

## FÖRDJUPNING – Swestr är en del av den globala reformen av referensräntorna

---

Den traditionella referensräntan i svenska kronor, Stibor, baseras i allt för hög grad på bedömningar snarare än faktiska transaktioner. För att värna om ett gott förtroende för svenska referensräntor anser Riksbanken att marknadsaktörerna ska sluta använda Stibor och i stället använda transaktionsbaserade referensräntor. Riksbanken har därför åtagit sig att beräkna och publicera en fullt ut transaktionsbaserad referensränta som har fått namnet Swestr. Marknadsaktörerna bör i närtid sluta använda Stibor på dess kortaste löptid och i stället använda Swestr. På längre sikt anser Riksbanken att Stibor bör upphöra på samtliga löptider. En övergång behöver ske på ett ordnat sätt, och är därför ett långvarigt utvecklingsprojekt.

Att Riksbanken tar fram en ny referensränta är en del i ett internationellt arbete där ambitionen är att minska beroendet av de traditionellt använda referensräntorna (så kallade interbankräntor) till förmån för nya transaktionsbaserade referensräntor. Världen över börjar nu allt fler centralbanker publicera sådana räntor, och dessa räntor börjar användas på de finansiella marknaderna.

---

### Referensräntor fyller en viktig funktion i det finansiella systemet

En referensränta fungerar som ett riktmärke i prissättningen av finansiella kontrakt. Avsikten är att prissättningen ska följa marknadsutvecklingen, och att ingen av kontraktsparterna ska kunna styra dess nivå. Referensräntor används världen över i en mängd olika kontrakt och till stora kontraktsvärden, bland annat vid prissättning av lån med rörlig ränta riktade till hushåll och företag samt vid prissättning av derivat och för att fastställa räntan för obligationer med rörlig kupong. Eftersom referensräntor har en så betydelsefull funktion på finansmarknaderna är det viktigt att de är rättvisande och inger högt förtroende.<sup>146</sup>

### Interbankräntor har blivit mindre relevanta

I närmare 40 år har så kallade interbankräntor (*ibor*, eng. *interbank offered rates*) använts som referensräntor. Interbankräntor bestäms dagligen av en panel av banker,

---

<sup>146</sup> Se *Reforming major interest rate benchmarks*, juli 2014, Financial Stability Board.

och avsikten är att de ska spegla de räntor som används för lån mellan bankerna.<sup>147</sup> När interbankräntan ska fastställas rapporterar panelbankerna in bud. Om det saknas transaktioner baseras buden i stället på bankernas bedömningar.

För kontrakt i svenska kronor är referensräntan sedan närmare 40 år tillbaka Stibor (Stockholm ibor).<sup>148</sup> Stibor används bland annat för att prissätta derivat, i diverse leasingavtal och i utlåning med rörlig ränta till företag och bostadsrättsföreningar. Förändringar i Stibor tenderar att också följas av förändringar i de bolåneräntor som hushållen möter.<sup>149</sup> Liksom andra interbankräntor beräknas Stibor baserat på bidrag eller bud från panelbankerna.<sup>150</sup>

Med tiden har det blivit allt färre transaktioner att basera buden på eftersom interbanklån idag inte är bankernas primära finansieringskälla. Banker finansierar sig inte på samma sätt som de gjorde när interbankräntorna började användas. När transaktionerna blir färre baseras buden i allt högre utsträckning på bedömningar. Den utvecklingen har lett till minskat förtroende för de traditionella interbankräntorna. Under den så kallade Liborskandalen 2012 uppdagades det dessutom att flera panelbanker hade manipulerat bud för egen vinst. Behovet av att reformera referensräntorna blev allt tydligare.

Världen över arbetar man därför sedan flera år med att reformera referensräntorna, och det finns två tydliga mål med det arbetet.<sup>151</sup> För det första ska man vid beräkningen av interbankräntor ( däribland Stibor) i största möjligaste mån använda faktiska transaktioner, och minska användningen av bedömningar. För det andra ska nya och fullt ut transaktionsbaserade referensräntor tas fram.

### **Stibor beräknas allt för sällan baserat på faktiska transaktioner**

Stibors administratör, Swedish Financial Benchmark Facility (SFBF), arbetar nu med att reformera Stibor och syftet är att uppfylla de krav som EU:s benchmarkförordning ställer. För att Stibor ska få användas efter 2021 måste SFBF senast vid årets utgång ansöka hos FI om auktorisation. Om Stibor får auktorisation kommer FI, i enlighet med benchmarkförordningen, att kontinuerligt bedöma Stibors förmåga att mäta den underliggande marknaden och utvärdera om den fortfarande lever upp till förordningens krav.

<sup>147</sup> I Sverige deltar sju banker i Stiborpanelen.

<sup>148</sup> Enligt SFBF används Stibor i finansiella instrument och kontrakt till ett värde av omkring åtta gånger Sveriges bruttonationalprodukt. Se "The Evolution of STIBOR, SFBF Consultation Paper", mars 2021, Swedish Financial Benchmark Facility.

<sup>149</sup> Det finns ingen explicit mekanisk koppling mellan Stibor och bankernas bolåneräntor, men förändringar i Stibor tenderar att också följas av förändringar i bolåneräntorna. Se R. Eidestedt, D. Forsman och E. Ünlü (2020), Storbankernas finansiering och dess påverkan på hushållens bolåneräntor, *Ekonomiska kommentarer* nr 8, Sveriges riksbank.

<sup>150</sup> Stibors administratör beskriver att en panelbanks bidrag baseras på faktiska transaktioner, när sådana finns, och på en kombination av andra informationskällor och matematiska tekniker när transaktionsdata är otillräckliga, se SFBF:s konsultation, s. 11, Swedish Financial Benchmark Facility.

<sup>151</sup> För en djupare beskrivning av bakgrunden till den globala reformen av referensräntorna, se "En ny referensränta - vägen framåt", fördjupning i *Finansiell stabilitet*, maj 2020, Sveriges riksbank.

EU:s benchmarkförordning kräver att man vid beräkningen av räntan i möjligaste mån ska använda faktiska transaktioner, i stället för bankernas bedömningar. I förslaget till en reformerad Stibor har SFBF därför bland annat utvidgat det tillåtna transaktionsunderlaget så att fler sorters transaktioner än tidigare kan ligga till grund för beräkningen av Stibor.

Riksbanken besvarade i mars SFBF:s öppna konsultation om reformering av Stibor. Riksbanken noterar att förslaget innebär att räntan trots de föreslagna reformerna i hög grad skulle baseras på bedömningar och matematiska metoder snarare än på faktiska transaktioner. Och det gäller för samtliga löptider som Stibor tillhandahålls på. Dessutom finns det brister i transparensen kring Stibor. Den pågående reformeringen av Stibor inger därför inte förtroende. Riksbanken anser att det inte går att avgöra om Stibor är rättvisande för den underliggande marknaden, när den till så stor del baseras på bedömningar. Det gäller särskilt för Stibor på den kortaste löptiden (T/N) där 90 procent av beräkningen baseras på så kallade nivå 3-bidrag. Nivå 3-bidrag är den sortens bidrag till beräkningen som lämnar störst utrymme för bankernas egna bedömningar. Stibor används i prissättningen av många olika sorters finansiella kontrakt och påverkar därigenom de räntekostnader som bland andra hushåll och företag möter. Det är därför heller inte acceptabelt ur ett konsumentskyddsperspektiv att räntan till så stor del vilar på bankernas bedömningar.<sup>152</sup>

## Referensräntor i förändring globalt

Eftersom de traditionella interbankräntorna har blivit mindre relevanta har centralbankerna i många länder tagit en aktiv roll i reformarbetet genom att beräkna och publicera nya, fullt ut transaktionsbaserade, referensräntor på den kortaste löptiden. I en del valutor är det fastslaget att dessa nya transaktionsbaserade referensräntor ska ersätta interbankräntan. I andra valutor kommer de nya och de gamla referensräntorna att leva parallellt; men även i sådana jurisdiktioner finns det en tydlig ambition att allt oftare använda de transaktionsbaserade referensräntorna. Även Riksbanken har åtagit sig att beräkna och publicera en fullt ut transaktionsbaserad referensränta. Den svenska varianten har fått namnet Swestr (Swedish krona Short Term Rate). Riksbanken beräknar Swestr utifrån transaktioner i svenska kronor som genomförs på penningmarknaden från en bankdag till nästa (eng. *over-night, O/N*).<sup>153</sup> Swestr avser alltså att spegla den aktuella räntan på dagslånemarknaden.

Den globala reformen av referensräntorna pågår således för fullt. De metoder som används för att ta fram interbankräntor har i flera fall justerats och nya transaktionsbaserade referensräntor har tagits fram. Den globalt mest använda interbankräntan, Libor, kommer dessutom att helt upphöra. Bank of England framhåller att eftersom Li-

<sup>152</sup> För en mer utförlig redogörelse, se "Riksbankens svar – Öppen konsultation om reformerade Stibor", mars 2021, Sveriges riksbank.

<sup>153</sup> Swestr beräknas baserat på transaktioner utan säkerhet med banker, finansiella institut och icke-finansiella företag som leder till inlåning hos Riksbankens penningpolitiska motparter. Se Riksbankens hemsida för mer information.

bor till så stor del beräknas baserat på bedömningar kan man inte lita på att den i tider av stress tillvaratar användarens intressen.<sup>154</sup> Det finns alltså ett tydligt konsumentskyddsperspektiv i ambitionen att överge interbankräntorna. Den brittiska tillsynsmyndigheten (FCA) bekräftade i mars 2021 att Libor kommer att upphöra.<sup>155</sup> Libor i dess olika valutor kommer att ersättas av flera olika transaktionsbaserade referensräntor beroende på vilken valuta som avses. Det är enorma kontraktsvärden som behöver läggas om, i många olika sorters kontrakt. Och det berör inte bara de banker som rapporterar bud till Libor, utan alla de aktörer som använder Libor som referensränta i kontrakt. Det berör alltså även de svenska banker som har ingått kontrakt med Libor som referensränta.

Inom euroområdet finns det flera referensräntor i euro. På den kortaste löptiden kommer interbankräntan Eonia (löptid O/N) att upphöra i januari 2022, för att helt ersättas av ECBs transaktionsbaserade referensränta €STR. Det finns i dagsläget inget beslut om att interbankräntan för längre löptider i euro, Euribor, ska upphöra. ECB beskriver att de genomsnittsräntor som de beräknar baserat på historiska noteringar för €STR kan användas dels i nya kontrakt med längre löptider, dels som bas i en fallbackränta till Euribor.<sup>156, 157</sup> I Norge visar den norska arbetsgruppen att de har samma vision när de beskriver genomsnittsräntan för den transaktionsbaserade Nowa på 3 månader som ett alternativ till att använda interbankräntan Nibor på 3 månaders löptid.<sup>158</sup> Se Tabell 3 nedan för en överblick över statusen i ett urval av länder.

---

<sup>154</sup> "We are acutely aware this is a difficult time for many businesses, facing an uncertain future in the midst of the Coronavirus epidemic. But it's just not safe to keep relying on Libor. And it's not good for your business either. A benchmark based on guesswork can't be relied upon to behave in your interests at times of stress." Se A. Hauser (2020), "From LIBOR to SONIA: A bridge to the future", 21 september 2020, Bank of England.

<sup>155</sup> Libor ska upphöra för de flesta valutor och löptider den 31 december 2021, och för resterande löptider (i amerikanska dollar) den 30 juni 2023. Se "Announcements on the end of Libor", mars 2021, Financial Conduct Authority.

<sup>156</sup> Fallbackräntan till Euribor är den ränta som ska användas i stället ifall Euribor upphör under kontraktstiden.

<sup>157</sup> Se "Public consultation on the publication by the ECB of compounded term rates using the €STR", juli 2020, Europeiska centralbanken.

<sup>158</sup> Se "Horingssvar – beregning og publisering av Nowa indekser", 15 oktober 2020, Den norska arbetsgruppen för referensräntor (ARR).

**Tabell 3. Transaktionsbaserade referensräntor som publiceras av centralbanker**

Tabellen innehåller ett urval av räntor som publiceras av centralbanker

Land/område	Traditionell referensränta	Status	Ny referensränta	Lansering
EU	Eonia	Kommer att upphöra 3 januari 2022	€STR (ersätter Eonia)	2 oktober 2019
EU	Euribor	Justerad metod, inget slutdatum	€STR	2 oktober 2019
EU	Libor (EUR)	Kommer att upphöra 31 december 2021	€STR	2 oktober 2019
USA	Libor (USD)	Kommer att upphöra: - 31 december 2021 (löptiderna 1W & 2M) 30 juni 2023(övriga löptider)	Sofr	3 april 2018
Storbritannien	Libor (GBP)	Kommer att upphöra 31 december 2021	Sonia	Ursprunglig version: Mars 1997 Uppdaterad version: 23 april 2018
Sverige	Stibor	Förslag på justerad metod, inget slutdatum	Swestr	Sensommaren 2021 (testperiod fr.o.m. 27 januari 2021)
Norge	Nibor	Justerad metod, inget slutdatum	Nowa	Ursprunglig version: 2011 Uppdaterad version: 1 januari 2020
Danmark	Cibor	Delvis justerad metod, inget slutdatum	Destr	Preliminärt: lansering i början av 2022

Anm: Notera att Libor för de olika valutorna kan sorteras in under flera länder och att Libor i praktiken används mycket bredare än vad som framgår av tabellen ovan. För att kunna ge en bättre översikt över de olika räntorna har vi dock i denna tabell sorterat in dem så att Libor för respektive valuta hamnar under det land där valutan har sitt ursprung.

Källor: Hemsidan för respektive administratör (för de traditionella interbankräntorna) och centralbank (för de nya referensräntorna).

## Riksbanken tillhandahåller Swestr – en fullt ut transaktionsbaserad referensränta

I januari inledde Riksbanken en cirka sex månader lång testperiod för referensräntan Swestr.<sup>159</sup> Syftet med testperioden är dels att ge marknadsaktörerna en chans att bekanta sig med Swestr, dels att ge både Riksbanken och rapporterade banker en möjlighet att testa sina rutiner och system. Utvärderingar pågår fortfarande, men Riksbankens bedömning så här långt in i testperioden är att den dagliga processen för

<sup>159</sup> Under testperioden publiceras Swestr endast i informationssyfte och ska inte användas i finansiella kontrakt.

fastställande och publicering av Swestr fungerar väl. Under sensommaren 2021 börjar Riksbanken publicera den officiella Swestr.

De traditionella interbankräntorna tillhandahålls på flera olika (framåtblickande) löptider.<sup>160</sup> Anledningen till att Swestr, likt internationella motsvarigheter, endast beräknas på den kortaste löptiden (O/N) är att det varje bankdag behöver finnas tillräckligt många transaktioner i svenska kronor att beräkna räntan på, för att den ska vara trovärdig och representativ. Det är nämligen på korta löptider som det sker flest transaktioner utan säkerhet i svenska kronor, och med ett tillräckligt stadigt flöde för att en referensränta ska kunna beräknas utan att någon enskild aktör får alltför stor vikt.

## Allt fler centralbanker beräknar genomsnittsräntor

Världen över arbetar man nu för att göra det möjligt att använda även de nya referensräntorna i kontrakt med längre löptid än den allra kortaste. I nuläget finns det två möjliga sätt. Det ena sättet är att beräkna bakåtblickande genomsnittsräntor baserat på historik för den transaktionsbaserade referensräntan. Dessa räntor beräknas som genomsnitt över tidsperioder bakåt i tiden (exempelvis beräknas en tre månaders genomsnittsränta för Swestr som genomsnittet för de senaste tre månadernas publicerade värden för Swestr).<sup>161</sup> Det andra sättet är att utöver bakåtblickande räntor även skapa framåtblickande sådana som baseras på handlade derivat med de nya räntorna som bas. I de flesta länder är dock derivatmarknaderna, med de nya referensräntorna som bas, i dagsläget inte tillräckligt stora för att kunna ligga till grund för tillförlitliga framåtblickande referensräntor. Enbart i två länder, Storbritannien och Japan, har man nyligen lyckats få så pass stor handel i de nya referensräntorna att privata aktörer har kunnat börja beräkna och publicera framåtblickande referensräntor med längre löptid (eng. *term-rates*).<sup>162</sup> När användningen av Swestr ökar kan en derivatmarknad med Swestr som bas möjligen växa fram, med vilken man i så fall kan beräkna framåtblickande transaktionsbaserade räntor även i Sverige.

Många centralbanker har valt att beräkna och publicera bakåtblickande genomsnittsräntor. Exempelvis har centralbankerna i EU, Norge och USA redan börjat publicera

<sup>160</sup> Stibor finns på löptiderna Tomorrow-Next (T/N), 1 vecka, 1 månad samt 2, 3 och 6 månader.

<sup>161</sup> Föreslagen formel för beräkning av genomsnittsräntan för Swestr, s. 11 i remissen "Beräkning av genomsnittsräntor och ett index för referensräntan Swestr", april 2021. Sveriges riksbank.

$$\text{Kumulativ genomsnittsränta} = \left[ \prod_{i=1}^{d_b} \left( 1 + \frac{r_i \times n_i}{N} \right) - 1 \right] \times \frac{N}{d_c}$$

Där,  $i$  = ett index som representerar varje bankdag i ränteperioden,  $r_i$  = det Swestr-värde som publiceras på bankdag  $i$  (som baseras på transaktioner som sker bankdagen innan,  $i-1$ ),  $n_i$  = antal kalenderdagar som räntan  $r_i$  är applicerbar för (generellt sett 1 dag, utom för måndagar då det är 3 dagar för att ta hänsyn till förräntningen över helgen, eller där justering behövs för att ta hänsyn till övriga helgdagar) = antal kalenderdagar som  $r_i$  kumuleras för,  $N$  = Antal dagar på året, dvs. 360,  $d_c$  = Antal kalenderdagar i ränteperioden,  $d_b$  = Antal bankdagar i ränteperioden.

<sup>162</sup> I Storbritannien publiceras sedan början av 2021 två officiella versioner av framåtblickande räntor för referensräntan Sonia: Refinitiv Term SONIA och ICE Term SONIA Reference Rate. I Japan publiceras testräntor av företaget Quick Corp sedan maj 2020 med målet att dessa ska kunna publiceras officiellt, och således kunna användas i kontrakt, från och med mitten av 2021.

sådana räntor.<sup>163</sup> Flera andra centralbanker har annonserat att de har för avsikt att göra detsamma inom kort. Detta gäller även Riksbanken. Planen är att börja publicera genomsnittsräntor för Swestr under det tredje kvartalet i år.<sup>164</sup>

Internationell praxis är att beräkna genomsnittsräntorna som ett kumulativt genomsnitt av redan publicerade värden för den transaktionsbaserade referensräntan, i Sveriges fall Swestr.<sup>165</sup> Eftersom genomsnittsräntorna beräknas baserat på historiska värden är de bakåtblickande. När ett finansiellt kontrakt baseras på en sådan ränta vet man först i efterhand (vid löptidens slut) vad den faktiska räntan blir.

Syftet med att beräkna genomsnittsräntor är att de transaktionsbaserade referensräntorna även ska kunna användas i kontrakt med längre löptid, alltså i sådana kontrakt där traditionella referensräntor används idag. Genomsnittsräntor har inte i sig en längre löptid (eftersom de är bakåtblickande), men de kan användas i kontrakt med längre löptid.

EU:s benchmarkförordning ställer också krav som innebär att det måste finnas en så kallad fallbacklösning i kontrakt där Stibor används.<sup>166</sup> Det innebär att det i kontraktet ska finnas beskrivet vad som ska gälla ifall Stibor skulle upphöra under kontraktstiden. I nuvarande internationell praxis är grundstenen i fallbacklösningarna genomsnittsräntan för en transaktionsbaserad referensränta - i vårt fall genomsnittsräntan för Swestr. Genomsnittsräntorna för Swestr kommer alltså att komma till användning både i nya kontrakt, och som en del i en fallbacklösning till Stibor.

## När Swestr senare i år börjar tillhandahållas finns det ett bättre alternativ än Stibor

När Riksbankens referensränta Swestr börjar tillhandahållas till sensommaren kommer det att finnas två referensräntor som marknadsaktörerna kan välja mellan att referera till när de ingår nya finansiella kontrakt i svenska kronor.

Swestr kommer i ett första skede att komplettera Stibor. Det finns dock goda skäl att i närtid ersätta Stibor på dess kortaste löptid (Stibor T/N) med Swestr, i linje med internationell praxis. Swestr's löptid (O/N) är dessutom snarlik Stibor's kortaste löptid. Behovet av att göra en sådan övergång i Sverige blir ännu tydligare eftersom Stibor även efter den pågående reformeringen i allt för hög grad kommer att baseras på bedömningar i stället för faktiska transaktioner.

<sup>163</sup> Compounded €STR average rates (Europeiska centralbanken), Nowa compounded averages (Norges bank) samt SOFR Averages (Federal Reserve Bank of New York).

<sup>164</sup> Se ”Beräkning av genomsnittsräntor och ett index för referensräntan Swestr”, april 2021, Sveriges riksbank.

<sup>165</sup> Ett kumulativt genomsnitt tar hänsyn till ränta-på-ränta-effekten vilket kan anses ge ett mer korrekt genomsnitt eftersom det på ett bättre sätt reflekterar värdeförändringen över tid. Ett annat alternativ är att räkna ut ett enkelt genomsnitt, det vill säga det aritmetiska medelvärdet (eng. *simple average*).

<sup>166</sup> Se artikel 28.2, Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2016/1011 av den 8 juni 2016 om index som används som referensvärden för finansiella instrument och finansiella avtal eller för att mäta investeringsfonders resultat, och om ändring av direktiven 2008/48/EG och 2014/17/EU och förordning (EU) nr 596/2014 (Benchmarkförordningen).

För kontrakt med längre löptider kommer man att kunna använda genomsnittsräntor för Swestr i stället för Stibor på dess längre löptider. När genomsnittsräntor nu börjar användas globalt i olika sorters finansiella kontrakt kommer det att visa sig vilken utveckling vi kan vänta oss även i Sverige framöver.

I och med Swestr's entré finns det förutsättningar för en fullt ut transaktionsbaserad referensränta att ta allt större plats även på de svenska finansiella marknaderna i framtiden. Globalt används de nya transaktionsbaserade referensräntorna allt mer, vilket innebär att aktörerna börjar vänja sig vid dem och att de blir allt mer etablerade. På sikt kan vi inte hålla kvar vid egna nationella lösningar i Sverige. Den övergång vi nu ser globalt behöver ske även här – genom att marknadsaktörerna börjar använda Swestr när den börjar publiceras. På kort sikt bör Swestr ersätta Stibor på dess kortaste löptid. På längre sikt anser Riksbanken att Stibor bör upphöra på samtliga löptider då den inte inger förtroende. En övergång behöver ske ordnat och är därför ett mångårigt utvecklingsprojekt. Riksbanken kommer att vara aktiv i, och stödja, en sådan övergång.