



# Penning- och valutapolitik

2003:2

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

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

ANSVARIG UTGIVARE: LARS HEIKENSTEN

REDAKTION: STAFFAN VIOTTI, KERSTIN MITLID  
OCH INFORMATIONSAVDELNINGEN

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 från  
Information Riksbanken, 103 37 Stockholm.

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

Telefax 08-787 05 26.

Publikationen utkommer även i en engelsk version,  
Sveriges Riksbank Economic Review.



341 123  
Trycksak

# Innehåll

## ■ The use of market indicators in financial stability analyses 5

*Mattias Persson och Martin Blåvarg*

The Riksbank is to a growing extent using indicators based on prices from financial markets in the financial stability analysis. For the Riksbank's ongoing analysis of financial stability, the market-based indicators are an important addition and provide a reference point and a complement to the conventional analysis of the main categories of borrowers in the bank sector.

## ■ Kortbetalningar i Sverige 29

*Lars Nyberg och Gabriela Guibourg*

De nordiska länderna är flitiga kortanvändare, långt flitigare än genomsnittligt i Europa. Däremot används inte kontanter i någon större utsträckning. Sverige ligger dock efter i denna utveckling; vi gör färre korttransaktioner och använder mer kontanter än våra nordiska grannar.

## ■ Restposten i betalningsbalansen – ett problem? 40

*Gunnar Blomberg, Lars Forss och Ingvar Karlsson*

Betalningsbalansen är en statistisk redogörelse för samtliga ekonomiska transaktioner med utlandet där de reala och finansiella transaktionerna ska summera till noll. För att hantera brister i statistiken har man infört en restpost. Här redogörs för faktorer som bidrar till restposten samt hur restposten påverkar tolkningen av betalningsbalansen och annan ekonomisk statistik.

## ■ Särskilda dragningsrätter – ett smörjmedel 50

*Anna-Karin Nedersjö*

Internationella valutafondens särskilda dragningsrätter, SDR, har i globaliseringsdebatten seglat upp som en lösning på fattiga länders ekonomiska problem. Här beskrivs upprinnelsen till SDR och dess funktion och problematiken i SDR-debatten kommenteras.

## ■ Riksbankens yttrande över betänkandet Framtida finansiell tillsyn 64 SOU 2003:22

Riksbankens synpunkter på betänkandet Framtida finansiell tillsyn återges här. Göran Lind och Tomas Flodén på avdelningen för på avdelningen för finansiell stabilitet har författat yttrandet. Bakom remissyttrandet står samtliga direktionsmedlemmar.

## ■ Notiser 75

## ■ Kalendarium 79

- Riksbanken yttrar sig **81**
- Tabeller **85**
- Tidigare utgivna artiklar **94**

# ■ The use of market indicators in financial stability analysis

BY MATTIAS PERSSON AND MARTIN BLÅVARG

Financial Stability Department.

---

*In the financial stability analysis the Riksbank monitors the credit risk developments of the main borrowers in the Swedish banking system in order to assess the stability of the financial system. Indicators of credit risk and financial health are continuously evaluated and further developed within the Riksbank. In this paper we present some new indicators based on equity and bond markets that the Riksbank employ in its assessment. Furthermore, we also present some evidence of the usefulness of the indicators by looking at the Swedish banking crisis and analyse how the indicators reacted and behaved during the stressful period of time.*

## Introduction

Sveriges Riksbank is a non-supervisory central bank with an overall objective to promote a safe and efficient payment system. One of the major threats to payment system stability is bank failures. The Riksbank therefore monitors the stability of the banking system on an ongoing basis and presents its assessment of stability in the semi-annual Financial Stability Report which has two major parts.

The first part of the Financial Stability Report covers macroeconomic developments, in particular how the soundness of the banks' major borrowers – the household and corporate sectors – is developing. The indicators have mainly been either of a macro- or microeconomic nature. Market indicators can be used to analyse the corporate sector, but also to some extent the real estate sector – a sub-sector on which the Riksbank focuses specifically, because of its importance for banking system soundness.

The second part concerns analysing the soundness of the banking sector, mainly from an analysis of balance sheets and income statements. More recently, the Riksbank has started to make use of information from market prices to complement its regular analysis. Market information from prices on securities issued by banks can provide direct information on how market participants assess the risk in the banks.

**The Riksbank presents its assessment of stability in the semi-annual Financial Stability Report which has two major parts.**

**The first part covers macro-economic developments and in particular how the soundness of the banks' major borrowers is developing.**

**The second part concerns analysing the soundness of the banking sector, mainly from an analysis of balance sheets and income statements.**

This paper discusses the general view that the Riksbank has taken on the use of market information and on the indicators the bank has chosen to develop and use in its stability analysis.

## General features of market indicators

Market indicators have many attractive features, which distinguish them from other types of indicators, e.g. accounting-based indicators. Three such features are:

- Market indicators are forward-looking, while most other types of indicators, such as those based on national accounts or financial statements, are retrospective.
- They are frequently and immediately available; reliable prices can be updated daily and there is no time lag between the time they are generated and the time they are made public.
- Various methods exist for extracting information and calculating risk measures from market prices.

In the coming sections, we will present the methods and measures the Riksbank has chosen to use in its analysis and examine the reasons for doing so.

**The usefulness of market indicators relates to markets' abilities to assess risk correctly and to whether this adds something to the regular analysis.**

The main question concerning the usefulness of market indicators relates to markets' abilities to assess risk correctly and to whether this adds something to the regular analysis. Market prices incorporate the aggregate valuation of all publicly available information. This means that they provide a picture of the average view of a large number of market participants who invest a lot of effort in understanding what the accurate value of a particular security should be. It is not self-evident that central bankers or supervisors are better informed of the soundness of an institution than the investors' that invest in the institutions securities. Central bankers and supervisors need an information advantage to compensate for the collective knowledge of the well-informed traders of the securities markets.

Central bankers' and supervisors' information advantage comes from the fact that authorities are able to obtain proprietary information on any relevant institution through regulatory reporting or other supervisory measures. For the Riksbank, which mainly focuses on the four largest Swedish banks, this information advantage is not substantial. All four banks are traded on the stock exchange, where the requirements on financial statements are high, both in terms of frequency (quarterly) and

content. The information available from supervisory reporting or the monthly balance sheet statistics reported to the Riksbank does not add that much to the public reporting. Hence, the main advantage exists when there are events and possibilities to request special information from the institutions, for example when a particular industry experiences severe problems and information on exposures to that industry can be collected.

On the other hand, there are a number of reasons why markets may not always assess the available information correctly, at least with respect to the needs of the authorities, that is to obtain a picture of the risk in the relevant institutions.

Firstly, market prices may reflect other aspects than a valuation of an institution's ability to yield returns to investors. The most apparent aspect of this is liquidity. For many securities, variations in prices reflect variations in supply and demand factors, rather than changes in valuation of the prospects of future returns. Liquidity aspects may thus put a limit on which market indicators can be used for practical analytical purposes.

**Liquidity aspects may thus put a limit on which market indicators can be used for practical analytical purposes.**

Another reason why market information may become less useful is that the focus of investors may be different from that of the authorities, in particular when it comes to risk. The authorities are mainly interested in the risk of bank failures, which is normally a highly unlikely event. Investors may not have incentives to address this risk as strongly. There are arguments that this may be a problem both for debt instruments and equities, although for different reasons. For equities, limited liability for shareholders may lead to an upside focus by equity investors and little regard for potential losses. When it comes to debt instruments, particularly those issued by very large banks, there is always a likelihood of public support to debt holders should the bank run into problems. This holds true in particular for short-term debt, since investors think that they will receive support at least if a problem arises very suddenly. This is one of the main reasons why subordinated debt, which has low seniority in case of failure, has been discussed as the theoretically most attractive security to use for market indicators of bank risk. However, the problem with lack of risk focus should not be exaggerated. Even if investors may not have a reason to focus on extreme events such as sudden failures, they would be hurt by deterioration in earnings or substantial losses, and information of an increased likelihood of these events should prompt movements in market prices.

**Market information may become less useful because the focus of investors may be different from that of the authorities, in particular when it comes to risk.**

An additional, but related, reason why market information may have shortcomings in signalling risk is that banks are opaque. This opaqueness limits market participants' knowledge of a bank's risk profile. The Riksbank has frequent discussions in particular with analysts and end-investors in Swedish bank equity. These discussions show that investors have lit-

**An additional reason why market information may have shortcomings in signalling risk is that banks are opaque.**

tle more than aggregated measures of the credit portfolio, some retrospective measures of credit losses and some idea of the quality of credit management, as a means to assess the risk for credit losses in a particular bank. Thus, it is quite hard for market participants to successfully assess a bank's risks. On the other hand, investors tend to be quite quick at picking up even vague rumours of any deterioration in a bank's expected earnings. Fortunately, most of the recent academic research provides some reassurance concerning the reliability of bank equity market information. These findings suggest that banks are not harder for equity investors to value than non-financial firms (see for example Flannery et al. 2002).

**A final reason why there may be problems with risk assessments from market information is the issue of market overreactions or herding.**

A final, related reason why there may be problems with risk assessments from market information is the issue of market overreactions or herding. Markets are normally sensitive to bad news, and market prices tend to move strongly on these occasions.<sup>1</sup> When information that shows a large shift in risk for a bank reaches the market, it is questionable whether market prices really represent a fair valuation of the bank's risk. Moreover, the information often reaches the authorities at the same time, and they may be better situated to actually evaluate the importance of the particular information, by demanding qualifications from the bank itself.

**To improve our understanding of the behaviour of market-based indicators it is of paramount importance that the indicators are studied during stressful periods of time.**

In the empirical analysis concerning the use of market-based indicators, as with many early-warning models, we face an econometrical problem.<sup>2</sup> Market information seems to produce low type-I errors, that is, misclassifying problem banks as non-problem banks. However, the type-II error is probably larger, that is, they give warnings on occasions where there are no problems. To improve our understanding of the behaviour of market-based indicators it is thus of paramount importance that the indicators are studied during stressful periods of time and, if possible, also to use or analyse different market-based indicators.

**Firstly, obtaining empirical results is key. Secondly, market indicators should be used as a complement to the regular analysis.**

To sum up, for the Riksbank's purposes, market information has many attractive features as forward-looking, high-frequency, readily-available and information-intensive indicators. The caveats mean, however, that they need to be handled with caution. This leads to two important conclusions for the Riksbank. Firstly, obtaining empirical results is key. It is difficult to find out by any other means whether market information produces good indicators. As will be discussed in the following, empirical results seem to present quite strong evidence for some types of indicators,

<sup>1</sup> For a discussion on the mechanisms behind herd behaviour, see Sveriges Riksbank (2002).

<sup>2</sup> Early-warning models combine a set of bank-level financial indicators (balance sheet, income statement and market indicators), as well as other variables, often on the macroeconomic conditions, to make a prediction about the state of a bank. See Gilbert et al. (1999).



and this has been very important for the Riksbank's decision to make use of market indicators. Secondly, market indicators should be used as a complement to the regular analysis. They provide a benchmark for the regular internal analysis and a good starting point for evaluating it.

The rest of this paper discusses which indicators the Riksbank has chosen to develop and use. Generally, the Riksbank has focused strongly on equity-based rather than debt-based indicators. We therefore discuss our stances on these two general types of indicators separately.

In general, we base our reasoning on what indicators to use by looking at previous research and then focussing particularly on the Swedish circumstances that are relevant for evaluating whether or not a particular indicator would be useful for us. In particular, we evaluate the significance of any indicator on data from the Swedish banking crisis in the early 1990s. This is informative, since it is a real test of the markets' abilities to signal risk in a case where several banks actually became insolvent and also of the markets' abilities to distinguish the ones that actually failed from those who managed to survive. Since the Swedish banking crisis, debt and equity markets have undergone significant development, that is, new instruments and actors, higher trading volumes and a higher degree of internationalisation. If data from the Swedish banking crisis supports the use of market-based indicators for signalling bank fragility then, due to the developments of the Swedish and international financial markets, more recent data should be even more useful for signalling bank distress. In order to give the reader a reference to the timing of market reactions, the timeline of the crisis is described in the box below.<sup>3</sup>

We present indicators for six banks over the period of the crisis. During the period 1987 to 1994 there were eleven banks listed on the Swedish stock exchange. However, only six banks lived through the entire period. Therefore, we present the indicators, when data is available, for a total of six banks. Three of the banks can be classified as having been in a fragile situation during the banking crisis, namely, Gota Bank, Nordbanken and Skandinaviska enskilda banken, SEB. The other surviving banks are Östgöta Enskilda Bank, JP Bank and Svenska Handelsbanken, SHB. In addition, indicators for the four large banks in Sweden during 1997–2003: SEB, SHB, Nordea, NDA, (formerly Nordbanken) and FöreningsSparbanken, FSPA, (formerly Sparbanken Sverige) are presented.

**We present indicators for the six banks that lived through the entire period of the crisis, that is 1987 to 1994.**

<sup>3</sup> For a more detailed description of the crisis, see Dress & Pazarbasioglu (1998) or Andersson & Viotti (1999).

## The Swedish banking crisis

1990	The first problems in the financial system became apparent when the sector of finance companies suffered severe losses, and some companies suspended their payments. The finance companies were non-bank credit institutions, which to a large part funded loans to the real estate sector by issuing short-term commercial papers but also through bank funding. A substantial part of these companies reduced their businesses significantly or were liquidated. No government support was granted.
Autumn 1991	Nordbanken (the 3 <sup>rd</sup> largest bank at the time, owned to 75 per cent by the state) had incurred large credit losses. It needed a capital infusion of SEK 5 billion <sup>4</sup> to meet its capital adequacy ratio, which was provided predominantly by the state on 10 October.
Autumn 1991	Första Sparbanken (one of the major banks in the savings banks sphere) had also incurred severe losses, and turned to the government for aid. It received a guarantee of SEK 3.8 billion. This guarantee was used and turned into a loan in March 1992.
Spring 1992	The government took full control over Nordbanken on 8 May.
September 1992	It became apparent that Gota Bank, the 6 <sup>th</sup> largest bank, was insolvent. The major shareholder Gota AB refused to provide more capital. On 9 September, the government made a commitment to enable Gota Bank to honour their financial obligations. Later that autumn, the state took over the shares in Gota Bank. Gota AB suspended payments on 16 September.
September 1992	The currency crisis took place. The Riksbank intervened to defend the fixed exchange rate. After interventions in early September the crisis peaked on 16 September, when the marginal lending rate was raised first from 20 per cent to 75 per cent, and later the same day to 500 per cent.
September 1992	The general banking guarantee was presented by the government on 24 September. The state guaranteed all liabilities, but not equity, in Swedish banks.
Autumn 1992	The capital injections one year earlier to strengthen Nordbanken had not been sufficient, and the bank was reconstructed.
November 1992	The Riksbank left the fixed exchange rate regime on 19 November and the krona was allowed to float.
December 1992	SEB, the largest Swedish bank at the time, notified the government that it would probably need government assistance. An application was made on 17 February 1993, but the owners withdrew it later, after they managed to obtain a capital injection.

<sup>4</sup> 1 EUR = 9 SEK and 1 USD = 8 SEK.

1993

Bank problems were revealed to a further extent and support was given to several banks: Nordbanken, Foreningsbanken and Sparbanken Sverige, the result of a merger in 1992 of the larger savings banks. This meant that four large Swedish banks (rank 3 to 6) received support. The two largest, SEB and Handelsbanken, however, benefited from the general banking guarantee.

## Market indicators of bank risk

### MARKET INDICATORS BASED ON DEBT INSTRUMENTS

The most commonly used measure of risk where bond markets are concerned is the bond spread. The bond spread is defined as the difference in yield on an x-year bank's bond and a risk-free government bond of similar duration or maturity. Bondholders care more about the downside risk, since bondholders do not gain from increased risk-taking but face an increased likelihood of losses when the risks increase. In particular, spreads from subordinated bonds have a number of attractive features as an indicator. Holders of subordinated debt have more to lose in case of failure due to the low level of seniority and, hence, a greater incentive to monitor the issuer's risk. Bond spreads, and particular spreads on subordinated debts, should increase with increased asset risk and leverage and declining profitability. However, if the authorities are expected to support a failed bank this would probably result in downward bias on, both the size of and change in, the bond spread over time.

Academic research on how well bond prices reflect banks' risk has mainly looked at the relationship between the bond spread and other measures of default risk. In many cases, results based on US data before the early 1990s showed a weak to nonexistent relationship.<sup>5</sup> One explanation that has been put forward for the weak relationship is that investors during that time believed that bank regulators were implicitly following a too-big-to-fail policy.<sup>6</sup> They also found some evidence that pricing behaviour changed at the end of the 1980s and that investors were able to differentiate between individual banking firms' credit risk. A recent study by Evanoff & Wall (2001) found that subordinated debt spreads were better than reported capital ratios at predicting banking problems. In a European context, Sironi (2000) analysed the information content of subordinated debt spreads for European banks. The results showed that holders of subordinated debt rationally discriminated between the risk profiles of private banks, and that the risk sensitivity of

**The most commonly used measure of risk where bond markets are concerned is the bond spread.**

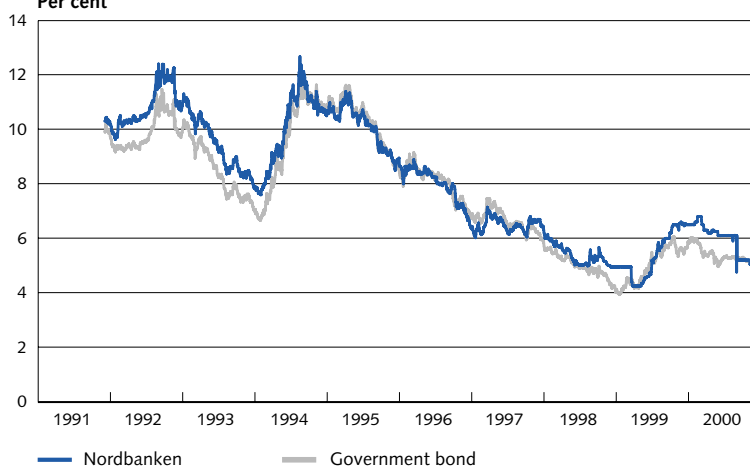
**To use the subordinated debt spread as an indicator of the health or risk of Swedish banks, it is important that the bonds are traded in a relatively liquid market.**

<sup>5</sup> See Flannery (1998) for a survey.

<sup>6</sup> See Flannery & Sorescu (1996).

spreads increased during the 1990s. Gropp, Vesala & Vulpes (2002) found that the bond spreads of European banks signalled problems up to six months before a bank went into financial distress. In the study, financial distress was proxied by Fitch/IBCA financial strength ratings downgraded to C or below. All major banks in Sweden issue subordinated debt and most issues are placed in Sweden or in the Eurobond market. However, not all issues are listed on an exchange, and in order to use the subordinated debt spread as an indicator of the health or risk of Swedish banks, it is important that the bonds are traded in a relatively liquid market. If only quotes are available or the market is illiquid, then the spread will also incorporate a liquidity premium.<sup>7</sup> Figure 1 displays the ask yield for a subordinated debt issued by Nordbanken, and traded on SOX, a part of the Stockholm stock exchange, as well as a government bond with a similar maturity for the period 1991–2001. The correlation between the two bonds is quite high and the spreads seems to vary over time (see Figure 1). The continuous data series and high volatility of the yields give the impression of actively traded securities. However, a closer scrutiny of the data reveals that the actual number of trades is very low; the average number of daily trades for the subordinated debt issued by Nordbanken during the period August 1999 to December 2001 is less than one.<sup>8</sup> Thus, the market for subordinated debt in Sweden cannot be characterised as

**Figure 1. Yields for bank subordinated debts and a government bond 1991–2000**  
Per cent



Note: Closing daily ask yield for subordinated debts issued by Nordbanken and a government bond, both with a maturity of ten years.

Sources: SIX Trust and the Riksbank.

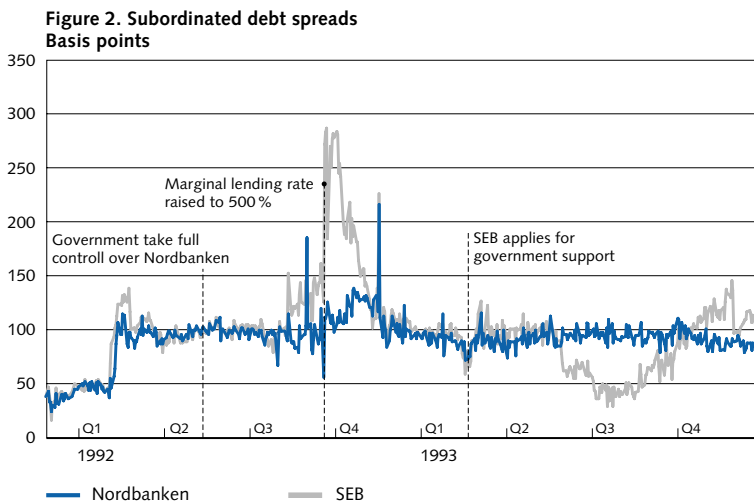
<sup>7</sup> The liquidity premium is probably correlated with the credit risk component of the spread, but this unclear spread will complicate the analysis of how much information is present in the spread concerning bank risk.

<sup>8</sup> Statistics are available only from 1999 onwards.

liquid. A consequence of bad liquidity is that movements in spreads may be the result of changes in liquidity rather than credit risk. Hence, the information contained in spreads is probably indistinct.

Figure 2 displays the spread between the yields on the subordinated debts issued by Nordbanken and SEB for the period 29 November 1991 to 30 December 1993, which is during the Swedish banking crisis. The spreads of the subordinated debts are highly correlated over the period and the average spread over the period is similar between the banks (see Figure 2). The average spread for SEB over the period is 97 basis points, and for Nordbanken 91 basis points.<sup>9</sup> As mentioned above, both Nordbanken and SEB can be classified as being in fragile situations during the banking crisis; nevertheless the difference in average spread between the two banks over the period is very small. In fact, it seems like the spreads are driven more by the general interest level and macroeconomic factors than credit risk (see Figure 2). The largest fluctuations in the spreads take place during the currency crisis in September 1992. It is interesting to note that the spread for SEB increases much more than for Nordbanken during the currency crisis. This may reflect the fact that Nordbanken was under government control and/or that the market considered the credit portfolio of SEB to have a higher exchange rate exposure. The liquidity is, as mentioned above, poor. Actual trading occurs on average in about 50 per cent of the trading days. Hence, it is not surpris-

At present, the debts issued by Swedish banks do not seem liquid enough to be of use in the stability analysis, that may however, change in the future.



Note: Daily spreads between subordinated debts issued by SEB and Nordbanken and a government bond of similar maturity.

Sources: SIX Trust and the Riksbank.

<sup>9</sup> The average spread for a subordinated debt issued by Föreningsbankernas Bank, with the same maturity and issued during the same period as the bonds in Figure 2, was during the period in Figure 2 equal to 103 basis points.

ing that the spreads do not seem to exhibit any difference between the banks. The Riksbank is, however, like everybody else attracted by the prospects of using subordinated debt spread as market indicators. But at present, the debts issued by Swedish banks do not seem liquid enough to be of use in the stability analysis. This may change in the future, however.

#### EQUITY-BASED MARKET INDICATORS

**The equity market in Sweden is in general a liquid marketplace, and the four largest banks belong to the group of stocks with the highest daily turnover on the Stockholm stock exchange.**

The equity market in Sweden is in general a liquid marketplace, and the four largest banks are traded frequently and belong to the group of stocks with the highest daily turnover on the Stockholm stock exchange. Markets are transparent and relatively information-intensive, with many market participants and a strong focus on the individual companies. Stock prices are more likely to incorporate new information faster than the bond market due to the fact that stocks are traded much more frequently than bank or corporate debt. An advantage of the use of stock market data is that the quality is better than debt market data. An additional advantage is the larger quantity of available stock data as compared to debt market data. As mentioned above, empirical results from the use of different market-based indicators are essential in the process of incorporating them into the stability analysis. Hence, when the Riksbank decided to incorporate market-based indicators into the financial stability analysis, the stock market was the first to be considered.

**Equity prices are simple indicators that can be used to compare the development between different banks.**

#### Equity prices

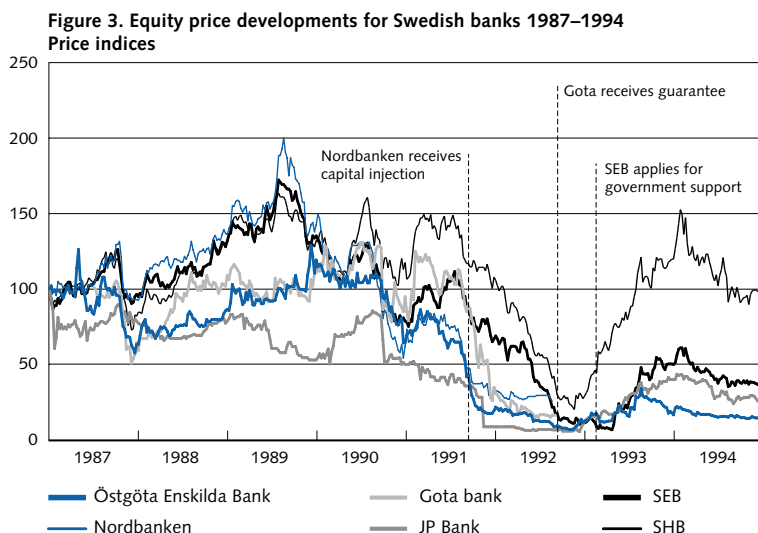
Equity prices are simple indicators that can be used to compare the development between different banks. The notion that central banks and regulatory authorities could use information from stock prices was first put forward by Pettway (1980). Pettway found, in a small sample of US banks, that stock returns of banks destined for failure signalled problems almost 38 weeks before regulators began their examination process which led to the bank being classified on the problem bank list. A more recent empirical study found that stock prices are relatively more efficient in reflecting firm-specific information than bond prices.<sup>10</sup>

Although the main appeal of using stock prices is that the data is readily available, one shortcoming is that the link between stock prices and default risk is not absolutely clear. Stock prices should reflect the discounted value of all future dividends and an increase in the future profitability of the bank should increase the value of equity today. Likewise, a

<sup>10</sup> See Kwan (1996).

decrease in the future profitability should lead to a lower value of equity today. Hence, there is no unambiguous link between stock prices and default risk, because movements in bank stock prices are driven also by other factors besides default risk. Figure 3 shows equity prices (re-scaled) for a sample of Swedish banks for the period 1987 to 1994 on a weekly basis. The equity prices for all six banks fell dramatically during the banking crisis (see Figure 3). However, it seems that the failed banks fell well in advance as compared to the non-failed banks during the crisis.

**There is no unambiguous link between stock prices and default risk, because movements in bank stock prices are driven also by other factors besides default risk.**



Note: Equity prices are re-scaled and adjusted for splits and dividends.

Sources: SIX Trust and the Riksbank.

A further step is to analyse whether stock prices contain any signals about bank health that can be discerned by looking at stock returns instead of the price levels. In order to analyse if there were differences in returns between the banks that ran into problems during the Swedish banking crisis and those that did not, we constructed two value-weighted portfolios. The first portfolio contains the banks that *survived* the banking crisis, that is, the portfolio includes Östgöta Enskilda Bank, JP Bank and SHB. Portfolio 2 consists of the *failed* banks, that is, Gota Bank, Nordbanken and SEB. Summary statistics of the annualised weekly returns for the two portfolios during the period January 1987 to December 1989 are displayed in Table 1. During this period there is no significant difference between the two portfolios, the annualised mean returns are the same but the volatility of portfolio 1, the surviving banks, is higher than the volatility of portfolio 2, that is, the portfolio of *failed* banks (see Table 1).

**A further step is to analyse whether stock prices contain any signals about bank health that can be discerned by looking at stock returns instead of the price levels.**

**TABLE 1. SUMMARY STATISTICS OF VALUE-WEIGHTED PORTFOLIO RETURNS  
JANUARY 1987 TO DECEMBER 1989**

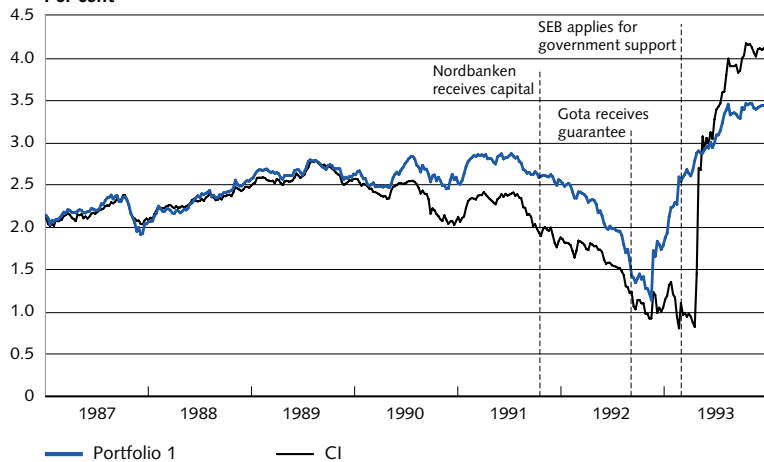
	Portfolio 1	Portfolio 2
Mean return	0.15	0.15
Standard deviation	0.24	0.21

Note. Annualised mean returns and annualised standard deviation of weekly stock returns. Portfolio 1 consists of Östgöta Enskilda Bank, JP Bank and SHB. Portfolio 2 includes Gota Bank, Nordbanken and SEB. Both portfolios are value-weighted.

In order to analyse if there were any differences between the two portfolios, we computed the cumulative weekly returns for the two portfolios (see Figure 4). The cumulative returns of the two portfolios are similar over the period up to 1990, but then the two curves start to diverge. Thus, it appears that the equity returns in the value-weighted portfolio of *failed* banks developed completely differently after 1990. Hence, it seems like the market priced the two portfolios differently after 1990. If the market were able to distinguish the more risky portfolio from the less risky portfolio, then a higher discount rate for portfolio 2 would, *ceteris paribus*, result in lower returns for portfolio 2 as compared to portfolio 1. It is also obvious that the two curves are close to each other during the autumn 1992, which probably reflects not only the currency crisis but also the fact that the crisis had become systematic and that the market realized that at this time.

In order to test if there are any significant differences in the cumulative returns between *survived* banks and *failed* banks, we calculate the difference in cumulative returns between portfolio 1 and the cumulative

**Figure 4. Cumulative weekly returns for portfolio 1 and portfolio 2 1987–1993  
Per cent**



Note: Cumulative weekly returns for portfolio 1 (Östgöta bank, JP Bank and SHB) and portfolio 2 (Gota, Nordbanken and SEB).

Sources: SIX Trust and the Riksbank.

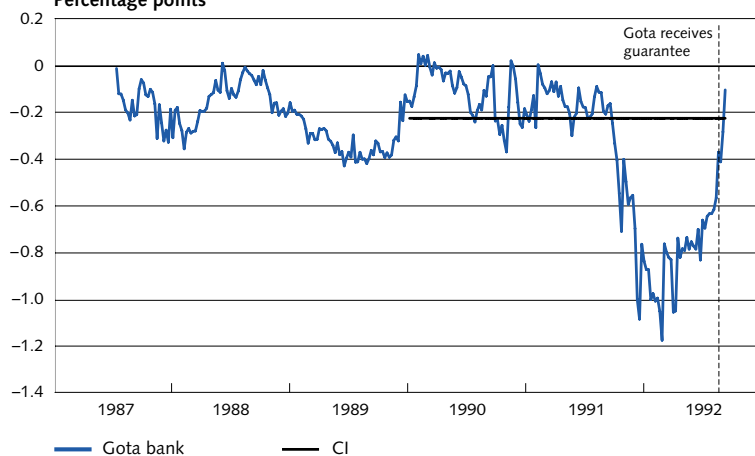


returns of each bank stock in portfolio 2. That is, we calculate the difference in the cumulative weekly return between portfolio 1 and Nordbanken, and likewise for Gota Bank and SEB. This is done since the event window is overlapping for the banks that went into a distressed period during the Swedish banking crisis. The overlapping event window implies that the individual securities are correlated in the cross section and hence, the distributional results for abnormal returns are not applicable.<sup>11</sup> Hence, in order to obtain an estimate of the standard deviation of the difference in weekly cumulative returns we estimate the standard deviation for the difference over a period that can be classified as "normal". The standard deviations of the cumulative weekly return difference between bank *i* and portfolio 1 is estimated for the period January 1987 to December 1989 using the weekly observations, during this period the developments of the two portfolios were similar with almost identical mean returns and standard deviation (see Table 1 and Figure 4).

Figure 5 shows the cumulative weekly return difference between Gota Bank and portfolio 1, that is, the portfolio of non-failed banks. The dotted line shows the lower confidence interval on the 95 per cent level. The cumulative weekly return difference between Gota Bank and portfolio 1 is quite volatile over the period; still the difference between the two is significantly different up to 112 weeks before the bank received the guarantee. Thus, it seems like the returns signal a difference between Gota Bank and portfolio 1 well in advance of the crisis. Figure 6 shows the cumulative weekly return difference between Nordbanken and port-

**It seems like the returns signal a difference between Gota Bank and portfolio 1 well in advance of the crisis.**

**Figure 5. Cumulative weekly return difference between Gota bank and portfolio 1**  
Percentage points



Note: CI denotes the critical value on the 5 per cent level.

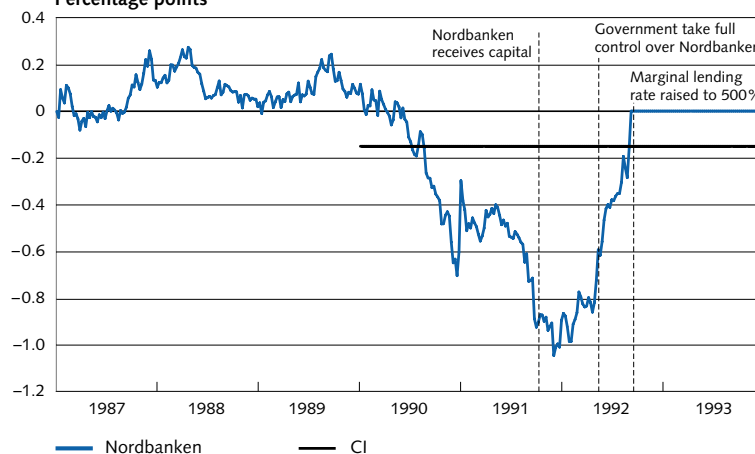
Sources: SIX Trust and the Riksbank.

<sup>11</sup> See Campbell, Lo & MacKinlay (1997).

folio 1, and Figure 7 the cumulative return difference for SEB. The cumulative return difference between Nordbanken and portfolio 1 is positive before the middle of 1990, thereafter the return turns downwards and turns to negative during January 1990. In fact, the return difference is significant for Nordbanken in July 1990, more than one year in advance of the capital injection during the autumn 1991.

For SEB, the difference is significant from June 1990, that is, well in advance of the fragile situation (see Figure 7). Thus, the difference is sig-

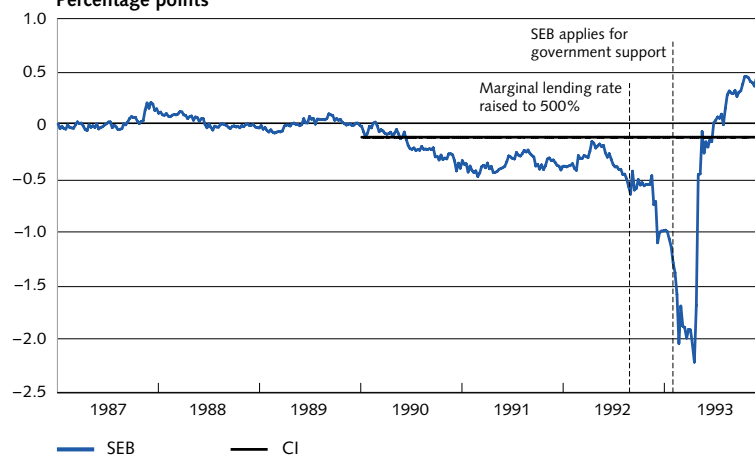
**Figure 6. Cumulative weekly return difference between Nordbanken and portfolio 1**  
Percentage points



Note: CI denotes the critical value on the 5 per cent level.

Sources: SIX Trust and the Riksbank.

**Figure 7. Cumulative weekly return difference between SEB and portfolio 1**  
Percentage points



Note: CI denotes the critical value on the 5 per cent level.

Sources: SIX Trust and the Riksbank.

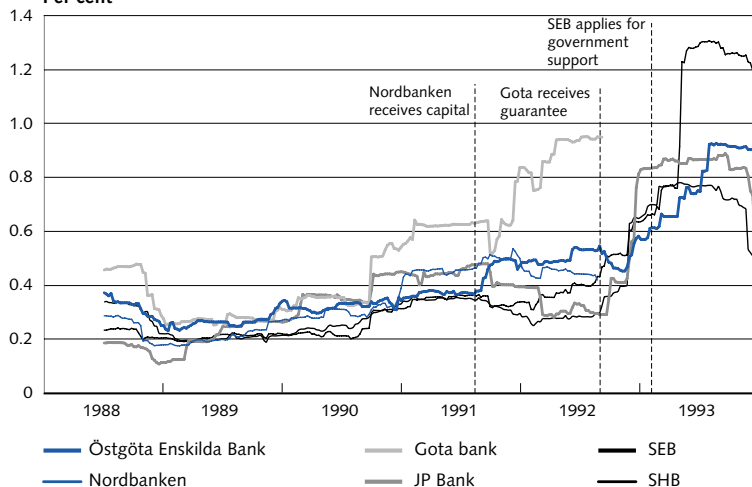
nificant almost three years in advance of the application for government assistance. Hence, stock returns of failed banks developed much differently as compared to non-failed banks before and during the actual banking crisis occurred. Even if all banks had negative returns during the period, the differences in cumulative returns are significant well in advance of the crisis. Stock returns signal significant differences between *failed* and *non-failed* banks up to almost three years in advance. Therefore, it seems like the market to some degree discounted the banks differently, and were able to distinguish more fragile banks from more healthy banks. Our results are well in line with, for example, Elmer & Fissel (2001) who also find that stock returns can help forecast bank failures in the US. Berger, Davies & Flannery (2001), find that supervisory assessments are generally less accurate than equity market indicators in anticipating changes in financial performance, such as earnings, except when the supervisory assessments are based on a very recent inspection.

For SEB the difference is significant almost three years in advance of the application for government assistance.

A further effort in extracting information from the stock market looks beyond the price level and focuses on the volatility of stock returns. Since stocks are residual claims on the bank's assets, the volatility in stock returns contains information about the banking firm's asset risk. An increased asset risk would lead to increased stock price volatility. The annualised volatility of the stock returns based on a 50-week estimation period is shown in Figure 8. The volatility of the banks that later went into a distressed situation is, on average, higher than the volatility of the banks that survived. Furthermore, it is evident that the volatility of banks destined for failure is

It is quite evident that the volatility of banks destined for failure is higher than non-failure banks well in advance of the crisis.

**Figure 8. Annualised volatilities 1988–1993**  
Per cent



Note: Annualised volatility of stock returns based on a 50-week rolling estimation period.

Sources: SIX Trust and the Riksbank.

higher than non-failure banks well in advance of the crisis, and the largest changes in volatility during the period 1990 to 1993 occurs for banks that went into a distressed situation during the banking crisis, thus indicating a difference in default risk between failing and non-failing banks.

The results are well in line with the results in Persson (2003). Persson finds a significantly higher volatility for banks destined for failure during the Nordic banking crisis up to two years before the actual failure, as compared to the volatility of non-failed banks.

Volatility is one of the main market-based indicators used today by the Riksbank in its financial stability analysis.

Volatility is one of the main market-based indicators used today by the Riksbank in its financial stability analysis. Today, we are also able to further improve and extend our volatility estimates since the four large banks have options traded on their stocks. If we use option prices we can improve our estimates by calculating the implied volatilities from the option prices. Implied volatility does not inform us completely about bank risk in the sense of probability of default. Rather it provides us with a measure that reflects the market's view regarding the volatility of the market value of equity, which in turn reflects the market's view of the volatility of a bank's assets. Nevertheless, since asset volatility is directly related to default risk, this indicates that implied volatilities are an important dimension of a bank's default risk. Swindler & Wilcox (2002) find that implied volatilities contain information over and above that contained in stock returns and subordinated debt yields. Hence, implied volatilities both improve our volatility estimates and give us additional information.

The implied volatilities are calculated from exchange-traded put and call options.

The implied volatilities are calculated from exchange-traded put and call options, and only options with at least five days to the exercise date are incorporated in our implied volatilities. Options with a shorter time period than five days left are excluded in order to assure that the estimated volatility is not based on options with no trading. The average implied volatilities for the four large banks for 1999 to 2003 are displayed in Table 2. The implied volatilities are themselves quite volatile over the period. It is interesting to note that the market consistently, during the sample, discounts a higher volatility for both SEB and Nordea.

**TABLE 2. AVERAGE IMPLIED VOLATILITIES 1999–2003**  
PER CENT

	SEB	SHB	Nordea	FSPA
1999	41.73	32.71	40.52	37.00
2000	34.23	30.21	37.45	30.88
2001	32.90	28.13	34.15	30.97
2002	38.03	30.43	41.36	31.37
2003	44.88	33.03	50.42	36.14

Note. Average implied volatilities based on daily implied volatilities. The average Implied volatilities for 2003 are based upon data until 7 April.

A further improvement in extracting information from market prices is based on option-pricing theory, and treats the equity as a call option on the company. This approach relies on the fact that under limited liability, equity is equivalent to a call option on the issuer's assets. With the analogy to options, the technology of option pricing can be brought to bear, and information on investors' implicit views of risk can be extracted from stock prices. Merton (1974) first shows that equity can be modelled as a call option on the assets of the firm, that is bank, with an exercise price equal to the total book value of the debt. The shareholders do not receive anything if the face value of debt at maturity exceeds the market value of assets. Otherwise, they receive the difference between market value of equity and debt. The market value of equity therefore is

$$MV_{Equity} = \max[MV_{Asset} - Debt, 0]$$

Thus, option-pricing theory can be applied to derive the market value of assets and the volatility of assets from the observed market value of equity ( $MV_{Equity}$ ), volatility of equity ( $\sigma_E$ ) and the Debt (D). By applying the standard formula of Black & Scholes (1973), the market value of equity can be valued as:

$$MV_{Equity} = MV_{Asset} N(d_1) - De^{-r} N(d_2)$$

$$\sigma_E = \frac{MV_{Asset}}{MV_{Equity}} N(d_1) \sigma_{Assets}$$

Where  $N(\bullet)$  represents the cumulative normal distribution,  $r$  the risk free rate of return and  $t$  the time to maturity of the debt. The approach taken by the Riksbank is similar to the one proposed in Gropp et al. (2002). We work out the market value of assets and volatility of assets from the observed equity value, total debt and the volatility of equity.<sup>12</sup> Using these estimated parameters we obtain the future probability distribution of asset to liability ratio and the implied probability of default. The measure we use as an indicator is the distance-to-default, which indicates the number of standard deviations from the default point at maturity.

As inputs into the calculations we use the monthly market value of equity, and equity volatility is estimated as a moving average of the standard deviation of daily returns. The moving average is used in order to reduce noise in the volatility estimates.<sup>13</sup> The time to maturity of the debt structure is set equal to one year. During the period 1980 to 1995

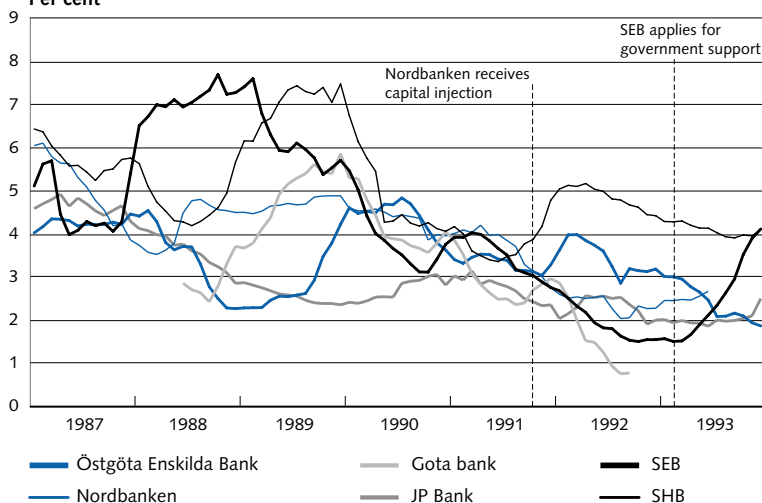
<sup>12</sup> A non-linear goal optimizing routine in Matlab is used to solve for  $MV_{Assets}$  and  $\sigma_{Assets}$ .

<sup>13</sup> The calculations are highly dependent on the estimated volatility, and it might be better to estimate a parametric model of the volatility.

The distance-to-default seems to signal increased fragility and, furthermore, is able to distinguish between failing and non-failing banks.

the monthly balance sheet data delivered to the Riksbank from the banks was used to obtain the monthly total debt of the banks. Total debt is actually biased downwards, since the debt from the the banks' subsidiaries are excluded. Figure 9 displays the distance-to-default during January 1987 to December 1993. The distance-to-default for the banks, who reached a fragile situation during the Swedish banking crisis, started to fall in 1990, whereas the distance-to-default for SEB had already started to fall in February 1989. The consistently low value for JP bank is driven by a low value of market value of equity to total debt and a high volatility. In general, the distance-to-default for *failed* banks signals problems before the problems were realized. It should be noted that the Riksbank does not use the distance-to-default as a level measure, rather we concentrate on changes in the distance-to-default. The reason behind this is that we think changes are more informative than levels. Furthermore, it is hard to have a priori opinions on what a reasonable level should be. The major changes in the distance-to-default in Figure 9 occur mainly in banks that came into a distressed situation during the banking crisis. For SEB the distance-to-default started to decline as early as 1989, almost four years before the bank applied for state support, while for Gota Bank the decline in the distance-to-default, that is, the increased probability of default, started in early 1990, almost two years before the bank received state support. Hence, the distance-to-default seems to signal increased fragility and, furthermore, is able to distinguish between *failing* and *non-failing* banks.

**Figure 9. Distance-to-default for Swedish banks during the Swedish banking crisis**  
Per cent



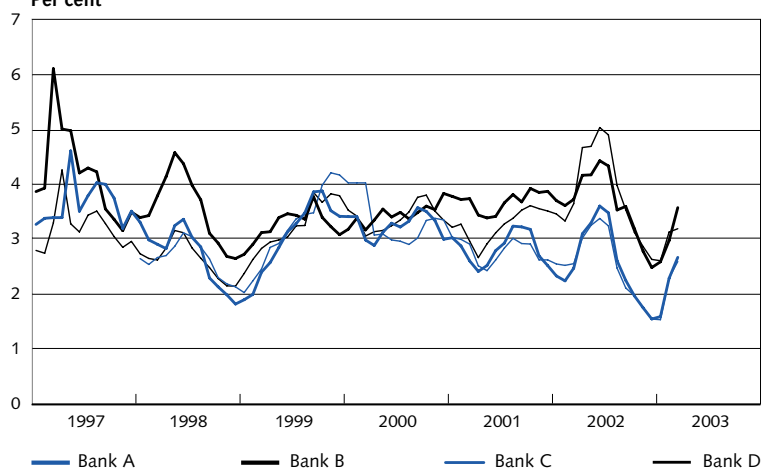
Note: A lower value indicates a higher probability of default.

Source: The Riksbank.

Today, the Swedish banks' subsidiaries have grown in importance, in particular through cross-border mergers. This means that we cannot use the balance sheet data of the parent bank, since the stock price reflects the asset risk in the group as a whole. The total debts in the banks are therefore obtained from the banks' quarterly reports. The quarterly observations of total debts are then converted to monthly observation through interpolation. The distance-to-default for the four large banks today is presented in Figure 10. The distance-to-default for the banks is quite stable over the years. Two banks are more risky according to the indicator, Bank A and Bank C, as compared to the other two banks. This observation could also be seen in the implied volatilities above. Thus, there seems to be a consistency between the two measures, and both measures signal an increased risk in the banking sector since autumn 2002. The change in levels between Figure 9 and Figure 10 is explained by the fact that different sources and different aggregation levels are used in the calculations of total debt. Figure 9 is based on the monthly reported balance sheet data, where subsidiaries are excluded, while in Figure 10 total debt is based on the quarterly reported balance sheet for the holding company.

Both measures signal an increased risk in the banking sector since autumn 2002.

**Figure 10. Distance-to-default 1997–2003**  
Per cent



Sources: Bloomberg and the Riksbank.

## Market indicators of corporate sector risk

As mentioned in the introduction, the Riksbank uses market indicators not only for banks, but also for the corporate sector. This, of course, is done in order to obtain the markets' assessment of the risk in the corporate sector, which should reflect the corporate sector risk in the credit portfolios of the banks. In order to assure consistency in the work on incorpo-

rating market-based information in the financial stability analysis, we use the same type of market-based indicators on the corporate sector. One difference is that the analysis of the corporate sector is targeted at industries rather than at individual companies. Still, it is important to recognize that market-based indicators only reflect the risk in a limited number of larger companies, since a large proportion of the companies in the banks' portfolios do not issue bonds and do not have stocks traded on the stock exchange. However, the corporate bond and stock market reflects the market view and expectations of the larger companies, which should also implicitly reflect to some degree the expectations of an industry as a whole, and possibly also lead the development of the non-listed companies in a particular industry.

**A first measure of the risk in the corporate sector is obtained from credit spreads on corporate bonds.**

A first measure of the risk in the corporate sector is obtained from credit spreads on corporate bonds. The market for corporate bonds is more liquid than the market for subordinated debt, but the number of issuers is still quite small. In order to obtain a more forward-looking measure of the markets' expectations of the risk in the corporate sector, we use also the equity market. Through the equity market we use the issued options and calculate implied volatilities based on a broad Swedish stock market index, OMX. The credit spreads and implied volatilities are complemented by the use of a measure similar to the distance-to-default measure used for banks. Moody's KMV has commercially implemented a variant of the options-based model based on the same theory as the distance-to-default measure. Crosbie (1999) describes the Moody's KMV approach, in which the Expected Default Frequency, EDF, credit measure serves as a summary measure of default risk. The EDF is a measure of the implied default risk for a company or indices based on both equity and accounting figures. In essence, the EDF measure for a firm represents an estimate of the percentage of firms in the same financial condition that historically defaulted on an obligation within the next twelve months. We use KMVs EDF credit measure on industry indices in order to measure and follow developments of the credit risk on an aggregated industry level.

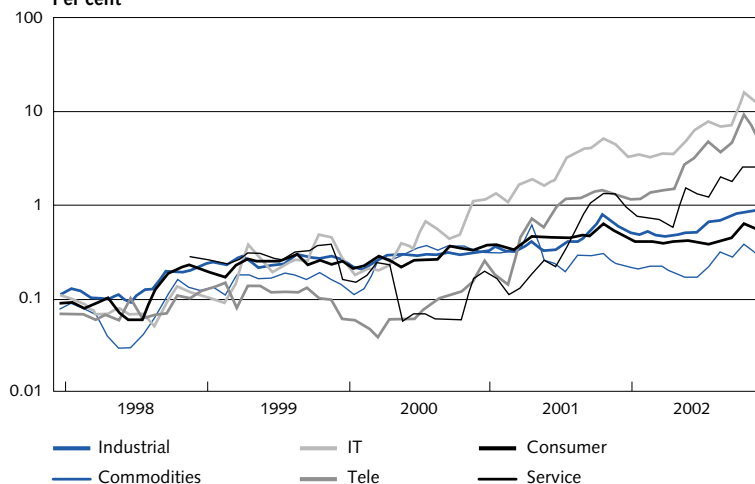
**The risk has increased in general during 2002, and in particular in the telecommunication and IT sectors.**

Figure 11 displays the EDFs for seven broad indices on the Swedish stock market. The risk has increased in general during 2002, and in particular in the telecommunication and IT sectors. The observation from Figure 10, that the risk in the banks has increased in the latter part of 2002, could be a consequence of increased risk in the corporate credit portfolio. The fact that the banks' distance-to-defaults move in the same direction, in general and as expected, implies that further knowledge behind what drives the distance-to-defaults for banks can probably be obtained by also looking at a similar measure for the corporate sector. It should be noted, however, that the consistency between the corporate



sector signals and their impact on the Swedish banks and the signals from market-based indicators have not yet been fully analysed, although this approach is now under development at the Riksbank.

**Figure 11. EDFs for seven industries 1997–2002**  
Per cent



Note: Equally weighted indices constructed using Affärsvärldens industry indices and in logarithmic scale.

Sources: KMV Corporation and the Riksbank.

## Conclusions

The Riksbank's view is that market information contains a lot of information about risks in banks and in the corporate sector. Empirical studies generally show that market indicators can signal increased risk efficiently and well in advance of the occurrence of events such as rating downgrades or actual failures. More specifically, a check of the indicators from the period of the Swedish banking crisis indicates that markets signalled the coming problems before the public debate began to focus on them. In essence, the markets give the right signals, and the information they provide is not redundant. For the corporate sector analysis, market indicators make it possible to follow the risk-level in particular industries and to make comparisons between different national markets, without in-depth knowledge of any one of these.

For the Riksbank, market indicators are important as a complement and a reference point for the conventional analysis. If markets signal that the level of risk in a particular bank or an industry is increasing, the Riksbank can compare this signal with its own assessment. If there is a big difference, it is necessary to evaluate the reasons behind this more profoundly.

**The Riksbank's view is that market information contains a lot of information about risks in banks and in the corporate sector.**

**For the Riksbank, market indicators are important as a complement and a reference point for the conventional analysis.**

Type-II errors seem to exist when looking at market indicators. This is another reason why it may be difficult to use them without evaluating them against the conventional analysis. However, in establishing any early-warning system, the desire is to minimise the misclassification of problem banks as non-problem banks (type-I error). To obtain classification information early, we should be willing to accept a higher type-II error (classifying non-problem banks as problem banks) to gain a lower type-I error. Additionally, the type-II misclassification error would only place healthy banks under closer inspection and analysis. This, of course, entails some cost. However, if only a few non-problem banks are misclassified the gain from early knowledge and early classification of potential problem banks would enhance the analysis further.

**The Riksbank has chosen mainly equity-based indicators because of the better quality of data.**

The Riksbank has chosen mainly equity-based indicators because of the better quality of data, in particular when it comes to liquidity, and the absence of too-big-to-fail problems with banks. The evidence from Swedish data gives strong support for this standpoint.

The main indicators that the Riksbank makes use of at present are:

- implied volatilities (for banks and the corporate sector),
- distance-to-default (for banks) and
- KMV EDFs on the level of industries (for the corporate sector).

The use of market indicators at present in the Riksbank can be seen as quite low, but they are expected to grow in importance when they have been tested for a longer period.

## ■ References

- Andersson, M. & Viotti, S., (1999), "Managing and Preventing Financial Crises", *Sveriges Riksbank Quarterly Review*, no. 1.
- Berger, A., Davies, S. & Flannery, M., (2001), "Comparing Market and Supervisory Assessments of Bank Performance: Who Knows What and When?", *Journal of Money Credit and Banking*, 32, pp. 641–667.
- Black, F. & Scholes, M., (1973), "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, 3, pp. 637–654.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. & MacKinlay, A. C., (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, New Jersey.
- Crosbie, P., (1999), "Modelling Default Risk", KVM LLC, January.
- Dress, B. & Pazarbasioglu, C., (1998), "An Overview of the Nordic Banking Crisis – Pitfalls in Financial Liberation?", Occasional Paper 161 IMF.
- Elmer, P. J. & Fissel, G., (2001), "Forecasting Bank Failure from Momentum Patterns in Stock Returns", *Manuscript*, Federal Deposit Insurance Corporation.
- Evanoff, D. & Wall, L., (2001), "Sub-Debt Yield Spreads as Bank Risk Measures", *Journal of Financial Services Research*, 19.
- Flannery, M., (1998), "Using Market Information in Prudential Bank Supervision: A Review of the U.S. Empirical Evidence", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30, pp. 275–305.
- Flannery, M., Kwan, S. & Nimalendran, M., (2002), "Market Evidence on the Opaqueness of Bank Assets", *Working paper*, University of Florida.
- Flannery, M. & Sorescu, S., (1996), "Evidence of Bank Market Discipline in Subordinated Debenture Yields: 1983-1991", *Journal of Finance*, 4, pp. 1347–1377.
- Gilbert, R. A., Meyer, A. P. & Vaughan, M. D., (1999), "The Role of Supervisory Screens and Econometric Models in Off-Site Surveillance", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Nov/Dec, pp. 31–56.
- Gropp, R., Vesala, J. & Vulpes, G., (2002), "Equity and Bond Market Signals as Leading Indicators of Bank Fragility", *Working Paper No. 150*, European Central Bank.

- Kwan, S., (1996), "Firm-Specific Information and the Correlation between Individual Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 63–80.
- Merton, R., (1974), "An Analytical Derivation of the Cost of Deposit Insurance and Loan Guarantees", *Journal of Banking and Finance*, 1, pp. 3–11.
- Persson, M., (2003), "Stock Market Indicators of Bank Fragility: Evidence from the Nordic Banking Crisis", *Manuscript*, Sveriges Riksbank.
- Pettway, R., (1980), "Potential Insolvency, Market Efficiency, and Bank Regulation of Large Commercial Banks", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15, No. 1, pp. 219–236.
- Sironi, A., (2000), "Testing for Market Discipline in the European Banking Industry: Evidence from Subordinated Debt Spreads", *Finance and Economics Discussion Series No. 2000–40*, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Sveriges Riksbank, (2002), Financial Stability Report, no. 1.
- Swindler, S. & Wilcox, J. A., (2002), "Information about Bank Risk in Option Prices", *Journal of Banking and Finance*, 26, pp. 1033–1057.

# Kortbetalningar i Sverige

AV LARS NYBERG OCH GABRIELA GUIBOURG

Lars Nyberg är vice riksbankschef och Gabriela Guibourg är verksam på avdelningen för finansiell stabilitet.

*De nordiska länderna är flitiga kortanvändare, långt flitigare än genomsnittligt i Europa. Däremot används inte kontanter i någon större utsträckning. År 2000 gjordes i Norden i snitt 64 kortbetalningar per capita medan genomsnittet för EU låg på 33. Samma år var den genomsnittliga kontantanvändningen i Norden, mätt som mängden kontanter i omlopp i förhållande till BNP, något högre än 3 procent medan snittet för EU var 4,6 procent. Sverige ligger dock efter i denna utveckling; vi gör färre korttransaktioner och använder mer kontanter än våra nordiska grannar.*

Marknaden för elektroniska betalningar har under de senaste 10–15 åren vuxit snabbt i de flesta industriländer. Flera länder, men inte alla, har också uppvisat en fortsatt nedgång i kontantanvändningen. I vilken utsträckning elektroniska betalningar ersatt kontanter kan ge en grov bild av den tekniska effektiviteten i respektive lands betalningssystem.

**Marknaden för elektroniska betalningar har under de senaste 10–15 åren vuxit snabbt i de flesta industriländer.**

## Utvecklingen av kort och andra icke kontanta betalningar

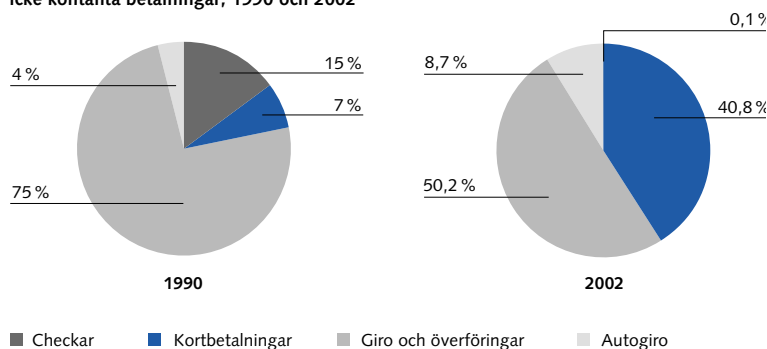
Olika betalningsinstrument används för olika typer av transaktioner. Vissa instrument kan användas som substitut medan andra inte ens konkurrerar med varandra. Kort konkurrerar med checkar och kontanter vid små belopp, alltså betalningar som ofta sker över disk. Gireringar och överföringar används för återkommande och i sammanhanget relativt större betalningar, som till exempel månadens räkningar.

**Kortbetalningarna ökar och kontantbetalningarna minskar. Checkerna har i stort sett försvunnit i Sverige.**

Utvecklingen av icke kontanta betalningarna mellan 1990 och 2002 framgår av diagram 1. Som synes har kortbetalningar vuxit snabbt i betydelse i Sverige. Under perioden 1990–2000 har antalet korttransaktioner nästan sexdubblats. Korten har ökat sin andel av antalet icke kontanta betalningar från mindre än 10 procent 1990 till drygt 40 procent i dag. I värdetermer var ökningen av kortbetalningar mer blygsam, från 1 till 5 procent, vilket förklaras av att kort ofta används för små beloppstransaktioner. Ökningen av antal transaktioner återspeglas delvis i en

motsvarande nedgång för andelen checkbetalningar. I själva verket har checkarna praktiskt taget försvunnit från den svenska betalningsmarknaden. År 1990 gjordes var sjunde transaktion med check och checkbetalningarna svarade för drygt en tiondel av det förmedlade värdet. I dag svarar checkbetalningar bara för någon tiondels procent av antalet transaktioner och 0,3 procent av det förmedlade värdet.

**Diagram 1. Olika betalningsinstruments andelar av det totala antalet icke kontanta betalningar; 1990 och 2002**



Källa: Riksbanken.

Emellertid kan inte checkarnas försvinnande ensamt förklara ökningen i marknaden för kortbetalningar. I Sverige har checkarnas andel aldrig varit betydande eftersom girobetalningar och överföringar traditionellt svarat för en stor andel av de icke kontanta betalningarna.<sup>1</sup> Korten har i första hand ersatt kontantbetalningar, inte checkar. Av naturliga skäl finns det ingen statistik över antalet kontanta betalningar, vilket innebär att kontantanvändningen måste skattas på annat sätt. När kortbetalningar ersätter kontantbetalningar så innebär det att en allt större andel av samtliga betalningar registreras. I statistiken över icke kontanta betalningar tar detta sig uttryck som att kortbetalningarnas andel ökar kraftigt samtidigt som girobetalningarnas andel minskar. I absoluta tal har dock användningen av girobetalningar också ökat. Även autogiro, som är en fullständigt automatiserad och relativt kostnadseffektiv gireringsform, har ökat sin andel.<sup>2</sup>

När det gäller valet mellan bankkort och kreditkort är det tydligt att de svenska kortanvändarna föredrar bankkort (se diagram 2 och definitioner). Under 2002 svarade antalet transaktioner med bankkort för 86 procent av alla korttransaktioner, en ökning med 16 procentenheter sedan 1997. Betalkort dominerar den återstående delen. Kreditkort med rullande

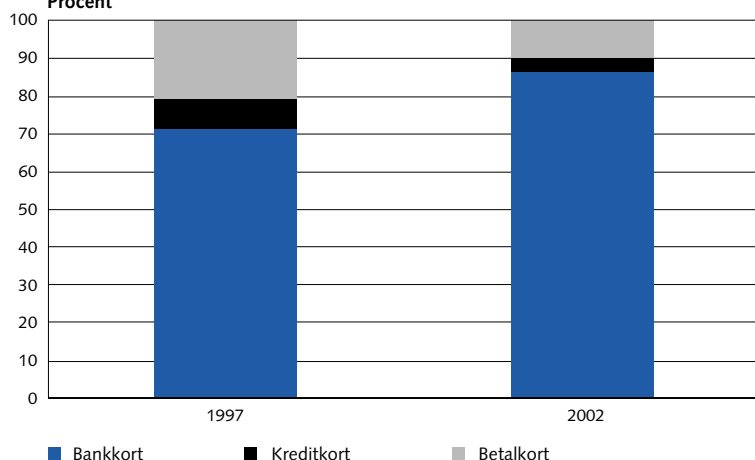
<sup>1</sup> I värde termer svarade gireringarna, överföringarna och autogiro för huvuddelen av det totala förmedlade värdet; den andelen ökade dessutom från 87 procent till 95 procent mellan 1990 och 2002.

<sup>2</sup> Autogiro innebär att betalningsmottagaren genom avtal skaffat sig rätt att dra på betalningsavsändarens konto.

kreditarrangemang tycks inte tilltala svenskarna. I detta avseende ligger de svenska konsumenternas preferenser i linje med övriga Norden och kontinenten. Konsumenterna i de anglosaxiska länderna förefaller i större utsträckning efterfråga transaktioner med kreditkort. Kulturella skillnader kan ligga bakom de olika preferenserna mellan kreditkorts- och kontantkortsprodukter. Emellertid förklaras kulturella skillnader och betalningsmönster ofta av ekonomiska faktorer. Det är möjligt att svenska konsumenter har relativt bättre tillgång till konsumtionskrediter från bankerna och att bankerna erbjuder fördelaktigare villkor än kreditkortsföretagen. Bankerna i Sverige har jämförelsevis stabila kundrelationer och dessutom tillgång till utmärkta kreditupplysningstjänster, vilket underlättar kreditvärderingar. De kan alltså erbjuda konkurrenskraftiga alternativ till kreditkort. Dessutom verkar det som om kortmarknaden, när den mognar, utvecklas från kreditkort till bankkort. I ett europeiskt perspektiv var Sverige mycket tidigt ute med att lansera kort som var direkt anslutna till ett bankkonto.

När det gäller valet mellan bankkort och kreditkort är det tydligt att de svenska kortanvändarna alltmer kommit att föredra bankkort.

Diagram 2. Andelar bankkort, betalkort och kreditkort av det totala antalet kortbetalningar; 1997 och 2002  
Procent



Källor: ECB och Riksbanken.

## Definitioner: Olika kortprodukter

- Kreditkort:** Kort som ger kortinnehavaren kreditmöjligheter upp till en överenskommen gräns. Skulden amorteras vanligtvis gradvis. Ränta utgår på det återstående skuldbeloppet. Ibland förekommer också årliga avgifter.
- Betalkort:** Kort som ger kortinnehavaren kreditmöjligheter upp till en överenskommen gräns. Hela skuldbeloppet betalas regelbundet till exempel månadsvis. Innehavaren betalar som regel en årlig avgift för denna tjänst.

**Bankkort:** Kort som innebär att transaktionsbeloppet debiteras direkt på kortinnehavarens bankkonto. Ingen kredit uppstår med ett renodlat bankkort, men kortet kan kombineras med andra funktioner.

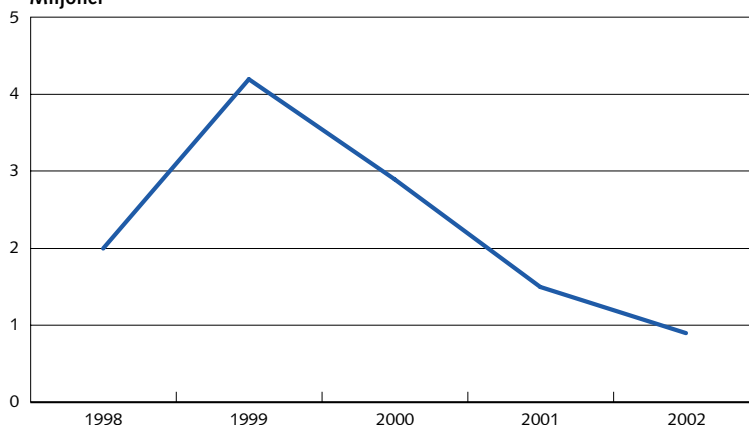
**Cashkort:** Kort med en integrerad krets, ett så kallat chip, inbakat i själva kortet som laddas elektroniskt med pengar.

En kortprodukt som blivit tekniskt möjlig under senare år är de så kallade Cashkort.

En kortprodukt som blivit tekniskt möjlig under senare år är de så kallade Cashkort. Kort med ett chip som laddas elektroniskt med pengar kan användas för transaktioner i små belopp och accepteras på mindre försäljningsställen. De terminaler som accepterar Cashbetalningar är billiga och anpassade till små försäljningsställen som inte har råd att hantera bankkort. Dessutom är transaktionskostnaden för Cashkort lägre eftersom betalningarna inte kräver realtidskommunikation mellan försäljningsterminalen och kortutgivande bank; pengarna finns ju i själva kortet. I Sverige har tre av de fyra största bankerna, vilka tillsammans svarar för merparten av marknaden för kortbetalningar, enats om en gemensam teknik. Varje bank ger ut egna e-pengar som laddas ner i ett litet chip i respektive banks speciella Cashkort eller ordinarie bank-, betal- eller kreditkort. Den teknologi som systemet bygger på är gemensam för alla tre. Laddnings- och köpterminaler accepterar alla bankers Cashkort oavsett vilken bank som står som utgivare.

Hittills har Cashkort inte vunnit någon större acceptans i Sverige (det gäller för övrigt också på andra marknader) och på sistone har utvecklingen mätt med antalet transaktioner till och med varit negativ (se diagram 3). Utvecklingen av kortbaserade elektroniska pengar befinner sig emellertid fortfarande på fosterstadiet. Det finns därför anledning att vara försiktig med att göra prognoser över den framtida utvecklingen.

Diagram 3. Antal transaktioner med Cashkort; 1998–2002  
Miljoner



Källa: Riksbanken.

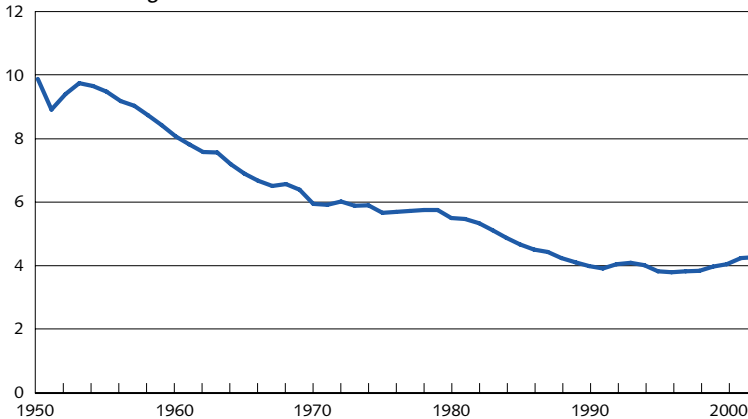


## Kontantbetalningar

Utvecklingen av kortmarknaden kan inte ses isolerad från utvecklingen av andra marknader. Framförallt är utvecklingen av kontantmarknaden viktig eftersom kort och kontanter är nära substitut till varandra. Eftersom det inte finns någon statistik över kontantbetalningar måste man utnyttja olika typer av indikatorer för att skatta kontantanvändningen. Mängden sedlar och mynt i omlopp i förhållande till BNP används ofta för detta ändamål. I ett längre perspektiv har användningen av kontanter minskat i Sverige (se diagram 4). Andelen sedlar och mynt som procent av BNP (M0/BNP) har sedan 1950 mer än halverats, från 10 ner till 4 procent. Under senare år har dock trenden med fallande efterfrågan på kontanter avstannat. Helt förvånande är kanske inte detta. Kontanter lämpar sig för vissa typer av transaktioner och det torde därför finnas en undre gräns för efterfrågan på sedlar och mynt. Kontanter kan ju användas för sparande eller för transaktioner där kort inte utgör något möjligt substitut. Dessutom har både inflation och ränta varit låga, vilket medfört att alternativkostnaden för sedelinnehav har varit liten.

Utvecklingen av kortmarknaden kan inte ses isolerad från utvecklingen av andra marknader.

Diagram 4. Kontanter i omlopp i förhållande till BNP; 1950–2002  
Genomsnittlig M0/BNP



Källa: Riksbanken.

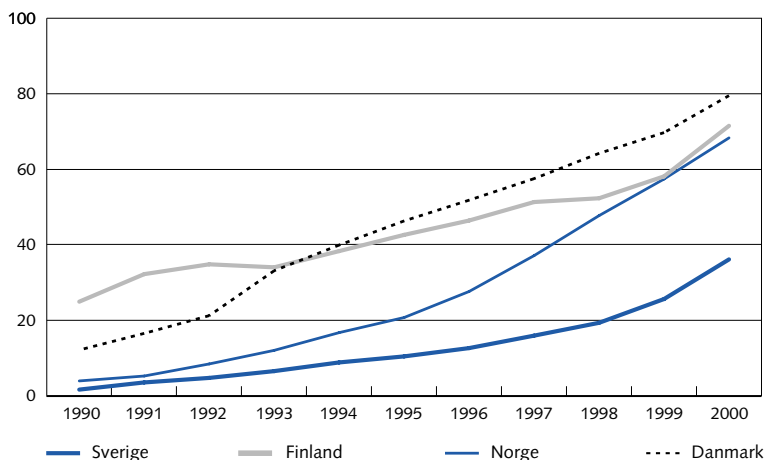
Även om kontanteefterfrågan planat ut förefaller trenden mot minskad användning av kontanter som alternativ till kortbetalningar att stå sig. Enligt Riksbankens egna skattningar har andelen av handeln som betalas med kontanter faktiskt minskat från 76 till 58 procent under 1990-talet.<sup>3</sup> Detta tyder på att kontanter efterfrågas också för andra ändamål än betalningar i den registrerade handeln.

<sup>3</sup> Se Andersson & Guibourg (2001).

## Nordisk jämförelse

Även om den svenska kortmarknaden totalt sett har uppvisat en imponerande utveckling på senare år, släpar användningen av kort fortfarande efter de övriga nordiska länderna (se diagram 5).

Diagram 5. Antal kortbetalningar per capita och år; 1990–2000



Källor: ECB och Norges Bank.

I början av 2000-talet var antalet kortbetalningar per capita i Sverige inte mer än hälften av antalet i de andra nordiska länderna.

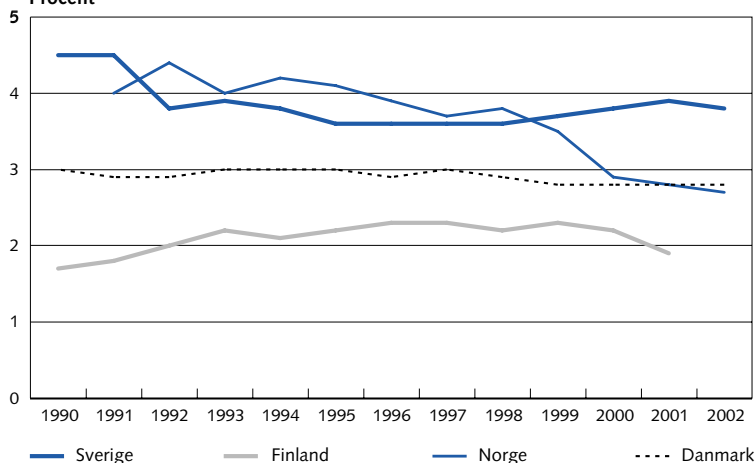
I början av 2000-talet var antalet kortbetalningar per capita i Sverige inte mer än hälften av antalet i de andra nordiska länderna. Innehavet av kort per capita förklarar inte denna skillnad.<sup>4</sup> Svenskar har till exempel större tillgång till kort än danskar, men använder dem i långt mindre utsträckning. Denna skillnad i kortanvändningen är något förvånande med tanke på att betalningssystem och betalningsmönster i övrigt är mycket lika i de nordiska länderna. Det finns inget entydigt svar på frågan varför svenska konsumenter är mindre benägna att betala med kort än sina nordiska grannar. En möjlig orsak är att kortbetalningar i Sverige kan vara dyrare för affärsidkare än på andra håll, vilket kan begränsa antalet ställen där korten accepteras. En annan förklaring kan vara att statistiken endast inkluderar transaktioner med kort utgivna av banker eller kortföretag. Transaktioner med kort utgivna av företag eller affärskedjor, till exempel ICA-kort eller Coop-kort, är inte inräknade.<sup>5</sup> Om sådana kort används mer i Sverige än i övriga Norden är dock oklart.

I de övriga nordiska länderna har kontanternas andel av BNP varit stabil eller fallande, men också väsentligt lägre än i Sverige (se diagram 6).

<sup>4</sup> Antalet kort per capita var 2000 i Sverige 0,94, i Danmark 0,65, i Norge 1,26 och i Finland 1,28.

<sup>5</sup> I dagsläget är ICA en bank och ICA-korttransaktioner kommer i fortsättningen att ingå i statistiken. Diagram 3 visar dock utvecklingen endast fram till 2000.

**Diagram 6. Kontanter i omlopp i förhållande till BNP – nordisk jämförelse**  
Procent



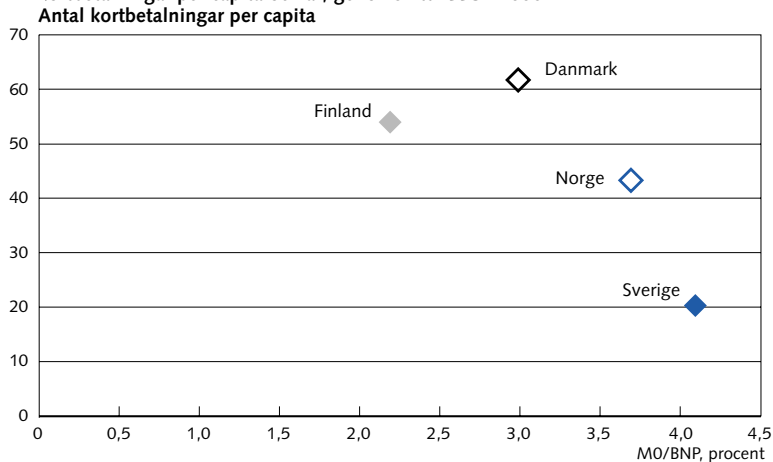
Anm.: Finlands siffra för 2002 har inte inkluderats då Eurosystemets praxis för redovisning av eurosedlar har inverkat på posterna utelöpande sedlar och allmänhetens innehav av sedlar och mynt sedan januari 2002. Nya värden på M0 är inte jämförbara med tidigare års siffror.

Källor: ECB och Norges Bank.

När svenskar behöver omkring 4 procent av BNP för att täcka sitt kontantbehov utnyttjar danskarna och norrmännen 3 och finnarna bara 2 procent. Till en del kan detta sannolikt förklaras av att kortutnyttjandet är mer utbrett i de övriga nordiska länderna.<sup>6</sup> Det finns ett tydligt samband mellan antal kortbetalningar per capita och mängden sedlar och mynt i förhållande till BNP; ju högre kortanvändning desto lägre sedelvolym (se

**En slutsats blir att det verkar finnas betydande potential för expansion av kortmarknaden, särskilt i Sverige.**

**Diagram 7. Kontanter i omlopp i förhållande till BNP samt antal kortbetalningar per capita och år; genomsnitt 1995–2000**  
Antal kortbetalningar per capita



Källor: ECB och Norges Bank.

<sup>6</sup> Utnyttjandet av kontanter för andra ändamål än registrerade transaktioner förefaller dock inte vara olika i de nordiska länderna. Se till exempel Paunonen & Jyrkönen (2002) och Humphery, Kaloudis & Øwre (2000).

diagram 7). En slutsats blir att det verkar finnas betydande potential för expansion av kortmarknaden, särskilt i Sverige.

## Drivkrafter bakom marknadsutvecklingen

Utbud och efterfrågan formar utvecklingen på marknaden för kortbetalningar på samma sätt som på andra marknader.

**Om det finns alternativa sätt att betala, till exempel via kort, förefaller avgifterna för olika betalningsformer vara av stor betydelse.**

Efterfrågan påverkas av faktorer som godtagbarhet, bekvämlighet och relativpriser. Det har ibland hävdats att efterfrågan på betalningsinstrument inte är priselastisk; att relativpriser inte i någon högre grad påverkar användarnas preferenser för olika betalningsinstrument.<sup>7</sup> Nordiska erfarenheter stöder inte denna uppfattning. Den snabba expansionen i Norge av kortbetalningar och andra instrument som initieras elektroniskt pekar på en betydande priskänslighet. Förskjutningen i de norska konsumenternas preferenser inträdde omedelbart efter att bankerna ändrat sin strategi för prissättning. I Sverige föll användningen av checkar brant när bankerna började ta betalt för dem. Om det finns alternativa sätt att betala, till exempel via kort, förefaller således avgifterna för olika betalningsformer vara av stor betydelse.

Erfarenheten från Norge visar att betydande effektiviseringsvinster kan realiseras genom en transparent och kostnadsbaserad prissättning. När det gäller prissättningen av kortprodukter – liksom för den delen andra betalningsinstrument – har Riksbanken i samråd med bankerna initierat ett forskningsprojekt. Syftet är att undersöka i vad mån prisstrukturen för olika betalningstjänster speglar de underliggande produktionskostnaderna.

**Bankerna har i dag betydande kostnader för hanteringen av kontanter liksom för andra betalningsformer.**

Bankerna har i dag betydande kostnader för hanteringen av kontanter liksom för andra betalningsformer. Kontantuttag från allmänheten är emellertid avgiftsfria. Om och när bankerna börjar ta betalt för kontantuttag kommer de verkliga kostnaderna att bli mer uppenbara för konsumenten. Det förefaller rimligt att anta att kortbetalningar då kommer att framstå som än mer fördelaktiga än i dag och kortmarknaden således att expandera.

På utbudssidan är kostnaderna uppenbarligen viktiga. Tydligt är att den tekniska utvecklingen inom IT och telekom har gjort det lättare att skära i kostnaderna. Skalfördelar och nätverkseffekter är andra viktiga utbudsfaktorer. Skalfördelar innebär att kostnaden per transaktion faller när antalet transaktioner ökar. Nätverkseffekter innebär att nyttan för

<sup>7</sup> Se till exempel Humphrey, Pulley & Vesala (1996). Detta är en ekonometrisk studie av olika faktorer som påverkar valet av betalningsinstrument. Priskoefficienten hade ingen statistisk signifikans i denna studie. Sifferunderlaget var emellertid undermåligt. Detta resultat reviderades senare i den norska studien av Humphrey, Kim & Vale (1998).

användaren ökar med antalet terminaler som accepterar ett speciellt kort. Ju större antal terminaler en bank kan installera, desto nöjdare blir således användarna och desto större andel av kortbetalningsmarknaden tillfaller banken.

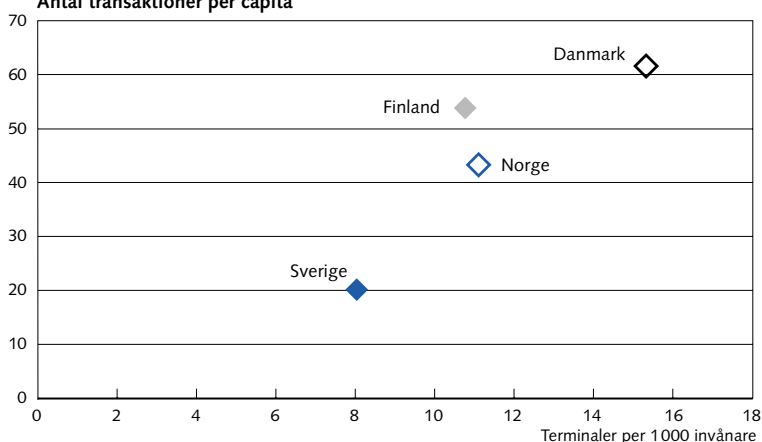
Skalfördelar och nätverkseffekter ökar både incitamenten till samarbete mellan olika kortutgivare för att fastställa gemensamma standarder och metoder att kommunicera mellan deras system. I Sverige liksom i de övriga nordiska länderna har bankerna en lång tradition när det gäller att samarbeta om gemensam infrastruktur och gemensamma standarder, möjligen i högre grad än i många andra regioner. Detta har sannolikt bidragit till att marknaden för kortbetalningar expanderat påfallande snabbt i de nordiska länderna. Det finns dock vissa landspecifika skillnader. Inte oväntat finns ett tydligt positivt samband mellan antalet betalningar per capita och antalet installerade terminaler. Danmark har flest terminaler och flest transaktioner, Sverige ligger i andra änden på skalan. Åtminstone för Sverige förefaller det som om betydande positiva nätverkseffekter kvarstår, vilket borde kunna medverka till en fortsatt expansion av marknaden (se diagram 8).

Att överväga riskerna är alltid viktigt vid betalningstransaktioner. Konsumenter i länder med låg brottslighet, som Schweiz och Japan liksom Sverige, tenderar att föredra kontanta betalningar i större utsträckning än länder där risken att bära på sig mycket pengar är större. Problem med att hantera riskerna torde också vara en orsak till att e-handeln inte utvecklats enligt förväntningarna. Framväxten av en digital marknad har till viss del bromsats av att det saknas tillräckligt säkra betalningsinstrument. För kortutgivare och banker har säkerhetsaspekterna avgörande betydelse. En avvägning måste alltid göras mellan å ena sidan risk för förluster i kort-

**Det förefaller åtminstone för Sverige som om betydande positiva nätverkseffekter kvarstår, vilket borde kunna medverka till en fortsatt expansion av marknaden.**

**Framväxten av en digital marknad har till viss del bromsats av att det saknas tillräckligt säkra betalningsinstrument.**

**Diagram 8. Antal kortterminaler per 1000 invånare och antal korttransaktioner per capita och år; genomsnitt 1995–2000**  
Antal transaktioner per capita



Källor: ECB och Norges Bank.

hanteringen och å andra sidan kostnaden för att undvika risk genom att införa en säkerhetsbefrämjande teknik. När säkerhetsteknologin successivt blir billigare kommer den också mera till användning, vilket bland annat bör stimulera utvecklingen av e-handeln.

Incitamenten att reducera riskerna driver den tekniska utvecklingen. Kostnaderna för bedrägerier är hög. Dessutom stiger dessa kostnader i flertalet länder. Även om kortbedrägerier förekommer jämförelsevis mera sällan i Sverige än i andra länder måste de svenska kortutgivarna följa den globala trenden mot bättre säkerhet. Annars ökar risken för att kortbedrägare lockas till just den svenska kortmarknaden.

För närvarande planeras i Sverige ett byte från kort med magnetremsa till chipkort genom övergången till den globala EMV-standarden.<sup>8</sup> Detta innebär att den kortinformation som fanns i magnetremsan nu i stället lagras i en integrerad krets inbakad i själva kortet. Det första pilotprojektet startar under våren 2003 och den nationella lanseringen sker under hösten samma år. Det är inte lätt att förutse hur lång tid övergången till den nya tekniken kommer att ta. Alla kort måste ersättas med det nya EMV-kompatibla chipet och betalningsterminalerna måste uppgraderas. Denna process kan ta tid. Marknadsdeltagarna väntar sig dock att den kan påskyndas betydligt av de förändringar i reglerna om riskfördelning som Visa och MasterCard tillkännagivit. För närvarande bär kortutgivarna hela kreditrisken, men från januari 2005 kommer den att drabba den part, kortutgivare, inlösenbank eller ägare av kortterminalen, som inte infört EMV-tekniken. Om till exempel kortutgivaren har uppgraderat sina kort med ett EMV-kompatibelt kort, men den inlösande banken inte erbjuder affärsinnehavare en uppgradering av terminaler så att dessa kan läsa av informationen i chipkortet, så står den inlösande banken för kreditrisken om ett kortbedrägeri genomförs.

För närvarande planeras i Sverige ett byte från kort med magnetremsa till chipkort genom övergången till den globala EMV-standarden.

## Sammanfattande kommentarer

Den svenska kortmarknaden har uppvisat en snabb utveckling under senare år. Den teknologiska utvecklingen i kombination med avregleringen av telemarknaden har bidragit till såväl lägre kostnader som högre säkerhet för korttransaktioner. Ökad acceptans genom utbyggnaden av antal terminaler har också bidragit till denna utveckling. En jämförelse med övriga nordiska länderna tyder dock på att det fortfarande finns en stor tillväxtpotential i den svenska kortmarknaden.

<sup>8</sup> EMV står för Europay, MasterCard och Visa.

## ■ Referenser

- Andersson, M. & Guibourg, G., (2001), "Kontantanvändningen i den svenska ekonomin", Sveriges riksbank, *Penning- och valutapolitik*, nr 4.
- Humphrey, D., Pulley, L. & Vesala, J., (1996a), "Cash, Paper, and Electronic Payments: A Cross-Country Analysis", *Journal of Money, Credit and Banking*, 28 (4)
- Humphrey, D., Kim, M. & Vale, B., (1998), "Realizing the Gains from Electronic Payments: Costs, Pricing and Payment Choice", Norges Bank, Arbeidsnotat 1.
- Humphrey, D., Kaloudis, A. & Øwre, G., (2000), "Forecasting Cash Use in Legal and Illegal Activities", Norges Bank Working Papers, 2000/14.
- ECB, (2002), Blue Book, July; "Payment and securities settlement systems in the European Union".
- Norges Bank, (2001), "Årsrapport om betalingsformidling", mai.
- Paunonen, H. & Jyrkönen, H., (2002), "Cash usage in Finland – How much can be explained?", Bank of Finland, (2002), Discussion Papers 10.

# ■ Restposten i betalningsbalansen – ett problem?

AV GUNNAR BLOMBERG, LARS FORSS OCH INGVAR KARLSSON  
Författarna arbetar på avdelningen för penningpolitik.

---

*Betalningsbalansen är en statistisk redogörelse för samtliga ekonomiska transaktioner med utlandet. I Sverige är det Riksbanken som ansvarar för framtagning och publicering. Statistiken liknar i stor utsträckning traditionell redovisning och bygger på principen om dubbel bokföring. Detta innebär, enkelt uttryckt, att de reala och finansiella transaktionerna ska summera till noll. På grund av brister i statistiken sker detta sällan. För att kunna hantera detta problem har man infört en restpost. Restposten har ökat påtagligt under ett antal år och en internationell jämförelse visar att den svenska restposten är betydande. I vår artikel redogör vi för faktorer som bidrar till restposten samt diskuterar hur restposten påverkar tolkningen av betalningsbalansen och annan ekonomisk statistik.*

Betalningsbalansstatistikens betydelse som underlag för penning- och valutapolitiken har varierat väsentligt över tiden. Till följd av detta har även uppmärksamheten kring statistikens kvalitet skiftat. I denna artikel avser vi att diskutera på vilket sätt den osäkerhet som en restpost medför kan påverka användning och tolkning av ekonomisk statistik där betalningsbalansen bidrar med underlag.

## Osäkerheten i betalningsbalansstatistiken – i retrospektiv

**Under 1970-talet fördes en intensiv debatt om vilka slutsatser man kunde dra av betalningsbalansen för stabiliseringspolitiken.**

Under 1970-talet fördes en tidvis mycket intensiv debatt om vilka slutsatser man kunde dra för stabiliseringspolitiken, när det gällde de uppgifter som redovisades i betalningsbalansen. Bytesbalansen visade från mitten av 1970-talet stora underskott, vilket kopplades till de underskott i statsfinanserna som samtidigt uppkom. Bytesbalansunderskotten utgjorde ett problem för stabiliseringspolitiken genom att de riskerade att hota den fastställda växelkursen och ett sätt att lösa detta var en stramare finanspolitik. Sven Grassman, som var sekreterare i betalningsbalansutredningen 1967–1971 (SOU 1971:31), menade att bytesbalanssaldot gav en felaktig bild av det finansiella nettosparandet mot utlandet. Han hänvisade till



annan statistik, finansräkenskaperna, som gav en mer positiv bild av det svenska nettosparandet relativt omvärlden. Han menade att stabiliseringspolitiken förts på felaktiga grunder i och med att man förlitade sig på statistik som gav en överdrivet negativ bild av nettosparandet mot utlandet. Följden blev, enligt Grassman, att de finanspolitiska åtstramningar som då vidtogs blev för långtgående.

Diskussionen kring osäkerheten i bytesbalansstatistiken bidrog till att Betalningsbalansdelegationen bildades 1975. Delegationen, i vilken Finansdepartementet, Statistiska centralbyrån, SCB, och Riksbanken ingick, lät årligen genomföra en särskild undersökning av tjänstehandeln och fastställde även med ledning av dessa undersökningar bytesbalanssaldot.

Med dagens erfarenheter av stabiliseringspolitik kan man konstatera att andra faktorer, som inflationsförväntningar, statsfinanser och produktionsgap, borde ha varit väl så viktiga att analysera, vilket också delvis skedde. Betalningsbalansstatistikens betydelse måste dock ses mot bakgrund av att den fasta växelkursen då var ankaret i penningpolitiken. De finansiella transaktionerna var genom valutaregleringen strikt reglerade. Stora underskott i bytesbalansen kunde medföra svårbemästrade finansieringsbehov och hota den fastställda växelkursen. Av dessa orsaker var bytesbalanssaldot en variabel som följdes noga och där kvalitets- och mätproblem tillmättes stor betydelse.

## Dagens användning av betalningsbalansstatistik

I dag är situationen helt annorlunda. Betalningsbalansstatistiken är nu endast ett av flera underlag vid bedömning av penningpolitiken. Fria valutamarknader och flytande växelkurs har också medfört att det i betalningsbalansen är andra frågeställningar som i dag är mer väsentliga att analysera.

En aktuell frågeställning är storleken på och innehållet i det finansiella nettosparandet. Genom avskaffandet av valutaregleringen 1989 har en betydande del av det svenska sparandet kanaliserats till utlandet. Betingelserna för svenskarnas sparande har dessutom ändrats påtagligt bland annat genom den lägre inflationsnivå som etablerades under 1990-talet och nya förutsättningar för pensionssparande, vilket fått stora genomslag i de finansiella flödena relativt utlandet. Genom att storleken på nettosparandet bestäms av bytesbalanssaldot medan sparandets fördelning utläses ur de finansiella flödena, är det av intresse att saldot av de reala och finansiella flödena så långt möjligt "går ihop". Stora oförklarade restposter försämrar naturligtvis möjligheterna att korrekt beskriva och analysera det finansiella nettosparandets innehåll och fördelning.

**Diskussionen kring osäkerheten i bytesbalansstatistiken bidrog till att Betalningsbalansdelegationen bildades 1975.**

**Betalningsbalansstatistikens betydelse måste ses mot bakgrund av att den fasta växelkursen då var ankaret i penningpolitiken.**

**En frågeställning är storleken på och innehållet i det finansiella nettosparandet.**

Att betalningsbalansstatistiken håller godtagbar kvalitet är nödvändigt också ur ett flertal andra aspekter:

- som underlag för nationalräkenskaperna när det gäller den komponent i BNP som avser utrikeshandel; det vill säga nettoexport av varor och tjänster,
- som underlag för strukturstatistik när det gäller detaljerade uppgifter om direkta investeringar för att belysa frågor kring utländskt ägande av svenska företag och vice versa samt
- som underlag för beräkningar om hur kronkursen påverkats och för kortsiktiga analyser av kronkursen.

Riksbanken svarar för sammanställning av statistik rörande Sveriges utlandsställning, det vill säga de samlade finansiella tillgångarna och skulderna mot utlandet som kan användas vid beräkningar av till exempel kronans jämviktsväxelkurs.

Utifrån de olika användningsområden betalningsbalansstatistiken har i dag är det viktigt att söka klargöra hur det störningsmoment som restposten innebär påverkar användbarheten av statistiken för olika ändamål. Särskilt viktigt är det att klargöra om denna osäkerhet också innebär att underlag för policydiskussioner och policybeslut kan vara missvisande.

## Vad är restposten i betalningsbalansen?

För att balansera mätfel och andra ofullkomligheter i betalningsbalansstatistiken införs en restpost så att transaktionerna summerar till noll.

Betalningsbalansens restpost uppstår när sparandet mätt från den reala sidan (bytesbalans och kapitalbalans<sup>1</sup>) inte motsvarar nettot av det finansiella flödet mätt i den finansiella balansen. Bytesbalans och kapitalbalans borde, om alla transaktioner redovisades korrekt, bli lika stort som det finansiella flödet i motsatt riktning. Betalningsbalansen bygger med andra ord på principen om dubbel bokföring. För att balansera mätfel och andra ofullkomligheter i betalningsbalansstatistiken införs sålunda en balanspost, restposten, så att transaktionerna summerar till noll.

Ett exempel kan illustrera detta. Under 2001 uppmättes ett överskott i bytes- och kapitalbalans på 86 miljarder kronor. Samtidigt visade de finansiella flödena ett nettoinflöde på 17 miljarder. Summan av detta blir 103 miljarder kronor och restposten, som utgör det sammanlagda nettofelet i betalningsbalansen, motsvarade således minus 103 miljarder detta år.

En negativ restpost betyder, enkelt uttryckt, att man antingen under-

<sup>1</sup> Kapitalbalans motsvarar det i betalningsbalansen tidigare använda begreppet "Kapitaltransfereringar med mera."

skattat utflödena eller överskattat inflödena i betalningsbalansen eller, naturligtvis, en kombination av sådana felaktiga skattningar.

Mätfel som skapar restposter är av tre olika slag:

- Täckningsfel: Alla aktörer som har affärer med utlandet täcks inte av undersökningarna. Alternativt registreras endast delar av deras transaktioner med omvärlden.
- Mätfel (värderingsfel): Registrerade värden är inte korrekta, vilket bland annat beror på att definitioner, rapporter från uppgiftslämnare eller omräkningar (till exempel för valutafluktuationer) är felaktiga.
- Tidsfel (periodiseringsfel): Transaktioner rapporteras för fel tidsperiod (orsakar dock inte ackumulerande restpostfel).

Det bör påpekas att restposten är ett trubbigt mått på statistisk kvalitet. Restposten är ett tal som endast återspeglar nettot av de över- respektive underskattningar som görs i betalningsbalansen. Det är inte givet att länder som redovisar små restposter nödvändigtvis har bättre kvalitet i sin statistik. Eftersom restposten är en nettopost kan en liten restpost lika gärna innebära att det finns stora fel i olika delar av statistiken men att dessa tar ut varandra.

**Restposten är ett trubbigt mått på statistisk kvalitet.**

## Hur ser restposten ut?

Restposten i betalningsbalansstatistiken började växa under slutet av 1980-talet och har sedan mitten av 1990-talet, med undantag för ett fåtal år, uppvisat negativa tal. Det betyder således att Riksbanken antingen underskattat utflödena eller överskattat inflödena för denna period. Ackumuleras restposten från början av 1980-talet, uppgick det sammanlagda nettofelet vid utgången av 2002 till cirka 430 miljarder kronor.

**Restposten har sedan mitten av 1990-talet uppvisat negativa tal.**

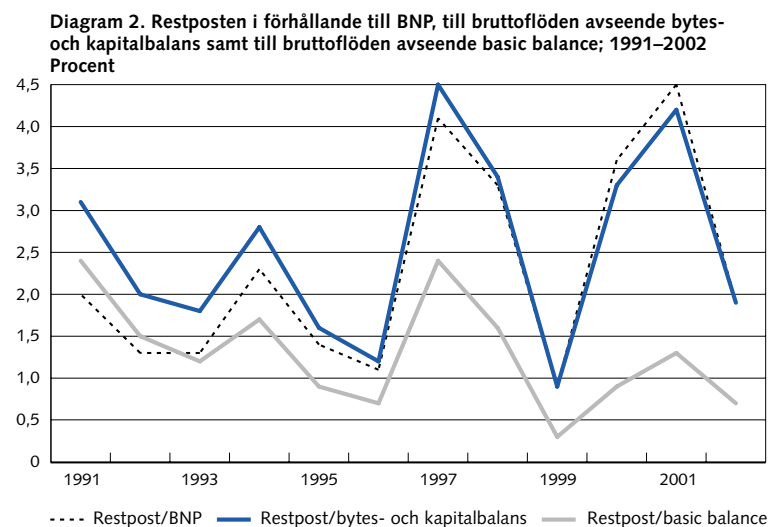
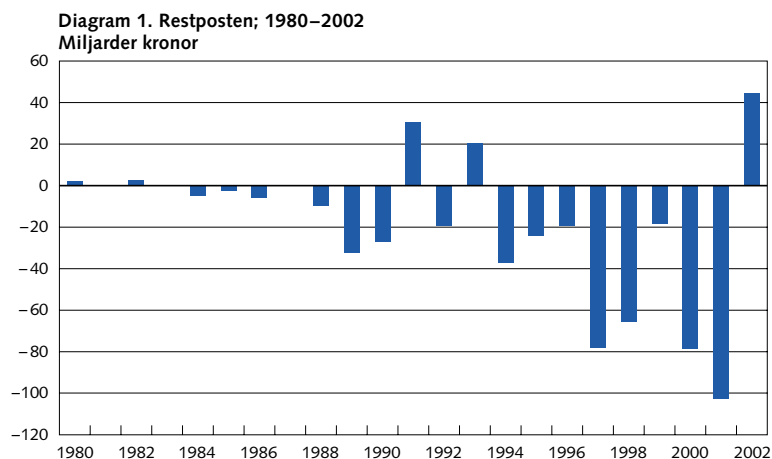
## Har restposten ökat?

Restpostens storlek hänger delvis samman med kvalitén i betalningsbalansen. Därför är det av intresse att söka bedöma restpostens storlek och belysa frågan om restposten faktiskt blivit större med tiden.

För att bedöma utvecklingen över tiden räcker det inte att enbart betrakta restposten i nominella termer (se diagram 1). Den ekonomiska aktiviteten liksom omfattningen av transaktionerna mot utlandet har vuxit, varför det är mer relevant att sätta restposten i relation till variabler som BNP eller omslutningen i bytesbalansen än att se till de absoluta talen. I diagram 2 presenteras restpostens relativa utveckling sedan 1991

**För att bedöma utvecklingen är det mer relevant att sätta restposten i relation till andra variabler än att se till de absoluta talen.**

på tre olika sätt: i procent av BNP, i procent av bytes- och betalningsbalansen samt i procent av basic balance.



*Restposten i procent av BNP.* Restposten har under perioden 1990 till 2001 ökat markant i relation till BNP. Detta är naturligtvis oroväckande samtidigt som man bör hålla i minnet att restposten sannolikt endast i mindre grad är hänförlig till sådana poster i betalningsbalansen som ingår i BNP.

*Restposten i procent av bytes- och kapitalbalans.* Restposten i relation till bruttot av de reala flödena i betalningsbalansen visar att även här har en ökning skett, dock inte lika markant som vid jämförelsen med BNP.

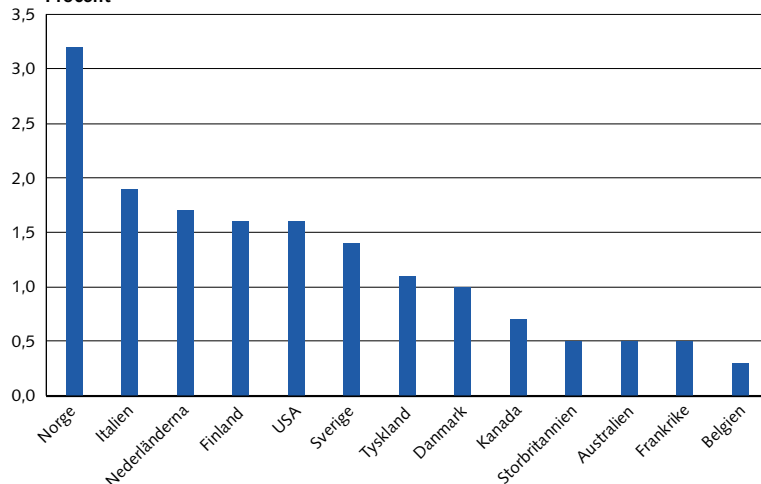
*Restposten i procent av basic balance<sup>2</sup>.* Här har restposten i absoluta tal jämförts med de poster i betalningsbalansen där information om bruttoomslutning föreligger, alltså bytesbalans, kapitalbalans, direkta investeringar och huvuddelen av värdepappershandeln. Här ingår således i jämförelsebasen även finansiella flöden, som ökat kraftigt under perioden. I denna jämförelse tas därför mer hänsyn till att de flöden betalningsbalansen ska fånga har ökat dramatiskt. Enligt denna jämförelse har restposten relativt sett minskat under perioden.

Det går inte att entydigt säga vilken av de ovanstående jämförelserna som är mest rättvisande. Internationellt sett är jämförelsen med bytes- och kapitalbalansen den vanligast förekommande.

## Restposten i internationell jämförelse

I en internationell jämförelse där restposten har satts i relation till bruttoomslutningen i posterna bytesbalans och kapitalbalans placerar sig Sverige på en andraplats av totalt tretton länder (se diagram 3). Detta visar att den svenska restposten är förhållandevis stor internationellt sett.

**Diagram 3. Restposten i relation till omslutning av bytes- och kapitalbalans; genomsnitt 1994–2001**  
Procent



<sup>2</sup> Basic balance är den vedertagna benämningen på bytesbalans, kapitalbalans, direkta investeringar och merparten av värdepappershandeln.

Något helt rättvisande mått för en jämförelse mellan olika länders restposter finns inte.

Det relationsmått som använts i denna jämförelse har sina brister och något helt rättvisande mått för en jämförelse mellan olika länders restposter finns inte. I denna jämförelse, där restposten satts i relation till betalningsbalansens reala flöden i olika länder, tas inte hänsyn till att de finansiella flödenas betydelse kan variera mellan olika länder. Ur denna synpunkt vore det mer relevant att ställa restposten i relation till basic balance som också tar hänsyn till att omsättningen på de finansiella marknaderna ökat. Jämförelsemåttet har i hög grad styrts av vilken statistik som varit tillgänglig. Trots att någon helt rättvisande jämförelse inte kan göras visar ändå genomgången att problemen med att på ett riktigt sätt fånga de flöden som ska ingå i betalningsbalansen är tämligen stora i Sverige.

## Vad har orsakat restposten?

Faktorer som bidragit till restpostens snabba ökning är valutaavregleringen och den därpå följande kraftiga expansionen av finansiella flöden.

Faktorer som med stor sannolikhet bidragit till restpostens snabba ökning under slutet av 1980-talet och början av 1990-talet är valutaavregleringen och den kraftiga expansionen av främst finansiella flöden i form av värdepapper och kortfristiga transaktioner som följde på detta. Avregleringen ändrade förutsättningarna för att samla in betalningsbalansstatistik och tillsammans med den fortgående finansiella integrationen under 1990-talet har svårigheterna att korrekt täcka alla finansiella transaktioner ökat påtagligt. Frisläppandet av kronan 1992 kan också i någon mån ha medfört ökad osäkerhet vid värderingen av transaktionerna i betalningsbalansen.

Bland de mer eller mindre specifika förklaringarna till restposten kan nämnas:

- *Överskattning av nettoexporten i utrikeshandeln.* Det är ett känt faktum att statistiken över varuhandeln inom Europeiska unionen, EU, resulterar i en systematisk överskattning av exporten. Eurostat har jämfört EU-ländernas statistik över den inbördes varuhandeln. Dessa jämförelser kan användas som underlag för att göra en bedömning av storleken på felen för olika länder. De jämförelser som gjorts för den svenska utrikeshandeln med EU-länder visar en överskattning av exporten med cirka 6 miljarder kronor per år både 1999 och 2000. Denna överskattning, som uppkommit i och med det nya insamlingssystemet för varuhandel inom EU som infördes 1995, kan ha givit ett bidrag till den negativa restposten för åren 1995 till 2001 med omkring 40 miljarder kronor.
- *Hushållens direkta placeringar i utlandet.* Enskilda hushålls direkta (ej via svensk intermediär) placeringar i utlandet i form av till exempel aktier, fondandelar eller banktillgodohavanden fångas i mycket begränsad utsträckning upp i betalningsbalansstatistiken. När sådana

flöden till utlandet inte fångas in i betalningsbalansen leder det till en negativ restpost. Enligt en expertrapport till skattebasutredningen (SOU 2002:47) bedöms det sammanlagda flödet av sådana placeringar fram till 1999 till 250 miljarder kronor. Både Statistiska centralbyrån och Riksbanken anser dock att detta är en överskattning dels på grund av att restposterna i betalningsbalansen och i nationalräkenskapssystemet visar dålig överensstämmelse i tiden, dels på att flera andra faktorer bidrar till restposten. Ändå är det uppenbart att hushållens direkta placeringar i utlandet är en viktig förklaring till den negativa restposten och att restpostbidraget sannolikt är större än felet i utrikeshandelsstatistiken.

- *Värdepappershandeln.* Statistiken över värdepappershandeln med utlandet har tidvis haft brister i täckningen av inlösen av svenska värdepapper som innehas av utländska placerare. Därmed har ett utflöde undgått registrering i betalningsbalansen med negativ restpost som följd. Det är inte möjligt att uppskatta storleken av denna effekt.
- *Banksektorns utlandstransaktioner.* Bankernas utlandstransaktioner har vid upprepade tillfällen visat starkt restpostsamband, särskilt när restposten uppvisat kraftiga månadsfluktuationer. Diskussioner med bankerna har inte resulterat i någon förklaring av detta. Utöver de kraftiga fluktuationerna i restposten mellan månader, är det inte möjligt att säga i vilken grad detta bidragit till den negativa restposten över tiden.

Utöver de ovan nämnda områdena, där Riksbanken har identifierat bidrag till mätfelet i betalningsbalansen, är det sannolikt att en betydande del av restposten återspeglar kortfristiga kapitalrörelser som likviditetsförflyttningar, som undgått att registreras i betalningsbalansen. Sådana rörelser kan väntas ge upphov till starka fluktuationer i restposten, fluktuationer som i första hand visar sig på månads- men ibland även på årsbasis. Det är möjligt att den kraftiga omsvängning som skett i restposten under 2002 beror just på detta. På samma sätt som under början av 1990-talet, då positiva restposter noterades, kan konjunktursvängningarna ha gett upphov till ändrade likviditetsbehov hos företagen. Ändrade likviditetsströmmar kan i sin tur ha gett upphov till restpostens omsvängning vid dessa tidpunkter.

**En betydande del av restposten återspeglar sannolikt kortfristiga kapitalrörelser som likviditetsförflyttningar.**

## Restposten och tolkningen av den ekonomiska statistiken

En viktig fråga är om betalningsbalansstatistiken, till följd av restposten, givit signaler som lett till feltolkningar av den svenska ekonomiska utveck-

**Den ensidiga restposten kan innebära att det finns en systematisk bias i täckningen av transaktionerna med utlandet.**

lingen. Frågan måste ses mot bakgrund av att restposten i betalningsbalansen i huvudsak går i en riktning och motsvaras av oförklarade utflöden. Den ensidiga restposten kan innebära att det finns en systematisk bias i täckningen av transaktionerna med utlandet som i sin tur påverkar värdet av viktiga ekonomiska aggregat. Samtidigt är vissa delkomponenter i betalningsbalansen väsentliga ur ett policyperspektiv, medan för andra delar en högre grad av osäkerhet kan accepteras. Med utgångspunkt från denna beskrivning av restpostens orsaker erhålls den bild som redovisas här.

**Att nettoexporten av varor och tjänster redovisas till ett för högt värde gör att storleken på Sveriges BNP överskattas.**

En effekt av att nettoexporten av varor och tjänster redovisas till ett för högt värde är att storleken på Sveriges BNP överskattas. En justering för den överskattning av varuhandeln med EU-länderna, som redovisats, skulle sänka nivån på BNP med 0,2 till 0,3 procent. Däremot skulle förändringstalen för BNP påverkas endast i mindre grad av en sådan justering. Denna effekt kan i någon mån uppvägas av att täckningen av tjänstehandeln är för låg, bland annat genom att tjänstetransaktioner mot utlandet inte alltid av rapportörerna klassas som tjänst. Dessutom har insamlingen påverkats av betydande strukturella förändringar i tjänstehandeln under senare år.

**En justering för hushållens direkta placeringar i utlandet skulle medföra en lägre svensk nettoskuld.**

En följd av att hushållens direkta placeringar i utlandet inte täcks i statistiken är att Sveriges nettoposition mot omvärlden är mer positiv än vad som redovisas i statistiken över utlandsställningen. Vid utgången av 2001 summerade Sveriges uppmätta tillgångar och skulder mot utlandet till en nettoskuld på cirka 500 miljarder kronor eller motsvarande omkring 24 procent av BNP. En justering för hushållens "dolda" tillgångar skulle medföra att den svenska nettoskulden redovisades till ett lägre belopp.

**Bruttonationalinkomsten skulle dessutom vara högre än vad som för närvarande redovisas.**

Sveriges bruttonationalinkomst, BNI, där nettoflödet av avkastning på kapital mellan Sverige och utlandet ingår, skulle dessutom vara högre än vad som för närvarande redovisas om en justering för avkastningen från de dolda tillgångarna i utlandet ägde rum. Den avkastning svenska hushåll erhåller skulle, även om den återinvesteras direkt i utlandet, registreras som en inkomst av avkastning på kapital och därmed ingå i BNI. Hur stor denna avkastning är går dock inte att säga, eftersom både storleken och sammansättningen av dessa tillgångar är okända.

**Betalningsbalansens restpost har bidragit till felaktiga nivåer på såväl BNP, BNI som utlandsställningen.**

Betalningsbalansens restpost har således bidragit till felaktiga nivåer på såväl BNP, BNI som utlandsställningen. När det gäller tolkningen av flödena och deras fluktuationer är det främst den finansiella balansen som påverkas. Det är däremot inte troligt att betalningsbalansens restpost lett till en missvisande bild av storleken på utvecklingen för den reala ekonomin som helhet.



## Restposter i ekonomisk statistik

Betalningsbalansens restpost är, som tidigare nämnts, ett uttryck för skillnaden mellan saldot av de reala och de finansiella nettoflöden som mätts mot utlandet. Inom nationalräkenskapssystemet kan på samma sätt skillnaden mellan saldot av reala och finansiella flöden uppmätas för inhemska sektorer. Dessa restposter är naturligtvis, på samma sätt som betalningsbalansens, intressanta att analysera, bland annat eftersom de utgör underlag för arbetet med nationalräkenskapsstatistikens kvalitet. Den utredning om översyn av den ekonomiska statistiken inom SCB (SOU 2002:118), som tidigare i år lade fram sitt slutbetänkande med förslag till förbättringar av den svenska statistiken, har dock begränsats till nationalräkenskapernas reala delar. Utredningen hade inte mandat att granska finansräkenskaperna och därmed inte heller restposterna mellan den reala och finansiella statistikföringen.

Arbetet med att begränsa och hålla betalningsbalansens restpost på en rimlig nivå förutsätter ett oförtövat kvalitetsarbete och att statistikens insamling efterhand anpassas till nya förhållanden. Riksbanken har valt att från 2003 lägga över insamlingen av delar av betalningsbalansen, bland annat tjänstehandeln med utlandet, till Statistiska centralbyrån för att själv fokusera på insamling och kontroll av finansiella flöden och positioner mot utlandet. Detta kan underlätta arbetet med att stärka kvalitén och att minimera felen och därmed omfattningen av restposten i den svenska betalningsbalansstatistiken.

**Inom nationalräkenskapssystemet kan skillnader mellan saldot av reala och finansiella flöden uppmätas för inhemska sektorer.**

# Särskilda dragningsrätter – ett smörjmedel

AV ANNA-KARIN NEDERSJÖ

Författaren arbetar på internationella avdelningen.

*Internationella valutafondens, IMF:s, särskilda dragningsrätter, SDR, har i globaliseringsdebatten seglat upp som en lösning på fattiga länders ekonomiska problem. De framställs ibland som gratispengar. SDR är dock inga gratispengar. SDR ger däremot medlemsländer i IMF möjlighet att växla till sig utländska betalningsmedel, det vill säga pengar. I min artikel förklarar jag i stora drag hur detta hänger samman genom att beskriva upprinnelsen till SDR och dess funktion. Avslutningsvis kommenteras kort problematiken i SDR-debatten.*

Författaren tackar alla som givit synpunkter och särskilt Sonja Daltung, Kerstin Mitlid och Staffan Viotti för givande diskussioner.

**IMF:s särskilda dragningsrätter ger medlemsländer möjlighet att genomföra betalningar i utländsk valuta, något som krävs för att de ska kunna handla med varandra.**

Det går att begränsa redogörelsen för SDR till en teknisk beskrivning. Men eftersom SDR inte bara är tekniskt intressant utan också har en rent politiskt dimension är det intressant att sätta SDR i ett ekonomiskt-historiskt sammanhang som rör förutsättningar för handel mellan länder eller närmare bestämt betalningar mellan länder. En enkel men konkret beskrivning av IMF:s särskilda dragningsrätter är att de ger medlemsländerna möjlighet att genomföra betalningar i utländsk valuta, något som krävs för att de ska kunna handla med varandra. Behovet uppstod i och med att handeln mellan länder växte. De länder som i dag har behov av SDR är fattiga länder och utvecklingsländer vars egen valuta inte kan växlas till gångbar valuta på valutamarknaden.

**Att ha tillgång till SDR är viktigt för fattiga länder.**

Stommen i dagens valutamarknad är industriländernas valutor. Förklaringen ligger i att värdet på en valuta i grunden återspeglar ett förtroende för respektive lands ekonomi och politik, inklusive den ekonomiska politiken. Lågt förtroende för ett lands ekonomi innebär svårigheter för landet att låna till valutareserven.<sup>1</sup> Tillgången till SDR innebär för ett land att det får växla SDR mot valuta till en fast kurs, vilket kan ses som om att landet får en "växlingsrabatt" jämfört med dess egen valutas växelkurs. Därmed får landet möjlighet att importera varor, som till exempel varor

<sup>1</sup> För att kunna finansiera tillfälliga underskott i betalningar i utländsk valuta krävs antingen att den som ska genomföra betalningen har byggt upp en likviditetsreserv i utländsk valuta eller kan låna utländsk valuta. I fattiga länder sker som regel växling för betalningar i utländsk valuta i centralbanken, vilket kräver att landet bygger upp egna utländska reserver.

för investeringar i det egna landet. Att ha tillgång till SDR är således viktigt just för fattiga länder.

## Förtroende för internationella betalningar

Värdet på de fattiga ländernas valutor är i högsta grad förknippat med osäkerhet. De fattiga ländernas men även utvecklingsländernas situation i dag uppvisar likheter med den situation som dagens industriländer befann sig i vid slutet av andra världskriget, då förutsättningarna för dagens valutamarknad ännu var långt borta. Stor osäkerhet, till följd av mycket svaga ekonomier efter kriget och ett sammanbrott i det internationellt betalningssystemet<sup>2</sup>, var hinder för att handeln mellan länderna skulle kunna komma igång. Bildandet av IMF 1945 syftade till att organisera tillgång till betalningsmedel till fasta priser för att handeln mellan länder skulle kunna utvecklas. IMF organiserades som en kooperativ bank med insats (inbetalade pengar) efter ländernas ekonomiska storlek och styrka.<sup>3</sup> Den amerikanska dollarn, vars moderekonomi var IMF:s största, utsågs till internationellt betalningsmedel. Vid den här tiden kallades dollarn för en internationell reservvaluta. Dollarns värde knöts till värdet av ett uns guld. Övriga medlemsländers valutor åsattes ett värde i relation till dollarns värde. Respektive lands centralbank och IMF bestämde i samförstånd valutans relativa värde mot dollarn. På så vis skulle växelkurserna ligga fast. Samtliga länder hade omedelbar tillgång till 25 procent av sin insats i IMF, om dess egen valutareserv tillfälligt inte räckte till för växling för att betala import. Detta växelkursarrangemang bibehölls fram till 1971.

Den snabba expansionen av världshandeln ledde emellertid till att den parvis fasta växelkursen blev ett problem i de fall ett land inte hade tillräckligt med dollarreserver för handel med utlandet. På den här tiden var inte kapitalrörelser mellan länder tillåtet och varje land kunde därför endast bygga upp reserver genom att begränsa den inhemska efterfrågan för att generera större export än import.<sup>4</sup> Detta kunde resultera i arbetslöshet och fallande priser. I en sådan nedgångsspiral var prisfall, det vill säga deflation, ett starkt hot för ekonomier som skulle byggas upp.

**Bildandet av IMF 1945 syftade till att organisera tillgång till betalningsmedel till fasta priser för att handeln mellan länder skulle kunna utvecklas.**

<sup>2</sup> I dag är industriländernas valutor konvertibla, det vill säga växlingsbara mot andra valutor. På den tiden var de inkonvertibla med mycket osäker real grund.

<sup>3</sup> Den operationella verksamheten påbörjades 1947. Denna organisationsstruktur utgör fortfarande stammen i IMF. Se Nedersjö (2001) och IMF:s webbplats.

<sup>4</sup> Det var inte heller möjligt att växla den egna valutan utanför landet. Den valutamarknad som vi har i dag fanns inte. Den enda möjligheten till att öka landets valutareserv var att importera investeringsvaror och på så vis på sikt bygga upp ett permanent alternativt temporärt exportöverskott över längre tider.

## Politiska incitament

USA gav de västeuropeiska länderna ekonomiskt stöd genom Marshallplanen.

Efter andra världskriget var USA angelägen om att bygga upp Västeuropa för att kunna få allierade i kampen mot kommunismen och gav de västeuropeiska länderna ekonomiskt stöd genom den så kallade Marshallplanen.

USA gjorde investeringar i Västeuropa och uppmuntrade dessa länder att exportera till USA och lägga en del av inkomsterna som reserver. På så vis mer än tredubblades dollarreserverna i Västeuropa fram till slutet av 1950-talet. Detta finansierade USA genom att trycka alltmer sedlar i dollar, vilket medförde att länderna, som härmed fick bytesbalansöverskott, kunde växla sina valutor mot dollar till sin import. Samtidigt importerade länderna inflation, vilket i praktiken medförde att dollarn försvagas gentemot de andra valutorna.<sup>5</sup>

När dollarns reala värde började urholkas på 1960-talet föddes idén om SDR.

När dollarns reala värde började urholkas på 1960-talet föddes idén om SDR. Tanke- och arbetsprocessen som utmynnade i SDR-arrangemanget pågick under i stort sett hela 1960-talet mot bakgrund av rent politisk styrning av valutaströmmarna. USA:s betalningsbalansunderskott växte och i början av 1960-talet sade president Kennedy i ett tal att han fasade endast för två ting: kärnvapenkrig och betalningsbalansunderskott. USA införde därefter en variant av Tobinskatt (Interest Equalization Tax) för utlänningar som ville låna på den amerikanska obligations- eller bankmarknaden. På bankmarknaden infördes även restriktioner för utländska investeringar genom att ålägga bankerna ett utlåningstak för lån som finansierade utländska investeringar via bolag (Foreign Credit Restraint Program).<sup>6</sup> Trots denna insikt om dollarns belägenhet ökade den amerikanska regeringen penningmängden ytterligare för finansiering av fortsatta och nya politiska engagemang som till exempel Vietnamkriget.<sup>7</sup>

Ett av syftena i förarbetet med SDR var att helt ersätta dollarn; detta var ett politiskt motiv.

Från västeuropeisk sida fanns det starka politiska motiv att opponera sig mot den monetära situationen. Å ena sidan var Västeuropa beroende av dollarn, å andra sidan belade USA utlandsfinansiering med restriktioner. Frankrikes president de Gaulle uttalade sig mot USA:s alltför stora monetära makt; han menade att USA var privilegierad i jämförelse med andra länder som inte kunde utnyttja sin betalningsbalans (eller snarare sin egen valuta) på detta vis, därför måste en neutral reservvaluta konstrueras. Ett av syftena i förarbetet med SDR var således att helt ersätta dollarn, detta var ett *politiskt motiv*. Frankrikes president demonstrerade

<sup>5</sup> De länder som hade överskott i sin betalningsbalans var Japan, Kanada och de västeuropeiska länderna, exklusive Storbritannien som däremot hade underskott.

<sup>6</sup> Innovationsbenägenheten var stor, en eurodollarmarknad uppstod också.

<sup>7</sup> Främst var det USA:s engagemang i Vietnamkriget som ökade bytesbalansunderskottet (eftersom krigets tjänster och materiel till största delen köptes utomlands och betalades i dollar) och finansieringen av ett socialt program: The Great Society Program.

sitt missnöje också i praktiken genom att sälja centralbankens stora överskott av dollar mot guld. Detta blev upptakten till dollarns och den så kallade guldmynstfotens fall. Eftersom dollarn egentligen borde ha devalverats blev efterfrågan på guld stor.

#### *Kuriosaruta*

Redan 1960 såg ekonomen Robert Triffin<sup>8</sup> guldmynstfotens dilemma. Han formulerade dilemmat som att å ena sidan var världsekonomin beroende av att USA bibehöll sitt betalningsbalansunderskott, å andra sidan innebar detta att relationen dollar i förhållande till USA:s guldräserv växte och därmed minskade värdet på innehavarnas reserver och väckte deras oro. Det så kallade Triffins dilemma innebar att både en kvantitativ och kvalitativ aspekt lyftes fram för den tidens försörjning med internationell likviditet. Den enda lösning som Triffin såg var att IMF själv skulle ha möjlighet att möta den legitima efterfrågan på likviditet från en växande världsekonomi.

I USA fick Triffins dilemma erkännande genom att president Kennedy i ett tal 1962 tillkännagav att ett av skälen till att hitta nya källor till likviditet var att landet kunde minska sitt tillhandahållande av dollar till övriga världen.

## Fasta växelkursen gav lösningar

Tack vare USA:s benägna bistånd hade de stora västeuropeiska länderna under 1960-talet växt sig så starka att deras valutor fått trovärdighet som internationella betalningsmedel. Länderna kunde nu handla varor sinsemellan med egna valutor. Växling blev tillåten, men endast för att kunna genomföra handelstransaktioner. Fortfarande var dock valutornas växelkurser fasta mot dollarn, vilken egentligen borde devalveras. De reala styrkeförhållandena i växelkurserna vreds till det omvända. Härmed krävdes det alltför stora dollarreserver i övriga länder för att upprätthålla ländernas värde parvis mot dollarn, eftersom ju mer dollarns värde urholkades desto mer dollar behövdes för att upprätthålla valutareservens reala köpkraft i respektive medlemsland.

#### *Kuriosaruta*

En anekdot från G10:s diskussion om det monetära systemet<sup>9</sup>, där fransmännen var drivande, berättar om hur representanterna i G10 försökte bena upp problemet genom att göra åtskillnad mellan "glada" och "inte så glada" innehavare av valutareserver. För att undvika ekonomisk kris och i solidaritet med USA avstod de "inte så glada" från att växla in dollar mot guld. 1965 växlade Frankrike in hela sin dollarreserv mot guld och yrkade på guldmynstfotens avskaffande.<sup>10</sup>

IMF stod åter inför utmaningen att upprätta förtroendet för det internationella betalningssystemet.<sup>11</sup> De ekonomier som helt var hänvisade till

<sup>8</sup> Mussa, Boughton & Isard (1996) sid. 27.

<sup>9</sup> Diskussionen gällde den första systematiska studien som G10 gjorde av det monetära systemet som då förelåg; se Mussa, Boughton & Isard (1996).

<sup>10</sup> Initialt, när Bretton Woods etablerades, svarade andelen guld för mer än tre fjärdedelar av de totala reserverna. I mitten av 1960-talet hade andelen guldräserv sjunkit till en fjärdedel av de totala reserverna.

<sup>11</sup> Tidigare hade IMF löst bristen på dollar (betalningsmedel) genom kvothöjning.

Att motverka deflation fanns med som det andra syftet, det ekonomiska, för att utveckla SDR.

SDR skulle användas som hårdvaluta och värderades i guld.

Möjligheten att låna utomlands och kunna växla mellan valutor har helt eliminerat industriländernas behov av att vända sig till IMF.

dollarn riskerade att småningom få problem med betalningar för sin import eftersom valutalån fortfarande inte var möjliga. Deras enda utväg skulle ha varit att begränsa efterfrågan i landet för att skapa ett bytesbalansöverskott, vilket i sig var en väg till deflation. På så vis kom motverkandet av deflation att finnas med som det andra syftet, det *ekonomiska*, för att utveckla SDR.

Beslutet om att särskilda dragningsrätter skulle fördelas mellan medlemsländerna togs i Rio de Janeiro 1967, men först 1970 gjordes själva utdelningen. SDR skulle användas som hårdvaluta och värderades i guld. Intentionen var att skapa en internationell reservvaluta (paper gold) men verkligheten sprang förbi i och med finansmarknadens utveckling.

En politisk milstolpe kan sägas ha passerats 1973; de viktigaste industriländerna hade då infört rörlig växelkurs.<sup>12</sup> Centralbankerna blev samtidigt mindre beroende av IMF och dess roll som centralbankernas bank, de kunde med andra ord råda över sin egen penningpolitik. Detta ledde till att IMF frångick att värdera SDR i guld till att värdera SDR i de viktigaste transaktionsvalutorna. IMF:s grundprincip om ett fast pris på dollarn var således på väg att luckras upp. I och med att allt fler valutor fick förtroendet som transaktionsvalutor och att valutaavregleringarna inleddes kom även valutamarknaden igång. Möjligheten att låna utomlands och kunna växla mellan valutor har helt eliminerat industriländernas behov av att vända sig till IMF för att få tillgång till valuta. Men som vi vet gäller inte motsvarande möjlighet för de fattiga länderna.

## SDR omfördelar pengar

Konstruktionen av SDR hade till syfte att lösa betalningssystemets dilemma som då hade kommit att hota världshandeln.

Konstruktionen av SDR hade till syfte att lösa betalningssystemets dilemma som då hade kommit att hota världshandeln. Konstruktionen av SDR hade till syfte att lösa betalningssystemets dilemma som då hade kommit att hota världshandeln. Med hjälp av SDR skulle likviditet i utländsk valuta göras tillgänglig, för att möjliggöra utrikeshandel utan negativa effekter som stagnation eller inflation, men också för att ge förtroendet åter hos medlemmarnas centralbanker för att hålla internationella reserver. I IMF:s stadgar artikel XVIII (Articles of Agreement) föreskrevs att en tilldelning av SDR endast får ske om den tillgodoser den långsiktiga globala likviditeten för komplettering av existerande reserver på så vis att den gynnar uppfyllelsen av IMF:s syften och undviker stagna-

<sup>12</sup> I försök att behålla den fasta växelkursen hade dollarn i december 1970 devalverats med 10 procent mot sin tidigare guldparitet samtidigt som de viktigare valutorna skrevs upp i värde. Det ligger inte inom ramen för denna artikel att i detalj redovisa detta. Dessa finns både analyserade och i protokollform publicerade i de Vries (1988).

tion och deflation lika väl som efterfrågeöverskott och inflation. Denna artikel gäller formellt än i dag, trots dagens fria kapitalmarknad.<sup>13</sup>

## SDR — varken pengar eller marknadsinstrument

Ofta sägs det att det är lättare att tala om vad SDR *inte är* än att tala om vad det är. SDR är inte en tillgång med förfallotid som går att sälja på marknaden. Inte heller är SDR ett substitut för någon av de internationella valutorna, eftersom det inte går att betala med SDR utanför IMF. SDR är således varken ett finansiellt marknadsinstrument eller reda pengar. IMF använder i regel en svårbegriplig terminologi, vilket gör det än svårare att tolka vad tekniken består i och vad SDR egentligen är. För att riktigt förstå och kunna göra sig en korrekt bild av SDR, förutsätts att tekniken bakom SDR klarläggs. En enkel beskrivning är att de särskilda dragningsrätterna formades för att smörja cirkulationen av valuta inom IMF, för omfördelning av valuta från medlemsländer som har betalningsöverskott till medlemsländer som har betalningsunderskott.<sup>14</sup>

En enkel beskrivning är att SDR formades för att smörja cirkulationen av valuta inom IMF.

## Tekniken bakom SDR – ett slutet system

Tekniken bakom SDR som smörjmedel består i att medlemsländerna har gjort ett åtagande att tillhandahålla valuta i samma stund de mottagit en tilldelning av SDR. Omvänt innebär detta att de också har rätt att utnyttja denna kredit för att möta tillfälliga underskott i betalningarna. Det är ett ömsesidigt avtal som gäller alla medlemsländer inom det avgränsade samfund som IMF utgör. På så vis kan länder som har en stor valutareserv<sup>15</sup> växla in delar av den mot SDR, så att ett land i behov av valutareserver då kan växla SDR till valuta. Därefter, vid ett tillfälle när det landet har överskott av valuta betalas den tillbaka, oftast är valutan dollar (se faktaruta). Därtill kan landet med överskottsreserver på nytt växla utländsk valuta mot SDR. Det är tydligt att det endast är ett byte mellan SDR och valuta som sker, således ger SDR inte upphov till större valutareserver.

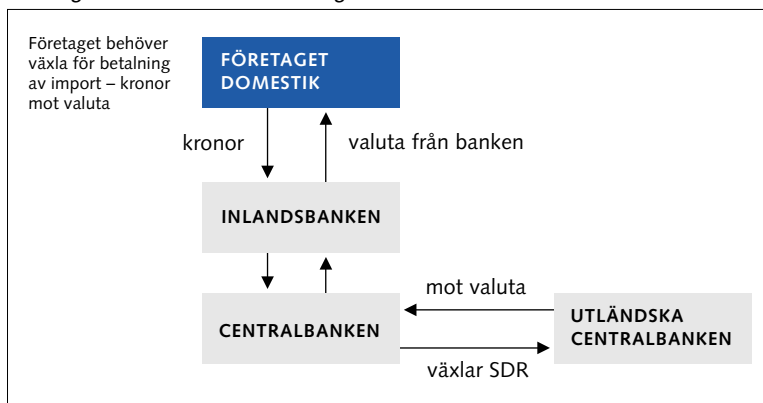
Det är tydligt att det endast är ett byte mellan SDR och valuta som sker, således ger SDR inte upphov till större valutareserver.

<sup>13</sup> I Mussa, Boughton & Isard (1996) där bidragen till IMF:s konferens med samma namn är publicerade uttalar Mussa (sid. 80) och Williamson (sid. 112–113) att denna stadga inte längre kan tillämpas. Eftersom utbudet av reserver i dag alltid svarar mot efterfrågan på reserver, är idén om att på ett rationellt sätt hantera en viss kvantitet (stock) internationell likviditet och utifrån den komma fram till ett behov av SDR inte längre relevant.

<sup>14</sup> Den faktiska innebörden var att göra överskottsländer inom IMF villiga att låna ut till länder med underskott i sina betalningar. Detta ombesörjer den internationella valutamarknaden i dag för de länder som har tillträde till den. I praktiken är det också så att SDR motsvaras av "kreditlinor" i utländsk valuta motparterna emellan som bokförs i SDR.

<sup>15</sup> I dag behöver länder med tillgång till kapitalmarknaden egentligen inte ligga med stora valutareserver i centralbanken, eftersom de enkelt kan låna upp på valutamarknaden för att vidarefördela valuta till ett land som inte har denna access.

**Figur 1. SDR går inte att betala med utanför IMF  
– växlingsflöde från ett inhemskt företag via centralbanken**



Banker i länder utan tillgång till växling på internationella valutamarknaden växlar med centralbanken. Om centralbanken inte har tillräckligt med valutareserver, växlar den SDR mot valuta med centralbanken i utlandet.

#### Faktaruta

IMF har vid två tillfällen, 1970 och 1978, tilldelat SDR generellt till samtliga medlemsländer proportionellt mot respektive kvotandel.<sup>16</sup> Eftersom ett flertal medlemsländer tillkommit efter den senaste generella kvotfördelningen beslutades en speciell tilldelning 1997. Den har dock inte realiserats till följd av att USA ännu inte ratificerat stadgeändringen (the Fourth Amendment). SDR:s storlek i förhållande till IMF:s totala reserver var vid utgången av 2001 omkring 10 procent, vilket motsvarar ett värde på cirka 215 miljarder svenska kronor.

För det enskilda medlemslandet innebär tilldelning av SDR, det vill säga det belopp som landet åtagit sig att valutaväxla mot SDR, även att landets valutareserv fiktivt ökar. I exemplet nedan har medlemslandet tilldelats – en skyldighet att växla in – SDR motsvarande ett värde 50 (skuldsidan). Detta motsvaras av en rättighet – att valutaväxla – till SDR innehav med värdet 50. Härmed har valutareserven ökat med ett värde 50 i medlemslandet.

När en centralbank fullgör sin skyldighet, att köpa SDR för efterfrågad valuta direkt från en annan centralbank eller från IMF, växlas SDR in i valuta motsvarande till exempel värdet 10. Då minskar den "äkta valutareserven" med 10 hos den centralbank som tar emot SDR, vilket ökar centralbankens SDR innehav med värdet 10. Det omvända sker om landet säljer valuta mot SDR, det vill säga utnyttjar sin rättighet att sälja SDR. Landets totala valutareserv är efter en transaktion således oförändrad. Landets tilldelade SDR påverkas endast av nya åtagande.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> SDR-allokeringen ska enligt IMF:s stadga diskuteras för eventuell åtgärd minst vart femte år (basic period).  
<sup>17</sup> Medlemmarnas tilldelning av SDR genererar i sig ingen ränta. Men när SDR växlas till valuta betalas ränta eller omvänt växlar från valuta till SDR erhålls ränta som administreras av IMF. Räntan ligger i dag runt 2 procent. Räntesättningen av SDR har marknadsanpassats, över tiden har den närmast sig den korta marknadsräntan, den så kallade interbankräntan. Härmed har IMF kunnat släppa på regleringar runt SDR och i stället låta medlemslänternas incitament i viss mån vara styrda av alternativkostnaden på valutamarknaden.



**TABELL 1. BOKFÖRING AV SDR-INNEHAV HOS EN CENTRALBANK  
MILJARDER SDR**

Tillgångar		Skulder	
Valutareserv	400	Sedlar och mynt	185
Guld	50	Övrig inlåning	170
SDR-innehav	50 (60)	Tilldelade SDR	50
Valuta	300 (290)	Övriga skulder	100
Övriga tillgångar	250	Eget kapital	45
		Resultat	100
Totala tillgångar	650	Totala skulder	650

#### RÄKNEENHET MED RÖRLIGT VÄRDE

Inom IMF är SDR sedan mitten av 1970-talet även en räkneenhet. All bokföring uttrycks i SDR. Värderingen av SDR ändrades första gången 1973 och närmade sig värderingen av de vanligaste transaktionsvalutorerna. I dag motsvaras en SDR av en korg med de mest vanliga valutorna: amerikanska dollar, euro, japanska yen och brittiska pund.<sup>18</sup> Valutornas värde är viktade och speglar deras relativa andel av handeln och det finansiella systemet. Således säkras IMF sin aktivitet i SDR genom att dess värde reflekterar de mest likvida valutorna (vanligaste transaktionsvalutorerna). IMF:s lån till ett medlemsland anges och betalas i SDR, likaså ska återbetalningen till IMF ske i SDR. Återbetalningen i SDR innebär, liksom på den ordinära valutamarknaden, en valutarisk som det lånande landet måste ta på sig, eftersom lånens värde följer den internationella ekonomins utveckling. Men om landet klarar av att betala tillbaka sitt lån finns det sannolikt även förutsättningar för att det, så att säga, är tillbaka på banan igen och därmed betraktas som marknadsvärdigt.

En SDR motsvaras av en korg med de mest vanliga valutorna.

#### EFFEKTIV OMFÖRDELNING

Hantering och kontoföring av SDR är organisatoriskt en separat avdelning inom IMF och kallas SDR Department. IMF fungerar som mellanhand för i stort sett samtliga SDR-transaktioner. Till en början såg sig IMF tvungen att garantera likviditeten i varje transaktion, länder ålades direkt från IMF att sälja eller köpa SDR. För att kunna säkra likviditeten infördes ett legalt stöd i artikel XIX (Articles of Agreement). Här stipuleras villkoren för användningen av SDR och hur de medlemsländer identifieras som är tillräckligt starka att kunna erbjuda att ta emot SDR för växling mot valuta upp till bestämda belopp.

IMF fungerar som mellanhand för i stort sett samtliga SDR-transaktioner.

I något som kallas "Transactions by Agreement" avtalar IMF med ett medlemsland om hur mycket SDR landet är beredd att växla in mot angi-

<sup>18</sup> Korgen ses över vart femte år för att korrekt vikta de valutor som mest frekvent används i internationella transaktioner.

ven valuta. Med en del länder avtalas även om hur mycket angiven valuta landet är berett att ta emot. Sedan avtalet infördes 1987, är det i princip tillåtet att handla valuta mot SDR direkt mellan medlemsländerna. Men IMF samordnar även dessa transaktioner, sannolikt både som service åt centralbankerna och för att lättare upprätthålla likviditeten i SDR.

**SDR är egentligen en utvidgning av möjligheten att växla valuta utöver medlemsländernas ordinarie tillgång till 25 procent av sina kvotinsatser.**

I syfte att garantera att det alltid ska finnas möjlighet för ett medlemsland med betalningsbalansproblem att omedelbart växla SDR mot valuta, genomför IMF kvartalsvis en likviditetsbedömning av SDR, (the Designation Mechanism).<sup>19</sup> I stora drag syftar den till att justera innehavet av SDR så att de kapitalstarka länderna över en viss tid i genomsnitt håller sin tilldelning. Egentligen är SDR en utvidgning av möjligheten att växla valuta utöver medlemsländernas ordinarie tillgång till 25 procent av sina kvotinsatser inom ramen för IMF:s operativa resurser (General Resources Account), det vill säga den del som är utan så kallade konditionalitetsvillkor.<sup>20</sup>

## Förhoppningar och farhågor kring SDR

**SDR blev aldrig internationellt betalningsmedel bland medlemsländerna.**

SDR blev aldrig internationellt betalningsmedel bland medlemsländerna. I så fall skulle IMF ha formats som en monetär union med gemensam penningpolitik i egenskap av penningutgivare på samma sätt som den Europeiska och monetära unionen, EMU. Egentligen lanserades SDR för sent som reservvaluta eftersom upplösningen av guldmyntfoten och utvecklingen till rörliga växelkurser för de största valutorna redan hade påbörjats. I den växande globaliseringen är dollarn alltjämt den största reservvalutan, även om andra valutor, som euron, numera i hög grad används i den internationella handeln och därmed i centralbankernas valutareserver. I och med fria kapitalrörelser och rörliga växelkurser råder ett efterfrågestyrt utbud på dessa valutor. Men SDR lever vidare inom IMF och är emellanåt föremål för både förhoppningar och farhågor, sannolikt främst till följd av oklarheter kring SDR:s funktion.

**I globaliseringsdebatten har diskussionen om SDR som medel för fattiga länder att komma ur sina problem nyligen aktualiserats.**

I globaliseringsdebatten, senast inför Monterreykonferensen<sup>21</sup> 2002, tog de grupper som innefattas i de så kallade Non Governmental Organizations (NGO)<sup>22</sup> åter upp diskussionen om SDR som medel för fattiga länder att komma ur sina problem. Förslagen uttrycker på olika sätt en idé (ingen finns beskriven i detalj) om att använda SDR för att uppnå en rättvisare finansiering (omfördelning av finansiella resurser). Gemensamt för förslagen är att de, ofta underförstått, utgår ifrån att en utgiv-

<sup>19</sup> För en mer detaljerad beskrivning se IMF (2001), sid. 94.

<sup>20</sup> Mer om IMF:s lånearrangemang i International Monetary Fund (2001) och på IMF:s webbplats.

<sup>21</sup> Konferensens namn var Financing for Development.

<sup>22</sup> NGOs är de främsta företrädarna för ett ifrågasättande av globaliseringen ur rättvisesynpunkt.

ning av SDR ökar IMF:s totala reserver, vilket kan ha bidragit till att både missförstå och ibland givit SDR en tolkning av "gratispengar". Som beskrivits händer inget efter en utgivning av SDR, eftersom det är en rent teknisk lösning att lägga in något som kan betraktas som ett kontrakt för växling av/till SDR, i centralbankernas balans.<sup>23</sup> Det är först vid själva bytet av SDR mot valuta som ett land får tillgång till valutan. Då framträder ett flertal fördelar för olika parter. IMF:s medlemsländer är med och delar på kreditrisken i det fall ett land inte skulle klara av att växla tillbaka valutan mot SDR. Landet som mottagit valutan tar visserligen en växelkursrisk, men i och med att värdet på SDR är en viktad summa av de vanligaste valutorna begränsas dock den risken (jämfört med exponering mot en valuta).

Farhågor om SDR som inflationsdrivande framförs alltså i samband med diskussioner om ytterligare SDR-tilldelning. Tilldelningen av SDR är i sig inte inflationsdrivande, däremot är det "hur" ett land använder SDR som avgör om de ger upphov till inflation. Växlingen av SDR till valuta skulle kunna vara inflationsdrivande för ett enskilt land om den används till annat än att möta efterfrågan på valuta för internationell handel med investeringsvaror, för att på sikt undvika ständiga bytesbalansunderskott. Men det finns ingen uppenbar direkt risk för inflation, eftersom SDR inte är ett betalningsmedel i vanlig bemärkelse utan endast cirkulerar inom IMF-sfären. För varje enskilt land (fattigt eller ej) gäller regeln som utvecklats på den internationella kapitalmarknaden, vilken innebär att länderna själva väljer sin egen finans- och penningpolitik. Samma spelregler, som egentligen handlar om att bygga upp ett förtroende kring en ekonomi, råder alltså för dessa länder som för andra länder om de så småningom vill vara en del av den internationella valutamarknaden. Handlar landet konsumtionsvaror från utlandet i stället för varor till investeringar kan inflation uppstå, eftersom ekonomin då inte växer i takt med konsumtionsutvecklingen. Inom ramen för detta resonemang blir regeln att utdelningen av SDR är proportionell mot kvotandelen i IMF intressant att lyfta fram, eftersom den kan begränsa såväl tillgången till SDR som inflationsrisken för landet.<sup>24</sup>

I linje med de oklarheter som finns om SDR, är frågan om ytterligare SDR-utgivning kan motverka att fattiga länders situation drar i än mer negativ riktning vid en världsomspännande avmattning eller lågkonjunktur. Några av de missförstånd som finns om SDR och som ofta ligger till

**Tilldelningen av SDR är i sig inte inflationsdrivande, däremot är det "hur" ett land använder SDR som avgör om de ger upphov till inflation.**

<sup>23</sup> Åtagandet skulle kunna finnas utanför balansräkningen som ett vanligt kontrakt motsvarande beviljade ej utnyttjade krediter i bankerna.

<sup>24</sup> Ländernas respektive kvotandel ska i stora drag motsvara varje enskilt medlemslands relativa ekonomiska storlek inom världsekonomin. Definitionen av kvotformeln diskuteras regelbundet inom IMF. Behovet av kvotjusteringar, enskilda eller generella höjningar av kvoten, ska ses över minst vart femte år enligt IMF:s stadga.

grund för debatten för och emot en SDR-ökning är intressanta att ta upp här. Det mest grundläggande missförståndet rör oron för global likviditetskris. Sedan mer än 20 år tillbaka är den finansiella marknaden ordnad så att det inte ska existera någon global likviditetsbrist. Kapitalmarknaden i dag är fri.<sup>25</sup> Den fria kapitalmarknaden innebär möjligheter att finansiera valutareserver, vilket emellertid alltid har en kostnad.

Reserverna skapas på motsvarande sätt som när USA under Bretton Woods-systemet tog på sig att trycka sedlar, men nu är det fler länder vars valutor betraktas som starka valutor och därmed utgör reservvalutor. I och med kapitalmarknadens utveckling av olika instrument finns numera alltid en möjlighet för länder att effektivt motverka effekterna av ökad penningmängd. Centralbankerna kan numera genast sterilisera denna genom att dra in likviditeten från marknaden igen, för att förhindra att den ökade penningmängden blir kontraproduktiv för penningpolitiken. På så vis finns det egentligen inget behov av att öka tilldelningen av SDR.

Men växling på kapitalmarknaden förutsätter att landet har tillgång till denna. Är förtroendet alltför lågt, vilket gäller de flesta fattiga länder, vill ingen ta på sig den höga ekonomiska risk det innebär att växla in ett fattigt lands valuta. Ett lågt förtroende för landets ekonomi, till följd av den höga risken, för med sig alltför höga växlingskostnader för landet även om det får växla.

Andra missförstånd råder kring problematiken om vart såväl SDR som reserverna tar vägen. Mycket förenklat är det så att om till exempel industriländerna, det vill säga de som håller (innehåller) SDR, skulle växla in sina SDR mot valuta för att täcka egna bytesbalansunderskott hamnar deras SDR antingen hos de länder de handlar av eller hos de länder de växlar med, det vill säga de fattiga länderna. Utvecklingen sedan slutet av 1980-talet är dock det omvända. Av tabell 2 framgår att 26 industriländer generellt har hållit mer av tilldelad SDR, medan 103 så kallade låntagarländer i genomsnitt innehåller SDR på en nivå väsentligt under sin tilldelning. I debatten har detta uttrycks som att industriländerna sitter på SDR och underförstått inte delar med sig.

Industriländernas stora överskott har emellertid uppstått i och med att stora utbetalningar av lån gjorts i SDR. Vid dessa tillfällen har industriländerna stått för växlingen av SDR till valuta så att låntagarna kan använda pengarna i sina ekonomier. Det optimala är naturligtvis att SDR cirkulerar och att industriländerna som så kallade holders i genomsnitt håller sin tilldelning. När låneländerna måste betala sina låneåtaganden i SDR, det vill säga återbetalning av lån eller ränta så måste de växlas till

**Ett lågt förtroende för ett lands ekonomi, till följd av den höga risken, för med sig alltför höga växlingskostnader för landet även om det får växla.**

**26 industriländer har hållit mer av tilldelad SDR, medan 103 låntagarländer i genomsnitt innehåller SDR på en nivå väsentligt under sin tilldelning.**

**Industriländernas stora överskott har uppstått i och med att stora utbetalningar av lån gjorts i SDR.**

<sup>25</sup> Med detta menas tillgång till korta krediter som är särskilt vanligt utländska banker emellan, så kallade interbanklån.

**TABELL 2. IMF-LÄNDERS INNEHAV AV SDR, INDELAT I KATEGORIER  
PROCENT AV TOTALT UTDELADE SDR**

	Antal	Oktober 1983	Oktober 1992 <sup>1</sup>	Juni 1998 <sup>1</sup>	Juni 1999 <sup>2</sup>	April 2000	April 2001
Långvarländer	26	86	123	115	107	101	105
Låneländer	103	10	18	41	34	40	29
Övriga <sup>3</sup>	54	58	59	75	60	80	82

<sup>1</sup> Före kvot höjningen vid nionde respektive elfte kvotöversynen.

<sup>2</sup> Efter kvot höjningen vid elfte kvotöversynen.

<sup>3</sup> Denna kategori skiftar mellan kategorin långvar- respektive låneländer.

Anm: Fem länder har inte tilldelats några SDR eftersom de tillkommit som medlemmar efter senaste SDR-utdelningen 1978.

Källa: IMF – Financial Organization and Operations of the IMF.

SDR för betalning till IMF. Härutöver betalar IMF kreditorländerna (industriländerna) räntor i SDR.

Sammanfattningsvis kan sägas att trots att SDR sedan länge inte är aktuella som betalningsmedel internationellt och trots att det inte råder någon brist på reserver i den internationella ekonomin, kan SDR vara värdefulla för fattiga länder. De är dock ingen finansiell lösning för dessa länder. Däremot ger de en likviditetsbuffert på så sätt att fattiga länder slipper ta de gamla ogynnsamma medlen som står till buds, det vill säga att begränsa efterfrågan i landet, eftersom de inte har tillgång till valutamarknaden för att öka valutareserven, för att täcka tillfälliga valutabehov. Härutöver är SDR tekniskt upplagt så att landet får växla till ett genomsnittligt marknadspris genom att SDR är en sammanvägning av valutor.

I princip är SDR ett komplement till den möjlighet ett medlemsland har att använda 25 procent av sitt insatskapital i IMF för att tillfälligt överbrygga betalningsbalansunderskott. Skillnaden är inte bara teknisk utan också substantiell i så måtto att det kostar landet att hålla reserver på 25 procent, medan det inte kostar landet något innan det växlar in SDR mot valuta. SDR är också, trots sitt gamla syfte, smidig att hantera i och med att den har likheter med andra värdepapper som hanteras på finansmarknaden, fast de endast får användas inom IMF.<sup>26</sup>

Slutsatsen är således att SDR hjälper fattiga länder, som ännu inte har tillträde till valutamarknaden, att genomföra utrikeshandel. SDR fungerar som en slags "biljetter" (begränsade till antalet) för växling till valutabetalning. SDR löser inte problemen för de länder som nära nog konstant befinner sig i en situation med betalningsbalansunderskott, eftersom varje land har begränsad tillgång till SDR. Men SDR ger möjlighet till utrikeshandel utan alltför stor växelkursrisk eller risk för att likviditeten snabbt

**Trots att det inte råder brist på reserver i den internationella ekonomin kan SDR vara värdefulla för fattiga länder.**

**SDR är ett komplement till den möjlighet ett medlemsland har att använda 25 procent av sitt insatskapital i IMF.**

**Slutsatsen är att SDR hjälper fattiga länder, som ännu inte har tillträde till valutamarknaden, att genomföra utrikeshandel.**

<sup>26</sup> IMF publicerade strax före årskiftet 2002/2003 ett Working Paper, "International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System". Här kommer författarna i sitt resonemang utifrån den fria kapitalmarknaden fram till att fördelarna med att tillfredsställa en växande efterfrågan av internationella reserver med ökad SDR-utgivning är effektivitetsvinster och reducerade systemrisker. Den senare till följd av att de i viss utsträckning utgör ett substitut för marknadslånade reserver, vilka kreditgivarna ofta snabbt drar tillbaka vid kriser på grund av det risktagande de ingått.

dras tillbaka om kreditgivarna blir alltför osäker på riskförhållandena. Andra medel måste till för att bygga upp ett konstant bytesbalansöverskott och så småningom bygga upp ett förtroende för sin ekonomi för att få tillträde till den internationella kapitalmarknaden.

## ■ Referenser

- Clark, P. B. & Polak, J. J., (2002), *International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System*, IMF Working Paper.
- Horefiels, J. K., (1969), *The International Monetary Fund 1945–1965, volym 1: Chronicle*, International Monetary Fund.
- Horefiels, J. K., de Vries, M. G. with the collaboration of God, J., Gumbart M. H., Lovasy, G. & Spitzer, E. G., (1969), *The International Monetary Fund 1945–1965, volym: Analyses*, International Monetary Fund.
- International Monetary Fund, (1992), *Articles of Agreement*, Publication Services.
- International Monetary Fund, (2001), *Financial Organization and Operations of the IMF*, Treasure's Department.
- International Monetary Fund, (2002), Annual Report.
- IMF:s webbplats ([www.imf.org](http://www.imf.org)).
- Mussa, M., Boughton, J. M. & Isard, P., (1996), *The Future of the SDR in light of the changes in the International Financial System*, International Monetary Fund.
- Nedersjö, A.-K., (2001), Internationella valutafondens kvoter – om funktion och inflytande, *Penning- och valutapolitik*, nr 3, Sveriges riksbank.
- de Vries, M. G., (1985), *The International Monetary Fund 1972–1978, volym 1: Narrative and Analyses*, International Monetary Fund.
- de Vries, M. G., (1986), *The IMF in a Changing World 1945–1985*, International Monetary Fund.

# ■ Riksbankens yttrande över betänkandet *Framtida finansiell tillsyn* SOU 2003:22

---

*Sveriges riksbank har beretts tillfälle att yttra sig över slutbetänkandet "Framtida finansiell tillsyn", SOU 2003:22, från utredningen om Finansinspektionens roll och ansvar. Riksbankens synpunkter återges nedan. Göran Lind och Tomas Flodén på avdelningen för finansiell stabilitet har författat yttrandet. Bakom remissyttrandet står samtliga direktionsmedlemmar.*

## Inledning

Utredningen för en principdiskussion om utformningen av den framtida finansiella tillsynen, vilken utmynnar i ett antal förslag.

Utredningens betänkande är inte huvudsakligen avsett att leda till ny lagstiftning. Istället förs en principdiskussion om utformningen av den framtida finansiella tillsynen, vilken utmynnar i ett antal förslag. Riksbanken har därför valt att dela upp sitt remissyttrande i två delar. I den första ger Riksbanken sina synpunkter på de förslag som utredningen lägger fram, i den andra förs ett principiellt resonemang om utformningen av och kraven på den framtida finansiella tillsynen. Där belyses även den rollfördelning som i dag råder mellan Finansinspektionen, FI, och Riksbanken, en rollfördelning som kan behöva omprövas i ljuset av bland annat de nya förutsättningar som utredningen beskriver i sin rapport. Riksbanken är angelägen om att diskussionen om frågor kan fortsätta.

## Riksbankens synpunkter på utredningens förslag

Riksbanken delar utredningens problem- och situationsbeskrivning:

- Den finansiella tillsynen kommer i framtiden att ställa högre krav på tillsynsmyndighetens kompetens (Basel 2, EU-krav, komplexare finansiella institutioner och produkter).
- En rad lagförslag kommer att ställa ökade krav på tillsyn generellt (Basel 2, nya IAS-regler, tillsyn av revisorer och revisionsföretag, ökad uppföljning av självreglerande organ med mera).



Riksbanken stödjer även utredningens huvudsakliga förslag om att FI:s arbete tydligare ska inriktas på de grundläggande samhällsekonomiska målen och om ökad fokusering på kärnverksamheten. Härutöver önskar Riksbanken särskilt framhålla vissa aspekter på ett antal av utredningens förslag:

- Att lägga över statistikansvaret för finansräkenskaperna till SCB är en förändring som Riksbanken stödjer. Förutom att det möjliggör för FI att inrikta sitt arbete mer på kärnverksamheten, förbättrar det sannolikt kvaliteten och effektiviteten i statistikproduktionen genom att en myndighet har det samlade produktionsansvaret för den statistik som rör finansräkenskaper, nationalräkenskaper med mera.
- Riksbanken delar utredningens slutsats att insiderutredningar bör göras i endast en myndighet. Enligt Riksbankens mening bör en sådan myndighet ha såväl polisiär som finansiell- och marknads-expertis. För att möjliggöra för FI att i högre grad intensifiera arbetet med sina huvudaktiviteter, bör myndigheten inte organisatoriskt läggas alltför nära FI.
- Riksbanken har inga invändningar mot förslaget att överlåta till Patent- och registreringsverket, PRV, att föra register över vissa kategorier av mindre finansiella företag och undanta dessa från tillsyn. Dessa företag kommer alltså att omfattas av särskild reglering, även om de inte står under tillsyn. Därför är det viktigt att möjligheterna att ingripa mot dessa företag inte minskar eller glöms bort. Eftersom FI har ett konsumentskyddsuppdrag är det viktigt att FI har kvar möjligheten att ingripa mot dessa bolag, eftersom företagen erbjuder produkter som ibland riskerar att förväxlas med produkter från företag som står under tillsyn. Ingripandemöjligheten bör inte flyttas över till PRV då detta ligger utanför denna myndighetens naturliga verksamhet.
- Enligt Riksbanken är det viktigt att FI, som utredningen föreslår, behåller ansvaret för redovisningsfrågor som är specifika för finansiella företag. Ett viktigt motiv för detta är att regleringen av banker i allt högre utsträckning, såsom Basel 2-kraven, bygger på vissa synsätt på redovisning av finansiell verksamhet, vilka inte i alla hänseenden sammanfaller med dem för annan verksamhet.
- Riksbanken delar utredningens förslag att FI inte bör ha någon tillsynsroll vad gäller revisorer och revisionsföretag.
- Riksbanken delar utredningens förslag att FI ska ha kvar ett konsumentskyddsansvar, även om inriktningen på FI:s arbete kommer att förskjutas mot stabilitetsskyddet. Som utredningen

Riksbanken önskar särskilt framhålla vissa aspekter på ett antal av utredningens förslag:

påpekar berörs allt fler privatpersoner direkt av utvecklingen inom de finansiella marknaderna och komplexiteten i produkterna blir allt större. För att upprätthålla konsumentskyddet krävs en insyn i de företag som erbjuder finansiella tjänster, ett område där FI alltid kommer att ha ett försprång visavi till exempel Konsumentverket. Riksbanken stödjer utredningens förslag om diskussioner mellan berörda myndigheter på konsumentområdet i syfte att tydliggöra rollfördelningen. Enligt Riksbankens uppfattning om en dylik rollfördelning har FI en viktig roll i att öka kunskapen om finansiella produkter och tjänster samt för att främja genomlysningen av finansiella institut. FI har genom sin roll även kompetensen att göra avvägningen mellan konsumentintresset och stabilitetsintresset, i de fall en sådan intressekonflikt uppstår.

- Riksbanken stödjer utredningens förslag om ökad finansiering via avgifter. Detta ger en tydligare koppling mellan de avgifter som tas ut och de tjänster FI levererar och ökar därmed kravet på effektivitet i FI:s arbete. Riksbanken förordar även en generell ökad grad av avgiftsfinansiering av FI:s verksamhet. Detta är en internationellt rekommenderad väg att gå, bland annat i syfte att stärka myndighetens operationella oavhängighet gentemot statsmakterna (se till exempel Baselkommitténs Core Principles for Effective Supervision).
- Riksbanken stödjer förslaget att tillsätta en utvärderingsgrupp, en så kallad practitioners panel, för att utvärdera FI:s arbete. En förutsättning för att gruppens arbete ska ge avsedda effekter är dels att den ges rollen att kritiskt granska FI:s verksamhet och fritt föra fram sina synpunkter, dels att branschen är beredd att tillvarata möjligheten som en sådan grupp erbjuder genom att seriöst utvärdera FI:s arbete, givet dess uppdrag.
- I konsekvens med att Riksbanken delar utredningens beskrivning och bedömning av de ökade krav som kommer att ställas på myndigheten delar Riksbanken även utredningens bedömning om att ytterligare resurser måste tillföras FI. Personalförstärkningar bör omfatta såväl antalet anställda som kompetensen hos de anställda.

## Principiella synpunkter på den framtida finansiella tillsynen

Riksbanken och FI delar målet om att verka för ett säkert och effektivt finansiellt system, och kompletterar i hög utsträckning varandra i det

arbetet. Därför ligger det i Riksbankens intresse att statens samlade finansiella tillsyn är organiserad på ett så effektivt sätt som möjligt och att FI har de resurser och den kompetens som krävs.

Som utredningen nämner sker en snabb utveckling inom det finansiella systemet och en rad lagförslag kommer att få återverkan på hur den finansiella tillsynen ska bedrivas. Samtidigt har kunskapen om finansiell stabilitet och effektivitet flyttats framåt genom de senaste årens forskning och myndighetsarbete. Givet den korta tid som utredningen har haft till sitt förfogande har den inte haft möjlighet att lyfta fram, än mindre fullt ut belysa, samtliga aspekter av vikt för utformningen av den framtida finansiella tillsynen. Riksbanken tillsammans med FI och andra berörda parter behöver därför vidareutveckla synen på en rad frågeställningar om den framtida finansiella tillsynen, och hur den ska organiseras. Nedan lyfts dessa frågeställningar fram i syfte att stimulera en sådan diskussion. En röd tråd i frågeställningarna gäller inriktningen av FI:s reglerings- och tillsynsarbete. Å ena sidan måste verksamheten ges ett klart fokus, det vill säga målet att uppnå systemstabilitet genom att säkra stabiliteten i de enskilda instituten, systemen och funktionerna. Å andra sidan finns ett antal områden, bland annat marknadstillsyn, konsumentfrågor och effektivitetsfrågor, som inte kan lämnas utanför reglering och tillsyn, låt vara att dessa områden inte nödvändigtvis i sin helhet behöver skötas av FI.

**Riksbanken och FI delar målet om att verka för ett säkert och effektivt finansiellt system.**

**Riksbanken, FI och andra berörda parter behöver vidareutveckla synen på en rad frågeställningar om den framtida finansiella tillsynen.**

## SYSTEMSTABILITET

En av huvudpöngerna i utredningen är att FI:s tillsyn mer uttalat än hittills ska utgå från de grundläggande samhällsekonomiska målen, bland annat att minska risken för att finansiell instabilitet leder till samhällsekonomiska störningar. Detta görs enligt utredningen i första hand genom att värna systemstabiliteten. Utifrån ansatsen att systemproblem uppstår i de enskilda instituten, lägger utredningen fokus på tillsynen av dessa. På sidan 29 konstaterar utredningen till exempel "Att följa de enskilda finansiella företagen när det gäller organisation, kapitalstyrka och riskhantering är därför tillsynens kärna, både vad avser systemstabilitet och konsumentskydd..."

Den beskrivning som utredningen gör av förutsättningarna för att bevara systemstabilitet kan behöva utvecklas när det gäller hur och varför stabilitetsproblem uppstår och hur samhället bör arbeta för att minska risken för problem.

Stabiliteten i det finansiella systemet vilar enligt Riksbankens syn på tre ben:

- Det första benet är de enskilda institutens stabilitet. Det är detta som utredningen fokuserar på och lyfter fram som det som ska tillses. Finansiella institut, i första hand banker, riskerar att vara

instabila vilket motiverar stabilitetstillsyn av enskilda institut (institutstillsyn). Anledningen till risken för instabilitet i banker är enkelt uttryckt att deras finansiering som regel har kort löptid och snabbt kan försvinna samtidigt som deras tillgångar har lång löptid och inte snabbt kan realiseras.

- Det andra benet är systemrisken. Systemrisken är det förhållandet att när ett institut har problem är risken högre att även andra institut också har, eller får, problem. Systemrisken är huvudförklaringen till att det finansiella systemet är instabilt och den utgör grunden för behovet av "systemtillsyn" (till skillnad från "institutstillsyn"). Systemrisken har flera förklaringar; instituten har kreditexponeringar mot varandra genom till exempel lån eller värdepappershandel, instituten deltar i betalningssystemet och har därmed likviditetsexponeringar mot varandra, och slutligen har instituten (bankerna) likartade exponeringar och verksamhet och riskerar därmed att samtidigt drabbas av samma problem om dessa har sin grund i makroekonomiska händelser eller andra omvärldsfaktorer. En ytterligare förklaring till systemrisken är att omvärlden känner till den, och när problem uppstår i ett institut tenderar att agera som om även andra institut har problem, oavsett om de faktiskt har det eller ej. Detta beteende förstärker systemrisken och riskerar att vara självuppfyllande.
- Det tredje benet utgörs av den finansiella infrastrukturen. Denna består av de system som finns för handel, clearing och avveckling för betalningar och värdepappershandel. Väl utformade system minskar risken för att problem sprids från de finansiella marknaderna, mellan instituten eller att infrastrukturen själv orsakar problem genom till exempel driftstörningar.

**Riksbanken välkomnar utredningens förslag att FI ska inrikta sitt arbete mot de större instituten.**

Det första benet utgör den självklara kärnan i FI:s arbete. Problem i de stora finansiella instituten, framförallt de största bankerna, är det största hotet mot den finansiella stabiliteten från ett institutperspektiv. Därför välkomnar Riksbanken utredningens förslag att FI ska inrikta sitt arbete mot de större finansiella instituten. Därutöver har FI en roll i reglering och tillsyn av ben två och tre. Inom dessa två kategorier verkar även Riksbanken för stabilitet och effektivitet. Därför är det viktigt med ett fortlöpande samarbete och en tydlig ansvarsfördelning mellan myndigheterna.

**Riksbankens övervakning av den finansiella sektorn är inriktad på systemrisken.**

Riksbanken har genom sitt uppdrag att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende en löpande övervakning av funktionerna i det finansiella systemet. De från samhällets synpunkt skyddsvärda funktionerna i det finansiella systemet är betalningsförmedlingen, kapitalförsörjningen och riskhanteringen. Ur ett funktionsperspektiv är inte de enskilda instituten

centrala utan de uppgifter de utför. Därför ligger Riksbankens fokus i första hand på risken att flera institut samtidigt får problem så att funktionen hotas. Riksbankens övervakning av den finansiella sektorn är med andra ord inriktad på systemrisken.

Riksbanken övervakar även systemstabiliteten genom att följa och utvärdera den finansiella infrastrukturen. Som ytterst ansvarig för likviditeten i betalningssystemet utför Riksbanken en löpande övervakning av RIX, liksom av den till RIX kopplade finansiella infrastrukturen såsom VPC, Bankgirocentralen och Stockholmsbörsen. Detta sker parallellt med Riksbankens löpande utvärdering av den finansiella infrastrukturens effektivitet som berörs nedan.

Enligt Riksbankens mening utgör tillsynen av den finansiella infrastrukturens funktioner en egen form av tillsyn som inte konceptuellt kan inkluderas i marknadstillsynen. Marknadstillsyn är inriktad på beteenden, informationsspridning och produkter som förekommer på de finansiella marknaderna, vilket är väsensskilt från infrastrukturen som gäller utformningen av system för handel och betalningar.

Med ovanstående resonemang vill Riksbanken belysa att det krävs mer än tillsyn av de finansiella instituten för att bevara stabiliteten i det finansiella systemet. Detta sker redan i dag och FI och Riksbanken kompletterar varandras tillsyn och övervakning genom att inrikta sitt arbete på sina respektive kompetensområden. Därigenom täcker FI:s och Riksbankens arbete de viktigaste faktorerna för systemstabiliteten. FI och Riksbanken har under det gångna året arbetat med att förtydliga sina respektive roller i arbetet med finansiell stabilitet, liksom i arbetet med det andra gemensamma målet — finansiell effektivitet. Denna rollfördelning kan fortlöpande behöva utvecklas och anpassas till nya förutsättningar i den finansiella sektorn. För att ytterligare förbättra rollfördelningen och arbetet med de gemensamma målen behövs ökad förståelse av sambanden mellan institut, system, infrastruktur, finansiella marknader och funktioner.

**Enligt Riksbanken utgör tillsynen av den finansiella infrastrukturens funktioner en egen form av tillsyn som inte kan inkluderas i marknadstillsynen.**

**För att förbättra rollfördelningen och arbetet med de gemensamma målen behövs ökad förståelse av sambanden mellan institut, system, infrastruktur, finansiella marknader och funktioner.**

**FI behöver utveckla en tydlig tankeram om tillsynens mål och kriterier, samt tillsynens utformning.**

I framtiden kommer det att ställas allt högre krav på att FI inför de enskilda instituten kan motivera den tillsyn myndigheten utför. Bakgrunden är som utredningen påpekar i första hand de nya Baselreglerna. Dessa medför dels ett helhetsgrepp i tillsynen där de enskilda instituten bedöms utifrån uppfyllandet av kvantitativa och kvalitativa regler, dels att instituten ges ett ökat ansvar att utveckla risk- och kontrollsystem medan FI har att utvärdera dessa och deras tillämpning utifrån varje instituts särdrag. Detta ger en helt ny form av relation mellan instituten och FI. Exempelvis kommer FI inte kunna besluta om att godkänna eller underkänna riskhanteringssystem enbart på tekniska grunder utan måste ha ingående kunskap om verksamheten och organisationen i vilken systemet ska implementeras. För att besluta om eventuella extra kapitalkrav för individuella institut kommer FI vara tvungen att i grunden förstå hur dessa arbetar.

Bankledningarna i sin tur kommer att ställa större krav på FI att i förhand förmedla den tankeram som ligger till grund för beslut om godkännande av modeller eller extra kapitalkrav, för att kunna prioritera utvecklingsprojekt och undvika lösningar som inte kommer att godtas av FI. För att möta de finansiella institutens krav på förutsägbarhet, behöver FI utveckla en tydlig tankeram om tillsynens mål och kriterier, samt tillsynens utformning. FI måste även ha en utvecklad tankeram i sina internationella kontakter, såväl med myndigheter som banker med gränsöverskridande verksamhet.

De nya Baselreglerna gäller banker och värdepappersinstitut. De kan dock ses som exempel på en utveckling av tillsynsarbetet som även kommer att omfatta andra kategorier av institut såsom försäkringsbolag. Även i dessa fall pågår en omläggning av tillsynen i riktning mot en mer kvalitativ tillsyn och där större krav ställs på ett nära och kontinuerligt samarbete mellan instituten och FI.

#### MARKNADSTILLSYN

**Internationella studier visar att länder med välutvecklade finansiella marknader har större chanser att klara sig från svåra bankkriser.**

Det finansiella systemets stabilitet och effektivitet gynnas av välfungerande finansiella marknader. Bredare och djupare marknader skapar förutsättningar för en effektivare hantering av kapital, likviditet och risker. Genom en bättre riskspridning i det finansiella systemet kan bankerna exempelvis bättre stå emot en konjunkturnedgång med åtföljande ökade låntagarfallissemang, genom att riskerna är spridda inte enbart till de långgivande bankerna utan även till investerare på till exempel värdepappersmarknaderna. Konsekvenserna för ekonomin av problem i banksektorn blir dessutom mindre om alternativa kapitalförsörjningskanaler finns. Internationella studier visar att länder med välutvecklade finansiella marknader har större chanser att klara sig från svåra bankkriser eller har lättare att hante-

ra de kriser som ändå kan uppstå. Troligen utgör marktillsynen en förutsättning för marktillsynens trovärdighet hos investerarna och andra parter, vilket – allt annat lika – ökar marktillsynens bredd och djup.

Som utredningen påpekar utgör marktillsynen ett jämförelsevis nytt område som för in delvis nya element och aspekter i den finansiella tillsynen. Motiven för marktillsyn och hur denna utformas är därmed heller inte lika utvecklade som till exempel för stabilitetstillsynen. I dagsläget motiveras marktillsyn i hög utsträckning med behovet av förtroende för de finansiella marktillsynerna, och utredningen tycks i huvudsak, i linje med det givna mandatet, definiera FI:s roll inom marktillsynen utifrån ett antal centrala EU-direktiv. Riksbanken anser att denna utgångspunkt är för snäv. För att bättre motivera marktillsynen och för att ge den en tydlig inriktning är detta ett område som bör utredas vidare. Även frågan om var marktillsynen ska bedrivas bör lämnas öppen. Givet att man inte inkluderar tillsynen av den finansiella infrastrukturen i begreppet marktillsyn, är det lite som förenar marktillsynen med FI:s övriga tillsynsarbete. Marktillsynen blir med denna smälare definition snarlik FI:s konsumentskyddsuppgift och eventuellt kan man tala om investerarskydd snarare än marktillsyn.

Detta blir ännu tydligare om man ser till de internationella minimistandarder som finns för marktillsyn. Dessa sammanfattar vad som i dag anses ingå i marktillsynen. I standarderna ingår olika föreskrifter avseende tillsynen av institut (till exempel värdepappersinstitut) och andra aktörer (såsom mäklare), marknader och börser. Föreskrifternas syfte är konsumentskydd och att säkra välfungerande marknader snarare än systemstabilitet. Vidare finns riktlinjer (codes of conduct) för handelsregler och liknande, till exempel att reglerna för handel med vissa finansiella instrument ska vara striktare när motparten är en privatperson än när den är en professionell investerare, att minoritetsintressen ska skyddas, och om utformningen av regler för att förhindra insiderhandel och prismanipulation. Dessutom tar standarderna upp myndigheternas uppgift att övervaka att instituten, handeln och marktillsynerna inte missbrukas och att, om så ändå sker, utreda överträdelserna och i förekommande fall rapportera till polis eller domstol. En viktig internationell standard har till syfte att förhindra penningtvätt i det finansiella systemet.

Hur tillsynen av de olika delarna i marktillsynen ska utformas bör vara en öppen fråga. Det kan noteras att man nyligen i Nederländerna beslutat att dela tillsynsansvaret så att en myndighet svarar för "prudential regulation and supervision" (det som utredningen benämner stabilitetstillsyn) medan en annan svarar för "business conduct" (vilket närmast motsvarar marktillsyn). I mandatet för tillsynsmyndigheten i Storbritannien ges konsumentskyddet en framträdande roll inom marktillsynen.

**Som utredningen påpekar utgör marktillsynen ett jämförelsevis nytt område som för in delvis nya element och aspekter i den finansiella tillsynen.**

**Internationella exempel visar att marktillsynen i många avseenden anses vara artskild från stabilitetstillsynen.**

nadstillsynen. Båda exemplen visar att marknadstillsynen i många avseenden anses vara artskild från stabilitetstillsynen.

#### EFFEKTIVITET

**Det är viktigt att effektivitetsfrågor som har tydlig anknytning till FI:s mål om stabilitets- och konsumentskydd ges en framträdande plats i tankeramen för FI:s verksamhet.**

I regeringens nuvarande förordning med instruktion för FI pekas effektiviteten i det finansiella systemet ut som ett av huvudmålen för FI vid sidan av stabiliteten och konsumentskyddet. I utredningen tonas dock effektivitetsmålet ned till förmån för stabilitetsmålet, vilket bland annat tar sig uttryck i förslaget att i instruktionen för FI stryka begreppet "effektivitet" som ett huvudmål. Detta gör effektiviteten till ett underordnat mål eller eventuellt en restriktion för stabilitetsarbetet. Det är dock viktigt att effektivitetsfrågor som har tydlig anknytning till FI:s mål om stabilitetsskydd och konsumentskydd ges en framträdande plats i tankeramen för FI:s verksamhet. Utredningen hade tydligare kunnat lyfta fram hur arbetet med effektiviteten ska ske framöver. Ny teknik och ökad internationalisering öppnar stora möjligheter för ökad effektivitet i det finansiella systemet, i vissa fall till kostnad av högre systemrisk. Detta är ett område där FI tydligare behöver formulera sina ställningstaganden och avvägningar. En ensidig inriktning på stabilitetsaspekterna riskerar att leda till överreglering till men för den finansiella sektorns effektivitet och dess förmåga att bidra till den ekonomiska tillväxten i landet.

**Den framtida tillsynen av den finansiella infrastrukturen är ett område som kommer att ställa nya och högre krav på myndigheterna med ansvar för dessa frågor.**

Effektiviteten är ytterligare ett område där Riksbankens och FI:s arbetsområden är nära angränsande och där en tydlig rollfördelning är angelägen. Effektivitetsaspekterna är särskilt tydliga i den finansiella infrastrukturens utformning eftersom infrastrukturen kännetecknas av skalfördelar och en tydlig avvägning mellan stabilitet och effektivitet. Inom infrastrukturområdet sker en snabb utveckling, såväl tekniskt, juridiskt som analytiskt. Den framtida tillsynen av den finansiella infrastrukturen, såväl ur ett stabilitets- som effektivitetsperspektiv är ett område som utredningen inte närmare behandlar, men som kommer att ställa nya och högre krav på myndigheterna med ansvar för dessa frågor. Detta kommer att leda till ett behov av ökade insatser och nytänkande.

#### KRISHANTERING

**Det är viktigt att FI, liksom Riksbanken och Finansdepartementet, vidareutvecklar sin tankeram för krishantering samt gör praktiska förberedelser.**

Ett område som inte tas upp i utredningen är FI:s roll vid hanteringen av banker som har problem. Lagstiftningen bör innehålla ett sortiment som är bredare än i dag av möjliga åtgärder som FI kan vidta mot problembankar, inklusive sanktionsåtgärder såsom kännbara straffavgifter. Det är också viktigt att FI, liksom Riksbanken och Finansdepartementet, vidareutvecklar sin tankeram för krishantering samt gör praktiska förberedelser. I Banklagskommitténs slutbetänkande finns tankegångar och förslag som



kan utgöra en utgångspunkt. Som en följd av de finansiella företagens internationella integration, varom mer nedan, får krishanteringsfrågorna i ökad utsträckning internationella aspekter vilket leder till ytterligare komplexitet. Riksbanken stödjer den aktiva roll FI tagit i frågor om internationellt samarbete kring krishantering mellan tillsynsmyndigheter och, i vissa fall, även centralbanker i olika länder.

#### INTERNATIONALISERINGEN

Ett annat område med stor betydelse för den framtida finansiella tillsynen rör de allt oftare gränsöverskridande finansiella instituten, som dessutom tenderar att bli sektoröverskridande, så kallade finansiella konglomerat. Med eller utan ett svenskt deltagande i EU:s valutaunion är det troligt att den nuvarande trenden med finansiella institut som är aktiva och ofta stora i flera olika länder håller i sig.

I ett hypotetiskt fall då den svenska marknaden endast utgör en mindre del av de i Sverige verksamma bankernas verksamhet och särskilt ifall dessa banker inte har Sverige som hemmamarknad, kommer FI att stå inför nya arbetsformer och frågeställningar. Institutens svenska verksamhetsstabilitet är i det läget beroende av hela koncernens stabilitet. Att kontrollera denna stabilitet faller enligt internationella regler på tillsynsmyndigheten i institutets hemland enligt principen om hemlandstillsyn. På motsvarande sätt blir FI ansvarig för att utöva tillsyn av den verksamhet som finansinstitut med hemvist i Sverige bedriver i andra länder. Allt eftersom fler institut etablerar sig över landgränserna och de i vissa fall har betydande, kanske systemviktig, verksamhet i andra länder har principen om hemlandstillsyn börjat ifrågasättas. En anledning är att värdlandsmyndigheten kan känna oro över om hemlandsmyndigheten tillräckligt prioriterar tillsynen av instituten i värdlandet.

En annan utveckling är att finansiella tjänster och produkter utbjuds och handlas över landgränserna utan motsvarande institutsetableringar, till exempel via internet (e-banking).

Ovan beskrivna utvecklingstendenser ställer nya krav på tillsynen, så att denna kan bedrivas på ett enhetligt sätt, oavsett i vilket land som det finansiella institutets huvudkontor är beläget och vilken tillsynsmyndighet som har ansvaret för tillsynen. Utredningen belyser detta i första hand ur ett resursperspektiv vad det gäller deltagande i olika internationella arbetsgrupper och utvecklandet av samarbetsformer med myndigheter i länder där de i Sverige verksamma bankerna har sin hemvist. Detta är dock endast en del av frågan. Utvecklingen kommer dessutom att kräva nytänkande exempelvis när det gäller vilka medel och möjligheter FI har för att värna stabiliteten och effektiviteten i det svenska finansiella syste-

**Ett annat område med stor betydelse för den framtida finansiella tillsynen rör de så kallade finansiella konglomeraten.**

**Utvecklingen kommer att kräva nytänkande när det gäller vilka medel och möjligheter FI har för att värna stabiliteten och effektiviteten i det svenska finansiella systemet.**

met och om det framöver ens är möjligt eller relevant att tala om ett svenskt system.

### *G10 rapport om tillgångspriser*

Den 18 januari 2003 publicerades rapporten "Micro policies and turbulence in asset markets" av en arbetsgrupp inom ramen för G10-samarbetet. Arbetsgruppen har letts av Lars Heikensten och rapporten har huvudsakligen skrivits av personal från Riksbanken, med värdefulla bidrag från centralbankerna i Storbritannien, Irland, Holland samt BIS och IMF.

Rapporten finns på Riksbankens webbplats ([www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)).

### *Arbetsfördelning i direktionen*

Direktionen beslutade vid sitt sammanträde den 19 januari 2003 om följande fördelning av arbetsuppgifterna inom direktionen.

Lars Heikensten är riksbankschef och ordförande i direktionen. Heikensten har ansvaret för beredning av ärenden från direktionsavdelningen med chefsjuristen och för ärenden från internrevisionsavdelningen. Heikensten är ledamot av ECB:s allmänna råd och BIS styrelse. Han är också Sveriges guvernör i Internationella valutafonden.

Eva Srejber är förste vice riksbankschef och har ansvaret för beredning av ärenden från internationella avdelningen, IT-avdelningen, avdelningen för marknadsoperationer samt för samordning av Riksbankens och den finansiella sektorns EMU-förberedelser. Srejber är riksbankschefens ställföreträdare i ECB:s allmänna råd samt ledamot av EU:s ekonomiska och finansiella kommitté.

Villy Bergström är vice riksbankschef och har ansvaret för beredning av ärenden från forskningsavdelningen och informationsavdelningen samt för beredning av Riksbankens yttranden över remisser. Bergström är ledamot av OECD:s kommitté WP3.

Lars Nyberg är vice riksbankschef och har ansvaret för beredning av ärenden från avdelningen för finansiell stabilitet och riskkontrollavdelningen. Nyberg är styrelseordförande i Svensk Kontantförsörjning AB och ledamot av styrelsen för Crane AB (tidigare AB Tumba Bruk). Han är också av regeringen utsedd ledamot av Finansinspektionens styrelse och Riksbankens representant i G10-samarbetet på ställföreträdande riksbankschefsnivå.

Kristina Persson är vice riksbankschef och har ansvaret för beredning av ärenden från administrativa avdelningen. Persson är också riksbankschefens ställföreträdare i IMF.

Irma Rosenberg är vice riksbankschef och har ansvaret för beredning av ärenden från avdelningen för penningpolitik och för ärenden som rör ägandet av Riksbankens bolag. Rosenberg är också riksbankschefens ställföreträdare i BIS.

## *Förändringar i rutin för EU-betalningar*

Enligt EU-kommissionens nya regelverk (nr 1997/2002, 8 november 2002) ska utbetalningar till medlemsländerna från och med 1 januari 2003 ske i euro. Tidigare har EU-kommissionens betalningar till Sverige som regel genomförts i svenska kronor. Förändringen innebär att Riksbanken, som betalningsförmedlare för EU-kommissionen, hädanefter kommer att behöva växla inkommande EU-betalningar från euro till svenska kronor. Växlingarna har ingen penningpolitisk betydelse utan Riksbanken agerar enbart som betalningsförmedlare.

## *Riksbankens årsredovisning 2002; starkare krona drog ned resultatet*

Riksbanken överlämnade den 14 februari 2003 sin årsredovisning för 2002 till riksdagen. Riksbanken redovisade före bokslutsdispositioner en förlust på 71 miljoner kronor för 2002. Det kan jämföras med 2001, då Riksbanken redovisade en vinst på 19,3 miljarder kronor. Det svaga resultatet 2002 beror till stor del på kronans förstärkning gentemot de valutor som ingår i valutareserven. Eftersom valutareserven marknadsvärderas leder en starkare krona till att Riksbankens resultat försämrar. Kronförstärkningen medförde en valutakursförlust på 13,2 miljarder kronor. Lägre räntor gjorde samtidigt att värdet på Riksbankens innehav av obligationer steg. Detta påverkade resultatet positivt med 6,7 miljarder kronor. Övriga kostnader består i huvudsak av kostnader för sedlar och mynt, personal, administration samt förändringar i värderingen av Riksbankens bolag.

Som ett led i att reformera och effektivisera kontanthantering har Riksbankens bolag för kontanthantering under året delats i två bolag: Svensk Kontantförsörjning AB och Pengar i Sverige AB. Uppdelningen har gjorts för att underlätta överlåtelse av verksamheten till privata ägare. I bokslutet har värdet på Svensk Kontantförsörjning AB av försiktighetsskäl skrivits ner med 435 miljoner kronor, vilket belastar årets resultat. En ny organisation för kontanthantering infördes i februari 2003 och arbete pågår i syfte att överlåta båda bolagen till privata intressenter.

## *Disposition av Riksbankens resultat 2002*

Riksbanksfullmäktige framlade den 14 februari 2003 förslag till riksdagen om disposition av Riksbankens resultat räkenskapsåret 2002. Enligt gällande riktlinjer ska 80 procent av det genomsnittliga resultatet före bokslutsdispositioner under de senaste fem åren inlevereras till statsverket. Effekter av förändringar av valutakursen och av marknadsvärderingen på Riksbankens guldinnehav räknas bort från det underlag som bestämmer utdelningens storlek. Utdelningen 2002 ska enligt dessa riktlinjer uppgå till 7,5 miljarder kronor.

Fullmäktige har mot den bakgrunden beslutat föreslå riksdagen att 7,5 miljarder kronor levereras in till statsverket. Beloppet kommer att tas från Riksbankens eget kapital.

## *Överenskommelse mellan Riksbanken och Finansinspektionen om arbetsfördelning inom finansiell stabilitet*

Finansinspektionen och Riksbanken har träffat en överenskommelse om arbetsfördelning och samarbete inom området finansiell stabilitet. Syftet är att tydliggöra respektive myndighets arbetsuppgifter och underlätta samarbetet när det gäller att upprätthålla stabilitet och främja effektivitet i det finansiella systemet. Överenskommelsen är ett förtydligande av redan gällande uppgiftsfördelning och arbetsrutiner. Liknande överenskommelser finns i andra länder med motsvarande fördelning av uppgifter på centralbanken och tillsynsmyndigheten.

Överenskommelsen finns på Riksbankens och Finansinspektionens webbplatser ([www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) respektive [www.fi.se](http://www.fi.se)).

## *Principer för samarbete mellan banktillsynsmyndigheterna och centralbankerna inom den Europeiska unionen i krissituationer*

Banktillsynsmyndigheterna och centralbankerna inom EU har ett regelbundet samarbete i Kommittén för banktillsyn (Banking Supervision Committee). En arbetsgrupp under denna kommitté ledd av vice riksbankschef Lars Nyberg har tagit fram ett dokument som lägger fast generella principer för samarbete mellan olika myndigheter i krissituationer.

En närmare beskrivning av bakgrunden och innehållet i dokumentet finns på ECB:s webbplats ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) under rubriken Publications.

## *Statistiska centralbyrån övertar produktionen av Riksbankens finansmarknadsstatistik*

Enligt ett avtal mellan Riksbanken och Statistiska centralbyrån, SCB, som slöts i november 2001, insamlar, producerar och publicerar SCB för Riksbankens räkning Riksbankens finansmarknadsstatistik. Finansmarknadsstatistiken omfattar främst balansräkningsstatistik avseende kreditinstitut. I statistiken ingår bland annat uppgifter om ut- och inlåning samt penningmängd, men även viss värdepappersstatistik. SCB:s övertog produktionen den 1 april 2003.

Publiceringen av statistiken kommer att ske på SCB:s webbplats. Riksbankens webbplats ([www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)) kommer att innehålla en länk till denna.

## *Kerstin Hallsten ny biträdande avdelningschef*

Riksbankens direktion utsåg vid sammanträdet den 3 april 2003 Kerstin Hallsten till ny biträdande avdelningschef vid avdelningen för penningpolitik. Kerstin Hallsten kommer att leda arbetet med inflationsrapporten. Hon tillträdde tjänsten den 7 april 2003.

Kerstin Hallsten har arbetat på Riksbanken sedan 1989. Hon doktorerade i nationalekonomi 2000 och var tidigare chef för enheten för inhemsk makroanalys på avdelningen för penningpolitik.

### *Euron i den svenska finansiella sektorn – lägesrapport 9*

"Euron i den svenska finansiella sektorn – lägesrapport 9" publicerades den 14 maj 2003. I rapporten presenterar den finansiella sektorn en sammanfattning och uppdatering av de studier som gjorts tidigare av nödvändiga omställningar och ledtider för en övergång till euron.

Rapporten finns på Riksbankens webbplats ([www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)) under rubriken Publikationer/EMU. En engelsk version av rapporten kommer att finnas inom ett par veckor.

## ■ Kalendarium

- 1999-01-04** Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 1,5 procent med verkan fr.o.m. den 5 januari 1999.
- 02-12 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,40 till 3,15 procent att gälla fr.o.m. den 17 februari 1999. Riksbanken beslutar vidare att sänka in- och utlåningsräntan med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 2,75 procent och utlåningsräntan till 4,25 procent. Beslutet träder i kraft den 17 februari 1999.
- 03-25 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,15 till 2,90 procent att gälla fr.o.m. den 31 mars 1999.
- 04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 1,0 procent med verkan fr.o.m. den 6 april 1999.
- 07-01 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 1,0 procent.
- 10-01 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 1,5 procent med verkan fr.o.m. den 4 oktober 1999.
- 11-11 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 2,90 till 3,25 procent att gälla fr.o.m. den 17 november 1999.
- 2000-01-03** Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 2,0 procent med verkan fr.o.m. den 4 januari 2000.
- 02-03 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 3,25 till 3,75 procent att gälla fr.o.m. den 9 februari 2000.
- 04-03 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 2,5 procent med verkan fr.o.m. den 4 april 2000.
- 12-07 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 3,75 till 4,0 procent att gälla fr.o.m. den 13 december 2000. Riksbanken beslutar vidare att höja *in-* och *utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera till 3,25 respektive 4,75 procent. Beslutet träder i kraft den 13 december 2000.
- 2001-07-05** Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 4,0 till 4,25 procent att gälla fr.o.m. den 11 juli 2001. Riksbanken beslutar vidare att höja *in-* och *utlåningsräntan* med 0,25 procentenheter vardera till 3,5 respektive 5,0 procent. Beslutet träder i kraft den 11 juli 2001.
- 09-17 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 4,25 till 3,75 procent att gälla fr.o.m. den 19 september 2001.

Riksbanken beslutar vidare att sänka *in-* och *utlåningsrätan* med 0,50 procentenheter vardera till 3,0 respektive 4,5 procent. Beslutet träder i kraft den 19 september 2001.

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



## ■ Riksbanken yttrar sig

*Riksbankens direktion har sedan den 1 januari 1999 avgivit följande yttranden över betänkanden, utredningar och skrivelser.*

- 1999-01-27** Framställning till Finansinspektionen från Rikskuponger AB. Avgivet till Finansinspektionen.
- 02-15 Promemoria om särskilda mervärdesskatteregler för guld. Avgivet till Finansdepartementet.
- 02-16 Slutbetänkande E-pengar – civilrättsliga frågor m.m. (SOU 1998:112). Avgivet till Finansdepartementet.
- 02-17 Promemorian Översyn av vissa bestämmelser i konkurslagen m.m. (Ds 1998:40). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 02-27 Förslag av Riksskatteverket till vissa lagstiftningsåtgärder med anledning av starten för EMU:s valutaunion. Avgivet till Finansdepartementet.
- 03-16 Slutbetänkandet Medling och lönebildning (SOU 1998:141). Avgivet till Arbetsdepartementet.
- 03-30 Promemorian Förbättrade förutsättningar för värdepappersering (Ds 1998:71) samt delar av Banklagskommitténs delbetänkande (SOU 1998:160). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-22 Riksgäldkontorets Förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Avgivet till Finansdepartementet.
- 2000-02-25** Betänkandet från utredningen om översyn av konsumentprisindex (SOU 1999:124). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 02-25 Bilaga till remissvar Konsumentprisindex (SOU 1999:124). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 06-07 Långtidsutredningens betänkande (SOU 2000:7). Avgivet till Finansdepartementet.
- 08-21 Delbetänkande (SOU 2000:51) Individuellt kompetensspårande, IKS – en stimulans för det livslånga lärandet. Avgivet till Näringsdepartementet.
- 09-14 Yttrande över Finansmarknadsutredningen (SOU 2000:11). Avgivet till Finansdepartementet.
- 09-20 Remissvar avseende ändringar i rapportering till Finansinspektionen. Avgivet till Finansinspektionen.

- 2001-01-29** Betänkandet Offentlig administration av banker i kris (SOU 2000:66). Avgivet till Finansdepartementet.
- 03-28 Yttrande över slutbetänkandet Individuellt kompetensspårande – med start 2002 (SOU 2000:119). Avgivet till Näringsdepartementet.
- 05-04 Yttrande över Riksdagskommitténs förslag 2000/01:RS1 – Riksdagen inför 2000-talet. Avgivet till Konstitutionsutskottet.
- 05-23 Yttrande över ansökan om oktroj från ICA Kundkort AB. Avgivet till Finansinspektionen.
- 10-05 Yttrande över promemorian (Ds 2001:38) Säkerställda obligationer. Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-18 Yttrande över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Avgivet till Finansdepartementet.
- 12-12 Yttrande över Justitiedepartementets promemoria (Ds 2001:56) Åtgärder mot sena betalningar. Avgivet till Justitiedepartementet.
- 2002-02-22** Yttrande över promemoria om tillämpning av EG-förordningen om gränsöverskridande betalningar i euro. Avgivet till Finansdepartementet.
- 06-06 Yttrande över (Ds 2002:5) om Reformerade bank- och finansieringsrörelserregler. Avgivet till Finansdepartementet.
- 07-02 Yttrande över Betänkandet (SOU 2001:96) "En rättvisare värld utan fattigdom". Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 09-30 Yttrande över Värdepappersfondsutredningens delbetänkande (SOU 2002:56). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-04 Yttrande över delbetänkandet "Tid – för arbete och ledighet" (SOU 2002:58). Avgivet till Näringsdepartementet.
- 10-08 Yttrande över betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen" (SOU 2002:16). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-25 Remissyttrande av förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Avgivet till Finansdepartementet.
- 2003-02-21** Yttrande över promemorian "Starkare ekonomiska drivkrafter för arbetsgivare att minska sjukfrånvaron" (Ds 2002:63). Avgivet till Finansdepartementet.
- 03-19 Yttrande över Värdepappersfondsutredningens slutbetänkande (SOU 2002:104). Avgivet till Finansdepartementet.

- 04-10 Yttrande över Riksdagens revisorers rapport (2002/03:9) Upphandling vid Sveriges riksbank. Avgivet till Riksdagens revisorer.
- 04-30 Yttrande över Framtida finansiell tillsyn (2003:22). Avgivet till Finansdepartementet.
- 04-30 Yttrande över Riksdagens revisorers rapport (2002/3:11) 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.



## ■ Tabeller

- 1 Riksbankens tillgångar och skulder **87**
- 2 Penningmängd **88**
- 3 Av Riksbanken bestämda räntesatser **89**
- 4 Kapitalmarknadsräntor **89**
- 5 Dagslåne- och penningmarknadsräntor **90**
- 6 Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar **91**
- 7 TCW-index och kronans kurs mot vissa valutor **92**
- 8 Effektiv nominell växelkurs – TCW-index **93**
- 9 Riksbankens svenska primary dealers terminsposition gentemot angivna sektorer **93**

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



# 1 Riksbankens tillgångar och skulder

## TILLGÅNGAR. MILJONER KRONOR

		Guld	Inhemskastatspapper	Utlåning till penning-politiska motparter	Fordringar i utländsk valuta	Övriga tillgångar	Summa
2002	Jan	17 436	–	59 249	153 172	3 008	232 865
	Feb	17 436	–	56 564	154 218	3 266	231 484
	Mars	17 436	–	55 400	157 307	1 749	231 892
	April	17 436	–	53 522	151 943	3 902	226 803
	Maj	17 436	–	35 455	165 959	2 881	221 731
	Juni	17 436	–	21 635	161 820	2 233	203 124
	Juli	17 436	–	21 631	159 602	2 381	201 050
	Aug	17 436	–	23 176	163 286	2 360	206 258
	Sept	17 436	–	22 393	157 865	2 280	199 974
	Okt	17 436	–	22 233	157 437	2 234	199 340
	Nov	17 436	–	23 582	157 993	2 369	201 380
	Dec	17 436	–	30 714	159 791	2 806	210 747
2003	Jan	18 210	–	22 849	153 407	11 021	205 488
	Feb	18 210	–	23 405	155 029	6 759	203 403
	Mars	18 210	–	22 619	151 184	11 678	203 691
	April	18 210	–	23 276	156 777	3 306	201 569
	Maj	18 210	–	15 938	157 470	7 006	198 624

## SKULDER

		Utelöpande sedlar och mynt	Eget kapital	Skulder till penning-politiska motparter	Skulder i utländsk valuta	Övriga skulder	Summa
2002	Jan	98 571	70 890	402	10 203	52 799	232 865
	Feb	97 395	70 890	89	11 090	52 020	231 484
	Mars	98 790	70 890	59	10 991	51 162	231 892
	April	97 023	70 890	525	7 823	50 542	226 803
	Maj	97 140	82 943	204	9 666	31 778	221 731
	Juni	97 931	62 943	52	9 640	32 558	203 124
	Juli	96 728	62 943	413	8 085	32 881	201 050
	Aug	98 367	62 943	133	10 450	34 365	206 258
	Sept	97 648	62 943	79	4 699	34 605	199 974
	Okt	97 411	62 943	117	3 675	35 194	199 340
	Nov	99 061	62 943	17	3 673	35 686	201 380
	Dec	107 439	62 943	87	3 664	36 614	210 747
2003	Jan	99 614	62 943	58	3 674	39 199	205 488
	Feb	100 475	62 943	33	3 327	36 625	203 403
	Mars	99 701	62 943	33	3 300	37 714	203 691
	April	100 318	62 943	98	4 135	34 075	201 569
	Maj	100 483	50 556	22	3 323	44 240	198 624

## 2 Penningmängd

### STOCKUPPGIFTER ULTIMO FÖR PERIODEN

		Miljoner kronor		Tolv månaders procentuell förändring		
		M0	M3	MO	M3	
2000	Jan	82 276	949 834	Jan	10,2	8,5
	Feb	81 072	951 449	Feb	9,0	8,9
	Mars	81 105	944 846	Mars	8,0	8,1
	April	81 606	966 643	April	8,4	9,5
	Maj	81 866	984 906	Maj	7,3	10,7
	Juni	81 399	953 349	Juni	6,9	5,9
	Juli	81 370	944 491	Juli	6,0	5,7
	Aug	82 232	949 502	Aug	5,7	4,3
	Sept	82 947	966 556	Sept	6,0	4,9
	Okt	82 758	970 565	Okt	4,5	2,0
	Nov	84 004	975 144	Nov	4,4	4,1
	Dec	88 881	974 091	Dec	2,0	2,8
2001	Jan	84 327	960 545	Jan	2,5	1,1
	Feb	84 282	947 276	Feb	4,0	-0,4
	Mars	85 188	969 559	Mars	5,0	2,6
	April	86 379	975 366	April	5,8	0,9
	Maj	86 711	983 764	Maj	5,9	-0,1
	Juni	87 288	1 012 094	Juni	7,2	6,2
	Juli	86 705	977 812	Juli	6,6	3,5
	Aug	87 693	985 811	Aug	6,6	3,8
	Sept	87 892	1 008 439	Sept	6,0	4,3
	Okt	88 809	1 022 639	Okt	7,3	5,4
	Nov	89 947	1 039 646	Nov	7,1	6,6
	Dec	96 743	1 038 972	Dec	8,8	6,7
2002	Jan	89 737	1 031 807	Jan	6,4	7,4
	Feb	88 950	1 014 905	Feb	5,5	7,1
	Mars	89 998	1 033 020	Mars	5,6	6,5
	April	88 666	1 049 030	April	2,6	7,6
	Maj	88 818	1 025 757	Maj	2,4	4,3
	Juni	89 383	1 053 910	Juni	2,4	4,1
	Juli	88 631	1 037 162	Juli	2,2	6,1
	Aug	89 945	1 051 986	Aug	2,6	6,7
	Sept	89 567	1 061 341	Sept	1,9	5,2
	Okt	89 461	1 051 867	Okt	0,7	2,9
	Nov	90 465	1 068 389	Nov	0,6	2,8
	Dec	95 866	1 086 057	Dec	-0,9	4,5
2003	Jan	90 122	1 085 994	Jan	0,4	5,3
	Feb	90 505	1 072 732	Feb	2,9	5,7
	Mars	91 966	1 093 560	Mars	2,2	5,9
	April	92 334	1 096 286	April	4,1	4,5



### 3 Av Riksbanken bestämda räntesatser

#### PROCENT

	Datum	Repo-ränta	Inlånings-ränta	Utlånings-ränta	Period	Referens-ränta <sup>1</sup>
2000	02-09	3,75			2002:2hä	4,50
	12-13	4,00	3,25	4,75	2003:1hä	4,00
2001	07-11	4,25	3,50	5,00		
	09-19	3,75	3,00	4,50		
2002	03-20	4,00	3,25	4,75		
	05-02	4,25	3,50	5,00		
	11-20	4,00	3,25	4,75		
	12-11	3,75	3,00	4,50		
2003	03-19	3,50	2,75	4,25		
	06-11	3,00	2,25	3,75		

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

### 4 Kapitalmarknadsräntor

#### EFFEKTIVA ÅRSRÄNTOR TILL SÄLJKURS. MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		Obligationer emitterade av				Bostadsinstitut (Caisse)	
		Staten					
		3 år	5 år	7 år	9–10 år	2 år	5 år
2001	Jan	4,22	4,56	4,72	4,89	4,51	5,08
	Feb	4,15	4,51	4,71	4,86	4,41	5,04
	Mars	4,01	4,33	4,59	4,75	4,28	4,87
	April	4,12	4,51	4,78	4,93	4,36	5,03
	Maj	4,43	4,82	5,12	5,27	4,63	5,33
	Juni	4,75	5,03	5,26	5,38	4,98	5,59
	Juli	4,78	5,08	5,30	5,42	5,01	5,65
	Aug	4,49	4,77	5,01	5,16	4,71	5,29
	Sept	4,23	4,74	5,04	5,26	4,45	5,26
	Okt	3,98	4,60	4,92	5,17	4,16	5,10
	Nov	3,92	4,49	4,76	4,96	4,34	5,13
	Dec	4,21	4,90	5,09	5,24	4,67	5,49
2002	Jan	4,53	5,01	5,17	5,27	4,71	5,40
	Feb	4,76	5,18	5,28	5,36	4,94	5,57
	Mars	5,05	5,46	5,55	5,63	5,22	5,83
	April	5,10	5,46	5,56	5,69	5,28	5,85
	Maj	5,10	5,45	5,56	5,69	5,25	5,85
	Juni	4,94	5,27	5,39	5,52	5,09	5,65
	Juli	4,73	5,06	5,20	5,37	5,08	5,45
	Aug	4,52	4,83	4,96	5,13	4,86	5,21
	Sept	4,42	4,62	4,77	4,97	4,69	5,03
	Okt	4,29	4,62	4,80	5,07	4,52	5,07
	Nov	4,15	4,54	4,75	5,05	4,36	4,96
	Dec	3,99	4,39	4,59	4,89	4,16	4,79
2003	Jan	3,79	4,23	4,36	4,70	3,99	4,54
	Feb	3,56	3,97	4,11	4,47	3,77	4,27
	Mars	3,53	4,03	4,17	4,57	3,86	4,34
	April	3,59	4,17	4,30	4,72	3,93	4,57
	Maj	3,25	3,77	3,90	4,37	3,56	4,16

## 5 Dagslåne- och penningmarknadsräntor

### MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		Reporänta	Dagslåneränta	Statsskuldväxlar			Företagscertifikat	
				3 mån	6 mån	12 mån	3 mån	6 mån
2000	Jan	3,25	3,35	3,57	3,86		3,77	4,05
	Feb	3,61	3,71	3,90	4,22		4,11	4,43
	Mars	3,75	3,85	4,06	4,29	4,74	4,27	4,53
	April	3,75	3,85	3,99	4,16		4,21	4,45
	Maj	3,75	3,85	3,96	4,09	4,57	4,21	4,43
	Juni	3,75	3,85	3,94	4,04	4,56	4,15	4,44
	Juli	3,75	3,85	4,03	4,21		4,31	4,66
	Aug	3,75	3,85	4,00	4,21	4,59	4,23	4,50
	Sept	3,75	3,85	3,94	4,04	4,51	4,14	4,36
	Okt	3,75	3,85	3,99	4,09		4,15	4,31
	Nov	3,75	3,85	4,00	4,09	4,50	4,14	4,26
	Dec	3,89	3,99	4,07	4,22	4,37	4,19	4,38
2001	Jan	4,00	4,10	4,07	4,12		4,17	4,26
	Feb	4,00	4,10	4,01	4,07		4,14	4,23
	Mars	4,00	4,10	4,06	4,02	4,11	4,24	4,23
	April	4,00	4,10	3,94	3,98	4,01	4,12	4,11
	Maj	4,00	4,10	4,01	4,06	4,28	4,16	4,20
	Juni	4,00	4,10	4,17	4,27	4,48	4,39	4,46
	Juli	4,17	4,27	4,31	4,42		4,50	4,58
	Aug	4,25	4,35	4,28	4,31	4,37	4,45	4,48
	Sept	4,05	4,15	4,01	4,06	4,15	4,18	4,22
	Okt	3,75	3,85	3,70	3,72		3,90	3,91
	Nov	3,75	3,85	3,71	3,74	3,91	3,89	3,87
	Dec	3,75	3,85	3,71	3,76	3,97	3,96	3,96
2002	Jan	3,75	3,85	3,74	3,81		3,94	3,97
	Feb	3,75	3,85	3,87	3,99		4,01	4,14
	Mars	3,84	3,94	4,09	4,29	4,64	4,27	4,43
	April	4,00	4,10	4,25	4,41		4,52	4,69
	Maj	4,25	4,35	4,29	4,48	4,79	4,64	4,79
	Juni	4,25	4,35	4,28	4,42	4,71	4,88	5,00
	Juli	4,25	4,35	4,26	4,37		4,89	4,95
	Aug	4,25	4,35	4,19	4,29	4,43	4,83	4,87
	Sept	4,25	4,35	4,17	4,21	4,29	4,82	4,84
	Okt	4,25	4,35	4,07		4,14	4,67	4,64
	Nov	4,15	4,25	3,91	3,84	3,93	4,20	4,19
	Dec	3,85	3,95	3,66	3,68	3,77	3,97	3,95
2003	Jan	3,75	3,85	3,65			3,90	3,88
	Feb	3,75	3,85	3,61	3,40	3,55	3,85	3,79
	Mars	3,64	3,74	3,40	3,36	3,35	3,64	3,57
	April	3,50	3,60	3,42			3,62	3,59
	Maj	3,50	3,60	3,18	2,96		3,43	3,37

## 6 Internationella räntor och ränta på statsskuldväxlar

### ENKEL ÅRSRÄNTA. MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		3-månadersplaceringar				6-månadersplaceringar			
		USD	EUR	GBP	SSVX <sup>1</sup>	USD	EUR	GBP	SSVX <sup>1</sup>
2000	Jan	5,93	3,28	6,00	3,57	6,14	3,50	6,25	3,86
	Feb	5,99	3,47	6,09	3,90	6,24	3,67	6,27	4,22
	Mars	6,12	3,70	6,10	4,06	6,34	3,89	6,29	4,29
	April	6,24	3,88	6,16	3,99	6,48	4,02	6,32	4,16
	Maj	6,66	4,29	6,16	3,96	6,93	4,48	6,31	4,09
	Juni	6,70	4,43	6,09	3,94	6,87	4,61	6,20	4,04
	Juli	6,63	4,52	6,05	4,03	6,83	4,76	6,16	4,21
	Aug	6,59	4,72	6,08	4,00	6,74	4,95	6,20	4,21
	Sept	6,58	4,78	6,05	3,94	6,67	4,96	6,15	4,04
	Okt	6,65	4,98	6,01	3,99	6,63	5,04	6,12	4,09
	Nov	6,64	5,03	5,95	4,00	6,61	5,06	5,97	4,09
	Dec	6,41	4,85	5,83	4,07	6,26	4,85	5,80	4,22
2001	Jan	5,62	4,71	5,69	4,07	5,47	4,62	5,59	4,12
	Feb	5,25	4,70	5,61	4,01	5,11	4,61	5,53	4,07
	Mars	4,87	4,64	5,41	4,06	4,72	4,51	5,31	4,02
	April	4,53	4,64	5,25	3,94	4,40	4,53	5,14	3,99
	Maj	3,99	4,58	5,09	4,01	3,99	4,50	5,07	4,06
	Juni	3,74	4,40	5,10	4,17	3,74	4,28	5,18	4,27
	Juli	3,66	4,41	5,11	4,31	3,69	4,33	5,18	4,41
	Aug	3,48	4,30	4,87	4,28	3,49	4,17	4,88	4,35
	Sept	2,92	3,91	4,56	4,01	2,89	3,78	4,49	4,06
	Okt	2,31	3,54	4,27	3,70	2,25	3,39	4,25	3,72
	Nov	2,01	3,32	3,88	3,71	2,02	3,20	3,86	3,74
	Dec	1,84	3,27	3,94	3,71	1,90	3,19	3,96	3,76
2002	Jan	1,74	3,28	3,94	3,74	1,85	3,28	4,04	3,81
	Feb	1,81	3,30	3,94	3,87	1,94	3,33	4,08	3,99
	Mars	1,91	3,34	4,03	4,09	2,15	3,45	4,23	4,29
	April	1,87	3,39	4,06	4,25	2,11	3,47	4,26	4,41
	Maj	1,82	3,40	4,05	4,29	2,01	3,56	4,26	4,48
	Juni	1,79	3,41	4,06	4,28	1,93	3,52	4,27	4,42
	Juli	1,76	3,34	3,94	4,26	1,82	3,40	4,07	4,37
	Aug	1,69	3,28	3,90	4,19	1,69	3,31	3,91	4,29
	Sept	1,73	3,24	3,88	4,17	1,71	3,18	3,89	4,21
	Okt	1,71	3,20	3,88	4,07	1,67	3,08	3,87	
	Nov	1,39	3,07	3,88	3,91	1,40	2,96	3,89	3,84
	Dec	1,33	2,86	3,92	3,66	1,34	2,81	3,92	3,68
2003	Jan	1,27	2,76	3,88	3,65	1,29	2,69	3,87	
	Feb	1,25	2,63	3,65	3,61	1,25	2,51	3,59	3,40
	Mars	1,19	2,47	3,56	3,40	1,17	2,39	3,50	3,36
	April	1,22	2,48	3,54	3,42	1,20	2,41	3,48	
	Maj	1,20	2,35	3,53	3,18	1,16	2,25	3,49	2,96

<sup>1</sup> Statsskuldväxlar.

## 7 TCW-index och kronans kurs mot vissa valutor

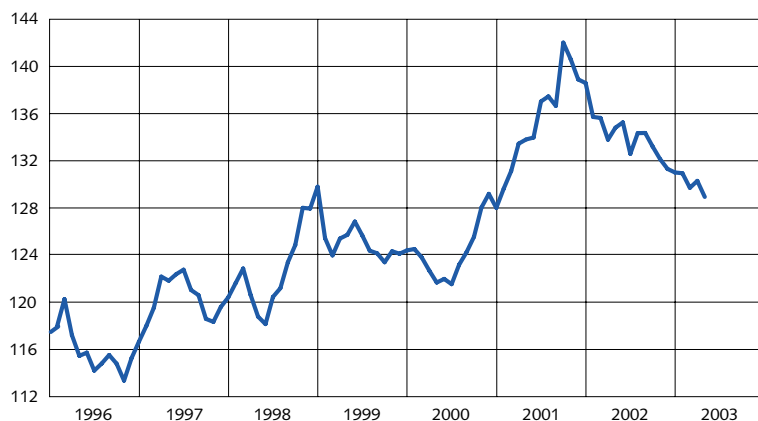
### MÅNADSGENOMSNIITT

		TCW-index	SEK				
			USD	EUR	GBP	CHF	JPY
2000	Jan	124,5383	8,4725	8,5956	13,8900	5,3370	0,0807
	Feb	123,8107	8,6462	8,5112	13,8519	5,2965	0,0791
	Mars	122,7089	8,6946	8,3950	13,7382	5,2317	0,0816
	April	121,6993	8,7208	8,2700	13,8088	5,2545	0,0828
	Maj	122,0044	9,0894	8,2388	13,7098	5,2930	0,0841
	Juni	121,5567	8,7433	8,3118	13,1997	5,3268	0,0824
	Juli	123,2005	8,9346	8,4080	13,4783	5,4206	0,0828
	Aug	124,2636	9,2702	8,3962	13,8107	5,4137	0,0858
	Sept	125,5703	9,6569	8,4121	13,8431	5,4968	0,0905
	Okt	128,0479	9,9618	8,5266	14,4711	5,6348	0,0919
	Nov	129,2156	10,0780	8,6271	14,3730	5,6705	0,0925
	Dec	128,0290	9,6607	8,6629	14,1196	5,7238	0,0862
2001	Jan	129,6612	9,4669	8,8963	14,0052	5,8170	0,0811
	Feb	131,1553	9,7350	8,9736	14,1555	5,8438	0,0838
	Mars	133,4701	10,0316	9,1254	14,4988	5,9416	0,0828
	April	133,8280	10,1987	9,1103	14,6320	5,9593	0,0824
	Maj	133,9895	10,3333	9,0536	14,7412	5,9019	0,0848
	Juni	137,0501	10,7753	9,2010	15,0876	6,0421	0,0882
	Juli	137,4779	10,7666	9,2557	15,2105	6,1150	0,0864
	Aug	136,6723	10,3343	9,3036	14,8466	6,1433	0,0851
	Sept	142,0389	10,6089	9,6670	15,5179	6,4799	0,0894
	Okt	140,6226	10,5630	9,5798	15,3446	6,4725	0,0871
	Nov	138,9180	10,5965	9,4131	15,2278	6,4196	0,0866
	Dec	138,6116	10,5594	9,4436	15,2024	6,4006	0,0832
2002	Jan	135,7390	10,4398	9,2292	14,9642	6,2594	0,0788
	Feb	135,6543	10,5603	9,1869	15,0223	6,2179	0,0791
	Mars	133,8096	10,3396	9,0600	14,7064	6,1690	0,0789
	April	134,8265	10,3105	9,1331	14,8742	6,2300	0,0788
	Maj	135,2764	10,0519	9,2236	14,6763	6,3300	0,0796
	Juni	132,6093	9,5591	9,1190	14,1612	6,1959	0,0774
	Juli	134,3652	9,3400	9,2705	14,5199	6,3380	0,0791
	Aug	134,3777	9,4641	9,2524	14,5486	6,3235	0,0795
	Sept	133,2278	9,3504	9,1735	14,5449	6,2617	0,0775
	Okt	132,1625	9,2793	9,1053	14,4489	6,2156	0,0749
	Nov	131,3311	9,0655	9,0785	14,2485	6,1869	0,0746
	Dec	131,0292	8,9458	9,0931	14,1771	6,1861	0,0732
2003	Jan	130,9609	8,6386	9,1775	13,9590	6,2767	0,0727
	Feb	129,7272	8,4930	9,1499	13,6813	6,2358	0,0711
	Mars	130,3167	8,5298	9,2221	13,5031	6,2777	0,0720
	April	128,9566	8,4370	9,1585	13,2756	6,1248	0,0704
	Maj	127,1076	7,9229	9,1541	12,8520	6,0426	0,0676

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

## 8 Effektiv nominell växelkurs – TCW-index

INDEX: 18 NOVEMBER 1992=100



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.

## 9 Riksbankens svenska primary dealers terminsposition gentemot angivna sektorer

### MILJONER KRONOR

		Allmänhet		Utländsk bank	Riksbanken	Totalt	
		Svensk (1)	Utländsk (2)	Netto (3)	Netto (4)	(1+2+3+4)	
2001	Mars	-493 323	-17 304	350 014	0	-160 613	
	April	-495 192	-15 971	293 878	0	-217 285	
	Maj	-483 697	-14 993	238 561	0	-260 129	
	Juni	-473 712	-28 931	326 895	0	-175 748	
	Juli	-341 744	-30 030	190 190	0	-181 584	
	Aug	-451 257	-25 654	221 546	0	-255 365	
	Sept	-455 862	-18 079	244 130	0	-229 811	
	Okt	-308 376	-18 025	170 595	0	-155 806	
	Nov	-404 895	-16 742	196 365	0	-225 272	
	Dec	-390 156	-16 763	198 322	0	-208 597	
	2002	Jan	-380 368	-29 553	229 071	-5 753	-186 603
		Feb	-378 895	-20 566	197 130	-4 226	-206 557
Mars		-364 779	-14 558	170 705	-3 144	-211 776	
April		-357 495	-23 805	173 232	0	-208 068	
Maj		-359 267	-20 295	192 173	0	-187 389	
Juni		-360 494	-10 409	194 312	0	-176 591	
Juli		-358 252	-10 076	136 339	0	-231 989	
Aug		-313 551	-13 862	153 001	-5 161	-179 573	
Sept		-360 149	- 5 411	160 670	-5 143	-210 033	
Okt		-342 143	- 5 719	216 218	-4 924	-136 568	
Nov		-348 617	-2 260	228 042	-5 089	-127 924	
Dec		-368 834	-5 810	209 273	-5 215	-170 586	
2003	Jan	-325 302	2 280	221 587	-8 275	-109 710	
	Feb	-321 149	6 386	231 208	-5 113	- 88 668	

Anm.: En positiv terminsposition innebär att köp av utländsk valuta mot SEK på termin har varit större än försäljning av utländsk valuta mot SEK på termin. Omvänt gäller för en negativ position.

## ■ 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
Utländets 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
Utländets 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 på välutvecklade finansiella marknader – Riksbankens räntestyrningssystem sett i perspektiv	<i>Kerstin Mitlid och Magnus Vesterlund</i>	2001:1
Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld?	<i>Kent Friberg och Eva Uddén Sonnegård</i>	2001:1
Riksbankens yttrande över betänkandet		
Offentlig administration i Sverige av banker i kris (SOU 2000:66)		2001:1

Hur kan centralbanker främja finansiell stabilitet?	
<i>Tor Jacobson, Johan Molin och Anders Vredin</i>	2001:2
Regulation and banks' incentives to control risk	<i>Arnoud W.A. Boot</i> 2001:2
Maintaining financial stability: Possible policy options	<i>Philip Lowe</i> 2001:2
Dealing with financial instability: The central bank's tool kit	
<i>Arturo Estrella</i>	2001:2
Skattepolitiska utmaningar och prioriteringar	<i>Robert Boije</i> 2001:2
Fastighetsskattens roll i skattesystemet	<i>Peter Englund</i> 2001:2
Riksbankens roll som övervakare av den finansiella infrastrukturen	
<i>Martin Andersson, Gabriela Guibourg och Björn Segendorff</i>	2001:3
Internationella valutafondens kvoter – om funktion och inflytande	
<i>Anna-Karin Nedersjö</i>	2001:3
How good is the forecasting performance of major institutions?	
<i>Mårten Blix, Joachim Wadefjord, Ulrika Wienecke and Martin Ådahl</i>	2001:3
Aktieindexoptioner som framåtblickande indikator	<i>Magnus Lomakka</i> 2001:3
Ett finansiellt mått på inflationsförväntningar	<i>Malin Andersson och Henrik Degrér</i> 2001:3
Om prisstabilitet och finansiell stabilitet	<i>Sonja Daltung</i> 2001:4
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 Sonnegård</i> 2001:4
Hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet	<i>Urban Bäckström</i> 2002:1
Riksbankens valutainterventioner – beredning, beslut och kommunikation	
<i>Lars Heikensten och Anders Borg</i>	2002:1
Realränta och penningpolitik	<i>Magnus Jonsson</i> 2002:1
Guldreservens roll och avkastning på guld	<i>Annette Henriksson</i> 2002:1
Centralbankers behov av eget kapital	<i>Tomas Ernhagen, Magnus Vesterlund och Staffan Viotti</i> 2002:2
Inter-bank exposures and systemic risk	<i>Martin Blåvarg and Patrick Nimander</i> 2002:2
Rixmod – Riksbankens makromodell för penningpolitisk analys	
<i>Christian Nilsson</i>	2002:2
Bör skatteavvikelse integreras i budgetprocessen?	<i>Robert Boije</i> 2002:2
Avkastningskurvan och Riksbankens signalering	
<i>Malin Andersson, Hans Dillén och Peter Sellin</i>	2002:3
Konsolidering inom den svenska banksektorn: ett centralbanksperspektiv	
<i>Lars Frisell och Martin Noréus</i>	2002:3
An evaluation of forecasts for the Swedish economy	
<i>Mårten Blix, Kent Friberg and Fredrik Åkerlind</i>	2002:3
The art of targeting inflation	<i>Lars Heikensten och 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