



SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00

ANFÖRANDE

DATUM: 30 september 2021
TALARE: Martin Flodén
PLATS: Kommuninvest (digitalt)

Swestr - en helt transaktionsbaserad referensränta¹

Jag vill börja med att tacka för möjligheten att delta på Kommuninvests Finansforum.

Finansforum erbjuder som vanligt en mycket uppskattad mötesplats där representanter för både myndigheter och privat sektor kan ha öppna och givande diskussioner om aktuella finansmarknadsfrågor. Tack till Kommuninvest för det.

Som framgick av Maria Viimnes presentation kommer jag alltså att tala om Riksbankens nya referensränta Swestr idag.

Jag kommer att förklara varför Riksbanken anser att finansmarknadens aktörer i Sverige nu bör påbörja övergången från Stibor, den traditionella referensräntan i svenska kronor, till Riksbankens transaktionsbaserade referensränta Swestr. Jag kommer också att beskriva hur Riksbanken tänker vara aktiv i och stötta den processen.

Men för att sätta lite kontext till frågan kommer jag till att börja med att kort redogöra för referensräntornas betydelse på finansmarknaden. Jag kommer också att ge en bakgrund till det system med interbankräntor, till exempel Stibor och Libor, som varit dominerande på marknaderna fram till idag, och beskriva problemen med dessa referensräntor.

Referensräntor fyller en samhällsnyttig funktion

Referensräntor kan uppfattas som en rätt teknisk fråga och de befinner sig sällan i centrum för den dagliga ekonomiska debatten. Men referensräntorna används världen över i en mängd olika kontrakt och till mycket stora kontraktsvärden. De fyller alltså en central funktion på våra finansmarknader.

¹ Jag vill tacka Ola Medelberg som har hjälpt mig att skriva det här talet, och Ingrid Wallin Johansson, Anders Rydén, Johannes Forss Sandahl och Marianne Sterner för värdefulla synpunkter.

En referensränta fungerar som ett riktmärke när finansiella kontrakt ska prissättas. Den huvudsakliga avsikten med ett sådant riktmärke är att prissättningen ska följa marknadsutvecklingen, och att ingen av kontraktsparterna ska kunna manipulera det riktmärket. Jag tycker att man kan se på referensräntor som ett gemensamt verktyg som finns till för att underlätta för alla som deltar på eller påverkas av finansmarknaden.

Eftersom referensräntor har en så betydelsefull funktion på finansmarknaderna är det viktigt att de är rättvisande och inger högt förtroende. Och det finns, som jag ska komma in på alldeles strax, starka grunder för att resa frågetecken kring hur robust och förtroendeingivande det nuvarande systemet med interbankräntor är.

Interbankräntor har använts som referensräntor sedan 1980-talet

Interbankräntorna utvecklades som de dominerande referensräntorna under 1980-talet. Meningen är att dessa räntor ska spegla de räntor som används för lån utan säkerhet mellan banker på olika löptider. Ibland benämns dessa interbankräntor med förkortningen IBOR, som kommer av den engelska beteckningen Interbank offered rate.

Den Londonbaserade Libor och även euroräntan Euribor är nog de mest kända interbankräntorna. I Sverige har vi Stibor (Stockholm interbank offered rate) för kontrakt i svenska kronor.

Stibor används bland annat för att prissätta lån med rörlig ränta riktade till företag och offentlig sektor, vid prissättning av olika derivat på finansmarknaden och för att fastställa räntan för obligationer med rörlig kupong.

I Sverige är det sällan hushållen möter räntor med direkt koppling till Stibor. Men hushåll och konsumenter påverkas ändå eftersom referensräntorna påverkar prissättningen i andra delar av systemet, innan finansieringen når hushållen. Så referensräntor är i högsta grad en viktig delkomponent i det finansiella system som påverkar oss alla.

Ni som lyssnar idag stöter säkerligen på Stibor i era lån. Ni kanske även har emitterat värdepapper där kupongen följer Stibor och ni kanske hanterar er ränterisk med derivatinstrument som är kopplade till Stibor. Kanske har ni även leasingavtal som är knutna till Stibor.

Enligt Stibors administratör, Swedish Financial Benchmark Facility (SFBF), används Stibor i finansiella instrument och kontrakt till ett nominellt värde av omkring åtta gånger Sveriges årliga bruttonationalprodukt.

Interbankräntorna vilar på allt svagare grund

Men – och nu kommer jag in på svaret på frågan varför vi har tagit fram en ny referensränta – successivt har grunden på vilken interbankräntorna vilar eroderats.

Libor, Stibor och de andra interbankräntorna bestäms dagligen på basis av rapportering från en panel av banker.

När interbankräntorna ska fastställas rapporterar panelbankerna in bud. Om det saknas faktiska transaktioner på interbankmarknaden baseras buden i stället på bankernas bedömningar av vad räntan för ett interbanklån skulle vara.

Med tiden har det blivit allt färre transaktioner att basera buden på eftersom interbanklån idag inte är någon viktig finansieringskälla för bankerna. Under perioden januari-augusti i år genomfördes inte en enda icke-säkerställd transaktion på löptiden *tomorrow-next* i svenska kronor mellan Stibors panelbanker!¹ Under årets första åtta månader genomfördes alltså inte några sådana transaktioner som de dagliga noteringarna av Stibors kortaste löptid ska reflektera.

Buden baseras därför nu nästan uteslutande på bankernas bedömningar. Och detta innebär att referensräntan blir alltmer sårbar.

Även internationellt har interbankmarknaderna förlorat i betydelse efter den globala finanskrisen, och även där baseras interbankräntorna därför allt mindre på faktiska transaktioner. Som en följd har det globala förtroendet för dessa räntor minskat snabbt.

En händelse som ytterligare bidragit till att försvaga förtroendet för interbankräntorna är den så kallade Liborskandalen 2012 då det uppdagades att flera panelbanker hade manipulerat bud för egen vinning, inte minst under den globala finanskrisen 2007-2008. Det handlade helt enkelt om att rapportera in felaktiga bud till beräkningen av Libor med syfte att gynna de egna affärerna. Någon sådan manipulation har förvisso inte uppdagats i Sverige, men behovet av att reformera referensräntorna har ändå blivit allt tydligare.

Att stärka ramverken kring interbankräntorna leder inte hela vägen

Efter den globala finanskrisen och Liborskandalen började ett omfattande internationellt arbete där ambitionen inledningsvis var att stärka upp ramverken kring interbankräntorna.

Som en följd av det arbetet har såväl Stibor som andra interbankräntor förändrats och ytterligare förändringar är på gång. Men i takt med att aktiviteten på interbankmarknaden har fortsatt att avta har det blivit allt tydligare att det här förändringsarbetet inte kommer att nå hela vägen. Bankernas bedömningar kommer fortfarande att utgöra en stor del av grunden för beräkningen.

Finansmarknaden är som vi alla vet i högsta grad en förtroendebransch. Eftersom mycket betydande summor är direkt kopplade till referensräntorna skulle sviktande förtroende för de här räntorna kunna påverka stora delar av finansmarknaden, och i förlängningen få negativa konsekvenser för hela ekonomin.

Globala initiativ för nya referensräntor

Där har ni i korthet bakgrunden till att jag står här idag och pratar om Swestr.

Det var nämligen mot den bakgrunden som myndigheter världen över, med centralbankerna i spetsen, tog en aktiv roll i arbetet med att ta fram ett alternativ till interbankräntorna.

Den lösning som ganska snart framstod som mest lämplig var att gå ifrån systemet med referensräntor som främst baserar sig på bankernas bedömningar för att i stället beräkna och publicera nya, fullt ut transaktionsbaserade, referensräntor.

Bland annat har internationella samarbetsorgan för finansmarknadsfrågor som Finansiella stabilitetsnämnden, FSB, och den internationella organisationen för värdepapperstillsyn, Iosco, utfärdat rekommendationer och principer för att referensräntor i större utsträckning ska kunna baseras på faktiska transaktioner på marknaden.

Detta går att uppnå genom att man dels fokuserar på de kortaste löptiderna där det sker flest transaktioner, dels breddar basen för referensräntan genom att inkludera fler transaktioner än de som sker mellan panelbankerna. Som jag ska gå in på senare kan man använda detta underlag även för att ersätta referensräntor på längre löptid.

Exempel på sådana helt transaktionsbaserade referensräntor som nu publiceras av centralbanker är Bank of Englands Sonia, Europeiska centralbankens €str, New York Feds Sofr och Norges Banks Nowa. I Danmark kommer Nationalbanken snart att börja publicera Destr.

I en del fall är det dessutom bestämt att de nya transaktionsbaserade referensräntorna ska ersätta de traditionella interbankräntorna. Till exempel kommer den globalt mest använda familjen av referensräntor, det vill säga Libor, att avvecklas. I euroområdet, Schweiz och Norge avvecklas interbankräntorna för de kortaste löptiderna.²

Det här innebär att enorma kontraktsvärden behöver läggas om, i många olika sorters kontrakt. Det berör även svenska aktörer som har ingått kontrakt med till exempel Libor som referensränta.

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.

Därför framstår transaktionsbaserade räntor i våra ögon, och i många andra ledande centralbankers ögon, som vägen framåt för att skapa mer förtroendeingivande referensräntor.

Swestr – Riksbankens svar på bristerna hos Stibor

Det är alltså i den här kontexten som även Riksbanken har åtagit sig att beräkna och publicera en fullt ut transaktionsbaserad referensränta, Swestr (Swedish krona Short Term Rate). I månadskiftet augusti-september avslutades testperioden för Swestr, som därmed nu kan användas i finansiella kontrakt.

Riksbanken beräknar Swestr utifrån transaktioner i svenska kronor som genomförs på penningmarknaden från affärsdagen till nästa bankdag (eng. *over-night*, O/N).

De transaktioner som rapporteras in till Riksbanken kommer från nio av Riksbankens penningpolitiska motparter, som alla är banker. De här nio rapportörerna är de banker som är störst och mest aktiva på penningmarknaden i svenska kronor.³

Bankerna rapporterar penningmarknadstransaktioner av olika typer och på olika löptider, men det är endast de transaktioner där motparten placerar pengar över natten hos banken, utan att erhålla säkerhet, som ligger till grund för beräkningen

av Swestr. Bankerna ska rapportera sina transaktioner med en bred krets av motparter. Transaktioner med andra banker, finansiella bolag, icke-finansiella bolag och Riksgäldskontoret används för beräkningen av Swestr.

Swestr ska således reflektera rådande ränteläge på dagslånemarknaden i svenska kronor.

Det finns flera principiella skillnader mellan Swestr och Stibor. Den mest centrala skillnaden är förstås att Swestr är helt transaktionsbaserad och därför inte lämnar utrymme för bedömningar, vilket Stibor gör.

En annan viktig skillnad är att Swestr använder den kortaste löptiden, *over-night*, där det sker flest transaktioner. Stibor har istället löptider som sträcker sig från *tomorrow-next* ända upp till sex månader. På dessa löptider sker det betydligt färre transaktioner. Dessutom är *overnight* den löptid som vanligen används internationellt för referensräntan med kortast löptid.

Skillnaden i motparts-krets är också betydande. För Stibor är motparts-kretsen de andra panelbankerna. Eftersom panelbankerna sällan lånar av varandra på interbankmarknaden blir detta en problematisk avgränsning. Swestr baseras istället på rapportörernas transaktioner med en betydligt bredare motparts-krets. I snitt har Swestr, och preliminära Swestr under testperioden, fastställts baserat på en transaktionsvolym om 33 miljarder svenska kronor per dag.

En ytterligare skillnad är att Swestr är definierad som en inlåningsränta medan Stibor ska avspegla en bedömd utlåningsränta som, när sådan utlåning inte har skett, huvudsakligen baseras på bankernas finansieringskostnader. Att Stibor på detta sätt beräknas i två steg – först en skattning av egna finansieringskostnader och sedan en skattning av ett räntepåslag för att erhålla en utlåningsränta – ökar inslaget av bedömningar och minskar transparensen i Stibor-metodologin.

Till sist finns det även en skillnad mellan vilken finansieringsvaluta som avses. Eftersom antalet transaktioner i svenska kronor mellan panelbankerna har minskat anger ramverket kring Stibor att bankernas bud kan baseras även på bedömningar av deras upplåningskostnader i utländsk valuta. Riksbanken anser att detta är olyckligt och att en referensränta i svenska kronor ska vara förankrad i transaktioner i just svenska kronor.

Definitionen av Swestr liknar motsvarigheterna i euro, pund och danska kronor. Likt ECB, Bank of England och den danska Nationalbanken har Riksbanken valt att använda just inlåningstransaktioner med löptid över natten och med en motparts-krets som är bredare än enbart panelbanker. Den bärande anledningen är att denna del av penningmarknaden tenderar att uppvisa bra och förhållandevis stabila transaktionsvolym, även i stökiga tider.

Övergången till Swestr bör påbörjas redan nu – det är en flerårig process och vissa anpassningar krävs

I och med att Swestr nu är tillgänglig, finns det ett alternativ till Stibor. Vi uppmanar därför marknadens aktörer att intensifiera arbetet för en övergång till Swestr.

För att vi ska nå ett läge där transaktionsbaserade referensräntor dominerar på marknaden i Sverige och internationellt krävs dock vissa anpassningar på de finansiella marknaderna. Den processen behöver löpa över flera år.

Det största anpassningsbehovet rör förmodligen löptider. De traditionella interbankräntorna finns på flera olika löptider, till exempel tre och sex månader. Swestr och dess internationella motsvarigheter beräknas däremot endast på den kortaste löptiden, *over-night*.

Anledningen är att det, i såväl Sverige som utlandet, är som sagt att det på den löptiden som tillräckligt många transaktioner genomförs. För att räntan ska vara trovärdig och representativ behöver det finnas ett stadigt flöde med tillräckligt många transaktioner att beräkna den på.

Interbankräntorna kan tas fram på längre löptider även med ett mycket begränsat transaktionsunderlag just eftersom det lämnas utrymme för bankernas egna bedömningar – men det är också det som gör att de brister i objektivitet och lättare kan manipuleras.

Alternativ till interbankräntor med längre löptid tas fram

För att hantera det här problemet arbetar centralbanker i flera länder nu för att de nya referensräntorna ska kunna ersätta interbankräntorna även i kontrakt med längre löptid.

I princip är det möjligt att skapa framåtblickande räntor som baseras på handlade derivatinstrument med de nya räntorna som bas. I de flesta länder är derivatmarknaderna baserade på de nya referensräntorna dock ännu inte tillräckligt stora för att kunna ligga till grund för tillförlitliga framåtblickande referensräntor.

En enklare väg framåt är att beräkna och publicera bakåtblickande genomsnittsräntor baserade på historik för den transaktionsbaserade referensräntan. Genomsnittsräntorna visar då den genomsnittliga avkastningen under en viss period, inklusive en ränta-på-ränta-effekt, baserat på de dagliga Swestr-noteringarna under perioden.

Centralbankerna i Storbritannien, Norge och USA samt ECB har redan börjat publicera bakåtblickande genomsnittsräntor eller index som kan användas på liknande sätt. Andra centralbanker förväntas göra detsamma framöver.

Och från och med imorgon kommer även Riksbanken att publicera genomsnittsräntor baserade på Swestr. Till en början tillhandahåller vi genomsnittsräntor för perioder på en vecka och en månad. Genomsnittsräntor för längre tidsperioder kommer att börja publiceras successivt, fram till den 1 mars nästa år. Därutöver kommer vi att tillhandahålla ett index för Swestr som gör det lättare att räkna ut genomsnittsräntan för en period mellan två valfria bankdagar.

Bakåtblickande referensräntor kan fylla samma syfte som framåtblickande

De bakåtblickande genomsnittsräntorna är annorlunda uppbyggda än de nuvarande framåtblickande interbankräntorna.

Den framåtblickande räntan är känd vid periodens början medan den bakåtblickande räntan inte kan beräknas förrän vid periodens slut. Och den framåtblickande räntan innehåller ett större inslag av riskpremie.

Trots de här skillnaderna tror jag att bakåtblickande genomsnittsräntor i många situationer ändå kommer att fungera som fullgoda ersättare för Stibors längre löptider. Jag tror nämligen att förutsägbarheten och den större riskpremien i många fall inte är nödvändiga egenskaper för användare av referensräntor.

Varför är till exempel Stibor 3 månader en vanlig referensränta när en kommun ger ut en obligation med 5 års löptid med ”rörlig” ränta? Hur stora räntebetalningarna kommer att bli under lånets löptid är okänt oavsett om referensräntan är bakåt- eller framåtblickande. Om kommunen (och kreditgivarna) ville ha förutsägbara ränteflöden hade fast ränta fungerat bättre.

Att obligationen i det här fallet är kopplad till Stibor 3 månader beror rimligen på att det är samma frekvens som kupongbetalningarna. Det skulle förstås vara opraktiskt med avräkning och kupongbetalningar varje dag.

Bakåtblickande genomsnittsräntor har i det sammanhanget ungefär samma praktiska och administrativa fördelar som de framåtblickande interbankräntorna.

I och med att Riksbanken nu börjar publicera genomsnittsräntor och index för Swestr kan marknadsaktörerna alltså börja använda Swestr i stället för Stibor även på längre löptider.

Det här är förstås en omställning för såväl långgivare som låntagare, men hindren är knappast oöverkomliga. I andra länder har man till exempel introducerat olika justeringar som innebär att betalningen av räntan fördröjs ett par dagar. På så sätt kan marknadsaktörerna se vad den slutgiltiga räntan blev och göra betalningen först ett par dagar senare.

Marknadens aktörer behöver arbeta tillsammans för en ordnad omställning

Det står alltså klart att det finns frågor som behöver hanteras innan en övergång till Swestr kan fullbordas. Eftersom referensräntor används av många aktörer och i en stor mängd kontrakt är det viktigt att detta sker på ett ordnat sätt. Det kommer vara ett mångårigt utvecklingsarbete.

Riksbanken vill uppmana alla berörda att påbörja övergången nu. Sverige ska inte hamna på efterkälken i det globala arbetet med att börja använda transaktionsbaserade referensräntor. Därför är det positivt att olika branschforum har börjat diskutera frågor kopplade till Swestr.

Riksbanken kommer även fortsättningsvis att stötta övergången. Vi kommer att föra en löpande dialog med marknaden och även inom kort att skicka ut en enkät för att samla in olika aktörers syn på frågor som berör övergången.

Men det är viktigt att understryka att Riksbankens roll begränsas till att, genom Swestr, ge förutsättningar för en ny form av referensränta och att bidra med analys.

Det är marknadens aktörer som har ansvaret för att övergången sker. De kommer alltså att behöva driva frågan om en övergång för att på så sätt säkerställa att en

referensränta med ett högt mått av förtroende dominerar även på den svenska finansmarknaden.

Riksbanken förväntar sig förstås att intermediärerna på finansmarknaden tar ett stort ansvar i den här processen, men även ni – som i stor utsträckning är sådana aktörers slutkunder – har en mycket viktig roll att fylla.

Om ni visar ert intresse kommer det att underlätta en övergång till en mer transparent referensränta. Fråga era bankkontakter hur de planerar att införa Swestr i sin verksamhet. Efterfråga lån och andra produkter som löper med Swestr som ränta. När produkterna sedan finns på plats, börja använd dem och hjälp på så sätt till att skapa likviditet på marknaden.

Sammanfattningsvis: Swestr bör ersätta Stibor – Riksbanken kommer att vara aktiv i det arbetet

Så för att sammanfatta mitt budskap här idag:

De referensräntor som under flera decennier varit dominerande har tydliga brister, det gäller både internationellt och på vår egen svenska finansmarknad.

När Riksbanken nu börjar tillhandahålla Swestr för den svenska marknaden finns det ett robust och tillförlitligt alternativ till Stibor. Det finns alltså goda skäl att så snart som möjligt påbörja övergången från Stibor på dess kortaste löptid (Stibor T/N) till Swestr, i linje med utvecklingen internationellt. Det är inte ett arbete som är gjort över en natt, men det är en arbetsinsats som är värd att göra. På längre sikt bör Swestr kunna ersätta Stibor även på längre löptider.

Riksbanken kommer på olika sätt att stötta denna övergång. Vårt mål är att den dominerande referensräntan på den svenska finansmarknaden ska hålla högsta internationella standard och då krävs såväl stöd från oss myndigheter som en hög ambitionsnivå hos marknadens olika aktörer.

Tack för ordet, jag ser fram emot era frågor och kommentarer.

¹ *Tomorrow-next* avser en placering från nästkommande bankdag till bankdagen därefter. Riksbanken samlar in data på korta penningmarknadstransaktioner i svenska kronor och även data på övriga transaktioner som kan ligga till grund för Stibor. Transaktioner under tio miljoner kronor behöver inte rapporteras.

² I euroområdet finns den gamla referensräntan Eonia formellt sett kvar, men har för ett par år sedan omdefinierats som den nya referensräntan €str plus ett fast påslag.

³ De nio penningpolitiska motparter som i dagsläget dagligen rapporterar in sina Swestr-relevanta transaktioner är Handelsbanken, Swedbank, SEB, Danske Bank, DnB, Skandia-banken, Länsförsäkringar Bank, SBAB och Nordea.