåt.

Riksbankens val av räntexponering²⁶

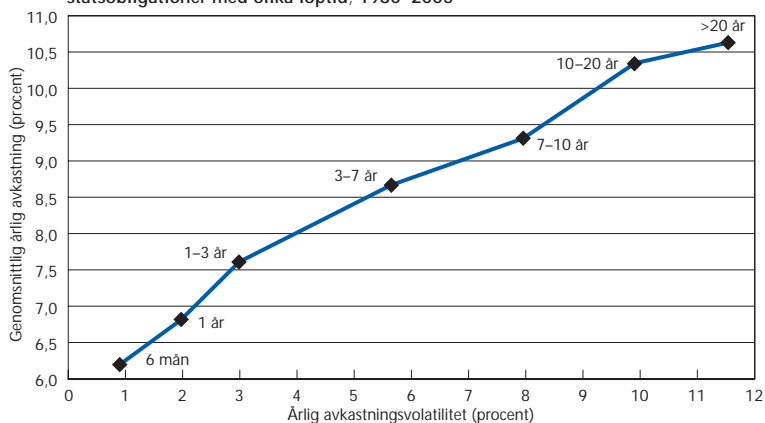
Valet av duration för en portfölj förenklas om placeraren har en klar placeringshorisont. För de pensions- och livbolag vi nämnde ovan, är det naturligt att försöka immunisera marknadsrisken genom att låta tillgångar och skulder ha samma räntekänslighet. Därmed kommer en ränteförändring som leder till ökat värde på skulderna att neutraliseras av motsvarande ökning av värdet på tillgångarna. För en placerare som saknar en sådan naturlig placeringshorisont måste alternativa utgångspunkter sökas vid valet av duration. Förhållandet mellan risk och avkastning blir då den rimliga utgångspunkten.

Diagram 4 visar genomsnittlig avkastning och avkastningsvolatilitet för amerikanska statsobligationer med olika löptid. Där framgår att för en investerare som är mindre känslig för kortsiktiga resultatsvängningar har det lönat sig att välja en längre duration.

För kreditriskfria obligationer delas avkastningen som regel upp i effekter från återinvestering av kupongutbetalningar, s.k. ränteutäkt, och

²⁶ För en utförligare diskussion, se Ragnartz (1999).

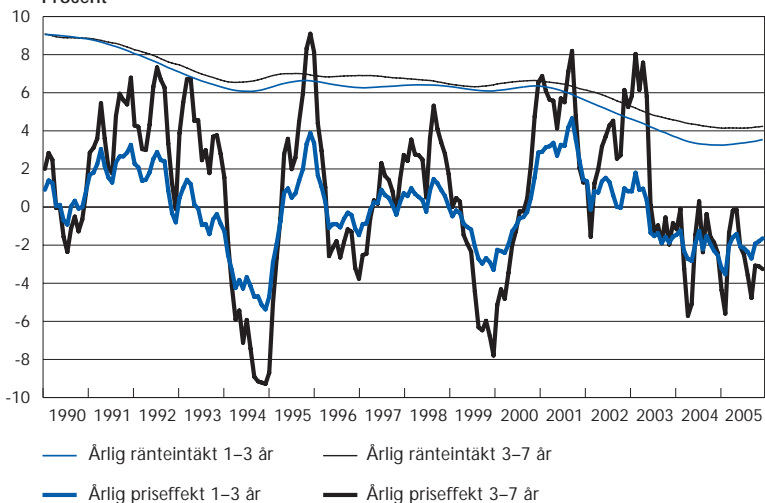
Diagram 4. Genomsnittlig årlig avkastning och volatilitet för amerikanska statsobligationer med olika löptid; 1980–2005



Källa: Citigroup/Yieldbook.

effekter av ränterörelser på obligationens pris, s.k. priseffekt. Diagram 5 tydliggör hur den ökade volatiliteten, med ökad löptid, tar sig uttryck i dessa båda avkastningskomponenter. Portföljen med den högre genomsnittliga durationen (3–7 år) har en högre realiserad ränteintäkt under perioden än portföljen med den lägre durationen (1–3 år), vilket bekräftats i resonemanget ovan. Samtidigt är priseffekten, såväl positiv som negativ, betydligt större för portföljen med den högre durationen. Att volatiliteten ökar med portföljens genomsnittliga löptid innebär alltså att den förväntade totalavkastningen är högre, men även att priseffektens negativa genomslag, under de år då räntorna stigit kraftigt, ökar.

Diagram 5. Rullande årlig ränteintäkt och priseffekt för amerikanska statsobligationer med olika löptid; 1989–2005
Procent



Källa: Citigroup/Yieldbook.

Direktionen har beslutat att de sammanlagda räntebärande placeringarna ska ha en modifierad duration på 4.

Riksbanken har ingen naturlig placeringshorisont, eftersom den inte har några räntebärande skulder. Direktionen måste alltså ta ställning till hur avvägningen mellan risk och avkastning ska formuleras. Om syftet är att i alla situationer undvika negativa resultateffekter, skulle det vara logiskt att durationen baseras på redovisningsperioden, som i Riksbankens fall är ett år. Då kommer det faktiska resultatet att ligga nära det prognostiserade. En sådan kortsiktig investeringsstrategi sker dock på bekostnad av såväl ökad återinvesteringsrisk²⁷ som lägre förväntad avkastning. Riksbanken har, som statlig myndighet, istället utgått från att staten har ett långsiktigt perspektiv på tillgångarna och därmed föredrar en långsiktigt god avkastning till priset av större kortsiktiga variationer i det årliga resultatet.²⁸ Genom att ha ett sådant långsiktigt perspektiv på tillgångarna kan Riksbanken undvika att betala de extra likviditetspremier som marknadsaktörerna tycks vara villiga att betala för räntepapper med kortare löptid. Mot den bakgrunden har direktionen beslutat att de sammanlagda räntebärande placeringarna ska ha en modifierad duration på 4, med ett taktiskt avvikelsemandat om $\pm 1,5$. Detta val bygger på en avvägning där prisen²⁹ inte bedöms utgöra ett hot mot det egna kapitalet.

Vad gäller valet av löptid på Riksbankens krontillgångar, har direktio- nen valt att göra en avvägning mellan avkastning och tydlighet i det prak- tiska arbetet med att styra räntebildningen i ekonomin. Riksbanken styr den kortaste marknadsräntan genom veckovisa repotransaktioner, vilket vi diskuterade inledningsvis. Eftersom avkastningen på dessa repor är förhål- landevis låg, har direktionen valt att hålla den penningpolitiska repån så liten som möjligt.

Övriga tillgångar (se diskussionen om balansräkningen), som inte placerats i utländska räntebärande värdepapper eller guld, kan därmed förvaltas i syfte att generera ökad avkastning.³⁰

Kreditrisk

Valet av en relativt lång duration har, vilket framgår av diskussionen ovan, alltså inget med Riksbankens lagstadgade uppdrag att göra, utan bygger

²⁷ Återinvesteringsrisken uppstår när kapital ska placeras över flera perioder, eftersom återinvesteringsräntan under de senare perioderna inte är känd i dag. Genom att placera tillgångarna med samma löptid som redovisningsperioden exponeras man endast för återinvesteringsrisken och det årliga resultatet kommer att vara känt redan vid årets början (gäller kreditriskfria tillgångar).

²⁸ Den princip som gäller för inleverans av Riksbankens vinster till staten gör det rimligt att utgå ifrån att den långsiktiga avkastningen är prioriterad. Principen säger att Riksbanken årligen ska leverera in 80 procent av det genomsnittliga resultatet för den senaste femårsperioden till statskassan, exklusive den del av resultatet som kommer från valutakursrörelser mot svenska kronan.

²⁹ Med prisrisk avses risken för att räntorna, och därmed obligationspriserna, utvecklas ofördelaktigt och direkt slår igenom på resultatet. Denna risk ökar ju längre genomsnittlig löptid, eller duration, som place- ringarna har.

³⁰ I Riksbankens fall sker detta genom att löptiden förlängs från en vecka till tre månader via s.k. valutamark- nadssvappar.

helt och hållet på antagandet om att staten prioriterar hög avkastning framför små variationer i det årliga resultatet. Skälet till att Riksbanken kan tänka sig att placera i andra värdepapper än statsobligationer, och därmed ta på sig kreditrisk i syfte att uppnå en högre riskjusterad avkastning³¹, bygger på samma antagande.

I dagsläget domineras Riksbankens räntebärande tillgångar av statsobligationer, vilket även gäller för centralbankskollektivet i stort. I takt med att möjligheterna att hantera och följa upp finansiella risker har ökat, samt att frekvensen av interventioner minskat till följd av att allt fler länder infört rörliga växelkursregimer, har dock intresset ökat bland centralbanker världen³² över att placera i tillgångar med kreditrisk. Kapitalmarknaderna, framförallt i USA och Europa, erbjuder flera räntebärande placeringsalternativ som ger högre ränta än motsvarande statsobligationer. Anledningen till att räntan är högre är dels att kreditrisken³³ är högre på emittenten, dels att likviditeten som regel är något lägre än i statsobligationer. Dessa båda komponenter avspeglas i den riskpremie, i form av högre ränta, som marknaden kräver för att investera i dessa tillgångar.

Att investera en viss del av en räntebärande portfölj, som i utgångsläget består av statsobligationer, i kreditobligationer har som regel även positiva diversifieringseffekter. Det beror på att korrelationen i avkastningen mellan statsobligationer och kreditobligationer sällan är perfekt positiv. Det innebär att ett visst inslag av kreditobligationer kan höja den riskjusterade avkastningen. Det ska dock betonas att en investering i kreditobligationer introducerar en ny typ av finansiell risk i form kreditrisk. En sådan investering ställer därför högre krav på riskhantering, analys och kapitaltäckning, utöver den som fångas upp i riskmått såsom volatilitet beräknad på historiska avkastningar. Det är därför också viktigt att hålla en hög grad av diversifiering inom kreditrisksegmentet genom att sprida placeringarna över flera olika emittenter och sektorer.

I dagsläget domineras Riksbankens räntebärande tillgångar av statsobligationer.

Ett visst inslag av kreditobligationer kan höja den riskjusterade avkastningen.

Riksbankens kreditexponering

Av tabell 1 framgår att regelverket anger att minst 20 procent av valuta-tillgångarna ska placeras i dollar och euro. Eftersom denna valutaexponering syftar till att klara det mest akuta interventionsbehovet under nuvarande rörliga växelkursregim, ska 20 procent av de underliggande avistatillgångarna utgöras av amerikanska och europeiska statspapper. Det

En ökad grad av diversifiering kan förväntas ha en positiv effekt på den riskjusterade avkastningen.

³¹ Med riskjusterad avkastning avses avkastningen på en investering i förhållande till dess risk. En högre riskjusterad avkastning kan då uppnås antingen genom att avkastningen ökar med bibehållen risk eller att risken minskar med bibehållen avkastning.

³² Se The Royal Bank of Scotland (2003) och (2006).

³³ Med kreditrisk avses här risken för att emittenten ställer in sina betalningsåtaganden på den skuld som emitterats.

innebär att likviditetskravet på övriga tillgångar kan minskas. Riksbanken kan därmed placera i andra tillgångsslag än statspapper. Att fördela kapitalet över fler tillgångsklasser leder sannolikt, i enlighet med diskussionen ovan, till ett bättre förhållande mellan risk och avkastning, förutsatt att tillgångarnas avkastning inte samvarierar perfekt. En ökad grad av diversifiering kan därför förväntas ha en positiv effekt på den riskjusterade avkastningen. Möjligheter att på detta sätt påverka tillgångssammansättningen begränsas ytterst av kapitel 6 och 7 i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank. Där framgår det att Riksbanken kan handla med och investera i olika räntebärande värdepapper samt rättigheter och skyldigheter kopplade till dessa.

Direktionen beslöt 2001 att investera en mindre del av valutaservan i obligationer utgivna av amerikanska institut med koppling till amerikanska staten.

Under 2001 tog Riksbanken ett första steg i denna riktning när direktionen beslöt att investera en mindre del av valutaservan i obligationer utgivna av amerikanska institut med direkt och indirekt koppling till amerikanska staten, s.k. US-agencies.³⁴ Dessa obligationer har, på grund av den högre kredit- och likviditetsrisken, normalt en högre ränta än motsvarande statsobligationer. Diagram 6 visar den historiska ränteskillnaden mellan US-agencies och motsvarande amerikanska statsobligationer. I diagrammet är det tydligt att även om ränteskillnaden mellan US-agencies och statsobligationer under hela perioden har varit positiv, har den faktiska avkastningsskillnaden under enskilda månader varit negativ. Det kommer av den negativa relativa priseffekt som vidgade ränteskillnader, s.k. spreadar, har på investeringen.

Det nuvarande riskregelverket gör det möjligt att öka diversifieringsgraden ytterligare genom att placera i fler tillgångsklasser. Givet att det finns en trygg legal grund och en god riskhantering får Riksbanken, utöver statsobligationer, guld och US-agencies, placera i följande räntebärande tillgångsklasser: statsgaranterade värdepapper³⁵, supranationals³⁶, MBS³⁷, ABS³⁸ och företagspapper³⁹. Innehavet i statsobligationer får dock aldrig vara lägre än 50 procent av de samlade tillgångarnas värde. Den övre gränsen för innehav av tillgångar med relativt högre kreditrisk är också förhållandevis låg. För US-agencies, MBS och ABS gäller en övre gräns på 15 procent av tillgångsvärdet per tillgångsklass, medan motsvarande nivå för företagsobligationer är 10 procent. Regelverket ställer också långtgående krav på rating. Några förändringar i Riksbankens strategis-

³⁴ Riksbanken investerar i följande institut: Tennessee Valley Authority samt bostadsinstitutet Federal Home Loan Bank, Fannie Mae och Freddie Mac.

³⁵ Skuldförbindelser inom statsgaranterat lån eller från statsgaranterad emittent.

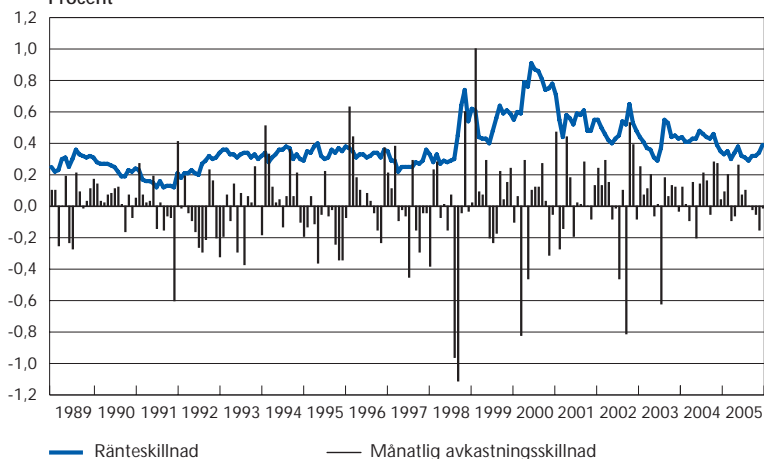
³⁶ Skuldförbindelser utgivna av över- eller mellanstatliga organ (Världsbanken m.fl.).

³⁷ Skuldförbindelser med säkerhet av krediter som i sin tur har säkerhet i bostadsfastigheter (t.ex. tyska "Pfandbriefe" eller andra "Mortgage-Backed Securities").

³⁸ Andra skuldförbindelser än de som avses i ovanstående fotnot som säkerställts av olika tillgångar ("Asset-backed securities").

³⁹ Andra skuldförbindelser utgivna av företag än de som avses i fotnot 35–38.

Diagram 6. Ränteskillnad och månatlig avkastningsskillnad mellan US-agencies och amerikanska statsobligationer; 1989–2005
Procent



Anm. Diagram 6 visar ränteskillnaden och månatlig avkastningsskillnad mellan löptidsindex 3–7 år för US-agencies och amerikanska statsobligationer.

Källa: Citigroup/Yieldbook.

ka långsiktiga kreditinnehav, sedan införandet av US-agencies 2001, har dock ännu inte skett.

Sammanfattning och slutsatser

Den långsiktiga inriktningen på Riksbankens finansiella tillgångsförvaltning läggs fast av direktionen och ses över en gång per år. Beslutet ska säkerställa att förvaltningen utövas på ett sätt som dels står i samklang med de uppdrag lagen anger att Riksbanken ska utföra, dels leder till god avkastning. Vid en konflikt mellan dessa båda mål har alltid omsorgen om de lagstadgade uppdragen företräde.

För att säkerställa att de lagstadgade målen uppnås, ska Riksbanken hålla lätt omsättningsbara tillgångar i de viktigaste interventionsvalutorna, dvs. statsobligationer i amerikanska dollar och euro. I övrigt begränsar direktionen valutarisken genom att välja en valutafördelning som håller nere valutareservens värdesvängningar mätt i svenska kronor. Därigenom förväntas svängningarna i Riksbankens årliga resultat minska och därmed även risken för att eget kapital ska urholkas. Detta fokus på eget kapital är en följd av att kapitalet utgör en viktig beståndsdel i det arrangemang som ska sörja för Riksbankens självständighet som centralbank. Av det skälet krävs ett eget kapital som är tillräckligt stort för att Riksbanken ska kunna hantera förluster och betala de löpande kostnaderna för sin verksamhet utan att vara direkt beroende av staten.

Det andra målet, dvs. strävan att generera god avkastning, kan upp-

nås genom att ta ränte- och kreditrisker samt utnyttja diversifieringseffekter i syfte att minska dessa riskers potentiella negativa genomslag. I valet av nivån på ränterisk har direktionen valt att prioritera en långsiktigt hög avkastning framför små årliga negativa resultateffekter. Det är innebörden av den relativt höga duration, 4, som direktionen lagt fast för de räntebärande placeringarna. Att direktionen valt att acceptera denna risk beror på att den inte är av samma dignitet som valutarisken och därmed inte utgör samma direkta hot mot eget kapital som valutaexponeringen gör.

Genom att placera i tillgångsklasser med kreditrisk, dvs. andra räntebärande värdepapper än statsobligationer, kan Riksbanken öka den riskjusterade avkastningen på sina placeringar. Det beror dels på att den faktiska avkastningen på tillgångar med kreditrisk kan vara högre, dels på att avkastningen mellan olika typer av tillgångar normalt inte samvarierar perfekt. Att öka inslaget av kreditrisk i portföljen ställer dock högre krav på riskhantering, analys och kapitaltäckning än vad en portfölj som enbart består av statsobligationer gör. Eftersom Riksbanken, som centralbank, av interventionsskäl kan behöva omsätta sådana värdepapper med relativt kort varsel, måste dock inslaget av kreditpapper vara begränsat.

Referenser

- Danmarks Nationalbank, (2004), "Financial Management at Danmarks Nationalbank".
- Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M., (2005), "Global Investment Returns Yearbook 2005", ABN-AMRO/London Business School.
- Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M., (2002), "Triumph of the Optimists", 1st Edition, Princeton University Press.
- Ernhagen, T., Vesterlund, M. & Viotti, S., (2002), "Centralbankers behov av eget kapital", *Penning- och valutapolitik*, nr 2.
- Fabozzi, F., (2000), "Bond Markets, Analysis and Strategies", 4th Edition, Prentice Hall.
- Golub, B. W. & Tilman, L. M., (2000), "Risk Management: Approaches for Fixed Income Markets", John Wiley & Sons.
- Heikensten, L. & Borg, A., (2002), "Riksbankens valutainterventioner – beredning, beslut och kommunikation", *Penning- och valutapolitik*, nr 1.
- Henriksson, A., (2002), "Guldreservens roll och avkastning på guld", *Penning- och valutapolitik*, nr 1.
- Ilmanen, A., (1996), "Does Duration Extension Enhance Long-Term Expected Returns?", *Journal of Fixed Income*.
- Jorion, P., (2001), "Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk", McGraw-Hill.
- Otz, A., (2005), "Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken", *Penning- och valutapolitik*, nr 2.
- Ragnartz, C., (1999), "Valutareservens ränterisk – durationsintervall för investeringsportföljen", *Penning- och valutapolitik*, nr 3.
- The Royal Bank of Scotland, (2003), "How Countries Manage Reserve Assets", Central Banking Publications.
- The Royal Bank of Scotland, (2006), "RBS Reserve Management Trends 2006", Central Banking Publications.

■ Kontroll av legala risker i förvaltningen av finansiella tillgångar

AV MAGNUS GEORGSSON

Magnus Georgsson är verksam på rättssekretariatet inom stabsavdelningen.

Legala risker – eller juridiska risker¹ – förekommer flitigt i en verksamhet som har att förvalta finansiella tillgångar² men är sällan något man fokuserar på i den övergripande riskberäkningen. Istället ligger tonvikten på finansiella risker. Sannolikt beror detta förhållningssätt bland annat på att de legala riskerna sällan realiserar och att de är svåra att mäta och värdera. Men samtidigt kan skadan om något ändå händer bli avsevärd eftersom dessa risker återfinns i de juridiska förutsättningarna för begränsning av kreditrisken. Därmed finns det all anledning att ta den legala risken på allvar. Det gör man genom att skapa bästa tänkbara förutsättningar för riskkontroll. Precis som för andra typer av risker syftar en sådan kontroll till att skapa förutsebarhet och därmed möjlighet att ta kalkylerade risker.

Förutom att legala risker sällan realiserar och att de därmed är svåra att mäta och värdera, så är begreppet 'legal risk' dessutom svårt att entydigt definiera. Denna artikel ska ändå börja med att försöka ge en bild av vilka legala risker som kan finnas i en förvaltning av finansiella tillgångar. Syftet är att med den bilden som bakgrund söka beskriva några grundförutsättningar för att uppnå en god kontroll av de legala riskerna. Med kontroll av de legala riskerna avses här och fortsättningsvis identifiering, analys och begränsning av desamma.

Först kommer en diskussion kring begreppet legal risk. Därefter behandlas principiella förutsättningar för kontrollen av de legala riskerna i den finansiella tillgångsförvaltningen och till sist de praktiska förutsättningarna för en sådan kontroll.

¹ Fortsättningsvis används begreppet legal risk eftersom det är mer vedertaget. I övrigt kommer ordet juridisk att användas istället för legal i denna artikel. Någon materiell skillnad är dock inte avsedd.

² Jag kommer i det följande i de flesta fall inte skriva *verksamhet som har att förvalta finansiella tillgångar* utan kort och gott ordet *verksamhet* i olika former.

Legala risker i finansiell tillgångsförvaltning

I en finansiell tillgångsförvaltning förekommer legal risk främst i de juridiska förutsättningarna för begränsning av kreditrisken. Här följer några exempel på arrangemang för begränsning av kreditrisken som särskilt tydligt vilar på viktiga juridiska förutsättningar, nämligen skydd för tillgångar genom separationsrätt och säkerhetsöverlåtelse, netting av utestående transaktioner (dvs. avräkning) och garantier.

Dessa begrepp kanske först behöver förklaras närmare: Separationsrätt innebär att tillgångarna inte ingår i konkursboet utan hålls separerade från motpartens egna tillgångar till förmån för ägaren. Netting, eller avräkning, är besläktat med kvittning, med viss skillnad: För kvittning krävs som huvudregel att kvittningsbar fordran ska vara förfallen till betalning. Vid avräkning är det fråga om icke förfallna fordringar och är oftast något man kommer överens om genom avtal. Standardavtal för derivattransaktioner (t.ex. ISDA³) är ett exempel på detta. Avräkning enligt ISDA går något förenklat ut på att transaktionerna vid ena partens fallissemang upphör att existera varpå man avräknar utestående transaktioners marknadsvärden mot varandra. Den kvarvarande fordran eller skulden visavi motparten motsvarar alltså nettovärdet av alla utestående transaktioner. Kan man räkna med att detta fungerar kan man också i sin dagliga kreditriskberäkning avräkna på samma sätt – som om motpartsfallissemang skulle ha inträffat – och därigenom få en lägre exponering på den motparten.⁴ Genom ett arrangemang för säkerhetsöverlåtelser kan man ytterligare minska kreditrisken genom att i princip föra över säkerheter motsvarande nettovärdet till den part vars värde är positivt. Garantier används bl.a. när motparten eller instrumentet (dvs. egentligen emittenten) inte ensam når upp till de solvenskrav verksamheten beslutat om, ofta i form av viss nivå på motpartens externa kreditbetyg. Ett sätt är då att begära en garanti från ett mer solvent gruppbolag – vanligtvis moderbolaget – eller en stat.

Gemensamt för dessa arrangemang för begränsning av kreditrisken är att de inte fungerar som tänkt ifall de juridiska förutsättningarna saknas. De innehåller med andra ord ett stort mått av potentiell legal risk: Insolvensreglerna i ett land kanske inte stödjer det skydd för tillgångarna – t.ex. separationsrätten – man räknat med eller den netting av utestående transaktioner som avtalats och garantin kanske inte får utfärdas

I en finansiell tillgångsförvaltning förekommer legal risk främst i de juridiska förutsättningarna för begränsning av kreditrisken.

Gemensamt för arrangemang för begränsning av kreditrisk är att de inte fungerar som tänkt ifall de juridiska förutsättningarna saknas.

³ International Swaps and Derivatives Association, Inc.

⁴ I motsvarande avtal för repos som publiceras av ICMA (International Capital Market Association) är nettingen mer lik kvittning i det att man accelererar återköpet, dvs. transaktionen existerar alltså fortfarande men avslutas – eller så att säga tillåts förfalla – i förtid, varpå man räknar ut marknadsvärdet för varje transaktion och "nettar" dessa mot varandra. Gemensamt för dessa kreditssäkerhetsarrangemang är att de innehåller ett stort mått av potentiell legal risk eftersom de inte fungerar som det är tänkt ifall de juridiska förutsättningarna saknas.

enligt garantigivarens statuter, nationella lagstiftning eller innehåller andra brister som gör att den inte fungerar som det var tänkt.

Ett annat sätt att kontrollera de legala riskerna är att se över ansvarsfördelningen mellan parterna så att den är tillräckligt tydlig för att i möjligaste mån undvika onödiga och dyra rättstvister och speglar vad verksamheten räknar med och i realiteten kan ta ansvar för.

Sedan ligger det förstås en operativ risk i själva genomförandet av kontrollen av de legala riskerna. Utformas t.ex. inte dokumentationen på rätt sätt på grund av okunskap, slarv eller förbiseende eller har man inte undersökt förutsättningarna tillräckligt noga är det en operativ legal risk.

Utifrån dessa exempel kan följande definition eller sammanfattning med påföljande beskrivning vara belysande för var de juridiska riskerna finns inom området finansiell tillgångsförvaltning:

Legal risk är risk för förlust främst till följd av oskyddade tillgångar beroende på osäkerhet om eller brister i de juridiska förutsättningarna för att skydda dessa tillgångar, samt brister i kontrollen av dessa juridiska förutsättningar.

FÖRLUSTKRITERIET

Första ledet i definitionen kan vi kalla "förlustkriteriet". Det förutsätter att det ska föreligga en risk för förlust till följd av att tillgångar är oskyddade. Förlust kan t.ex. uppkomma på följande sätt:

Tillgångar kan förloras när registrering, separation, etc. saknar stöd i avtal eller gällande rättsregler eller tillgångarna annars inte är skyddade på rätt sätt.

Tillgångar i form av fordringar man har rätt till genom avtal förloras genom att det man avtalat inte är genomförbart eller är ogiltigt (t.ex. motpartens garantiåtagande).

Avtalad avräkning, kvittning, etc. inte fungerar, antingen på grund av brister i avtalet eller att den aktuella rättsordningen saknar stöd för bilateralt avtalad avräkning eller kvittning.

Fördelningen av ansvar mellan avtalsparterna är oproportionerlig jämfört med det ansvar verksamheten räknat med att kunna ta på sig eller är otydlig med ökad risk för en dyr och tidsödande rättstvist.

ORSAKSKRITERIET

Det andra ledet i definitionen kan vi kalla "orsakskriteriet" eftersom det anger de orsaker till förlust som ska föreligga för att risken för sådan förlust ska anses ha juridisk grund. Detta led är i sin tur uppdelat i tre deldefinitioner:

Osäkerhet om förutsättningarna

Den första deldefinitionen – osäkerhet om de legala förutsättningarna – innebär att kontrollen i och för sig utförts så bra som möjligt eller i varje fall upp till den nivå som verksamheten satt som mål men att det fortfarande kvarstår legal risk som man antingen inte vet om eller är osäker på. Sådana risker är ofta svåra att kalkylera av naturliga skäl, men är den kontrollnivå verksamheten beslutat den rätta borde dessa risker i många fall också vara något verksamheten ansett sig beredd att ta eller i varje fall överväga. Har verksamheten ingen aning om riskerna och de visar sig vara betydande har man antingen lagt nivån för kontroll fel eller så är det en legal risk i gränlandet till någon annan riskkategori (se nedan).

Brister i förutsättningarna

Den andra deldefinitionen avser fall där man nått rätt nivå på kontrollen, dvs. som i den första deldefinitionen, med den skillnaden att det är risk man är medveten om, kan beräkna sannolikheten för förlust på och som kan tas med i den övergripande risk- och intjänandekalkylen.

Bristfällig kontroll av förutsättningarna

Den tredje deldefinitionen utgår från att kontrollen är bristfällig på grund av t.ex. okunskap, slarv eller misstag vid utförandet, dvs. en operativ legal risk.

Sammanfattningsvis har vi alltså först sådana risker som man antingen beslutar sig för att ta eller att avstå ifrån beroende på hur riskavert verksamheten är. Här har man alltså fullgjort kontrollen – i varje fall upp till den nivå verksamheten satt – och kommer inte längre givet dessa förutsättningar. Sedan har vi sådana risker som ligger inom "kontrollgränsen", dvs. operativa risker i själva utförandet av kontrollen. De senare har sin grund internt i verksamheten och är – i varje fall i teorin – lättare att begränsa genom interna åtgärder. Belysande exempel på det förstnämnda – risker man kan besluta att ta eller avstå ifrån – kan de följande tjäna som:

Det är inte ovanligt att man begär viss dokumentation från en motpart som styrker att motparten har behörighet att ingå det aktuella avtalet och den transaktionstyp som avses. Även om man har försökt aldrig så mycket kan man komma till en punkt där det helt enkelt inte går att få tag på sådan dokumentation. Motparten kanske är strukturerad så att detta inte framgår av någon dokumentation eller verkar under nationella regler som saknar krav på sådan dokumentation. Någon operationell risk så som den definieras i denna artikel är det då inte längre fråga om; man

Först har vi risker som är kvar efter kontroll och som man antingen kan ta eller avstå ifrån; sedan har vi operativa risker i utförandet av kontrollen.

har ju fullgjort kontrollen så långt det går. Men det kvarstår ändå en legal risk att ta ställning till.

Ett annat exempel där man uttömt möjligheterna eller uppfyllt nivån för kontrollen men det fortfarande föreligger en legal osäkerhet är om man begärt in en extern rättsutredning (legal opinion) som visat sig vara alltför vag eller ofullständig.

När det gäller den första – och kanske till viss del den andra – deldefinitionen förekommer uppfattningen att sådant som enskilda marknadsaktörer inte kan påverka, t.ex. oväntade lagändringar och domar, heller inte är legala risker. Man kan säkert argumentera utifrån möjligheten att undvika länder som är notoriska när det gäller osäkerhet inom dessa områden. Detta borde kunna minska risken att råka ut för sådana överraskningar. Dessutom har ju risken legal grund varför den borde kunna omfattas av begreppet oavsett om det är en legal osäkerhet eller en medveten legal risk. Men man skulle också kunna säga att risken tangerar gränslandet till *politisk risk* eftersom risken ligger i oförutsebarheten hos den lagstiftande makten i en främmande stat. Ett annat gränsfall – mot operativ risk – kan anses föreligga i motpartens operativa risk, alltså handhavandefel, etc. som motpartens personal, etc. gör sig skyldig till. Sådan risk torde dock i de flesta fall kunna falla under motpartsrisk, som i sin tur får anses vara underordnad kreditrisken. Har den inte juridisk grund så kan man argumentera för att dessa lika lite som "ordinära" egna operativa risker ska falla under legal risk. Samtidigt kan effekten av motpartens operativa risker begränsas genom en väl avvägd ansvarsfördelning i avtalet.

Försöket till definition ovan är menat som ledning eller testmatris för att få en tydligare bild av de legala riskerna i verksamheten. Men, återigen, gränsdragningen mot övriga riskkategorier är svår och det är lätt hänt att man i sitt försök till definition förvillar sig in i ett resonemang som tenderar att bli tämligen akademiskt och därmed till lika hög grad svårt att ge någon praktisk nytta.

Denna riskbild kan ändå vara användbar i arbetet med att ge verksamheten goda förutsättningar att kontrollera de legala riskerna. I följande avsnitt kommer frågan att behandlas först principiellt och därefter mer praktiskt. Men först några ord om att svårigheterna med att mäta och värdera legala risker.

ATT MÄTA OCH VÄRDERA LEGALA RISKER

Som antytt är det svårt att mäta den legala risken frikopplad från övriga riskkategorier. För t.ex. kreditrisker har man ofta beräkningsmetoder att ta till samt de kreditbetyg som sätts av kreditvärderingsinstituten. Sådana

metoder är sällan direkt applicerbara på de legala riskerna, möjligen med undantag för värdering av t.ex. olika rättsordningar.⁵ Dessutom präglas som nämnts legal risk av lågt värde för sannolikhet men högt värde för skadans omfattning om den trots allt skulle inträffa. Sannolikheten för att en legal risk ska realiseras är ju dessutom ofta beroende på sannolikheten för andra risker, främst kreditrisk. Har väl en motpart blivit insolvent ökar sannolikheten för att en legal risk ska uppstå och realiseras i takt med risken för att det kreditriskbegränsande arrangemanget kan komma utnyttjas (t.ex. garantin). Därmed kommer också resultatet av arbetet med att begränsa de legala riskerna fram i ljuset. Men först då. Man ser ofta inte effekten av eller någon bekräftelse på kvaliteten av kontrollen av den legala risken förrän det är för sent. Det enda man i förväg kan söka få ett mått på är den förlust som verksamheten skulle lida om inte garantin, avtalet, separationsrätten, kvittningen, avräkningen etc. fungerar. Det är inte svårt att föreställa sig att en sådan förlust kan bli avsevärd.

Det är svårt att mäta den legala risken frikopplad från övriga riskkategorier.

Principiella förutsättningar för kontroll

PRINCIPER FÖR KONTROLL

I beskrivningen av de legala riskerna ovan delades dessa in i två kategorier: (i) de risker som efter kontroll – dvs. identifiering, analys och begränsning – kvarstår som en del i ett beslut om att antingen ta eller avstå ifrån t.ex. en affärsmöjlighet, och (ii) risker i utförandet av kontrollen som har att göra med okunskap, slarv eller förbiseende, dvs. legala operativa risker. Nivån för god kontroll bör för varje verksamhet bestämmas så att den när den är genomförd endast lämnar risker i kategori (i) ovan (om man ska vara realist jämte visst mått av operativ risk, såsom den definieras i denna artikel, som trots goda föresatser kan förväntas finnas). Hur man sedan tar om hand riskerna i denna kategori beror på hur riskavert verksamheten är. Jag ska i det följande utveckla detta något för att sedan ägna resten av artikeln åt hur verksamheten kan uppnå en god kontroll av de legala riskerna.

Identifiering

Kontrollen av de legala riskerna handlar till att börja med om att förstå de legala strukturer (såväl den inhemska rättsordningen som främmande rättsordningar och avtal) som påverkar verksamhetens tillgångar, fordringar och förpliktelser. Har man gjort det har man också möjlighet att

⁵ Carolyn Jackson har i Risk.net, September 2002/Vol. 15/No. 9 försökt sig på en regressionsmodell med 14 kritiska variabler.

tillägna sig en god bild av vad det innebär att handla eller att underlåta att handla i enlighet med dessa legala strukturer. Den bilden jämförs sedan med verksamhetens administrativa förutsättningar, risknivå och andra krav som verksamheten har. Därigenom har man också *identifierat* verksamhetens legala risker.

Analys och begränsning

Efter en *analys* av dessa legala risker kan man sedan besluta sig för i vilken utsträckning det är försvarbart att *begränsa* dessa risker utifrån strategiska och affärsmässiga överväganden. Det tredje steget är att begränsa risken i den utsträckning verksamheten kräver det, det är affärsmässigt försvarbart eller alls går. De legala risker man får över (den första kategorin, se ovan) är de verksamheten beslutat sig för att ta eller – i de fall begränsningen visat sig alltför kostsam eller omöjlig – som bidragit till beslut om att avstå från affärsmöjligheten, etc.

Syftet med kontroll

För att rätt förstå vad man vill uppnå med att kontrollera de legala riskerna kan vi utgå från verksamhetens mål, dvs. att förvalta finansiella tillgångar i syfte att behålla och om möjligt öka dess värde. Sett ur det perspektivet är legala risker att jämföras med övriga risker inom tillgångsförvaltningen. Kontrollen av dessa risker tjäna dessutom ett och samma syfte, nämligen att se till att grundantagandena inför beslut om t.ex. en affärstransaktion stämmer och att respektive affär löper och slutförs enligt de antaganden man gjort vid ingåendet.

En legal risk kan i de fall den realiserar leda till kostnader, uteblivna vinster och förlust av tillgångar man inte räknat med och som kan göra t.ex. transaktionen olönsam. Kontroll av de legala riskerna – liksom de flesta andra risker – handlar om just detta; att skapa förutsebarhet och möjlighet till att ta kalkylerade risker med ett begränsat mått av osäkerhet.

Ambitionen behöver inte vara att verksamheten ska bedrivas helt i avsaknad av legala risker.

Ambitionen behöver som antytts inte vara att verksamheten ska bedrivas helt i avsaknad av legala risker (undantaget operativa risker). Meningen är inte att gå så långt i strävan att minimera riskerna att verksamheten går miste om affärer i onödan eller drar på sig onödiga kostnader. Ska man t.ex. ha det ur riskfrihetssynpunkt yppersta avtalet kan det ta tid under vilken verksamheten kan gå miste om affärsmöjligheter. Det gäller därför att göra en snabb förhandling samtidigt som man uppnår en för verksamheten acceptabel riskfördelning. Risker måste normalt tas i de flesta verksamheter och i vissa fall kan sannolikheten för att det man är rädd ska inträffa inträffa vara så liten att man – förutsatt att man inte

understiger verksamhetens riskprofil – är villig att ta den givet att det ligger ett större intjänande i kalkylen. Man bör med andra ord väga skyddsnivån mot sannolikhet för förlust och möjlig vinst (se exempel nedan). Den uppgiften är oftast juristfunktionen ensam övermäktig och förutsätter därför tätt samarbete med andra funktioner inom tillgångsförvaltningen. Här kommer vi in på uppdelningen av utförande och ansvar av kontrollen av de legala riskerna, vilket behandlas i nästa avsnitt.

JURISTFUNKTIONEN OCH ANSVARET FÖR DEN LEGALA RISKEN

Centralt för uppgiften att kontrollera de legala riskerna är verksamhetens juriststöd. Juriststödet i en finansiell tillgångsförvaltning har inget egenvärde utan är ägnat att säkra de juridiska förutsättningarna för verksamheten. Detta arbete bör därför utföras av en juristfunktion tillsammans med övriga delar av verksamheten. Arbetet bör dock ledas av juristfunktionen. Den sammanfattande beskrivning för en juristfunktionens uppgift ifråga om legala risker som då verkar bäst lämpad är – förutsatt att man har en tillräckligt kompetent väldimensionerad juristfunktion (se nedan) – därför den följande: Legala risker är *sådana risker som en juristfunktion är bäst skickad att hjälpa till att kontrollera*.⁶ Här ligger en naturlig begränsning dels i den utbildning och erfarenhet en juristfunktion normalt besitter, dels i uttrycket " *hjälpa till att begränsa* "; juristfunktionen är alltså inte ytterst ansvarig för den legala risken som sådan. Naturligtvis ska den som utför en uppgift ta ansvar för sin produkt, men det formella ansvaret ligger ofta någon annanstans än hos juristfunktionen. Detta är i de flesta fall också det mest lämpliga: Den legala risken ska, tillsammans med övriga risker, vägas mot förväntad kostnad och intäkt.

Ett exempel på detta:

En ny motpart ska användas för en viss typ av transaktion. Kreditrisken i denna transaktionstyp brukar begränsas genom ett nettningsavtal, låt säga ett ISDA-avtal, och genom säkerhetsöverlåtelse motsvarande exponeringen efter nettning av alla utestående transaktioner. Nu meddelar man från juristfunktionen att det inte är säkert att motpartens nationella rättsordning stödjer en sådan säkerhetsöverlåtelse som var tänkt. Med den informationen kan riskkontrollfunktionen ändra sina beräkningar för riskexponeringen och limiterna för den aktuella motparten. Den nya riskbilden leder till att riskexponering mot just denna motpart ökar och alltså nyttjar en större del av limiten. Den affärsdrivande funktionen har därefter att beräkna hur lukrativt det trots detta kan vara att genom-

Det är juristfunktionens uppgift att leda och tillsammans med verksamheten i övrigt utföra kontroll av legala risker.

⁶ Se Whittaker, A. M., (2003), Lawyers as risk managers, *Journal of International Banking and Financial Law*, Vol. 18, No. 1, January.

En juristfunktion kan vara behjälplig i beräkningen av en affärsmöjlighet men är inte bäst skickad att göra den sammanvägda bedömningen.

föra de planerade transaktionerna. Kanske beslutar man sig för att ändå genomföra transaktionerna, men med kortare löptider än vad som från början var planerat i syfte att minska riskexponeringen över tiden.

En juristfunktion kan vara väl så behjälplig i arbetet med att ge sin del i denna beräkning av en affärsmöjlighet men är inte bäst skickad att göra den sammanvägda bedömningen. Den uppgiften bör med tillhörande ansvar ligga på den del av verksamheten som har till uppgift att utföra föremålet för den legala riskkontrollen, t.ex. transaktionen, anskaffandet av en depåförvaltare, etc.⁷ Samtidigt kan det uppkomma fall där den legala risken är en fråga för verksamheten som helhet och inte bara en del i en lönsamhetsberäkning. Den legala risken kan vara så stor att man ser en fara med att alls genomföra det som planerats, t.ex. eftersom man därigenom skulle utsätta verksamheten för en betydande anseenderisk. I sådana fall är det viktigt att chefsjuristen har en eskaleringsrätt, dvs. en möjlighet att lyfta frågan direkt till ledningen.

Praktiska förutsättningar för kontroll

VERKSAMHETENS ROLL

Vi övergår nu till att behandla kontrollen av de legala riskerna utifrån hela verksamheten och juristernas roll i den. För att kunna bedriva kontrollen av de legala riskerna så effektivt som möjligt bör samtliga relevanta verksamhetsgrenar vara med i hela processen. Det är också viktigt att allt dokumenteras väl för det kollektiva minnet liksom att beställaren har – och tar – det övergripande ansvaret genom hela processen. Detta gäller inte minst avtalsförhandlingar och andra ”projektliknande” delar i kontrollen. Om man liknar t.ex. en avtalsförhandling vid att bygga en bil är det alltså mer lämpligt att ett arbetslag bygger bilen från grunden till färdig produkt än att arbetet sker enligt löpandebandsprincipen. Arbetslaget består typiskt sett dels av beställare, vilken oftast är handlarfunktionen (front office) om förhandlingen avser ett transaktionsavtal eller den administrativa funktionen (back office) om ett avtal är av mer administrativ natur⁸, dels av stödfunktioner som riskkontrollfunktionen⁹, back office, och juristfunktionen. Det optimala är att alla funktioner har en bra bild av varandras ansvarsområden och en god förståelse för syftet med avtalet. Det är likaledes viktigt att inte kunskap om själva avtalsinnehållet stannar

⁷ I Riksbanken har avdelningen för marknadsoperationer ansvaret för investeringarna medan administrativa avdelningen, där Riksbankens back office – enheten för finansadministration – inryms, också ansvarar för anskaffandet av depåförvaltare och andra intermediärer.

⁸ T.ex. depåavtal, korrespondentbankavtal och avtal om transaktionsavveckling (clearing).

⁹ Det förekommer att riskkontrollfunktionen benämns *middle office*, men i strikt mening följer middle office upp resultatet, medan riskkontrollfunktionen fokuserar på risknivåerna.

hos juristfunktionen utan att samtliga funktioner förvärvar en förståelse även för detta i relevanta delar. På så sätt kan man också begränsa de operativa riskerna vid användandet av avtalet (se nedan).

Som exempel på hur man genom administrativa rutiner kan underlätta ett sådant arbetssätt kan nämnas att formalisera samarbetet, dels i syfte att få underlaget för ett affärsbeslut samlat för att se till att alla aspekter tagits med i beräkningen, dels för att bevara beslutsunderlaget som stöd för det kollektiva minnet. Riksbanken, t.ex., tillämpar en standardiserad samarbetsmodell – ett "ansökningsförfarande" – när det är fråga om en för verksamheten ny motpart, ny marknad eller nytt instrument. Avdelningen ifråga skickar ut en s.k. ansökan om att använda motparten, marknaden eller instrumentet. Ansökan kompletteras av respektive avdelning och signeras av respektive avdelningschef (avdelningarna anger under vilka förutsättningar föremålet för ansökan bör utföras utifrån deras respektive perspektiv, vilka riskerna är, vilka mått och steg de rekommenderar man tar, etc.). Uppgifterna i ansökan ligger sedan till grund för den ansökande avdelningschefens beslut om t.ex. motparten ska godtas och under vilka förutsättningar detta ska ske. När motparten, instrumentet eller marknaden blivit "godkänd" ska en ny ansökan göras – om än kanske inte lika omfattande – så snart en viktigare förändring sker t.ex. ett nytt avtal eller ny transaktionstyp med en redan godkänd motpart, andra verksamheter på en tidigare godkänd marknad, etc.

Riksbanken tillämpar en standardiserad samarbetsmodell när det är fråga om en ny motpart, ny marknad eller nytt instrument.

MEDVETENHET OM LEGALA RISKER

Det kan hända att övriga funktioner i verksamheten anser att avtalet är en juristprodukt från början till slut och följaktligen inget de behöver befatta sig med. En sådan inställning är till skada inte bara för en bra förhandling av avtalet utan även för dess framtida användning. För juristerna är en god kännedom om verksamheten i allmänhet – och naturligtvis det man ska skriva avtal om i synnerhet – en förutsättning för kontroll av de legala riskerna. Lika viktigt är att de som ska handla under eller administrera ett färdigt avtal måste ha förståelse för hur avtalet fungerar. Avtalet är till syvende og sidst dokumentation över vad man kommit överens om med motparten, alltså vad man vill att motparten ska utföra/vad man lovat motparten att utföra samt inte minst den överenskomna fördelningen av riskerna. För den dagliga affärsverksamheten är det därför av stor vikt att respektive funktion i en verksamhet vid varje tidpunkt har relevanta delar av innehållet klart för sig. Detta är nödvändigt bl.a. för att kunna värdera information från marknaden utifrån de rättigheter och möjligheter till riskbegränsning – fallissemangsregler, etc. – som framgår av avtalen. Juristfunktionen följer sällan den dagliga förvaltningen av de finansiella

De som ska handla under eller administrera ett färdigt avtal måste ha förståelse för hur avtalet fungerar.

tillgångarna och har likaledes sällan den kontakten med marknaden som krävs för att de själva ska kunna reagera på oegentligheter och störningar. Det är också viktigt att transaktioner och bekräftelser av dessa genomförs på det sätt som avtalen förutsätter för att omfattas av dessa. Det är också en god idé att i möjligaste mån använda standardavtal och att försöka begränsa antalet avtalsstandarder och antalet olika rättsordningar man har att göra med för att så långt det är möjligt eftersträva en enhetlighet. Ett sådant förhållningssätt underlättar organisationens förståelse och reaktionsförmåga vid motpartsfallissemang (se nedan) och är till gagn för både strävan att hålla nere kostnader och öka möjligheterna till riskbegränsning.¹⁰

Är man medveten om avtalet och fördelningen av riskerna mellan parterna kan man också anpassa kreditexponeringen därefter.

Är verksamheten medveten om avtalet och därmed fördelningen av riskerna mellan parterna kan man också anpassa kreditexponeringen därefter. Har man gjort en bra jämförelse av kostnader och intäkter där man i kostnaden också räknar in legala risker (dvs. kalkylerade risker) och man kollektivt hela tiden är medveten om vilka risker man tagit är det som nämnts inget fel i sig att ta en risk, även om den är legal. Men ett ständigt medvetande om dessa risker är en förutsättning för att kalkylen inte ska komma på skam.

BEREDSKAP

Legala risker realiseras sällan. Det är därmed lätt att en beredskapsövning blir nedprioriterad till förmån för den dagliga verksamheten.

Det räcker emellertid inte med att verksamhetens hela organisation är medveten om avtalsrelationerna, riskfördelningen och ansvarsbestämmelserna, även om det är en förutsättning för organisationens beredskap för kriser som t.ex. motpartsfallissemang. Verksamheten bör dessutom genomföra övningar – här liksom i all annan krisberedskap – och vara beredd att utlösa de skyddsmekanismer som står till buds, bl.a. i avtalet; lägga om transaktioner, stoppa betalningar, notifiera motparter, etc. etc. De legala riskernas karakteristik kan utgöra ett hinder även här: Legala risker realiseras sällan och det är därmed lätt att en beredskapsövning om t.ex. motpartsfallissemang blir nedprioriterad till förmån för den dagliga verksamheten. En sådan inställning är lika logisk som att man skulle

¹⁰ Det är bättre att man internt bygger upp en kompetens för t.ex. engelsk rätt och strävar efter att skriva avtal som grundar sig däri, än att man låter motparterna välja fritt. Då har verksamheten större möjlighet att klara uppgifterna internt eftersom det är lättare att inrikta sig på att bygga upp intern erfarenhet och kompetens inom en rättsordning. Skulle det sedan i det enstaka fallet visa sig omöjligt att få igenom den valda rättsordningen kan man då använda extern specialistkompetens i större utsträckning, men det finns ingen anledning till varför det skulle höra till vanligheterna. De flesta internationella banker kan tänka sig både engelsk och New York-rätt eftersom man ofta är representerade i både London och New York, med undantag möjligen för moderbolagsgarantier som gärna utformas efter den rättsordning där moderbolaget är beläget. Den rättsordning som gäller för insolvensfrågor är däremot avhängig vilken motpart man väljer. När det gäller t.ex. nettnings av fordringar under de standardiserade transaktionsavtalen, t.ex. ISDA och ICMA, publicerar respektive organisation 'legal opinions' för respektive rättsordning. I andra fall gör man klockast att begära en sådan.

underlåta att genomföra brandövning med hänvisning till att det ju brinner så sällan. Arbetet med att begränsa de legala riskerna handlar till stor del om att ge verksamheten en verktygslåda att använda vid en sådan krissituation. Ofta är det mycket bråttom när väl en kris i form av t.ex. motpartsfallissemang inträffar. Att t.ex. front office då försöker få tag i en jurist som i sin tur är tvungen att bladdra i avtalet för att meddela back office att de måste notifiera motparten för att en tidslimit ska börja löpa och att man sedan börjar fundera över hur en sådan notifiering ska vara utformad ödslar tid i onödan och kan sannolikt leda till förluster. Även här kan juristfunktionen med fördel vara drivande och ta initiativ till utbildningsinsatser, till att införa organisationsstrukturer för "krishantering" och till att genomföra övningar.

JURISTSTÖDET

Juriststödet dimensionering och kompetensprofil är beroende av varje organisations inriktning och förutsättningar. Med det i minne kan man ändå nämna några frågor att ta ställning till i verksamhetens översyn av sitt juriststöd i syfte att ge bäst förutsättningar för god kontroll av de legala riskerna.

Juristerna bör arbeta tätt med andra stödfunktioner såväl som beställarfunktioner. Därmed inte sagt att de ska vara placerade på samma avdelning som beställarna. Tvärtom är det viktigt att juristen kan ge sin mening utan att påverkas av att beställaren – den som har affärs- eller processansvaret – också är deras chef. En annan viktig anledning är att rådfrågning och diskussioner med juristkollegor underlättas av att juristfunktionen sitter samlad vilket i sin tur ökar säkerheten och kvaliteten på de råd som ges.¹¹

Juristkonsulter bör användas så kostnadseffektivt som möjligt, det säger sig självt. Finansiell tillgångsförvaltning inbegriper ofta utländska rättsordningar och de frågor som kan komma upp kräver ofta så skiftande specialistkunskap att det inte är försvarbart ur ett kostnadseffektivitetsperspektiv att ha ett internt juriststöd dimensionerat för alla uppkomliga frågor. Kort sagt klarar sig få utan extern specialishjälp. Oavsett i vilken utsträckning man väljer att använda sig av externa konsulter är det viktigt att det interna juriststödet i varje fall är så dimensionerat att det vid varje tillfälle har beställarkompetens och kan stå för den interna samordningen

Det är viktigt att det interna juriststödet är så dimensionerat att det vid varje tillfälle har beställarkompetens och kan stå för den interna samordningen.

¹¹ I en större organisation kan man naturligtvis skapa en juristfunktion med flera jurister som endast ansvarar för finansiell tillgångsförvaltning vid sidan om den mer generella juristfunktionen som då som regel brukar vara en stabsjuristfunktion. Då kan man ha en särskild chefjurist för den mer specialiserade funktionen för tillgångsförvaltningen som är jämställd med den affärsansvarige chefen och som därmed kan utgöra ett stöd för den juristfunktionens integritet. Vikten av eskaleringsbefogenhet är naturligtvis inte mindre viktig vid en sådan uppdelning av juristresurserna.

mellan olika verksamhetsdelar i kontrollen av legala risker. En sådan dimensionering får dock ses som ett minimikrav. För samtidigt ska man vara medveten om att ju mer man lägger ut på konsulter, desto svårare är det att bevara det kollektiva minnet om avtalslösningar inför den framtida användningen av avtalet och för framtida avtalsförhandlingar. För varje verksamhet torde det finnas en optimal balans för fördelning mellan interna och externa insatser som man gör klokt i att söka finna och hålla sig till. En lösning är att i normalfallet kunna begränsa konsultanvändningen till kvalitetssäkring, som bollplank och för att täcka behovet av specialistkompetens för utländsk rätt, dock att det interna juriststödet leder arbetet och själv sköter den huvudsakliga kontakten och förhandlingen med motparten. En sådan lösning bidrar till att bevara en kollektiv medvetenhet på ett långsiktigt funktionsstödjande sätt samtidigt som den egna verksamheten fortbildas vilket i sig bidrar till långsiktig kostnadseffektivitet.

■ Stora bytesbalansöverskott och svag utlandsställning – hur hänger det ihop?

AV GUNNAR BLOMBERG OCH MARIA FALK

Gunnar Blomberg och Maria Falk är verksamma på avdelningen för penningpolitik.

Sveriges bytesbalans har visat stora överskott de senaste tio åren. Samtidigt har utlandsställningen inte alls förbättrats i en takt som motsvaras av detta överskott. En viktig orsak till detta är de värderingseffekter som påverkar de finansiella tillgångarna och skulderna mot utlandet. Bruttoomslutningen i utlandsställningen har vuxit dramatiskt under de senaste 15 åren och är nu uppe i 13 400 miljarder kronor. Vilken betydelse har fluktuationer i kronans kurs, förändringar i aktiekurser i Sverige och i utlandet och marknadsvärdet av direktinvesteringsföretagen? Det är faktorer som vi diskuterar i denna artikel. Vi ställer också frågan om det går att helt lita på uppgifterna i statistiken över Sveriges utlandsställning.

Vad är problemet?

De samlade överskotten och underskotten av bytesbalansen och kapitalbalansen, vilket motsvarar sparandet mot utlandet (se ruta "Betalningsbalansen – några begrepp) mätt som de reala transaktionerna, uppgår sedan 1989 till 995 miljarder kronor. Under samma period har den marknadsvärderade utlandsskulden minskat med omkring 50 miljarder kronor, långt från den skuldförbättring man kan vänta sig mot bakgrund av bytesbalansöverskotten.

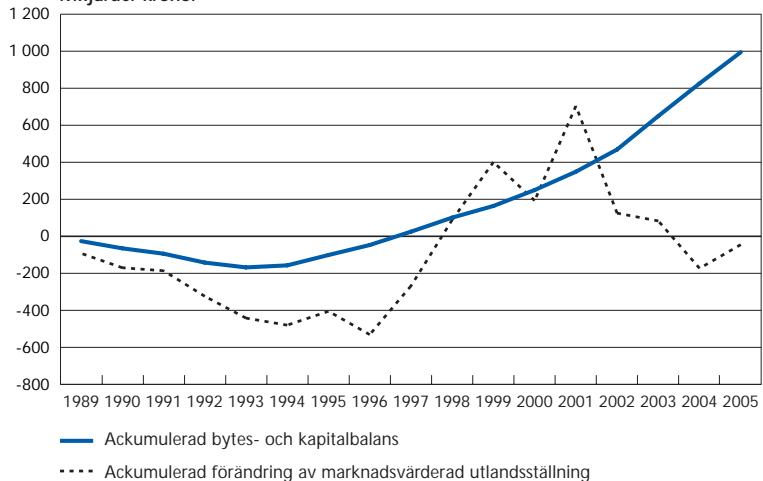
Diagram 1 visar dels det ackumulerade sparandet mot utlandet (bytesbalans och kapitalbalans) sedan 1989, dels de ackumulerade förändringarna av den marknadsvärderade utlandsställningen. I ett idealfall, om nettot av de finansiella transaktionerna helt återspeglade sparandet mätt via bytes- och kapitalbalans och om inga värdeförändringar påverkade utlandspositionen, skulle dessa kurvor följas åt. Under några år i början och mitten av 1990-talet följdes överskotten i bytesbalansen och förändringarna i utlandsskulden åt relativt väl. Slutet av 1990-talet och inledningen av 2000-talet karaktäriseras däremot av ett påfallande sämre sam-

Det ackumulerade sparandet mot utlandet och förändringarna i utlandsställningen utvecklas alltmer oberoende av varandra.

band mellan de två storheterna. Enligt statistiken har sambandet de tre senaste åren till och med varit negativt (se diagram 1).

Frågan är: Varför utvecklas det ackumulerade sparandet mot utlandet och förändringarna i Sveriges utlandsställning under senare år till synes alltmer oberoende av varandra?

Diagram 1. Ackumulerad bytes- och kapitalbalans samt ackumulerad förändring av marknadsvärderad utlandsskuld; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Vi söker belysa denna frågeställning genom att beskriva de reala och finansiella flödena i betalningsbalansen och redovisa de faktorer som påverkar utlandsställningen. Beskrivningen avser åren 1989 till 2005. Anledningen till att denna period har valts är att valutaregleringens avskaffande 1989 innebar att förutsättningen för finansiella flöden mellan Sverige och utlandet förändrades på ett genomgripande sätt. Avregleringen medförde att finansiella transaktioner till och från utlandet kunde genomföras fritt.

Rekordstort överskott i bytesbalansen

År 2005 uppgick Sveriges bytesbalansöverskott till 163 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 6 procent av BNP. Efter att Sverige under många år dragits med underskott i bytesbalansen, skedde en vändning i mitten av 1990-talet. Från 1989 har Sverige ett ackumulerat bytesbalansöverskott på 1 065 miljarder kronor. Inte någon gång tidigare i modern tid har Sverige uppvisat så stora överskott under en så lång tidsperiod.

Bytesbalansöverskotten förklaras främst av en stark handelsbalans, dvs. exporten är större än importen. Utvecklingen av den svenska netto-

BETALNINGSBALANSEN – NÅGRA BEGREPP

Ett lands betalningsbalans är en sammanställning av landets reala och finansiella transaktioner med omvärlden. Dessa presenteras med fördelning på

- Bytesbalans, som omfattar löpande transaktioner i varor och tjänster, avkastning på finansiella tillgångar och skulder samt löpande transfereringar.
- Kapitalbalans, som omfattar bistånd som lämnas för reala investeringar. Överlåtelse av rättigheter och överenskommelser om efterskänkning av krediter ingår också. Fram till 2002 kallades denna balans "Kapitaltransfereringar, m.m." för att undvika att den blandades samman med finansiell balans.
- Finansiell balans, som omfattar transaktioner i finansiella tillgångar och skulder mot utlandet. I den finansiella balansen ingår valutareserven. Före 1997 kallades denna delbalans "kapitalbalans".

Betalningsbalansen omfattar enbart transaktioner med utlandet. Värdeförändringar, t.ex. till följd av kursfluktuationer, är exkluderade. Summan av bytesbalans och kapitalbalans definieras som nettosparandet mot utlandet.

exporten har varit mycket positiv under hela 1990-talet. Nettot i varuhandeln har ökat från ett överskott på 15 miljarder kronor 1989 till ett överskott på över 142 miljarder kronor 2005.

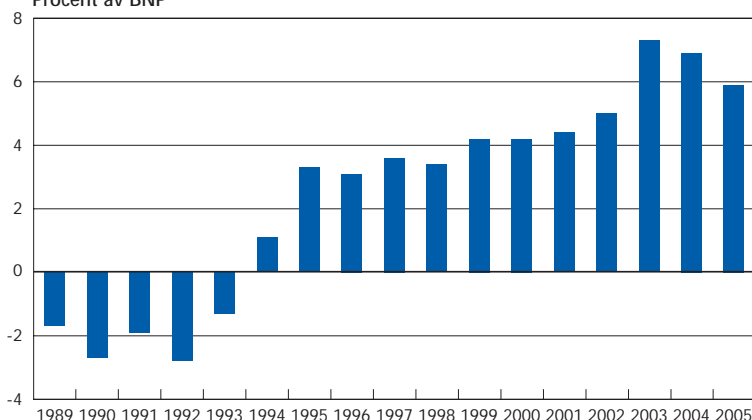
Med undantag av obetydliga överskott 1993 och 1994 har tjänstetotot genererat underskott under hela 1990-talet och början av 2000-talet. Från 2002 visar tjänstetotot däremot överskott som huvudsakligen beror på transportöverskott men också merchanting som ingår i posten affärstjänster. Merchanting, som är ett samlingsbegrepp för svenska företags köp och vidareförsäljning av varor i utlandet, har starkt bidragit till tjänsteöverskottet. Denna tjänst är definierad som handelsmarginal och fångar bland annat marginalen från svenska företags inköp och vidareförsäljning av varor där produktionen lokaliserats till utlandet. Av Sveriges totala tjänsteexport 2005 svarade merchanting för 12 procent.

I takt med att Sverige minskat sin utlandsskuld har nettot av avkast-

Överskotten förklaras främst av en stark handelsbalans.

Tjänstehandel har vänt till överskott.

Diagram 2. Sveriges bytesbalans; 1989–2005
Procent av BNP



Källa: Riksbanken.

ning på kapital förbättrats vilket också har bidragit till att bytesbalansen stärkts.

Kapitalbalansen ger som regel underskott

För att få en heltäckande bild av det reala utbytet mellan Sverige och utlandet måste även kapitalbalansen räknas in. Denna post avser förvärv av immateriella rättigheter som licenser och patent, efterskänkning av krediter, m.m. Detta är en mindre post som normalt ger ett utflöde och ska inte förväxlas med den finansiella balansen som täcker de finansiella flödena mellan Sverige och utlandet. Sett över hela perioden 1989–2005 har nettoutflödet i kapitalbalansen uppgått till 70 miljarder kronor.

Faktorer som påverkat den finansiella integrationen

Avregleringar i Sverige sedan 1989 ...

Avskaffandet av valutareglerna 1989 ändrade förutsättningarna för finansiella transaktioner med omvärlden. Tidigare förbud mot förvärv/försäljning av olika finansiella instrument avskaffades, restriktioner avseende gränsöverskridande lån och direktinvesteringar togs bort och det blev fritt att föra kapital in i och ut ur Sverige.

Ändringar av riktlinjer och regleringar under 1990-talet har också underlättat placeringar i olika slags utländska tillgångar. Exempel på detta är de successiva lättnader i placeringsreglerna för försäkringsbolag som infördes under 1990-talet, vilket medförde att en större del av investeringarna kunde göras i utländska tillgångar. Införandet 2000 av premiepensionssystemet, PPM, och de friare placeringsreglerna för vissa AP-fonder medförde också ökade placeringar i utländska tillgångar.

... har bidragit till finansiell integration med omvärlden.

Regeländringarna var inga ensidiga svenska åtgärder. Många länder hade redan tidigare gjort liknande förändringar. I vissa avseenden var de svenska förändringarna en följd av EU-inträdet 1995 och de gemensamma regler som överenskommit inom EU.

Även den tekniska infrastrukturen och nya finansiella instrument har bidragit.

Liberaliseringarna öppnade därmed både för ökade svenska placeringar i utlandet och utländska placeringar i Sverige. Tillsammans med att den tekniska infrastrukturen underlättade för gränsöverskridande handel och att nya finansiella instrument introducerades på marknaden ledde detta till kraftigt växande finansiella flöden mellan Sverige och utlandet. Sverige integrerades allt tätare med de europeiska och globala finansiella marknaderna.

Sparöverskott och utflöde av kapital – två sidor av samma mynt

Sammantaget har bytesbalans och kapitalbalans, dvs. de reala flödena, sedan 1989 gett upphov till ett inflöde på 995 miljarder kronor. Detta motsvarar Sveriges finansiella sparöverskott under samma period.

Det reala överskottets andra sida är utflöde eller export av kapital. Överskottet har bl.a. använts till svenska finansiella placeringar i utlandet. Statistiken visar att Sverige under perioden bl.a. har köpt obligationer, aktier och utländska företag, samt amorterat på sina utländska lån i större utsträckning än vad omvärlden köpt tillgångar i Sverige.

Orsakssambandet mellan överskottet i bytesbalansen och dessa kapitalutflöden har diskuterats livligt. Om det är det stora exportöverskottet som tvingat fram ett utflöde av kapital, eller om det är ett högt svenskt sparande som hållit tillbaka inhemsk förbrukning och (bl.a. via kronkursen) gett utrymme för en hög nettoexport, är dock en frågeställning som inte berörs i denna artikel.

Betalningsbalansen visar att utflödet i den finansiella balansen under åren 1989–2005 endast uppmätts till omkring 557 miljarder kronor. I princip ska nettot av de finansiella flödena motsvara nettot av bytesbalans och kapitalbalans och båda dessa mått ska motsvara Sveriges nettosparande mot omvärlden, mätt med olika metoder. Ofta uppstår en skillnad mellan dessa båda saldon och som en generell regel brukar då summan av bytesbalans och kapitalbalans, dvs. sparandet mätt från den reala sidan, definieras som ett lands finansiella nettosparande mot omvärlden.

Orsakerna till att den finansiella balansen å ena sidan och bytesbalansen och kapitalbalansen å den andra sällan överensstämmer är brister i det statistiska underlaget, främst beroende på svårigheter att korrekt mäta de finansiella flödena. Skillnaden är den s.k. restposten.

Brister i statistiken gör att de finansiella flödena inte överensstämmer med nettosparandet.

TABELL 1. BETALNINGSBALANSEN, ACKUMULERADE VÄRDEN 1989–2005

	Miljarder kronor
Bytesbalans (a)	1 065
Kapitalbalans (b)	-70
Finansiellt nettosparande (a + b)	995
Finansiell balans (c + d + e + f)	-557
Direktinvesteringar (c)	-214
Portföljinvesteringar (d)	-1 039
Ovriga finansiella flöden (e)	780
Valutareserv (f)	-84
Restpost	-438

Som framgår av tabell 1 motsvarar den sammanlagda restposten för perioden 1989–2005 ett oförklarad utflöde på omkring 438 miljarder kronor. Detta har betydelse för utlandsställningen, vilket vi återkommer till längre fram i denna artikel.

Portföljinvesteringar har givit stora nettoutflöden

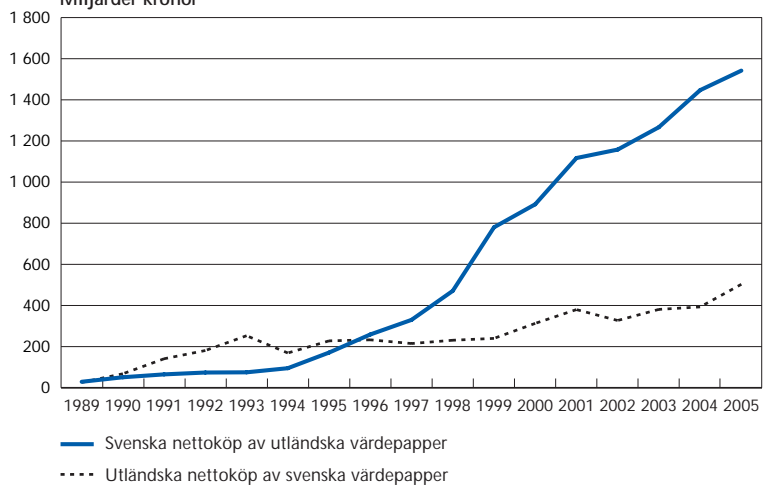
Alltsedan valutaavregleringen ägde rum har portföljinvesteringarna gett upphov till betydande utflöden av kapital. Ur diagram 3 kan man utläsa att det ackumulerade nettoutflödet, dvs. skillnaden mellan de två kurvorna, uppgår till 1 040 miljarder kronor för åren 1989 till 2005.

I mitten av 1990-talet tog de svenska portföljinvesteringarna fart.

Under de första åren efter valutaavregleringen dominerade utländska placeringar i svenska värdepapper och portföljinvesteringarna resulterade i ett inflöde av kapital. Inflödet återspeglade utländska placerares intresse att vika om sina portföljer till förmån för svenska papper när valutaregleringen släpptes sommaren 1989. Samtidigt låg de svenska placeringarna i utlandet på en låg nivå till följd av lågkonjunkturen och ett lågt svenskt sparande under dessa år. Sedan mitten av 1990-talet förändrades detta när de svenska portföljinvesteringarna i utlandet tog fart samtidigt som de utländska placeringarna i Sverige stannade på en mycket lägre nivå.

Den största delen av utflödet utgörs av placeringar i utländska aktier som uppvisat en explosionsartad utveckling.

Diagram 3. Portföljinvesteringar, ackumulerade nettoflöden; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Direktinvesteringar har givit små nettoutflöden

Direktinvesteringar skiljer sig från portföljinvesteringar genom att de syftar till ett mer långtgående inflytande i och större kontroll över företag utanför hemlandet. Som direktinvestering definieras finansiella transaktioner gentemot bolag i vilka man äger minst 10 procent av röster eller aktiekapital och här inräknas t.ex. insats vid bildande av företag, köp av hela eller delar av företag eller kort- och långfristiga lån till bolag.

Direktinvesteringstransaktionerna mot utlandet sammanlagt har gett upphov till ett sammanlagt nettoutflöde på ca 214 miljarder kronor under perioden 1989–2005 (se diagram 4). Nedan kommenterar vi in- respektive utgående direktinvesteringar var för sig.

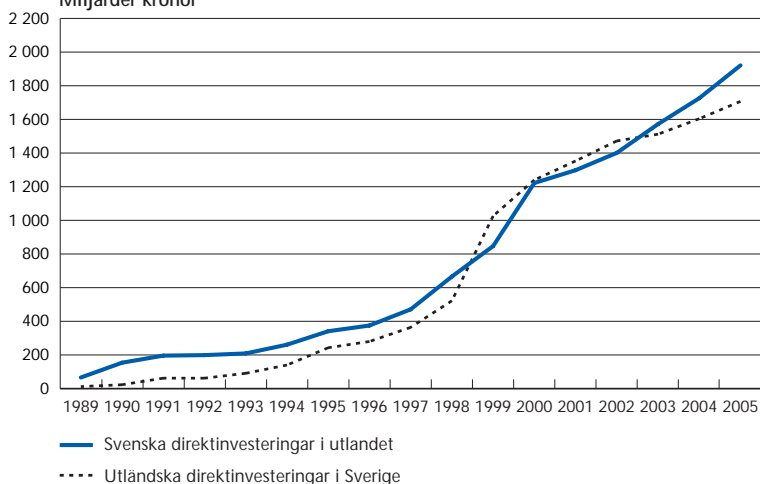
DIREKTINVESTERINGAR I UTLANDET DÄMPADES EFTER IT-BOOMEN

Sverige var under 1980-talet ett av de länder som i förhållande till ekonomins storlek hade det största utflödet av utgående direktinvesteringar. Valutaregleringens avskaffande 1989 ändrade inte nämnvärt villkoren för sådana investeringar, bortsett från att kravet på långfristig utlandsfinansiering togs bort. Merparten av direktinvesteringsaffärerna avsåg företagsköp och investeringar i dåvarande EG-länderna. Under åren 1987 till 1990, förvärvade Stora tyska Feldmühle och SCA köpte brittiska Reed-pack; även fusionen mellan Asea och schweiziska Brown Boveri genomfördes då.

Under början av 1990-talet (1991–1993) nådde den internationella

Sverige var under 1980-talet ett av de länder som hade de största utgående direktinvesteringarna.

Diagram 4. Direktinvesteringar, ackumulerade nettoflöden; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

lågkonjunkturen Sverige och utlandsinvesteringarna avstannade under dessa år. Nedgången ledde till allmänt minskade direktinvesteringsflöden i världsekonomin. Vidlyftig utlåning till svenska investerare för utländska fastighetsköp bidrog till att fördjupa krisen i det finansiella systemet. Den svenska ansökan om medlemskap i EG sommaren 1991 bidrog sannolikt också till att tillfälligt dämpa investeringsbenägenheten då risken att stå utanför eliminerades.

Högonjunkturen under senare hälften av 1990-talet bidrog till en stark ökning av direktinvesteringarna i utlandet.

Under 1994 ökade återigen de svenska utlandsinvesteringarna. Högonjunkturen under senare hälften av 1990-talet med hög likviditet hos företagen bidrog till en stark ökning av direktinvesteringarna i utlandet. De höga aktiepriserna under IT-boomen bidrog också till att direktinvesteringssaffärerna uppgick till höga belopp.

Den globala lågonjunkturen i början av 2001 med lägre vinster och fallande aktiekurser, främst i IT-bolag, och kostnadseffektiviseringar ledde till minskade direktinvesteringar i utlandet under de närmast följande åren. En ökning har inträffat under de två senaste åren.

UTLÄNDSKA DIREKTINVESTERINGAR I SVERIGE PÅVERKADE AV AVREGLERING

Inflödet av direktinvesteringar till Sverige var under 1980-talet betydligt mer blygsamt än utflödet. Flera regeländringar genomfördes som underlättade för ingående investeringar. Vid sidan om valutaregleringens avskaffande 1989, förändrades företagsförvärvslagstiftningen 1992, med ökade möjligheterna för utlänningar att genomföra större köp av svenska företag utan särskilt tillstånd från regeringen.

De ingående direktinvesteringarna ökade i slutet av 1980- och början av 1990-talet. Under 1993 var de ingående investeringarna för första gången någonsin större än utgående. Ett fåtal stora affärer, som Tetra Paks köp av Alfa-Laval, Volvo–Renaultaffären, Akzos köp av Nobel, Al Amoudis köp av OK Petroleum, fick kraftigt genomslag i statistiken.

De utländska direktinvesteringarna i Sverige ökade kraftigt i slutet av 1990-talet.

De utländska direktinvesteringarna i Sverige ökade kraftigt i slutet av 1990-talet. En svag krona, i kombination med högonjunkturen och IT-boomen i slutet av 1990-talet bidrog till det utländska köpintresset. Den största fusionen någonsin i Sverige, nämligen Zenecas köp av Astra genomfördes 1999. Tillsammans med ytterligare ett antal utländska förvärv av ett antal stora börsbolag noterades det året ett rekordhögt inflöde av direktinvesteringsskapital.

SVERIGE HAR HÖG ANDEL INGÅENDE DIREKTINVESTERINGAR

Sedan 2001 har inflödet av de utländska direktinvesteringarna i Sverige stabiliserats på en lägre nivå.

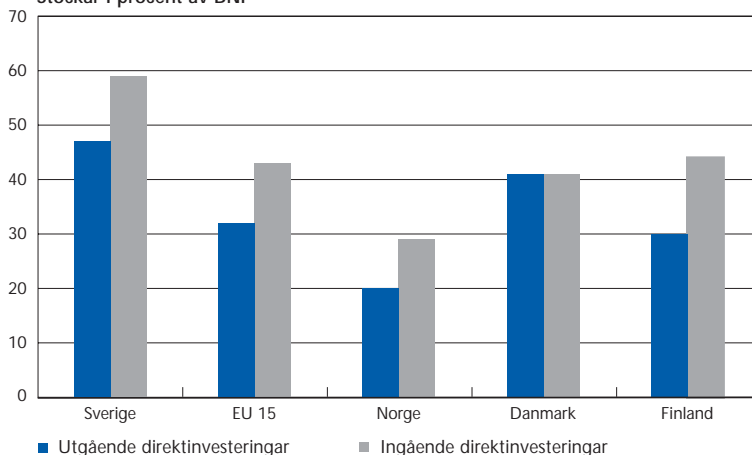
Det minskade inflödet av ingående direktinvesteringar är delvis av strukturell karaktär. Värdet av utlänningars tillgångar i form av direktinvesteringar i Sverige är nu högt i både i ett nordiskt och europeiskt perspektiv. Utländska direktinvesteringstillgångar i Sverige uppgår räknat som andel av BNP till ca 47 procent. I våra nordiska grannländer är dessa andelar betydligt lägre (se diagram 5).

Samtidigt riktas nu en allt större del av de globala direktinvesteringarna mot tillväxtekonomier. Andelen av internationella direktinvesteringar till OECD-länderna har sjunkit successivt sedan 2000. Särskilt stark har nedgången för EU-länderna varit. I stället har de globala direktinvesteringsströmmarna riktats mot regioner som Sydöst-Asien, m.fl.¹

Detta talar för att den obalans och det behov att anpassa portföljerna mot ökat utländskt ägande i svenskt näringsliv som de tidigare regleringarna skapat i stort sett bör vara avslutad. Tillsammans med att direktinvesteringarna alltmer inriktas mot tillväxtekonomier, leder det till slutsatsen att den lägre nivån på ingående direktinvesteringar, som vi sett under ett antal år, är en trend som kommer att hålla i sig.

Nu riktas en allt större del av de globala direktinvesteringarna mot tillväxtekonomier.

Diagram 5. Direktinvesteringar; 2004
Stockar i procent av BNP



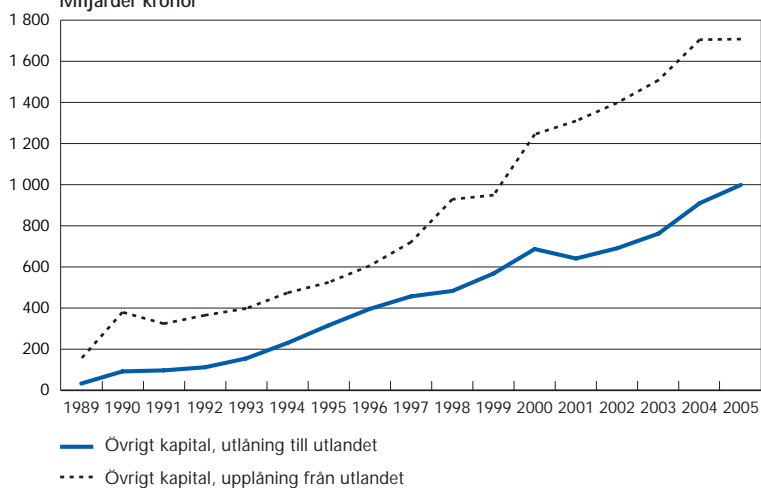
Källa: World Investment Report 2005 (WIR) Unctad.

Övriga finansiella flöden har gett stora inflöden

MFI:s upplåning i utlandet har utnyttjats för utlåning i Sverige.

Övriga finansiella flöden innefattar lån, depositioner, handelskrediter, derivat, m.m. Totalt har denna post gett upphov till inflöden på ca 780 miljarder kronor under perioden 1989–2005, och balanserar därmed delvis de utflöden som ägt rum i posterna direktinvesteringar och portföljinvesteringar. Denna post domineras av MFI-sektorns (monetära finansinstitut) upplåning och utlåning i utlandet. En anledning till de tidvis stora inflödena på denna post är att MFI-sektorns upplåning i utlandet utnyttjats för att finansiera utlåningen i Sverige. Uplåningen i utländsk valuta har genom svappavtal omvandlats till kronupplåning och har sedan kunnat användas för att finansiera utlåning till företag och hushåll i Sverige i svenska kronor.

Diagram 6. Övrigt kapital, lån, mm, ackumulerade nettoflöden; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Sveriges tillgångar och skulder mot utlandet

Frågan är då hur Sveriges tillgångar och skulder mot utlandet, den s.k. utlandsställningen, utvecklats under perioden från 1989 till 2005. Vi har här valt att visa utvecklingen av utlandsställningen redovisad till marknadsvärde (se ruta Utlandsställningen redovisas på två sätt).

UTLANDSSTÄLLNINGEN REDOVISAS PÅ TVÅ SÄTT

Utlandsställningen är en sammanställning av värdet av ett lands samtliga tillgångar och skulder mot utlandet. Riksbanken redovisar, enligt Internationella statistikrekommendationer (IMF:s betalningsbalansmanual, 5:e utgåvan), utlandsställningen på två sätt: traditionell utlandsställning och marknadsvärderad utlandsställning.

I traditionell utlandsställning redovisas vissa poster, som direktinvesteringar, lån, depositioner och övrigt, till bokfört eller nominellt värde, medan andra poster, som portföljinvesteringar och derivat, är marknadsvärderade. Upplupen ränta ingår i värderingen, som alltid är gjord till gällande valutakurs.

I marknadsvärderad utlandsställning har Riksbanken beräknat marknadsvärdet av posten direktinvesteringar (se ruta på s. 54). Övriga poster är värderade på samma sätt som i den traditionella redovisningen.

Den marknadsvärderade utlandsställningen varierar kraftigt mellan åren och under åren 1999 till 2001 hade Sverige till och med en positiv utlandsställning. Under de senaste åren har denna försvagats väsentligt och vid utgången av 2005 redovisades en negativ nettoposition, dvs. en nettoskuld, mot utlandet (se diagram 7).

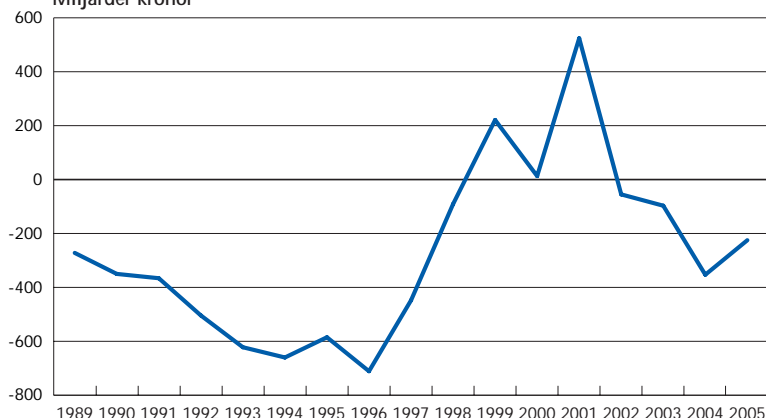
En utlandsställning där även posten direktinvesteringar redovisas till marknadsvärde ger en mer rättvis bild av förmögenhetsställningen mot utlandet och därför har vi valt denna redovisning här.

Utlandsställningen har försvagats.

Utlandsställning och sparandet mot utlandet – hur hänger de ihop?

Som nämndes inledningsvis är de samlade överskotten och underskotten av bytesbalansen och kapitalbalansen sedan 1989 drygt 995 miljarder kronor. Samtidigt har utlandsställningen inte alls förbättrats i samma takt. I december 2005 hade Sverige en samlad marknadsvärderad utlandsskuld på 225 miljarder kronor. Sedan 1989 har skulden minskat med omkring

Diagram 7. Sveriges utlandsställning netto, marknadsvärderad; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

50 miljarder, långt från den skuldförbättring man kunnat vänta sig mot bakgrund av överskotten i sparandet mot utlandet.

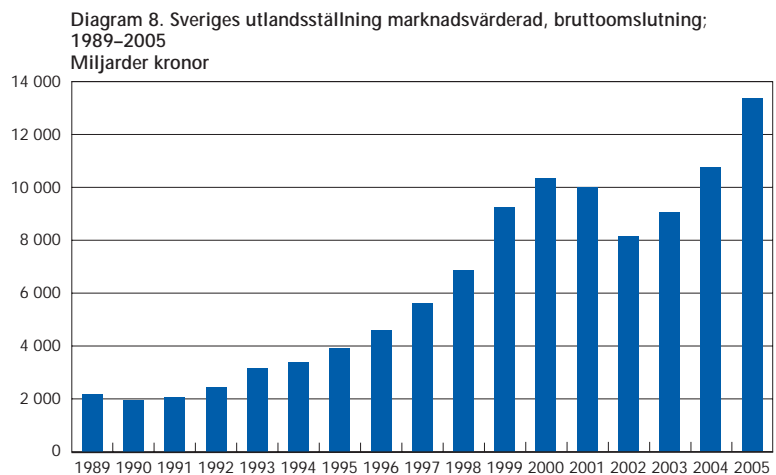
Förklaringarna till att bytes- och kapitalbalansens saldo och förändringarna i utlandsställningen inte hänger ihop beror i grunden på två slag av faktorer:

- Värdeförändringar, som är den viktigaste orsaken till diskrepanserna (se diagram 1). Anledningen till att värdeförändringar nu får stort genomslag i utlandsställningen är att bruttostockarna ökat starkt under denna period.
- Mätfel, bl.a. i utlandsställningen, till följd av att det finns en systematisk underskattning av vissa tillgångar i utlandet. Det gäller främst tillgångar i utlandet som hushåll och andra aktörer håller och som inte kunnat täckas in i statistiken över utlandsställningen. Även mätfel i bytesbalansen påverkar denna diskrepans. Betydelsen av mätfelen utvecklas närmare nedan.

Starkt ökad omslutning i utlandsställningen

Som en följd av de ökade kapitalflödena mellan Sverige och utlandet har omslutningen, dvs. summan av skulder och tillgångar i utlandsställningen, ökat starkt (se diagram 8).

Omslutningen har under åren 1989 till 2005 ökat sex gånger och uppgick vid utgången av 2005 till omkring 13 400 miljarder kronor, vilket är omkring fem gånger större än BNP. Som jämförelse kan nämnas att under samma tid har BNP fördubblats och värdet av utrikeshandel i varor och tjänster har så gott som trefaldigats, allt räknat i nominella tal.



Källa: Riksbanken.

Den mycket starka ökningen av både tillgångar och skulder gentemot utlandet är den viktigaste orsaken till att fluktuationer i marknadsvärden nu får betydligt större genomslag i utlandsställningen.

Vi kommer att gå närmare in på tre slag av värdeförändringar: valutakursförändringar, dvs. förändringar i kronans värde, förändringar i aktiekurser och förändringar i värdet på direktinvesteringsföretag.

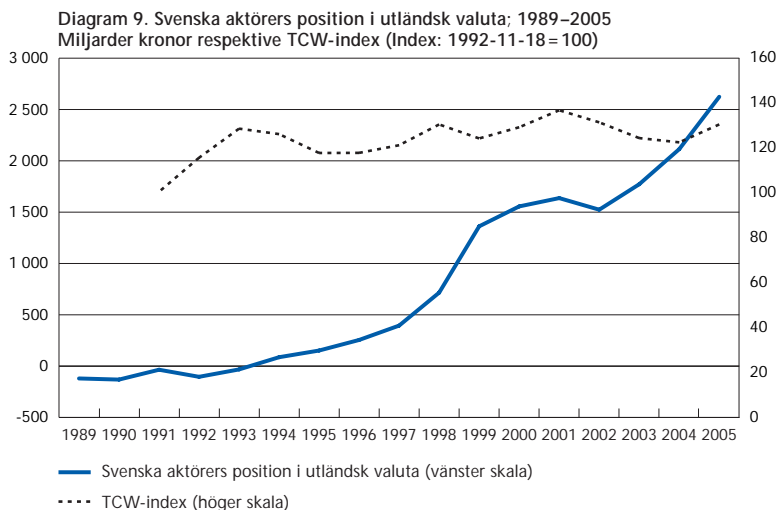
Den starka ökningen är den viktigaste orsaken till att fluktuationer nu får större genomslag i utlandsställningen.

FÖRÄNDRINGAR I KRONANS VÄRDE HAR STORT GENOMSLAG PÅ UTLANDSSTÄLLNINGEN

Sedan avskaffandet av valutaregleringen har den sammanlagda svenska valutapositionen i utlandsställningen ökat mycket kraftigt (se diagram 9). Valutapositionen redovisas här som samtliga svenska aktörers nettotillgångar i utländsk valuta. Nettotillgångar i utländsk valuta definieras som samtliga tillgångar i utländsk valuta minus samtliga skulder i utländsk valuta.

En viktig orsak till den växande valutaexponeringen är den ökade omslutningen i utlandsställningen. Tillgångar i utlandet utges som regel i utländsk valuta samtidigt som svenska tillgångar som regel utges i kronor. Det är därför naturligt att den ökade omslutningen leder till en växande valutaexponering, eftersom utlåningar i övervägande grad håller tillgångar i kronor och svenskar på motsvarande sätt håller tillgångar i utländsk valuta.

År 1989 var skulderna i utländsk valuta större än tillgångarna, främst på grund av den tidigare valutaregleringen, som tillät en omfattande privat upplåning i utländsk valuta. Denna upplåning översteg värdet av



Källa: Riksbanken.

svenska tillgångar i utländsk valuta, som vid denna tid huvudsakligen utgjordes av direktinvesteringar i utlandet.

Den kraftiga deprecieringen av kronan under slutet av 1992 och under 1993 torde totalt sett ha haft en begränsad förmogenhetseffekt för svenska aktörer, då tillgångar och skulder i utländsk valuta i stort sett balanserade.²

Svenskars
nettotillgångar i
utländsk valuta uppgick
vid utgången av 2005
till över 2 600 miljarder
kronor.

Därefter har valutapositionen ökat kraftigt och svenskars nettotillgångar i utländsk valuta uppgick vid utgången av 2005 till över 2 600 miljarder kronor. Kronans fluktuationer har därmed en betydande förmogenhetseffekt, något som återverkar på utlandsställningen. En försvagning av kronans kurs med 5 procent leder till att svenska placerares tillgångar i utländsk valuta ökar i värde med ca 130 miljarder kronor.

Detta innebär samtidigt att utländska placerare har nettotillgångar i kronor. Dessa krontillgångar innebär för svensk del en skuld utgiven i kronor. Fluktuationer i kronkursen ger ingen direkt effekt på utlandsställningen i denna del. Den förlust som utländska placerare, i exemplet ovan, gör på dessa krontillgångar påverkar således inte den svenska utlandsställningen

Kronförsvagningen ger
som regel positiv effekt
på utlandsställningen.

Diagram 9 visar att TCW-index försvagats under åren 2001 till 2004. Årsgenomsnittet för kronans värde mätt enligt TCW sjönk mellan dessa år. Detta har inneburit en kronförstärkning på närmare 12 procent och en motsvarande förlust för svenska placerare på grovt räknat 200 miljarder kronor (12 procent av den genomsnittliga valutaexponeringen under dessa år). Under 2005 vände kronkursen och en försvagning med 6 procent inträffade. Detta bör i sin tur ha inneburit en positiv effekt på utlandsställningen

Det måste understrykas att detta är en mycket grov kalkyl. Betalningsbalansstatistiken innehåller inte uppgifter om hur tillgångarna i utlandet fördelar sig på olika utländska valutor. Hur kursfluktuationerna under enskilda år påverkar svenska tillgångar och skulder i utländsk valuta beror dels på hur de utländska valutorna utvecklas i förhållande till varandra, dels på valutasammansättningen i nettotillgångarna i utländsk valuta. Det är därför inte möjligt att göra en mer noggrann kalkyl av hur valutafluktuationerna år för år påverkat tillgångar och skulder i utländsk valuta.

Det framgår också av diagram 9 att kronan försvagades under en längre period före 2001. Detta uppväger helt eller delvis effekterna på förmogenheten av den kronförstärkning som skedde 2001–2004. Detta

² Riksbankens omfattande interventioner på terminsmarknaden innebar en överflyttning till Riksbanken av skuldexponering i utländsk valuta men påverkade inte den totala exponeringen för svenska aktörer.

begränsar sannolikt de totala förmögenhetseffekter som fluktuationerna i kronans kurs inneburit sedan 1992.

VALUTASÄKRINGARNA PÅVERKAR SVENSKARS VALUTAPOSITION

Fördelningen av valutaexponeringen mellan utländska och svenska aktörer påverkas av terminssäkring i kronor. Riksbanken har för närvarande inte tillgång till heltäckande uppgifter om svenska aktörers terminssäkring i kronor mot utlandet. Valutapositionen påverkas av både rena terminsaffärer på valutamarknaden och svappar mellan kronor och utländsk valuta. Terminssäkring av tillgångar i utländsk valuta såsom exportfordringar, innehav av dotterföretag i utlandet eller portföljplaceringar i utlandet minskar svenskars valutaposition. Å andra sidan vet vi att banker och bostadsinstitut har en omfattande utlandsupplåning i utländsk valuta som svappats till skuld i kronor. Sådana svappar ökar svenskars nettoposition i valuta, eftersom delar av skulden i utländsk valuta omvandlats till en skuld i kronor och nettotillgångarna i valuta därmed ökat.

Svappar och terminssäkringar kan således avse säkring av såväl tillgångar som skulder i utländsk valuta mot kronor och därmed delvis ta ut varandra. Avsaknaden av heltäckande uppgifter gör det dock inte möjligt att här ta hänsyn till sådana säkringar vid redovisningen av svenskars valutaposition.

Det är inte möjligt att ta hänsyn till sådana valutasäkringar vid redovisningen av svenskars valutaposition.

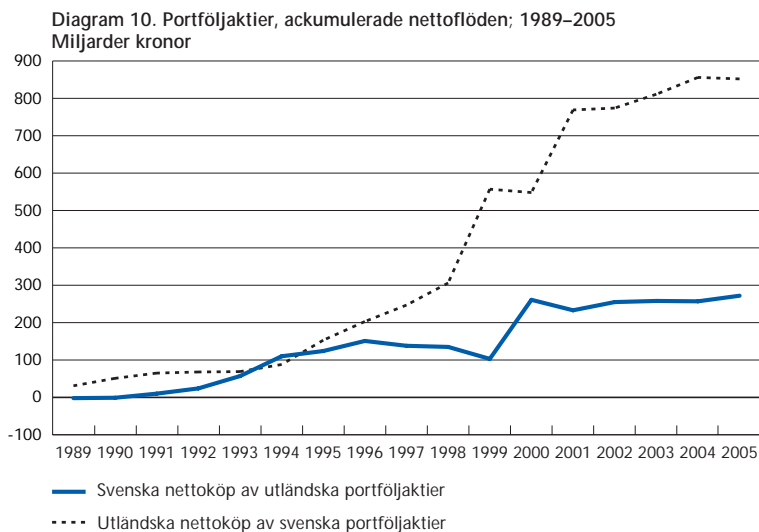
AKTIEKURSERNA ÄR EN FÖRKLARING TILL DEN SVAGA UTLANDSSTÄLLNINGEN

En annan faktor som kraftigt påverkar värdet av den svenska utlandsställningen är förändrade aktiekurser i Sverige och i utlandet. Det är posten portföljaktier som påverkas av sådana prisförändringar.

Storleken på de kursvinster/kursförluster svenska och utländska aktieplaceringar gjort hänger delvis samman med hur de gränsöverskridande aktieplaceringarna är fördelade över tiden sedan 1989.

Utländska placeringar var aktiva och nettoköpte svenska aktier efter deprecieringen av kronan 1992, då svenska aktier var billiga och vinstförväntningarna stora. Under 1993 och 1994 nettoköpte utländska placeringar svenska aktier för omkring 90 miljarder kronor, vilket var mer än de samlade nettoköpen för hela perioden 1995–1999 (se diagram 10).

Svenskars placeringar i utländska aktier visar ett annorlunda mönster. Dessa expanderade i mitten av 1990-talet och tog ordentlig fart kring millennieskiftet då aktiekurserna stod som högst. Under dessa år var svenskars investeringar i utlandet väsentligt större än motsvarande utländska placeringar i Sverige.



Källa: Riksbanken.

Hur har då aktiekursutvecklingen sett ut i Sverige och i utlandet? Man kan konstatera att under 1990-talet utvecklades aktiekurserna gynnsamt för de utländska investerare som köpte svenska aktier. Den svenska börsutvecklingen, mätt enligt generalprisindex, var starkare än ett sammanvägt index för världens aktiebörser (MSCI) samtliga år under perioden 1992–1999, med ett undantag – 1997.

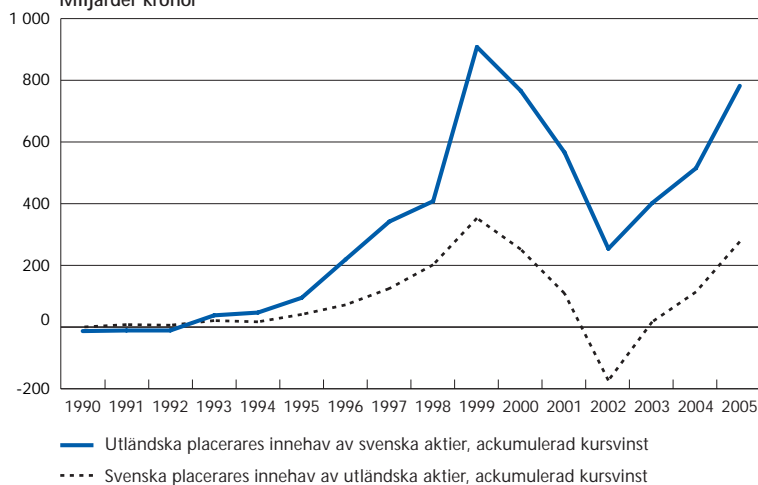
Den olikartade kursutvecklingen i Sverige och i utlandet har påverkat de kursvinster och kursförluster som gjorts på de gränsöverskridande innehaven av portföljaktier. I diagram 11 redovisas en beräkning av de värdeförändringar som börsfluktuationerna medfört på sådana portföljaktieinnehav. Diagrammet visar de ackumulerade årsvis beräknade kurseffekterna och ger således en bild av de totala kursvinster över hela perioden som utländska och svenska placerare gjort.

Utländska placerare har gjort större kursvinster på sina svenska aktier än vad svenska investerare gjort på sina utländska aktier.

Utländska placerare har under hela perioden gjort väsentligt större kursvinster på sina innehav av svenska aktier än vad svenska investerare gjort på de utländska aktierna. En förklaring är den mycket gynnsamma utvecklingen av den svenska börsen jämfört med omvärlden, som gynnade utländska placerare med innehav i svenska aktier. En annan förklaring är att svenska investerare ökade sina placeringar kraftigt i utländska aktier först mot mitten av 1990-talet när aktiepriserna stod som högst. Totalt är, enligt denna kalkyl, utländska placerares kursvinster ca 500 miljarder kronor större än svenskars kursvinst på de utländska innehaven.

Det ska understrykas att denna kalkyl är mycket grov. Det går inte att göra en exakt beräkning av hur fluktuationerna i aktiekurser är från år påverkat utlandsställningen då det saknas fullständiga uppgifter om storleken på innehaven av enskilda aktier. Alla beräkningar baseras på världs-

Diagram 11. Portföljaktier, ackumulerade kursvinster/kursförluster i utlandsställningen; 1990–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

prisindex och svensk generalprisindex. De faktiska innehaven i utlandet och i Sverige behöver inte överensstämma med dessa indexar.

Sammantaget leder detta till att aktiekursutvecklingen är en viktig faktor bakom den svaga utvecklingen av Sveriges utlandsställning under de senaste 15 åren.

Det bör understrykas att den ökning av nettoskulden som den olikartade kursutvecklingen i Sverige och utlandet medfört inte är ett mått på hur framgångsrika svenska aktieplaceringar varit. Den bättre aktiekursutvecklingen i Sverige leder i sig till att den svenska utlandsställningen påverkas negativt. Samtidigt har givetvis svenska aktieplaceringar gjort stora placeringar på den svenska marknaden och kunnat dra fördel av den gynnsamma svenska aktiekursutvecklingen.

Vid sidan om de vinster utländska placerare gjort på portföljaktier, kan man anta att utländska placerare gjort kursvinster på svenska räntebärande papper under 1990-talet. Det kraftiga fallet i den långa räntan från 1992 gav upphov till betydande kursstegringar på långa räntebärande kronpapper. I och med att det svenska räntefallet var starkare än räntefallet internationellt, är det rimligt att anta att utländska placerare gjort större vinster i Sverige än vad svenskar gjort i utlandet. Något försök till uppskattning av dessa effekter har dock inte gjorts.

Man kan anta att utländska placerare gjort kursvinster även på svenska räntebärande papper under 1990-talet.

Marknadsvärdet hos direktinvesteringar har fluktuerat starkt

Riksbanken beräknar själv marknadsvärdet på tillgångs- och skuldstockarna för direktinvesteringar. Till skillnad från t.ex. portföljaktier, där mark-

Riksbanken har en egen modell för beräkning av marknadsvärdet av direktinvesteringarna.

nadsvärdet kan avläsas i prissättningen på aktiemarknaden, är detta inte möjligt för direktinvesteringar, annat än i undantagsfall. Företag som ägs eller tas över från utlandet är i de allra flesta fall inte noterade på börsen. Uppgifter om dotterbolagens marknadsvärde kan inte heller samlas in från företagen.

Därför modellberäknas marknadsvärdet av direktinvesteringarna. Det saknas dock internationella rekommendationer om metoder för sådana modellberäkningar varför Riksbanken har utvecklat en egen metod. Direktinvesteringstockarna redovisas också till bokfört värde av det egna kapitalet i dotterbolagen, vilket ingår i den traditionella redovisningen av utlandsställningen.

Den metod Riksbanken har utvecklat för att marknadsvärdera direktinvesteringar utnyttjar uppgifter om p/e-relation från olika börser (börsföretagens marknadsvärde i förhållande till vinsten) med trendjusterade vinstnivåer (se ruta P/e-metod för marknadsvärdering av direktinvesteringar). En p/e-talsbaserad värdering av eget kapital kan inte ge exakt mått på marknadsvärdet, men den ger en bättre bild av direktinvesteringarna, och därmed mer rättvisande bild av Sveriges utlandsställnings "verkliga ekonomiska värde" än redovisningen till bokfört värde.

P/E-METOD FÖR MARKNADSVÄRDERING AV DIREKTINVESTERINGAR

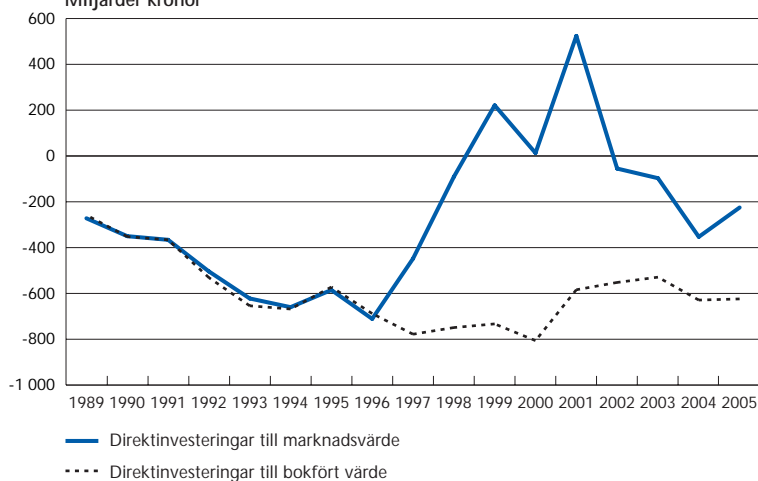
Metoden för beräkning av marknadsvärdet bygger på antagandet att förhållandet mellan historiskt pris och historisk vinstnivå i direktinvesteringsföretagen är densamma som pris/vinstförhållandet i börsföretagen. Vid värderingen av svenska direktinvesteringstillgångar i utlandet vägs ett antal länders p/e-tal samman viktade efter direktinvesteringstillgångarnas bokförda värde. Marknadsvärdet beräknas därefter som produkten av det viktade p/e-talet och direktinvesteringsföretagens sammanlagda utlandsgenererade vinst. Marknadsvärdet antas dock aldrig kunna anta ett lägre värde än det bokförda värdet på det egna kapitalet i företaget (det s.k. slaktvärdet). Det p/e-tal som används i dessa beräkningar baseras delvis på trendjusterade vinstnivåer, då den långsiktiga vinsttrenden i genomsnitt återspeglar marknadsaktörernas vinstförväntningar på ett bättre sätt än enbart det senaste uppmätta värdet.

Diagram 12 visar hur marknadsvärderingen av direktinvesteringar påverkar utlandsställningen. Skillnaden mellan de två kurvorna visar effekten av den beräkning av direktinvesteringarnas marknadsvärde som Riksbanken gör.

Den kraftiga ökningen av marknadsvärdet under 1990-talets sista år jämfört med det bokförda värdet hänger samman med de globalt stigande aktiekurserna och de höga p/e-tal som rådde när förväntningarna om framtida vinster var som störst. Nedgången i aktiekurserna därefter har lett till en minskning av marknadsvärdet. Denna nedgång är störst för de svenska direktinvesteringarna i utlandet. Mellan 2000 och 2002 sjönk marknadsvärdet på svenska direktinvesteringar i utlandet med 1 000 mil-

Ökningen av marknadsvärdet under 1990-talets sista år hängde samman med globalt stigande aktiekurser och höga p/e-tal.

Diagram 12. Utlandsställning med direktinvesteringar till marknadsvärde respektive bokfört värde; 1989–2005
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

jarde kronor, medan motsvarande minskning för utländska direktinvesteringar i Sverige var 650 miljarder.

Marknadsvärderingen av direktinvesteringar har således under de senaste åren medfört att direktinvesteringarna i utlandet förlorat mer i värde än de utländska direktinvesteringarna i Sverige. Detta är en annan bidragande orsak till att utlandsställningen sedan 2001 försvagats, trots betydande överskott i bytesbalansen.

Alla tillgångar i utlandet täcks inte i utlandsställningen

Redovisningen av Sveriges utlandsställning behäftas av osäkerhet på grund av brister i det statistiska underlaget. Mycket talar för att dessa brister innebär en systematisk underskattning av tillgångarna i utlandet och att statistiken därmed redovisar en utlandsställning som är alltför negativ.

Går det då att säga något om storleksordningen på detta mätfel i utlandsställningen? Vi har tidigare visat att nettosparandet mot utlandet mätt från den reala sidan (bytesbalans och kapitalbalans) är 995 miljarder kronor under perioden 1989–2005. Samtidigt har nettot av de finansiella flödena under samma period beräknats till ett utflöde på omkring 557 miljarder kronor. Frågan är om det oförklarade utflöde på 438 miljarder kronor, som redovisas i restposten, helt återspeglar placeringar i utlandet som borde räknas in i utlandsställningen.

Brister i statistiken gör att utlandsställningen redovisas som alltför negativ.

Restposten ingen säker indikator på felet i utlandsställningen

Det finns skäl att tro att effekten på utlandsställningen bör vara mindre än den sammanlagda restpost som redovisats för perioden sedan 1989.

Jämförelser av statistiken inom EU visar en systematisk överskattning av nettoexporten.

Ett skäl är att bytesbalansens saldo sannolikt har redovisats till för högt värde. Bilateral jämförelser av statistiken över varuhandeln inom EU visar att det finns en systematisk överskattning av nettoexporten genom att importen redovisas till för lågt värde. Dessa jämförelser indikerar att det sammanlagda värdet av denna överskattning skulle kunna uppgå till ca 50 miljarder kronor, vilket således innebär att det ackumulerade bytesbalansöverskottet för åren 1989 till 2005 kan ha överskattats med detta belopp. Denna överskattning av bytesbalansen har således bidragit till den ackumulerade negativa restposten för denna period.

Den del av restposten som återstår när ovanstående effekt av handelsbalansen räknats bort är ett oförklarat utflöde på omkring 390 miljarder kronor. Detta motsvarar således en underskattning av finansiella utflöden, dvs. placeringar i utlandet, under samma period.

Frågan är då om denna underskattning av finansiella utflöden är ett bra mått på de tillgångsstockar som saknas i utlandsställningen.

Uppgifterna om utlandsställningen grundar sig i hög grad på företagens och bankernas balansräkningsuppgifter. Detta gör det möjligt att stämma av det statistiska underlaget för positioner mot utlandet med de balansräkningsuppgifter som banker och företag offentliggör i årsredovisningar. Att kontrollera och säkerställa statistik över transaktioner är däremot väsentligt svårare. Transaktionernas stora omfattning, inverkan av fluktuerande marknadspriser och valutakurser komplicerar en sådan kvalitetsäkring. För vissa poster som aktier och direktinvesteringar, är det också svårt att säkerställa transaktionerna genom att jämföra med stockar och värdeförändringar.

Detta leder till slutsatsen att uppgifterna om utlandsställningen är mer tillförlitlig än statistiken över finansiella transaktioner. Den storlek restposten uppvisar för hela perioden 1989–2005 är ett mycket osäkert mått på omfattningen på de tillgångar som inte fångats i utlandsställningen.

Hushållens sparande direkt i utlandet svåra att fånga.

Det finns dock områden där det är svårt, eller omöjligt, att rätt mäta tillgångarna i utlandet. Ett sådant område är hushållens egna placeringar direkt i utländsk depå av aktier, fondandelar, banktillgodohavanden, m.m. Dessa tillgångar är svåra att få fram genom statistiska undersökningar.

Sammanfattningsvis föreligger det mätfel såväl i utlandsställningen som i bytesbalansredovisningen som verkar i samma riktning. Överskattningen av bytesbalansen och underskattningen av Sveriges tillgångar i

utlandet bidrar båda till den diskrepans som redovisas i diagram 1 mellan å ena sidan förändringarna i utlandsställningen och det ackumulerade bytesbalanssaldot.

Värdeförändringar är den viktigaste förklaringen till fluktuationerna i utlandsställningen

Fram till 1990-talets första år visade Sveriges bytesbalanssaldo och förändring i utlandsställningen en god samstämmighet. Bytesbalanssaldot var tidigare den viktigaste bestämningsfaktorn för utlandsställningen. Detta samband har sedan dess försvagats kraftigt. Till följd av de växande finansiella strömmarna mellan Sverige och utlandet har bruttoomslutningen i den svenska utlandsställningen ökat väsentligt och uppgår för närvarande till 13 400 miljarder kronor eller mer än fem gånger Sveriges BNP.

Detta har lett till att fluktuationer i marknadsvärden sedan mitten av 1990-talet har fått ökad betydelse för utlandsställningens förändring. De värdeförändringar som fluktuationerna i marknadsvärden medfört på utlandsställningen framstår i dag som den viktigaste bestämningsfaktorn för utvecklingen i denna post. Bytesbalansen, som ju tillsammans med kapitalbalansen återspeglar det finansiella sparandet mot utlandet, är fortfarande en faktor som påverkar utlandsställningen. Dess relativa betydelse har dock minskat påtagligt sedan början av 1990-talet.

De marknadsvärden som har störst betydelse för utlandsställningen är kronkursen, priserna på aktiemarknaden i Sverige och i utlandet, samt marknadsvärdet av direktinvesteringsföretag.

Kronkursen, aktiepriserna och värdet på direktinvesteringsföretag har störst betydelse.

■ Effektiva växelkurser – i teori och praktik

AV JAN ALSTERLIND

Jan Alsterlind är verksam på avdelningen för penningpolitik.

Den svenska ekonomin påverkas av kronans rörelse mot en mängd olika valutor. Kronans värde mot andra valutor utgörs av en bilateral växelkurs. Vanligen använder man sig av ett index av olika valutor för att få ett mått på kronans värde. Ett effektivt växelkursindex extraherar information ur flera bilaterala växelkurser. För att konstruera ett index måste man bestämma vilka bilaterala växelkurser som ska ingå och därtill hur stora vikter varje enskild valuta ska ha. Nästa fråga är hur man ska väga ihop de bilaterala växelkurserna. Svaren på dessa frågor beror naturligtvis på vad växelkursindexet är tänkt att användas till och vad som ska belysas. Vanligtvis konstruerar man ett index för att mäta effekten av växelkursförändringar på handeln med varor och tjänster – ett konkurrenskraftsindex. I artikeln redogör jag för vad ett effektivt växelkursindex är och för olika sätt att beräkna ett sådant. Slutsatsen av min genomgång är att det i dagsläget inte föreligger några betydande skillnader om man använder sig av TCW-index, ett TCW-index med uppdaterade vikter eller ett index som använder vikter som beräknats av Konjunkturinstitutet.

Vad är ett effektivt växelkursindex?

Ett effektivt växelkursindex är ett viktat genomsnitt av kronans värde mot andra valutor, alltså av bilaterala växelkurser.

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige är starkt beroende av den globala konjunkturutvecklingen. Sverige är en öppen ekonomi där utrikeshandeln, export och import sammantaget, motsvarar nästan 85 procent av BNP. Förändringar i kronans värde mot andra valutor påverkar således den svenska ekonomin. Kronans värde mot en annan valuta definieras av den bilaterala växelkursen. Ett sätt att kombinera informationen i flera bilaterala växelkurser till ett sammanfattande mått är att beräkna ett viktat genomsnitt. Ett sådant viktat genomsnitt kallas vanligen för ett *effektivt växelkursindex*. Hur man konstruerar ett effektivt växelkursindex beror på vad man avser att analysera. I de allra flesta fall konstruerar man ett sådant index för att mäta växelkursens inverkan på handel av varor och tjänster. Vikterna sätts då i enlighet med Sveriges handelspartners relativa betydelse. Växelkursindex kan även konstrueras för att enbart mäta

växelkursens genomslag på import eller export. För att kunna beräkna handelsvolymen måste man ta hänsyn till relativa prisskillnader. Nominella växelkurser och relativprisförändringar måste alltså kombineras. Med andra ord är det ett *realt effektivt växelkursindex* som man vanligen är ute efter. Den ursprungliga metoden för beräkningar av denna typ av effektiva växelkursindex utvecklades av Internationella valutafonden (IMF) i dess Total Competitiveness Weights (TCW) som på svenska kan översättas med total konkurrensviktning. Den reala växelkursen för kronan speglar priset på varor och tjänster i Sverige relativt omvärlden, uttryckta i en gemensam enhet.

Den reala växelkursen definieras som:

$$\text{real växelkurs} = \frac{E \times P^*}{P} \quad (1)$$

där P^* är priset på en representativ korg av varor och tjänster i omvärlden, P är priset på motsvarande korg i Sverige och E är den nominella växelkursen mellan Sverige och omvärlden. Den nominella växelkursen spelar således rollen som den omräkningsfaktor som gör att relativpriserna mellan två länder uttrycks i en gemensam enhet. En tolkning av den reala växelkursen är att den är ett mått på ett lands internationella konkurrenskraft. En försvagning av den reala växelkursen medför att fler inhemska varor och tjänster krävs för en given mängd utländska. Ju billigare det blir för utländska företag och konsumenter att köpa svenska varor och tjänster, desto mer stärks Sveriges konkurrenskraft. Ett *realt effektivt växelkursindex* för kronan mäter därmed vårt lands totala konkurrenskraft mot våra viktigaste handelspartners.

Ett *realt effektivt växelkursindex* för kronan mäter vår totala internationella konkurrenskraft.

Användandet av nominella effektiva växelkursindex

I praktiken är det oftast *nominella effektiva växelkursindex* som beräknas. Anledningen är att växelkursnoteringar sker dagligdags medan statistik över priser endast föreligger på månads- eller kvartalsbasis. Den nominella effektiva växelkursen kan emellertid lätt leda fel vid analys av konkurrenskraft. Detta gäller för längre tidsperioder och framför allt för länder med olika inflationsutveckling. Då kan en approximation av ett *realt index* med hjälp av ett nominellt index vara mindre lämpligt. Det beror på att länder med deprecierande växelkurs som regel också har hög inflationstakt. Detta kan också medföra att två olika index som uppvisar en olikartad utveckling i nominella termer uppvisar en betydligt mer likartad utveckling i reala termer. Länder med starkt deprecierande/apprecierande valutor och hög/låg inflationstakt exkluderas stundtals från effektiva växelkursindex då dessa valutor kan dominera utvecklingen för det

nominella indexvärdet. Ett sådant "smalare" index kan skapas från ett "bredare" index för att på detta sätt endast beakta länder med en liknande inflationsutveckling. Detta underlättar då analysen av ett nominellt växelkursindex.

Hur många och vilka valutor ska ingå?

Antalet valutor i ett växelkursindex är en avvägning mellan "tillräckligt mycket" men inte "för mycket".

Hur många valutor som ska ingå i ett effektivt växelkursindex är en öppen fråga. Alla valutor som i någon mening är relevanta bör tas med. Ett index som avser att mäta konkurrenssituationen mot omvärlden ska naturligtvis försöka beakta alla relevanta valutor. I ett extremfall kan man tänka sig att ta med så många valutor som möjligt. Det är dock inte helt självklart att det är ett optimalt tillvägagångssätt. Många gånger är valutaförändringar korrelerade och det är därmed inte säkert att ytterligare valutor förbättrar analysen i någon större utsträckning. Ibland kan ett stort antal valutor snarare komplicera analysen. I praktiken är därför antalet valutor som bör ingå i ett växelkursindex en avvägning mellan "tillräckligt mycket" men inte "för mycket" utan några klara kriterier. I praktiken är också tillgången på uppgifter en begränsande faktor. För vissa länder kan det vara svårt att finna den statistik som är nödvändig för att beräkna vikten för valutan i indexet.

För att välja ut vilka valutor som ska ingå i ett effektivt växelkursindex använder man ibland godtyckliga regler. Ett exempel är att export- eller importandelen för landet i fråga måste vara högre än t.ex. 0,5 procent. Denna ansats följs bland annat av Federal Reserve och ECB. Ett problem med detta är att andelarna kan ändras från måttillfället och ett land som var en betydande handelspartner för ett antal år sedan kan vara en oviktig handelspartner i dag. Saken kompliceras även av att ett land med vilket den bilaterala handeln är liten kan vara en stor och viktig konkurrent på världsmarknaden. Bank of England har valt ett alternativ som innebär att man löpande ser över denna regel och varje år inkluderar eller exkluderar länder enligt denna regel. Olika länder kommer då att ingå vid olika tidpunkter. Ett annat sätt kan vara att utgå från geografiska områden eller ekonomiska grupperingar. OECD beräknar ett växelkursindex som endast avser OECD-länder och Federal Reserve väljer att ta fram ett av de smalare växelkursindexen baserat på vad man anser vara en betydande valuta. IMF:s beräkningar av växelkursindex (TCW) inkluderar helt enkelt de valutor för vilka det finns statistik för viktberäkningar. Det står dock klart att det inte finns något invändningsfritt sätt att välja antalet valutor som ska ingå i ett index.

Vilken typ av varor och tjänster bör ingå?

Syftet med ett effektivt växelkursindex är nästan alltid att mäta växelkursens inverkan på handel av varor och tjänster. De vikter som används för att väga ihop bilaterala växelkurser till ett effektivt index baserar sig därför som regel på statistik över handelsflöden. I spåren av Bretton Woods-systemets sammanbrott uppstod behovet av (reala) effektiva växelkursindex. Dessa mått avsåg att simultant analysera inverkan av flera bilaterala valutakurser (och relativpriser) som nu rörde sig fritt mot varandra. Ett av de första av dessa mått, den s.k. MERM-modellen (multilateral exchange rate model) utvecklades av IMF. Denna ansats ersattes senare av TCW-systemet. Beräkningsmetoden beskrevs och presenterades ursprungligen i McGuirk (1987) och uppdaterade versioner av dessa beräkningar finns i Zanello & Desruelle (1997) och nyligen i Bayoumi, Lee & Jayanthi (2005). IMF:s metod handlar i praktiken om att konstruera de vikter som används för att beräkna ett vägt genomsnitt av bilaterala växelkurser.¹ I detta system beräknas reala effektiva växelkursindex simultant för många länder. Ursprungligen gjordes också en mer disaggregerad beräkning för ett 20-tal länder, uppdelat på reala växelkurser mellan olika industrisektorer. Merparten av de i dag befintliga växelkursindexen har en direkt anknytning till denna tradition. Metoden finns bland annat redovisad i Zanello & Desruelle (1997) och i Bayoumi, Lee & Jayanthi (2005). Som exempelvis Bayoumi, Lee & Jayanthi (2005) visar beror metoden för viktberäkning på vilken typ av varugrupp man avser att mäta konkurrensförhållandet för.

Något förenklat kan man dela in handelsflöden i tre huvudgrupper: råvaror, bearbetade varor och tjänster. Det är vanligt att man antar att råvaror är homogena varugrupper som handlas på en global marknad. För råvaror sker då konkurrensen mellan länder på en enda marknad. Ett lands betydelse som handelspartner bestäms därför av landets marknadsandel av den totala råvarumarknaden. Viktberäkningar för homogena varugrupper är därmed relativt enkla och beskrivs exempelvis i Zanello & Desruelle (1997).

Till skillnad från råvaror är både bearbetade varor och tjänster att betrakta som heterogena. Exempelvis ses olika bilmärken från olika länder oftast inte som rena substitut. Bearbetade varor och tjänster som produceras av svenska producenter och säljs till utlandet avsätts på olika, segmenterade, marknader och inte på en gemensam global marknad. Med detta synsätt betraktas t.ex. den tyska och den amerikanska marknaden som två separata marknader. Till skillnad från råvarugrupper finns det därför flera marknader att beakta för heterogena varor och tjänster. Konkur-

Metoden för viktberäkning beror på vilken typ av varugrupp man avser att mäta konkurrensförhållandet för.

För råvaror sker ofta konkurrensen mellan länder på en enda global marknad.

Bearbetade varor och tjänster som säljs till utlandet avsätts på olika, segmenterade, marknader.

¹ Då analysen förs i reala termer viktas även priserna med samma vikter.

rens mellan länder sker därmed på många olika marknader. Betydelsen av ett land som handelspartner till Sverige beror därför på dess relativa storlek på dessa olika marknader.

Som antyds av resonemangen kräver beräkning av vikter till ett effektivt växelkursindex mycket data när man beaktar att konkurrens mellan två länder kan ske på många olika marknader. Förutom uppgifter över samtliga länders export- (eller import-)flöden tillkommer data som avser att mäta ett lands grad av öppenhet.² Vid beräkningar av vikter som används i effektiva växelkursindex tas tjänster oftast inte med därför att tillgång och kvalitet på tjänstestatistik är bristfällig. Ett undantag är dock Bank of Englands nya växelkursindex som även omfattar tjänstehandel.³ Även om uppgifter för tjänstehandel historiskt har uppvisat många brister pågår ständiga förbättringar av statistiken där t.ex. den ekonomiska samlarorganisationen OECD bedriver ett långtgående förbättringsarbete. I takt med att tjänstehandeln ökar torde detta vara en allt viktigare faktor att beakta.

Beräkning av vikter

Då bearbetade varor och tjänster står för merparten av de svenska handelsströmmarna finns det anledning att försöka beskriva hur vikter för dessa varugrupper beräknas. Tanken är att heterogena varor konkurrerar på en rad olika marknader. Ett någorlunda rättvisande mått på konkurrenskraft måste därför fånga alla de geografiska områden där produkterna konkurrerar. Tag t.ex. konkurrensen mellan Sverige och Japan. Först konkurrerar svenska produkter med japanska i Sverige via direkt import från Japan – importkonkurrens. Därtill konkurrerar svenska produkter med japanska på den japanska hemmamarknaden, den direkta exportkonkurrensen för svenska produkter i Japan. Slutligen konkurrerar svenska och japanska produkter på övriga marknader s.k. tredjelandskonkurrens. Både den bilaterala handeln och konkurrensen på övriga marknader måste fångas upp i vikterna. Detta innebär att vikten för ett land j avseende en heterogen varugrupp som t.ex. bearbetade varor kan skrivas som:

$$W_j = \lambda^M MW_j + \lambda^{BX} BXW_j + \lambda^{TX} TXW_j. \quad (2)$$

² Om alla flöden värderas rätt är importen till ett land summan av alla andra länders export till landet. Det spelar i teorin ingen roll vilket flöde som mäts. I praktiken finns ett flertal källor till mätfel som gör att total export inte summerar till total import. I syfte att göra konsistenta beräkningar är det vanligen så att endast ett flöde används i beräkningarna av vikter. Oftast används exportflöden då det vanligen antas att det är lättast att mäta och värdera dessa flöden på ett korrekt sätt.

³ Se Lynch & Whitaker (2004).

Detta skrivsätt innebär att den totala vikten för landet delas upp i tre olika vikter. Beräkningen av dessa vikter, och det sätt på vilket de viktas ihop, är relativt komplicerad och redovisas därför utförligare i appendix. Det kan dock vara en poäng att försöka ge lite intuition bakom formlerna.

Svenska producenter av bearbetade varor konkurrerar på den svenska hemmamarknaden med import från olika länder. Den första vikten, MW_j , mäter den relativa andelen av försäljningen på den svenska marknaden som landets producenter svarar för. Denna vikt är helt enkelt landets andel av den svenska totala importen av bearbetade varor.

Vikten BXW_j avser att mäta betydelsen av ett land i termer av den konkurrens svenska producenter möter på det landets hemmamarknad. Denna betydelse speglas av den svenska exportandelen till landet men också av hur stor andel landets inhemska producenter har av den egna marknaden. Länder där de inhemska producenterna har en hög marknadsandel är därför viktigare i ett konkurrensperspektiv än vad som skulle vara motiverat baserat på rena exportandelar.

Den sista vikten, TXW_j , avser att mäta betydelsen av ett land i termer av den konkurrens svenska exportörer möter på de utländska marknaderna. Denna komponent mäts som summan av ett lands andelar av den totala försäljningen på dessa tredje marknader. Denna vikt avser att fånga betydelsen av t.ex. länder dit den direkta svenska exporten är låg men som samtidigt exporterar mycket till de länder dit Sverige har en betydande export. Exempel på ett sådant land är Japan. Den direkta konkurrens mellan svenska exportörer och japanska producenter som säljer på hemmamarknaden är relativt liten i förhållande till konkurrens mellan svenska och japanska exportörer på tredje marknad.

Den relativa betydelsen av ett land som konkurrent på den svenska hemmamarknaden, betydelsen av den konkurrens som svenska exportörer möter på landets hemmamarknad och betydelsen av landet som konkurrent på alla andra marknader avgörs av vikterna λ^M , λ^{BX} och λ^{TX} . Den konkurrens som svenska producenter möter från utländska producenter på hemmamarknaden, MW_j , viktas med λ^M som avspeglar andelen svensk produktion som går till den svenska marknaden. De två olika typerna av exportkonkurrens, BXW_j och TXW_j , viktas med λ^{BX} och λ^{TX} som avspeglar andelen svensk produktion som går till utländska marknader. Viktberäkningarna är således relativt komplicerade.

Den totala vikten för ett land delas upp i tre olika vikter.

Den första vikten mäter ett lands relativa andel av den svenska totala importen av bearbetade varor.

Den andra vikten avser att mäta betydelsen av ett land i termer av den konkurrens svenska producenter möter på det landets hemmamarknad.

Den tredje vikten avser att mäta betydelsen av ett land i termer av den konkurrens svenska producenter möter på tredje marknad.

Val av relativpriser

Ett ofta förekommande syfte med ett reall effektivt växelkursindex är som nämnts att få ett sammanfattande mått på ett lands internationella konkurrenskraft. Ordet real är dock inte helt entydigt och det finns olika rela-

Relativa exportpriser men också relativa kostnader i termer av enhetsarbetskostnader kan användas i analys av konkurrenskraft.

tivpriser som kan vara intressanta att analysera i olika sammanhang. En av de relativpriser som kan användas i analys av konkurrenskraft är relativa exportpriser. Dessa ger information om hur svenska exportörer prissätter sina varor i relation till omvärldens exportörer. Detta mått riskerar dock att ge en för snäv bild av ett lands relativa prisläge. Endast de varor som faktiskt exporteras tas med och t.ex. de varor som potentiellt skulle kunna handlas men inte gör det på grund av att de inte är konkurrenskraftiga exkluderas. Även olika prissättningsbeteende som s.k. pricing to market kan påverka detta mått på konkurrenskraft.⁴ Ett annat sätt att mäta konkurrenssituationen är att jämföra kostnader. Ett vanligt sätt att göra detta är att mäta relativa kostnader i termer av enhetsarbetskostnader (arbetskostnad i relation till producerad enhet). Det kan tilläggas att IMF:s ursprungliga beräkningsmetod för reala effektiva växelkursindex avsåg att mäta det relativa kostnadsläget, i termer av arbetskostnad per producerad enhet, för olika delar av tillverkningsindustrin.⁵

Ett av de vanligare sätten är att använda relativa konsumentpriser uttryckta i en gemensam valuta.

Ett av de vanligare sätten att konstruera reala växelkursindex är dock att använda relativa konsumentpriser, uttryckta i en gemensam valuta. Anledningen är att konsumentpriser utgår från en korg som är representativ för konsumtionsmönstret i ett land. Den reala växelkurs som deflateras med konsumentpriser ger därför ett brett mått på det relativa prisläget för en representativ konsumentkorg. Konsumentpriser innehåller dock ett stort inslag av varor som inte är konkurrensutsatta. Vikter som används i detta syfte brukar därför konstrueras med hjälp av statistik som omfattar så breda varu- och tjänsteaggregat som möjligt.⁶

Val av indexform

En av de mer grundläggande frågorna att ställa sig vid konstruktionen av ett effektivt växelkursindex är vilken typ av indexkonstruktion som ska beräknas. Ett av de vanligaste sätten att konstruera ett index är att beräkna ett geometriskt viktat genomsnitt:⁷

$$I_t^G = \prod_{n=1}^N \left(\frac{E_{nt}}{E_{n0}} \right)^{W_n} \quad (3)$$

$$\sum_{n=1}^N W_n = 1, \quad \forall W_n \geq 0$$

⁴ I korthet innebär denna teori att exportörer aktivt håller tillbaka sina vinstmarginaler för att ta marknadsandelar.

⁵ Se McGuirk (1987)

⁶ Se Zanello & Desruelle (1997).

⁷ Ett problem med ett aritmetiskt index är att den procentuella förändringen av indexet beror av vilken bas man utgår från. Detta kan exemplifieras som att ett index, för två valutor som väger 50 procent var, ökar med 20 procent om dessa bägge valutor ökar med en enhet, från 5 till 6. Om ökningen i stället sker från 6 till 7 är indexökningen drygt 18 procent.

Den geometriska formen har ett antal fördelar som att den procentuella förändringen av denna indexform inte är känslig för vilken bas som väljs. Den geometriska formen är också önskvärd ur ett teoretiskt perspektiv då vikterna kan tolkas som elasticiteter, se exempelvis McGuirk (1987) för en diskussion om detta. Den geometriska formen är den absolut vanligaste och används av såväl de flesta centralbanker som andra aktörer. Den europeiska centralbanken ECB använder exempelvis denna form men vikterna ändras vart femte år för att ta hänsyn till eventuella förändringar i konkurrensförhållanden.⁸ För att undvika att indexet blir alltmer inaktuellt kan man därför använda rent tidsvarierande vikter. Indexet kan då skrivas som:

$$I_t^G = \prod_{n=1}^N \left(\frac{E_{nt}}{E_{n0}} \right)^{W_{nt}} \quad (4)$$

$$\sum_{n=1}^N W_{nt} = 1, \quad \forall W_{nt} \geq 0$$

där vikterna (W_{nt}) nu tillåts variera över tiden. Det tillkommer dock en del komplikationer med denna metod. En komplikation med den geometriska viktningen med varierande vikter gäller aggregering från dagsnoteringar till, exempelvis, månads- eller kvartalsuppgifter. Om indexet viktas geometriskt på dagsnoteringar och sedan aggregeras till månadsuppgifter ger detta inte samma resultat som om indexet konstrueras direkt på månadsgenomsnitt för de bilaterala valutakurserna. Denna skillnad är dock vanligen mycket liten. Indexet kan också ändra värde utan att de ingående valutakurserna förändras.⁹ Detta är inte nödvändigtvis fel men det är inte ovanligt att denna typ av indexförändring inte anses vara önskvärd. Ett enkelt sätt att komma runt detta problem är att konstruera ett kedjeindex:

$$I_t^G = I_{t-1}^G \times \prod_{n=1}^N \left(\frac{E_{nt}}{E_{n,t-1}} \right)^{W_{nt}} \quad (5)$$

$$\sum_{n=1}^N W_{nt} = 1, \quad \forall W_{nt} \geq 0 \quad I_0^G \text{ given}$$

⁸ Se Buldorini, Makrydakakis & Thiman (2002).

⁹ Detta inses då förändringen av index för N antal valutor kan skrivas som

$$\Delta \ln(I_t) = \sum_{n=1}^N [\Delta \omega_n^t \ln(vx_{t-1}^n) + \omega_n^t \Delta \ln(vx_t^n)].$$

Det är därmed möjligt att indexvärdet förändras även då valutan är oförändrad.

I detta fall inser man att viktförändringar inte påverkar indexvärdet så länge som valutakursförändringarna är noll. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve t.ex. använder denna metod.¹⁰

Det finns således olika sätt att konstruera växelkursindex men inget givet sätt att välja vilken konstruktion som är mest lämplig. De olika konstruktionerna som presenteras här har olika för- och nackdelar men man kan konstatera att de flesta index som centralbanker och andra organisationer publicerar är geometriskt vägda. Den vanligaste orsaken till detta är att en geometrisk viktning passar bättre in i ett teoretiskt ramverk och att det är lättare att tolka förändringar i ett index som inte är känsligt för vilken bas de bilaterala valutorna är uttryckta i. Valet mellan ett index som vägs i nivå eller i förändring är däremot inte självklart. Olika metoder tenderar att ge något olika effekter vilket illustreras med följande enkla exempel som hämtats från Ellis (2001).¹¹

TABELL 1. ETT EXEMPEL MED TVÅ LÄNDER MED VARIERANDE VIKTER DÄR INDEXBERÄKNINGEN BASERAS PÅ OLIKA METODER

Valutakurs		Vikt		Indextyp	
Land B	Land C	Land B	Land C	Vanligt geometriskt	Geometriskt kedjeindex
100,00	100,00	0,50	0,50	100,000	100,000
$100 \cdot (1,05)^1$	$100 / (1,05)^1$	0,60	0,40	100,981	100,981
$100 \cdot (1,05)^2$	$100 / (1,05)^2$	0,70	0,30	103,980	102,971
$100 \cdot (1,05)^3$	$100 / (1,05)^3$	0,60	0,40	102,971	103,980
$100 \cdot (1,05)^4$	$100 / (1,05)^4$	0,50	0,50	100,000	103,980

I tabell 1 visar jag ett enkelt räkneexempel för ett effektivt växelkursindex för land A där land B och land C ingår i indexet. Land A:s växelkurs mot land B antas depreciera trendmässigt med 5 procent medan växelkursen mot land C apprecierar i motsvarande mån. Vikterna är från början lika. Vikten för land B i indexet ökar först för att sedan gå tillbaka till utgångspunkten. Som tabellen visar kan de olika metoderna för indexberäkning teckna olika bilder av utvecklingen i termer av det effektiva växelkursindexet. I exemplet innebär ett kedjeindex att den viktade summan av förändringarna i växelkurserna tar ut varandra i slutperioden. Förändringen av indexvärdet i slutperioden är därför noll.¹² Det vanliga geometriska indexet har inte denna egenskap. På grund av viktförskjutningen

¹⁰ Se Loretan (2005).

¹¹ Se Ellis (2001).

¹² Förändringar i ett kedjeindex medför att indexförändringen för N antal valutor kan skrivas som

$$\Delta \ln(I_t) = \sum_{n=1}^N \{\omega_n^t \Delta \ln(v_{xt}^n)\}$$

då baseffekten av viktbyten korrigeras för.

den sista perioden faller indexvärdet tillbaka till utgångsläget i slutperioden. Av exemplet kan vi konstatera att de olika metoderna ger olika bilder av indexutvecklingen men det går inte att avgöra vilken konstruktion som är mest rättvisande. Man kan dock konstatera att centralbanker och andra aktörer som regel använder kedjeindexformen för att konstruera index med rörliga vikter.

Vilka index finns i dag och vad avser de att belysa?

Som tabell 2 visar har de flesta centralbanker ett index som i någon form baseras på vikter som banken själv beräknar. Det är även alltmer vanligt med tidsvarierande vikter. De flesta centralbanker beräknar vikter liknande den konkurrensviktningssprincip som utarbetats av IMF men oftast gör man vissa förenklingar av beräkningarna.

TABELL 2. EFFEKTIVA VÄXELKURSINDEX HOS CENTRALBANKER

Centralbank	Beteckning	Typ av viktsystem	Antal valutor	Ansvarig för viktberäkning	Andra anmärkningar
Federal Reserve Bank, USA	BROAD*	Konkurrensvägt, tidsvarierande vikter	26**	Egen kalkyl	Undergrupper beräknas
Bank of England	ERI	Konkurrensvägt, tidsvarierande vikter	Varierar	Egen kalkyl	Inkluderar även tjänstehandel i viktberäkningen
Norges Bank	TWI	Handelsvägt, tidsvarierande vikter	25	OECD	Även ett importvägt index tas fram
Bank of Canada	C-6***	Handelsvägt, konstanta vikter	6	Egen kalkyl	Dollarvikten större än 80 procent
Reserve Bank of Australia	TWI	Handelsvägt, tidsvarierande vikter	24	Egen kalkyl	Även import- och exportvägda index
Reserve Bank of New Zealand	TWI***	Handelsvägt, tidsvarierande vikter	5**	Egen kalkyl	Vikter avspeglar även ländernas BNP
Europeiska centralbanken	EER	Konkurrensvägt, uppdaterade vikter vart femte år	12	Egen kalkyl	Bredare index med 23 respektive 42 länder används också
Riksbanken	TCW	Konkurrensvägt, konstanta vikter	20	IMF	

* Två andra index (major currency index och other important trading partner (OITP) index) tas också fram.

** Euron räknas här som en valuta.

*** Tar även fram index baserade på total konkurrensviktning.

Effektiva växelkursindex för kronan finns i ett flertal former och tillhandahålls av ett flertal aktörer, däribland Riksbanken. Under den tidigare penningpolitiska regimen med fast växelkurs var det nödvändigt med ett officiellt riktmärke för kronans externa värde. Med flytande växelkurs är det

inte nödvändigt att ha ett officiellt index för kronans externa värde. Med flytande valutakurs är ett effektivt växelkursindex för kronan endast ett hjälpmedel i den ekonomiska analysen. Det kan därför vara intressant att titta på olika typer av index från tid till annan (se tabell 3).

TABELL 3. EFFEKTIVA VÄXELKURSINDEX FÖR KRONAN

Konstruktör	Beteckning	Typ av viktsystem	Antal valutor	Andra anmärkningar
Goldman Sachs	TWI	Konkurrensvägt, tidsvarierande vikter	24	Euroområdet räknas som en valuta
KI	KIX	Konkurrentvägt, tidsvarierande, vikter	29–32	Inkluderar råvaror
KI	Handelsviktade	Handelsvägda, tidsvarierande vikter	14–28	Omfattar export, import och s.k. tredjeland
OECD		Konkurrentvägt, tidsvarierande vikter	28	
BIS	BIS index	Handelsvägt, konstanta vikter	26	
IMF	TCW	Konkurrentvägt,	20–163	Uppdaterade vikter omfattar även råvaror och tjänster

För kronan tenderar konkurrentviktade index att dominera.

För kronan tenderar konkurrentviktade index att dominera. Många aktörer väljer att själva beräkna vikter vilket leder till skillnader mellan antalet länder som täcks in av respektive index och om vikterna tillåts variera över tiden eller inte. En relevant fråga i sammanhanget är om olika val av index skulle leda till olika slutsatser om kronans externa värde. Som jag redan nämnt är det främst av intresse att analysera reala effektiva växelkurser. För att jämföra två olika index kan det dock vara tillräckligt att analysera utvecklingen i det nominella indexet om båda index täcker in samma antal valutor/länder. I tabell 4 visas vikter för TCW-index enligt den gamla definitionen. Uppdaterade vikter för de ursprungliga länder som ingick i den gamla TCW-beräkningen och för ett utökat antal länder har tagits från Bayoumi, Lee & Jayanthi (2005). För jämförelsens skull redovisas också de senaste (preliminära) vikterna som Konjunkturinstitutet beräknat.¹³

Beträffande de ursprungliga TCW-länderna ser uppdateringen av IMF:s vikter ut att ge en minskad betydelse åt exempelvis Tyskland medan vikten för USA har ökat. Sammantaget kan man konstatera att det är en relativt liten skillnad mellan de vikter som Riksbankens TCW-index baseras

¹³ Se Erlandsson & Markowski (2006). De preliminära beräkningarna täcker in totalt 32 länder. Det nuvarande KIX som KI publicerar innehåller 29 länder.

TABELL 4. VIKTER

Land	Ursprunglig TCW	Uppdaterad TCW	Uppdaterad och utökad TCW	KI:s senaste KIX-vikter
Tyskland	22,28	17,56	15,43	16,97
Frankrike	7,15	8,29	7,29	6,85
Nederländerna	4,24	5,44	4,78	5,24
Italien	6,05	5,90	5,19	4,74
Finland	6,69	5,16	4,54	4,71
Belgien-Luxemburg	3,55	3,81	3,35	5,24
Spanien	2,48	3,25	2,85	2,93
Irland	0,77	1,69	1,49	1,35
Österrike	1,71	1,39	1,22	1,29
Portugal	0,93	0,81	0,71	0,64
Grekland	0,27	0,72	0,64	0,39
Storbritannien	11,56	10,34	9,09	7,52
Danmark	5,60	5,42	4,77	4,87
Polen			1,54	2,06
Tjeckien			0,57	0,81
Ungern			0,44	0,66
Slovakien			0,18	0,29
Norge	5,58	5,36	4,71	5,11
Schweiz	2,74	2,10	1,85	1,71
Turkiet			0,91	0,54
Island			0,12	0,09
Ryssland			0,88	1,66
Kanada	1,16	1,70	1,49	1,86
Mexiko			0,97	0,93
Brasilien			1,06	0,77
Japan	5,20	6,07	5,33	3,49
Kina			3,52	3,35
Sydkorea			1,31	1,27
Indien			0,59	0,81
Australien	0,27	1,11	0,98	0,90
Nya Zeeland	0,14	0,21	0,18	0,16
USA	11,63	13,67	12,02	10,81
Summa	100	100	100	100

på och de uppdaterade vikter som presenteras i Bayoumi, Lee & Jayanthi (2005) (se diagram 1).¹⁴

Däremot blir det lite större skillnad om man tar med fler länder. Skillnaden mellan att ta med 32 länder jämfört med de 20 länder som ingår i det TCW-index som Riksbanken använder framgår av diagram 2.

I detta utökade TCW-index ingår förutom de ursprungliga länderna Polen, Tjeckien, Ungern, Slovakien, Turkiet, Island, Ryssland, Mexiko, Brasilien, Sydkorea, Kina och Indien. Ett sådant nominellt index är ca 15 procent starkare än ett index som baseras på de ursprungliga TCW-länderna. Det är dock inte speciellt stor skillnad mellan index som använder samma

¹⁴ De vikter som används i beräkningen av TCW-index publicerades i Zanella & Desruelle (1997).

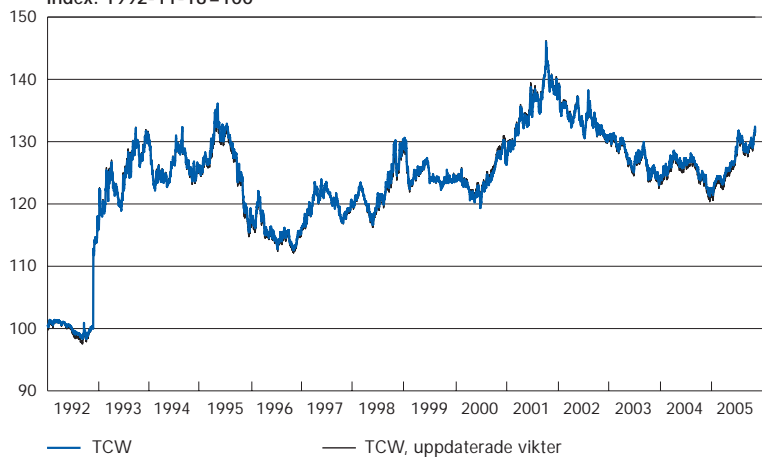
länder men olika källor för de vikter som används för att väga samman dessa länders valutor. Diagram 3 visar ett utökat TCW-index tillsammans med ett index som vägs ihop med Konjunkturinstitutets senaste (preliminära) beräkningar av KIX-vikter. Som framgår av diagram 3 är utvecklingen mellan dessa två index mycket lika. Den stora påverkan på den nominella indexutvecklingen ligger i antalet valutor som finns med i indexet.

Man kan dock inte dra slutsatsen att olika konstruktioner av vikter alltid skulle vara oviktigt för utvecklingen av ett växelkursindex. Handelsströmmar och produktionsförhållanden förändras dock trögt och ytterst blygsamt i förhållande till rörelser i relativpriser och nominella växelkurser. Det vanliga är därför att valet av vikter är av underordnad betydelse i utvecklingen för ett effektivt växelkursindex.

I diagram 1–3 har jag hittills endast visat utvecklingen för nominella effektiva växelkursindex. Som jag nämnt tidigare vid ett flertal tillfällen är det utvecklingen av den reala växelkursen som oftast är relevant för ekonomisk analys. Den stora skillnad som kan råda mellan två nominella index som omfattar olika antal länders valutor tenderar ofta att minska betydligt när man också beaktar utvecklingen för relativpriserna. Diagram 4 visar det reala effektiva växelkursindexet som baserats på de ursprungliga 20 länder som ingår i TCW-index och ett reallt effektivt index som baseras på de 32 länder som ingår i KIX. Vikterna i dessa båda index är dock hämtade från Bayoumi, Lee & Jayanthi (2005).

Även om det finns en viss skillnad mellan den reala utvecklingen enligt dessa bägge index är det inga stora skillnader. En slutsats är att skill-

Diagram 1. Nominella effektiva kronindex baserat på ursprungliga och uppdaterade TCW-vikter
Index: 1992-11-18=100

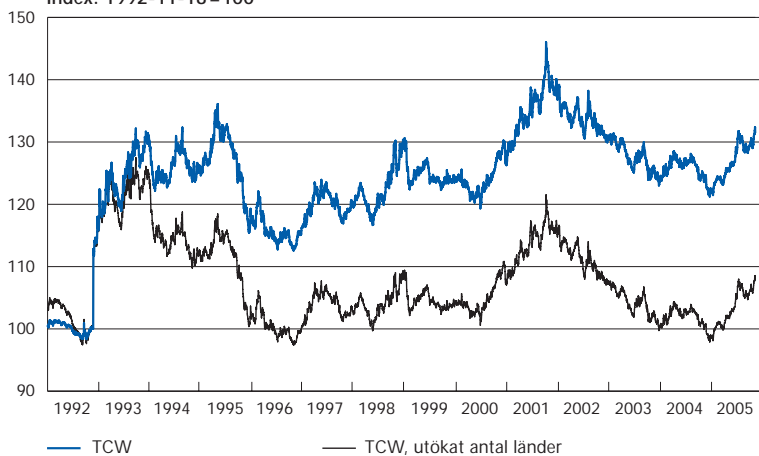


Anm. De underliggande bilaterala växelkurserna för kronan är beräknade med hjälp av krosskursen mot US-dollar.

Källor: Reuters, IMF och Riksbanken.

Diagram 2. Nominella effektiva kronindex baserat på uppdaterade TCW-vikter och olika antal länder

Index: 1992-11-18 = 100

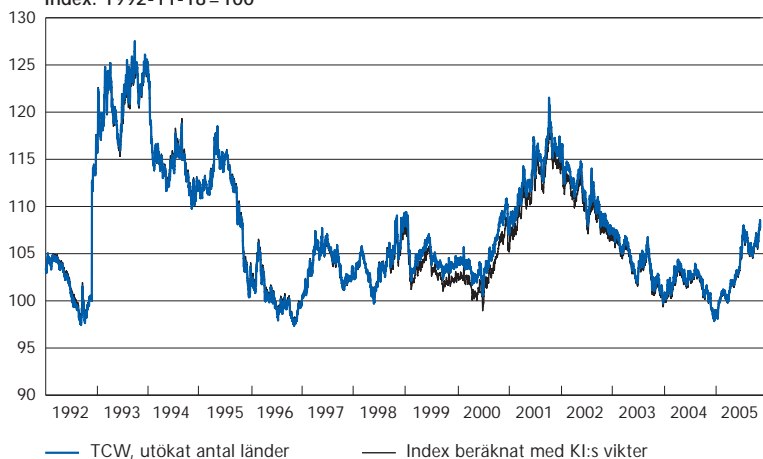


Anm. De underliggande bilaterala växelkurserna för kronan är beräknade med hjälp av krosskursen mot US-dollar.

Källor: Reuters, IMF och Riksbanken.

Diagram 3. Nominella effektiva kronindex baserat på uppdaterade TCW-vikter och på KI:s (preliminära) vikter

Index: 1992-11-18 = 100

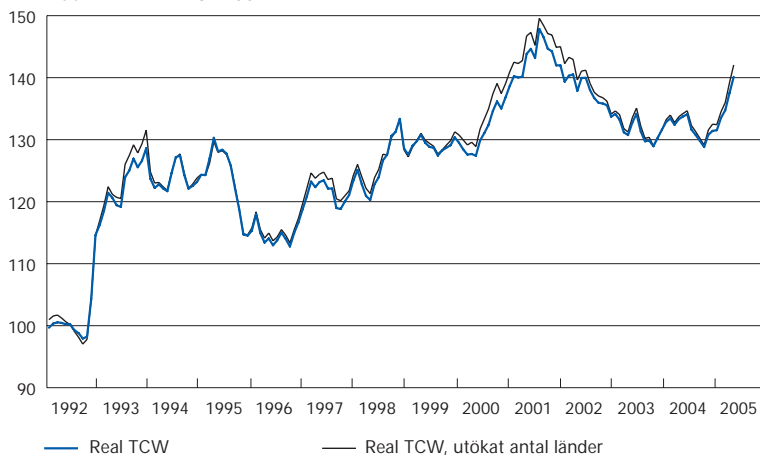


Anm. De underliggande bilaterala växelkurserna för kronan är beräknade med hjälp av krosskursen mot US-dollar. I indexet som använder KI:s vikter har den senaste beräkningen av vikter använts för hela perioden.

Källor: Reuters, IMF, Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

naden mellan de nominella indexen (se diagram 2) till största delen alltså beror på att de tolv länder som skiljer mellan dessa index samtidigt har haft en hög inflationstakt. I reala termer blir därför skillnaden betydligt mindre markant. Det är därmed tveksamt om ytterligare länder i ett effek-

Diagram 4. Reala effektiva kronindex baserat på uppdaterade TCW-vikter och olika antal länder
Index: 1992-11-18 = 100



Anm. De underliggande bilaterala växelkurserna för kronan är beräknade med hjälp av krosskursen mot US-dollar.

Källor: Reuters, IMF, OECD och Riksbanken.

tivt index för kronan skulle medföra att slutsatserna i en avgörande mening blir annorlunda beträffande kronans externa värde.

Avslutning

Bilden av kronans externa värde ändras inte i någon avgörande mening oavsett vilket index som analyseras.

Reala effektiva växelkursindex beräknas som regel för att säga något om ett lands konkurrensläge mot omvärlden. Bilaterala växelkurser viktas därför ihop så att de belyser betydelsen av olika länder som handelspartners. Det visar sig att det kan uppstå skillnader som framförallt beror på hur många länder som tas med i ett sådant index. Detta ser dock framförallt ut att ha att göra med skillnader i inflationstakter. Reala index uppvisar därför oftast en betydligt mindre skillnad oavsett hur många länder som tas med. Det kan vara intressant att arbeta med olika index, framförallt om det skulle ske stora förändringar i valutakurser för länder som för närvarande inte täcks i det befintliga TCW-index. I nuläget ändras dock inte bilden av kronans externa värde i någon avgörande mening oavsett vilket index som analyseras.

Appendix: Hur beräknas TCW vikter?

De flesta växelkursindex baseras på någon form av IMF:s metod, total konkurrensviktning (TCW), för att beräkna vikter. Det kan därför vara på sin plats att redogöra för hur IMF konstruerar vikterna. Metoden finns bland annat redovisad i Zanello & Desruelle (1997) och i Bayoumi, Lee & Jayanthi (2005) men vissa förtydliganden kan vara till hjälp. Utgångspunkten i IMF:s metod för att beräkna vikter för heterogena varugrupper är konstruktionen av en matris som beskriver inhemsk produktion och efterfrågan samt handelsflöden mellan k antal länder eller marknader. Den kan konstrueras så att varje rad i matrisen beskriver land i :s produktion som riktas till den inhemska marknaden och export till andra länder. Kolumnerna innehåller land i :s efterfrågan på inhemskt producerade varor och import från andra länder. Detta innebär naturligtvis att efterfrågan på inhemsk produktion är densamma som produktionen som riktas till den inhemska marknaden. Man kan nu normalisera elementen i denna matris så att summa export och produktion som riktas till den inhemska marknaden summerar till ett eller så att summa import samt inhemsk efterfråga på inhemsk produktion summerar till ett. Som regel brukar normaliseringen på import och inhemsk efterfrågan av inhemsk produktion kallas för s medan normaliseringen på export och produktion som riktas till hemmamarknaden kallas för w . Vi kan se det hela som att vi nu får två matriser enligt:

$$w = \begin{pmatrix} w_1^1 & w_1^2 & \dots & w_1^k \\ w_2^1 & w_2^2 & & \\ \vdots & & \ddots & \\ w_k^1 & & & w_k^k \end{pmatrix} \begin{matrix} \sum 1 \\ \vdots \\ \vdots \\ \sum 1 \end{matrix} \quad \text{och} \quad s = \begin{pmatrix} s_1^1 & s_1^2 & \dots & s_1^k \\ s_2^1 & s_2^2 & & \\ \vdots & & \ddots & \\ s_k^1 & & & s_k^k \end{pmatrix} \begin{matrix} \sum 1 & \dots & \dots & \sum 1 \end{matrix}$$

I den första matrisen beskriver diagonalelementen respektive lands andel av den produktion som riktas till hemmamarknaden och elementen utanför diagonalen beskriver den andel av produktionen (i form av export) som riktas till alla andra länder. I den andra matrisen beskriver diagonalelementen respektive lands andel av efterfrågan som riktas till inhemsk produktion och alla andra element den andel av efterfrågan som tillgodoses av import från andra länder. Då vi har normaliserat med olika bas (summa rader är inte nödvändigtvis detsamma som summa kolumner) är det viktigt att notera att $s_i^j \neq w_i^j$ i normalfallet.

Det finns olika uppställningar av formler för TCW-vikterna men den mest använda är att respektive vikt, land j :s vikt för land i , beräknas enligt:¹⁵

$$W_{ij} = \lambda_i^M MW_{ij} + \lambda_i^{BX} BXW_{ij} + \lambda_i^{TX} TXW_{ij}$$

där

$$MW_{ij} = \frac{s_j^i}{\sum_{k \neq i} s_k^i}$$

$$BXW_{ij} = \frac{w_i^j s_j^i}{\sum_{k \neq i} w_i^k s_k^i}$$

$$TXW_{ij} = \frac{\sum_{k \neq i, j} w_i^k s_j^k}{\sum_{k \neq i} w_i^k (1 - s_i^k - s_k^k)}$$

Vi kan konstruera de olika vikterna genom att vi definierar s_i^k som betecknar land i :s marknadsandel på marknad k och w_i^k som betecknar land i :s andel av utbudet på marknad k . Med hjälp av dessa definitioner kan vi definiera komponenten MW_{ij} som:

$$MW_{ij} = \frac{s_j^i}{\sum_{k \neq i} s_k^i}$$

Denna vikt är marknadsandelen för land j på marknad i . Land i :s egen andel av produktionen på marknaden i , dvs. landets hemmamarknadsproduktion, exkluderas så att dessa vikter (för j till k länder) summerar till ett. MW_{ij} är då det samma land j :s andel av den totala importen på marknad i . Denna vikt avser alltså att mäta den konkurrens som inhemska producenter möter på sin hemmamarknad i form av import.

Komponenten BXW_{ij} är den andel av produktionen i land i som säljs i land j med beaktande av landet i :s, relativa andel av försäljningen på sin egen marknad och definieras som:

$$BXW_{ij} = \frac{w_i^j s_j^i}{\sum_{k \neq i} w_i^k s_k^i}$$

Som ovan exkluderar vi land i :s egen produktion och egna marknadsandelar från beräkningarna så att vikterna (för j till k länder) summerar till ett. Länder vars andel av försäljningen på den egna marknaden som är relativt mindre än för andra länder kan betraktas som relativt mer öppna. Länder som är relativt mer öppna blir därför mindre viktiga än vad som

¹⁵ Se Zanello & Desruelle (1997) s. 29.

skulle vara motiverat baserat på rena exportandelar. Om alla länder har samma grad av öppenhet är denna vikt densamma som enkla exportandelar.

Den sista komponenten, TWX_{ij} , beskriver den s.k. tredjeländseffekten (även kallad för den dubbla exportvikten) och definieras som:

$$TWX_{ij} = \frac{\sum_{k \neq i,j} w_i^k s_j^k}{\sum_{k \neq i} w_i^k (1 - s_i^k - s_k^k)}$$

Denna komponent avser att fånga in betydelsen av den konkurrens som land i möter i form av export från land j på alla andra marknader. Exempelvis den konkurrens som svenska exportörer möter från Japan på den tyska och amerikanska marknaden. Komponentens beräknas som summan av land i 's produktion som går på export till alla andra länder (alla länder utom land j) med beaktande av lands j 's andel av den totala produktionen (i form av import från land j) som tillgodoser den totala efterfrågan i respektive land. Komponentens normaliseras så att den del av efterfrågan som tillgodoses av respektive lands egen produktion och i form av import från land i räknas bort.

Dessa komponenter måste man sedan vikta ihop med vikter som beräknas på följande sätt:

$$\begin{aligned} \lambda_i^M &= \frac{w_i^i (1 - s_i^i)}{\sum_k w_i^k (1 - s_i^k)} \\ \lambda_i^{BX} &= \frac{\sum_{k \neq i} w_i^k s_k^k}{\sum_k w_i^k (1 - s_i^k)} \\ \lambda_i^{TX} &= \frac{\sum_{k \neq i} w_i^k (1 - s_i^k - s_k^k)}{\sum_k w_i^k (1 - s_i^k)}. \end{aligned}$$

Nämnaren i dessa tre uttryck är gemensam och utläsas som summan av land i 's andel av produktionen i respektive land med beaktandet av den efterfråga i respektive land som inte tillgodoses av land i .

Täljaren i λ_i^M kan tolkas som andelen av land i 's produktion som riktas till hemmamarknaden med beaktande av den andel av efterfrågan som tillgodoses av importerade varor. Denna andel är därmed nära relaterad till hur stor del av produktionen som riktas till hemmamarknaden i förhållande till den totala produktionen. Täljaren i λ_i^{BX} är summan av de andelar av produktionen i land i som riktas till andra länder, med beaktande av andelen av respektive lands totala efterfråga på inhemskt producerade varor. Detta är därmed nära relaterat till andelen export av landet i 's totala produktion. Täljaren i termen λ_i^{TX} liknar den för λ_i^{BX} . I båda dessa termer förekommer summan av de andelar av produktionen i land i som riktas till

andra länder. Skillnaden är dock att i λ_i^{TX} beaktas respektive lands andel av den totala efterfrågan som inte riktas mot inhemskt producerade varor eller mot import från land i .

Referenser

- Bayoumi, N., Lee, N. & Jayanthi, N., (2005), "New Rates from New Weights", IMF Working Paper, 2005/99.
- Buldorini, N., Makrydakis, N. & Thiman, N., (2002), "The Effective Exchange Rate of the Euro", ECB Occasional Paper Series, No. 2.
- Ellis, L., (2001), "Measuring the Real Exchange Rate: Pitfalls and Practicalities", Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia.
- Erlandsson, M. & Markowski, A., (2006), "The effective exchange rate index KIX", Konjunkturinstitutet, Working Paper, (kommande).
- Goldman Sachs, (2004), "Updating the GS Trade-Weighted Indices", Global Markets Viewpoint, No. 04/45.
- Loretan, M., (2005), "Indexes of the Foreign Exchange Value of the Dollar", *Federal Reserve Bulletin*, winter.
- Lynch, B. & Whitaker, S., (2004), "The new sterling ERI", *Bank of England Bulletin*, winter.
- McGuirk, N., (1987), "Measuring Price Competitiveness for Industrial Country Trade in Manufactures", IMF Working Paper, 1987/34.
- Zanello, A. & Desruelle, D., (1997), "A Primer on the IMF's Information Notice System", IMF Working Paper, 1997/71.

Riksbanken inleder samarbete med externa forskare om växelkursers bestämningsfaktorer

Riksbanken har inlett ett samarbete med en rad externa forskare för att komplettera bankens löpande studier med en bredare och djupare analys av kronans utveckling och bestämningsfaktorer.

Resultatet av projektet kommer att redovisas under andra halvåret 2006. De externa forskare som hittills knutits till projektet är: Nicolas Coeurdacier och Philippe Martin, Université Paris-I-Panthéon-Sorbonne; Richard Friberg och Fredrik Wilander, Handelshögskolan i Stockholm; Galina Hale, Yale University; Ethan Kaplan, UC Berkeley och Institutet för internationell ekonomi vid Stockholms universitet; Philip Lane, University of Dublin samt Dagfinn Rime, Norges Bank.

Utgivning av minnesmynt 2006

Riksbankens direktion beslutade vid sammanträdet den 24 november 2005 att under 2006 ge ut ett minnesmynt som högtidlighåller 150-årsjubileet av den svenska järnvägen. Myntet kommer att ges ut i silver 200 kronor och guld 2 000 kronor.

Minnesmyntets utformning kommer att fastställas av riksbanksfullmäktige. Upplagor, försäljningspris och utgivningsplan för myntet fastställs av Riksbankens direktion.

Riksbanken växlar EU-betalning

Sveriges medlemskap i EU innebär månatliga betalningar till EU:s budget. Dessa görs i svenska kronor av den svenska staten och växlas till euro på valutamarknaden av en mottagande centralbank inom EU. Runt årsskiftet tenderar EU-beloppet att vara ovanligt stort samtidigt som likviditeten på valutamarknaden oftast är tunn. Mot bakgrund av detta har Riksbanken av marknadsvårdande skäl vid tidigare tillfällen växlat EU-beloppet. Betalningen vid årsskiftet 2005/2006 uppgick till 3,369 miljarder kronor. Riksbanken köpte även denna gång kronor mot euro. Transaktionen har ingen penningpolitisk betydelse. Valutaväxlingens effekt på likviditeten i bank-systemet neutraliserades av Riksbanken genom en s.k. FX-svapp.

Rapport om den internationella bostadsfinansieringsmarknaden

Olika faktorer, som ökat utbud av finansieringsmöjligheter och avreglering av lånemarknader, har bidragit till att kostnader för såväl långgivare som

låntagare har minskat på de globala bostadsfinansieringsmarknaderna under de senaste tio åren. Det visar en ny rapport "Housing finance in the global financial market". I rapporten analyseras utvecklingstendenser och drivkrafter på bostadsfinansieringsmarknaden för egna hem i 17 länder, däribland Sverige.

Rapporten har tagits fram av en arbetsgrupp med deltagare från 17 centralbanker ledd av vice riksbankschef Lars Nyberg. Arbetet har skett inom ramen för Committee on the Global Financial System, som är en underkommitté till BIS (Bank for International Settlements). Rapporten finns på BIS webbplats (www.bis.org).

Beslut om arbetsfördelning inom direktionen

Riksbankens direktion fattade den 2 februari 2006 beslut om arbetsfördelningen mellan direktionsledamöterna. Arbetsfördelning efter beslutet:

- Stefan Ingves är riksbankschef.
- Eva Srejber är förste vice riksbankschef och riksbankschefens ställföreträdare. Eva Srejber ansvarar för att lägga fram förslag till regler inom området tillgångsförvaltning.
- Lars Nyberg är vice riksbankschef och ansvarar för att lägga fram förslag till rapporter om finansiell stabilitet samt förslag till åtgärder avsedda att säkerställa stabiliteten och effektiviteten i betalningsväsendet.
- Kristina Persson är vice riksbankschef och ansvarar för att lägga fram förslag beträffande strategiska informations- och kommunikationsfrågor.
- Irma Rosenberg är vice riksbankschef och ansvarar för att lägga fram förslag till inflationsrapporter samt beslut om penning- och valutapolitiska åtgärder.
- Svante Öberg är vice riksbankschef och ansvarar för att lägga fram förslag till principiellt viktiga remissyttranden och fatta beslut i övriga remissärenden.

Direktionen är liksom tidigare kollektivt ansvarig för bankens verksamhet.

Riksbankens årsredovisning 2005

Riksbanken överlämnade den 13 februari 2006 årsredovisningen för 2005 till riksdagen. Riksbanken redovisar ett resultat på 3,3 miljarder kronor. Det positiva resultatet beror främst på ränteintäkter från valutareservens obligationsinnehav.

I årsredovisningen beskrivs de förändringar som gjorts beträffande Riksbankens roll i kontanthantering under perioden 1998–2005. Riksbanken bedömer att omstruktureringen kostat drygt 500 miljoner kronor mer än om verksamheten under perioden 1999–2004 drivits vidare på samma sätt som tidigare och därefter avvecklats. Förändringen har lett till en ny, från samhällsekonomiska synpunkter, mer rationell struktur för kontanthantering.

Riksbanksfullmäktiges beslut om vinstdisposition

Riksbanksfullmäktige lade den 13 februari 2006 i enlighet med riksbankslagen fram förslag om disposition av Riksbankens vinst räkenskapsåret 2005. Fullmäktige föreslår riksdagen att 5,3 miljarder kronor inlevereras till statsverket.

Enligt gällande riktlinjer ska 80 procent av det genomsnittliga resultatet – efter vissa justeringar men före bokslutsdispositioner – under de senaste fem åren inlevereras till statsverket. En detaljerad redogörelse för beräkningen av vinstdispositionen framgår av Skrivelse med förslag till disposition av Riksbankens vinst för räkenskapsåret 2005 samt Riksbanksfullmäktiges verksamhetsberättelse 2005 (2005/06:RB2).

Pernilla Meyersson ny informationschef

Riksbankens direktion utsåg den 17 februari 2006 Pernilla Meyersson till ny informationschef. Pernilla Meyersson efterträder Leif Jacobsson som tillträder en tjänst som rådgivare på bankens direktionssekretariat.

Pernilla Meyersson började på Riksbanken 1996 och kommer närmast från en tjänst som enhetschef på avdelningen för penningpolitik. Hon har tidigare arbetat som journalist på Sveriges Radios Eko-redaktion och på tidningen Affärsvärlden. Pernilla Meyersson tillträder tjänsten den 13 mars.

Riksrevisionens granskning av Riksbankens årsredovisning 2005

Riksrevisionen granskar varje år Riksbankens årsbokslut och årsredovisning. Riksbanken har mottagit Riksrevisionens granskningsrapport av bankens årsredovisning 2005. Revisionsberättelsen var enligt standardutformning vilket innebär att Riksrevisionen funnit årsredovisningen i allt väsentligt ge en rättvisande bild av verksamheten. Riksrevisionen har även tillstyrkt ansvarsfrihet för Riksbankens ledning. Rapporten går att ladda ned i sin helhet från Riksrevisionens webbplats (www.riksrevisionen.se).

Beslut om tre inflationsrapporter per år

Riksbankens direktion beslöt vid sammanträdet den 9 mars 2006 att publicera tre inflationsrapporter per år i stället för fyra. Antalet penningpolitiska sammanträden berörs inte utan kommer även i fortsättningen att vara sju till åtta per år.

Syftet med inflationsrapporten är, utöver att ta fram underlag för penningpolitiska beslut, att sprida kännedom om de bedömningar som Riksbanken gör och därmed göra det lättare för utomstående att följa och förstå penningpolitiken. Rapporterna ska också uppmuntra till diskussion kring penningpolitiska frågor.

Riksbanken introducerar nya, säkrare 50- och 1 000-kronorssedlar

Den 15 mars 2006 introducerade Riksbanken nya, säkrare 50- och 1 000-kronorssedlar. De nya sedlarna har i stort sett samma utseende som de äldre men har försetts med nya säkerhetsdetaljer som gör dem svårare att förfälska. De äldre versionerna av dessa sedlar är även i fortsättningen giltiga betalningsmedel.

På den nya 1 000-kronorssedeln kommer säkerhetsdetaljen "rörlig bild i streckat band" att finnas. När man vinklar sedeln rör sig bilden i det streckade bandet. Därutöver har både 50- och 1 000-kronorssedeln försetts med folieband och genomsiktsbild. Ytterligare information finns på Riksbankens webbplats (www.riksbank.se).

■ Kalendarium

- 2003-01-01 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 januari 2003 till 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 till 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 till 30 juni 2005 till 2 procent.
- 06-20 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 2,00 procent till 1,50 procent att gälla fr.o.m. den 22 juni 2005. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 0,75 respektive 2,25 procent.
- 06-30 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 juli 2005 till 31 december 2005 till 1,5 procent.

- 2006-01-01 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 januari 2006 till 30 juni 2006 till 1,5 procent.
- 01-19 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 1,50 procent till 1,75 procent att gälla fr.o.m. den 25 januari 2006. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 1,00 respektive 2,50 procent.
- 02-22 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 1,75 procent till 2,00 procent att gälla fr.o.m. den 1 mars 2006. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 1,25 respektive 2,75 procent.

■ Avgivna yttranden

Riksbankens direktion har sedan den 1 januari 2003 avgivit följande yttranden över betänkanden, utredningar och skrivelser.

- 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.
- 05-13 Yttrande över riksdagsförvaltningens remiss om lag om säkerhetsskydd i riksdagen och dess myndigheter (Dnr 030-3555-04/05). Avgivet till Riksdagsförvaltningen.
- 06-20 Yttrande över betänkandet "Reformerat system för insättningsgaranti", SOU 2005:16. Avgivet till Finansdepartementet.
- 07-15 Yttrande angående remiss av En utvecklad krisberedskap – Krisberedskapsmyndighetens (KBM) underlag inför 2005 års proposition om krisberedskap och KBM:s översyn av förordning (2002:472) om åtgärder för framtida krishantering och förhöjd beredskap. Avgivet till Försvarsdepartementet.

- 07-19 Yttrande över promemoria Vissa skattefrågor med anledning av ny aktiebolagslag, m.m. (Fi2005/3215). Avgivet till Finansdepartementet.
- 09-12 Yttrande över promemoria angående framskjuten tillämpningstidpunkt för nya värderingsbestämmelser i årsredovisningslagen (Ju2005/5758/L1). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 09-12 Yttrande över remissen Prospektansvar – slutbetänkande av Prospektutredningen (SOU 2005:18). Avgivet till Finansdepartementet.
- 09-12 Yttrande angående Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden (SOU 2005:58). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 09-27 Yttrande över remiss angående Föreskrifter och allmänna råd om intern riskklassificering (IRK) och föreskrifter om operativ risk (FI Dnr 05-5696-200). Avgivet till Finansinspektionen.
- 10-05 Yttrande över remissen Följdändringar med anledning av departementspromemorian Förenklade redovisningsregler med mera. (Ju2004/10672/L1) (Fi2005/4324). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-05 Yttrande över delbetänkandet "Säker information – förslag till informationssäkerhetspolitik" (SOU 2005:42) (Fö2005/1418). Avgivet till Forsvarsdepartementet.
- 10-10 Yttrande över remissen Förslag till ändringar och anpassningar av redovisningsföreskrifterna med anledning av verkligt värdeoptionen samt Redovisningsrådets normer (FI Dnr 05-191-250). Avgivet till Finansinspektionen.
- 10-17 Yttrande över remiss av Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning (Fi2005/4589). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-28 Yttrande över förslag till ändring av Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd FFFS 2003:10 om kapitaltäckning och stora exponeringar (FI Dnr 05-6089-200). Avgivet till Finansinspektionen.
- 11-04 Yttrande över remissen IFRS-anpassningar av redovisningsföreskrifterna för räkenskapsåret 2006 (FI Dnr 05-191-250). Avgivet till Finansinspektionen.
- 11-22 Yttrande över Riksdagsförvaltningens betänkande Införandet av vissa av budgetlagens bestämmelser för riksdagens myndigheter (2005/06:URFI). Avgivet till Riksdagsförvaltningen.

- 11-22 Yttrande över remiss Redovisning av FTA samt nya upplysningar i försäkringsföretag med verksamhet avseende tjänstepensionsförsäkring och om leasing i juridisk person (FI Dnr 05-191-250). Avgivet till Finansinspektionen.
- 11-22 Yttrande över departementspromemorian (Ds 2005:37) Bulgariens och Rumäniens anslutning till Europeiska unionen (UD2005/55166/ERS). Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 12-13 Yttrande över promemoria Konsumentskyddet inom det finansiella området (2005-09-12) (Fi2005/1958). Avgivet till Finansdepartementet.
- 12-15 Yttrande över promemorian om förlängning av övergångstiden för vissa finansieringsföretag (Fi2005/6048). Avgivet till Finansdepartementet.
- 12-15 Yttrande över promemorian Elektronisk ingivning till Bolagsverket (Ju2005/10549/L1). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 12-22 Yttrande över departementspromemorian Europakoooperativ (Ds 2005:45) (Ju2005/8848/L1). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 12-22 Yttrande över remiss angående promemoria om flytträtt för försäkringssparande (Fi2004/2598). Avgivet till Finansdepartementet.
- 12-22 Yttrande över slutbetänkande Informationssäkerhetspolitik – Organisatoriska konsekvenser (SOU 2005:71) (Fö2005/2204/CIV). Avgivet till Försvarsdepartementet.
- 2006-01-25 Yttrande över promemoria om inlösen av minoritetsaktier i försäkringsaktiebolag (Fi2005/6327). Avgivet till Finansdepartementet.
- 02-03 Yttrande över Utkast till Lagrådsremiss om auktorisation av värdetransportverksamhet. Avgivet till Justitiedepartementet.
- 02-13 Yttrande över remissen Tillsyn på Försäkringsområdet (SOU 2005:85). Avgivet till Finansdepartementet.
- 02-13 Yttrande över riksdagsstyrelsens framställning Riksdagen i en ny tid (framst. 2005/06:RS3). Avgivet till Konstitutionsutskottet.

■ Tabeller

- 1 Riksbankens tillgångar och skulder 91
- 2 Penningmängd 92
- 3 Av Riksbanken bestämda räntesatser 93
- 4 Kapitalmarknadsräntor 93
- 5 Dagslåne- och penningmarknadsräntor 94
- 6 Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar 95
- 7 TCW-index och kronans kurs mot vissa valutor 96
- 8 Effektiv nominell växelkurs – TCW-index 97

Aktuell statistik från Riksbanken redovisas även på Internet (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). 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
2004	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
	Maj	16 558	11 286	152 090	5 966	185 900
	Juni	18 730	4 955	165 709	3 158	192 552
	Juli	18 730	5 346	166 846	3 370	194 292
	Aug	18 730	4 781	167 749	3 107	194 367
	Sept	19 845	4 937	162 401	3 245	190 428
	Okt	19 729	5 194	163 605	3 359	191 887
	Nov	19 642	5 440	164 246	3 317	192 645
	Dec	22 235	9 601	173 158	3 594	208 588
2006	Jan	22 090	4 101	164 472	3 415	194 078
	Feb	21 916	3 521	168 897	3 256	197 590

SKULDER

		Utelöpande sedlar och mynt	Eget kapital	Skulder till penning-politiska motparter	Skulder i utländsk valuta	Övriga skulder	Summa
2004	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
	Maj	103 760	65 317	378	6 490	9 955	185 900
	Juni	105 489	55 813	153	5 421	25 676	192 552
	Juli	106 024	55 813	205	6 730	25 520	194 292
	Aug	105 600	55 813	117	6 864	25 973	194 367
	Sept	105 884	55 813	43	5 490	23 198	190 428
	Okt	106 063	55 813	17	6 367	23 627	191 887
	Nov	106 631	55 813	37	6 398	23 766	192 645
	Dec	111 075	55 813	250	12 956	28 494	208 588
2006	Jan	105 864	55 813	772	2 797	28 832	194 078
	Feb	105 083	55 813	47	6 785	29 862	197 590

2 Penningmängd

STOCKUPPGIFTER ULTIMO FÖR PERIODEN

		Miljoner kronor		Tolv månaders procentuell förändring		
		M0	M3	M0	M3	
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	1 115 315	Juni	2,6	0,8
	Juli	92 962	1 115 774	Juli	1,5	2,3
	Aug	94 355	1 126 201	Aug	1,1	1,5
	Sept	93 992	1 147 965	Sept	1,7	3,1
	Okt	93 657	1 149 198	Okt	1,4	3,1
	Nov	95 163	1 161 091	Nov	2,2	4,9
	Dec	98 239	1 171 218	Dec	-0,2	4,6
2005	Jan	95 017	1 159 637	Jan	2,1	4,5
	Feb	94 810	1 165 401	Feb	2,5	4,3
	Mars	95 494	1 156 486	Mars	3,3	3,6
	April	94 646	1 171 692	April	2,2	3,7
	Maj	95 314	1 185 822	Maj	2,5	4,7
	Juni	96 426	1 220 530	Juni	1,8	9,4
	Juli	96 316	1 205 762	Juli	3,6	8,1
	Aug	96 670	1 196 390	Aug	2,5	6,2
	Sept	96 655	1 212 644	Sept	2,8	5,6
	Okt	97 446	1 246 357	Okt	4,0	8,5
	Nov	97 778	1 244 371	Nov	2,7	7,2
	Dec	100 479	1 286 682	Dec	2,3	9,9

3 Av Riksbanken bestämda räntesatser

PROCENT

	Annonserings- datum	Ikraftträdande- datum	Repo- ränta	Inlånings- ränta	Utlånings- ränta	Period	Referens- ränta ¹
2003	03-18	03-19	3,50	2,75	4,25	2003:1hä	4,00
	06-05	06-11	3,00	2,25	3,75	2003:2hä	3,00
	07-04	07-09	2,75	2,00	3,50	2004:1hä	3,00
2004	02-06	02-11	2,50	1,75	3,25	2004:2hä	2,00
	03-31	04-07	2,00	1,25	2,75	2005:1hä	2,00
2005	06-21	06-22	1,50	0,75	2,25	2005:2hä	1,50
2006	01-20	01-25	1,75	1,00	2,50	2006:1hä	1,50
	02-23	03-01	2,00	1,25	2,75		

¹ 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	
		2 år	5 år	7 år	10 år	2 år	5 år
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
	Maj	2,20	2,72	3,10	3,34	2,35	3,05
	Juni	1,93	2,44	2,85	3,11	2,06	2,76
	Juli	1,88	2,40	2,81	3,06	2,01	2,71
	Aug	2,06	2,57	2,93	3,14	2,20	2,87
	Sept	2,06	2,50	2,82	2,98	2,21	2,76
	Okt	2,40	2,87	3,01	3,17	2,33	2,98
	Nov	2,60	3,08	3,22	3,39	2,51	3,20
	Dec	2,76	3,16	3,26	3,37	2,70	3,33
2006	Jan	2,76	3,12	3,21	3,33	2,68	3,30
	Feb	2,74	3,17	3,27	3,42	2,65	3,33

5 Dagslåne- och penningmarknadsräntor

MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		Reporänta	Dagslåneränta	Statsskuldväxlar			Företagscertifikat	
				3 mån	6 mån	12 mån	3 mån	6 mån
2003	Jan	3,75	3,85	3,65	3,64	3,65	3,90	3,88
	Feb	3,75	3,85	3,61	3,53	3,50	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	3,39	3,40	3,62	3,59
	Maj	3,50	3,60	3,26	3,14	3,13	3,43	3,37
	Juni	3,16	3,26	2,80	2,71	2,70	3,03	2,94
	Juli	2,82	2,92	2,70	2,63	2,68	2,87	2,82
	Aug	2,75	2,85	2,70	2,77	2,86	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	2,74	2,92	2,89	2,93
	Nov	2,75	2,85	2,73	2,80	2,93	2,88	2,93
	Dec	2,75	2,85	2,69	2,69	2,84	2,86	2,87
2004	Jan	2,75	2,85	2,60	2,57	2,64	2,77	2,74
	Feb	2,59	2,69	2,46	2,45	2,48	2,59	2,59
	Mars	2,50	2,60	2,27	2,23	2,28	2,43	2,40
	April	2,10	2,20	2,02	2,05	2,19	2,15	2,18
	Maj	2,00	2,10	2,00	2,11	2,24	2,15	2,23
	Juni	2,00	2,10	1,98	2,07	2,38	2,15	2,24
	Juli	2,00	2,10	1,99	2,03	2,31	2,15	2,24
	Aug	2,00	2,10	2,02	2,13	2,25	2,15	2,25
	Sept	2,00	2,10	2,00	2,13	2,27	2,15	2,26
	Okt	2,00	2,10	1,99	2,10	2,38	2,16	2,27
	Nov	2,00	2,10	1,99	2,06	2,29	2,14	2,25
	Dec	2,00	2,10	1,99	2,05	2,18	2,12	2,16
2005	Jan	2,00	2,10	2,00	2,02	2,10	2,10	2,12
	Feb	2,00	2,10	1,97	1,98	2,04	2,06	2,08
	Mars	2,00	2,10	1,97	1,99	2,08	2,06	2,07
	April	2,00	2,10	1,99	2,00	2,03	2,06	2,08
	Maj	2,00	2,10	1,90	1,86	1,86	2,02	2,01
	Juni	1,85	1,95	1,65	1,62	1,64	1,80	1,78
	Juli	1,50	1,60	1,48	1,49	1,56	1,60	1,60
	Aug	1,50	1,60	1,48	1,49	1,65	1,61	1,65
	Sept	1,50	1,60	1,47	1,52	1,71	1,62	1,67
	Okt	1,50	1,60	1,49	1,57	1,83	1,68	1,78
	Nov	1,50	1,60	1,51	1,57	1,92	1,68	1,78
	Dec	1,50	1,60	1,69	1,93	2,24	1,68	1,78
2006	Jan	1,56	1,66	1,83	1,96	2,24	1,68	1,78
	Feb	1,75	1,85	1,93	1,97	2,17	1,68	1,78

6 Internationella räntor och ränta på statsskuldväxlar

ENKEL ÅRSRÄNTA. MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		3-månadersplaceringar				6-månadersplaceringar			
		USD	EUR	GBP	SSVX ¹	USD	EUR	GBP	SSVX ¹
2003	Jan	1,27	2,76	3,88	3,65	1,29	2,69	3,87	3,64
	Feb	1,25	2,63	3,65	3,61	1,25	2,51	3,59	3,53
	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	3,39
	Maj	1,20	2,35	3,53	3,26	1,16	2,25	3,49	3,14
	Juni	1,03	2,09	3,55	2,80	1,00	2,02	3,48	2,71
	Juli	1,04	2,08	3,38	2,70	1,05	2,04	3,37	2,63
	Aug	1,05	2,09	3,43	2,70	1,11	2,12	3,52	2,77
	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	2,74
	Nov	1,08	2,10	3,88	2,73	1,17	2,17	4,07	2,80
	Dec	1,08	2,09	3,93	2,69	1,15	2,13	4,08	2,69
2004	Jan	1,04	2,03	3,96	2,60	1,10	2,06	4,11	2,57
	Feb	1,03	2,02	4,08	2,46	1,09	2,03	4,19	2,45
	Mars	1,02	1,97	4,21	2,27	1,07	1,95	4,34	2,23
	April	1,06	1,99	4,30	2,02	1,19	2,01	4,45	2,05
	Maj	1,16	2,03	4,44	2,00	1,44	2,08	4,63	2,11
	Juni	1,41	2,06	4,69	1,98	1,72	2,13	4,91	2,07
	Juli	1,54	2,06	4,77	1,99	1,80	2,13	4,93	2,03
	Aug	1,66	2,06	4,86	2,02	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	1,99	2,15	2,13	4,85	2,10
	Nov	2,24	2,12	4,77	1,99	2,42	2,16	4,81	2,06
	Dec	2,44	2,12	4,76	1,99	2,65	2,16	4,78	2,05
2005	Jan	2,60	2,10	4,75	2,00	2,85	2,15	4,77	2,02
	Feb	2,76	2,09	4,79	1,97	2,98	2,13	4,84	1,98
	Mars	2,95	2,09	4,87	1,97	3,21	2,14	4,95	1,99
	April	3,07	2,08	4,83	1,99	3,31	2,11	4,88	2,00
	Maj	3,19	2,07	4,78	1,90	3,42	2,08	4,78	1,86
	Juni	3,36	2,05	4,72	1,65	3,54	2,05	4,69	1,62
	Juli	3,56	2,08	4,56	1,48	3,78	2,09	4,47	1,49
	Aug	3,74	2,09	4,50	1,50	3,96	2,10	4,49	1,49
	Sept	3,84	2,09	4,50	1,47	3,98	2,11	4,47	1,52
	Okt	4,11	2,14	4,49	1,49	4,29	2,21	4,48	1,57
	Nov	4,29	2,31	4,53	1,51	4,49	2,44	4,54	1,57
	Dec	4,43	2,42	4,56	1,69	4,61	2,54	4,53	1,93
2006	Jan	4,57	2,45	4,50	1,83	4,69	2,60	4,49	1,96
	Feb	4,69	2,54	4,49	1,93	4,86	2,67	4,48	1,97

¹ Statsskuldväxlar.

7 TCW-index och kronans kurs mot vissa valutor

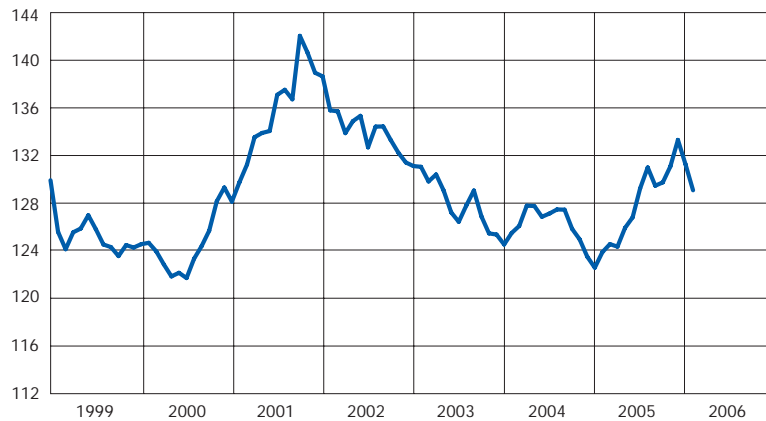
MÅNADSGENOMSNIITT

		TCW-index	SEK				
			EUR	GBP	USD	JPY	CHF
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
	Maj	126,6878	9,1942	13,4357	7,2482	0,0679	5,9511
	Juni	129,1463	9,2585	13,8466	7,6079	0,0700	6,0170
	Juli	130,9115	9,4284	13,7113	7,8281	0,0699	6,0507
	Aug	129,3670	9,3426	13,6266	7,6002	0,0687	6,0158
	Sept	129,6486	9,3367	13,7798	7,6215	0,0686	6,0279
	Okt	131,0017	9,4231	13,8250	7,8368	0,0683	6,0845
	Nov	133,2427	9,5663	14,0761	8,1082	0,0685	6,1906
	Dec	131,1811	9,4372	13,8967	7,9524	0,0671	6,0984
2006	Jan	128,9783	9,3180	13,5773	7,6951	0,0667	6,0131
	Feb	129,6175	9,3405	13,6678	7,8190	0,0664	5,9948

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 floden 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



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 bostadsinstituten 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 valutaoptioner 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 Mittlid 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
Kontantanvändningen 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 skatteavvikelser 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 betänkandet 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 Farelus</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 företagets 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
Basel II – nytt regelverk för bankkapital <i>Göran Lind</i>	2005:2
Penningpolitiska förväntningar och terminspremier <i>Jan Alsterlind och Hans Dillén</i>	2005:2
Riksbankens räntestyruing – penningpolitik i praktiken <i>Annika Otz</i>	2005:2
Dag Hammarskjölds insats som ekonom och ämbetsman i Sverige <i>Assar Lindbäck</i>	2005:3

Vägvalets tid. Dag Hammarskjöld och Riksbanken under 1930-talet <i>Hans Landberg</i>	2005:3
Ämbetsman eller politiker? Om Dag Hammarskjölds roll i fyrtiotalets svenska regeringspolitik <i>Örjan Appelqvist</i>	2005:3
Hammarskjöld, Sverige och Bretton Woods <i>Göran Ahlström och Benny Carlsson</i>	2005:3
Nationalekonomen Dag Hammarskjöld <i>Börje Kragh</i>	2005:3
De senaste tio åren – erfarenheter och slutsatser <i>Lars Heikensten</i>	2005:4
Penningpolitik och arbetslöshet <i>Villy Bergström och Robert Boije</i>	2005:4
The future relationship between financial stability and supervision in the EU <i>Eva Srejber och Martin Noreus</i>	2005:4
Den svenska marknaden för likviditetsutjämning <i>Pia Kronestedt Metz</i>	2005:4