

Finansutskottets betänkande 2023/24:FiU16

Riksrevisionens rapport om Riksbankens tillgångsköp

Sammanfattning

Utskottet föreslår att riksdagen lägger Riksrevisionens redogörelse till handlingarna. Riksrevisionen har granskat Riksbankens tillgångsköp under perioden 2015–2021 och överlämnat redogörelsen Riksbankens tillgångsköp – dyrköpta erfarenheter till riksdagen.

Den övergripande revisionsfrågan är om Riksbankens användning av tillgångsköp har varit effektiv och transparent. Riksrevisionens bedömning är att tillgångsköpen inte har varit effektiva. Det saknas enligt Riksrevisionen stöd för att inflationen påverkats på ett påtagligt sätt och de statsfinansiella kostnaderna för köpen kommer att bli betydande. Samtidigt menar Riksrevisionen att Riksbanken i huvudsak genomfört köpen på ett transparent sätt med ett gediget beslutsunderlag som grund. Riksbanksdirektionen håller i sitt yttrande över redogörelsen med Riksrevisionen om att det råder stor osäkerhet om tillgångsköpens effekter, men betonar att det inte betyder att effekterna är oviktiga. Effekterna av tillgångsköp är mer osäkra än effekterna av vanlig räntepolitik bl.a. därför att erfarenheterna av detta verktyg är mer begränsade. Det är därför enligt direktionen nödvändigt att analyserna fortsätter att utvecklas, såväl i Sverige som internationellt.

Utskottet understryker vikten av att Riksbankens beslut granskas och utvärderas, då det syftar till att främja myndighetens effektivitet, måluppfyllelse och legitimitet. Det gäller inte minst Riksbankens tillgångsköp, som varit omfattande under den period som granskats. Utskottet har tidigare i sina egna utvärderingar av penningpolitiken under den aktuella perioden kommenterat Riksbankens tillgångsköp, då baserat på expertutvärderingar som gjorts på uppdrag av finansutskottet. Där har det bl.a. framkommit att den allmänna värderingen av tillgångsköp är att de framför allt anses betydelsefulla i kristider och när styrräntan nått sin nedre gräns. Utskottet anser att svaret på frågan om hur effektiva Riksbankens tillgångsköp har varit är komplex och att det behövs mer kunskap om och analyser av köpens effekter på såväl den

finansiella som den reala ekonomin. Exempelvis vore det enligt utskottet värdefullt med fördjupade analyser av i vilken mån tillgångsköpen bidrog till att stabilisera inflationsförväntningarna, vilka är centrala för trovärdigheten för prisstabilitetsmålet. Utskottet välkomnar att direktionen avser att fortsätta att utvärdera erfarenheterna från tillgångsköpen under perioden som gått, så att nya kunskaper kan bidra till hur penningpolitiken utformas i framtiden.

När det gäller de rekommendationer som Riksrevisionen lämnar till Riksbanken hänvisar utskottet i huvudsak till den proportionalitetsprincip som finns i riksbankslagen.

Behandlade förslag

Riksrevisionens redogörelse 2023/24:RR6 Riksbankens tillgångsköp – dyrköpta erfarenheter.

Innehållsförteckning

Utskottets förslag till riksdagsbeslut	4
Redogörelse för ärendet	5
Utskottets överväganden	6
Riksbankens tillgångsköp	6
Riksrevisionens redogörelse	6
Riksbankens yttrande	11
Utskottets ställningstagande	15
<i>Bilaga</i>	
Förteckning över behandlade förslag	19
Redogörelsen	19

Utskottets förslag till riksdagsbeslut

Riksbankens tillgångsköp

Riksdagen lägger redogörelse 2023/24:RR6 till handlingarna.

Stockholm den 21 mars 2024

På finansutskottets vägnar

Edward Riedl

Följande ledamöter har deltagit i beslutet: Edward Riedl (M), Mikael Damberg (S), Oscar Sjöstedt (SD), Gunilla Carlsson (S), Björn Wiechel (S), Jan Ericson (M), Ingela Nylund Watz (S), Charlotte Quensel (SD), Ida Drougge (M), Martin Adahl (C), David Perez (SD), Janine Alm Ericson (MP), Cecilia Rönn (L), Mattias Eriksson Falk (SD), Eva Lindh (S), Ilona Szatmári Waldau (V) och Yusuf Aydin (KD).

Redogörelse för ärendet

Utskottet behandlar i betänkandet Riksrevisionens redogörelse 2023/24:RR6 Riksbankens tillgångsköp – dyrköpta erfarenheter. Riksrevisionen ska enligt 9 kap. 18 § riksdagsordningen lämna de granskningsrapporter som rör verksamhet som bedrivs av myndigheter under riksdagen som redogörelser. Finansutskottet beslutade den 12 december 2023 att ge Riksbanken tillfälle att yttra sig över redogörelsen. Riksbanken lämnade ett yttrande över redogörelsen den 2 februari 2024 (RDF dnr 989-2023/24).

En förteckning över behandlade förslag finns i bilaga.

Riksrevisionen informerade utskottet om sin redogörelse vid sammanträdet den 7 december 2023. Vidare informerade Riksbanken utskottet om sitt yttrande vid sammanträdet den 8 februari 2024.

Utskottets överväganden

Riksbankens tillgångsköp

Utskottets förslag i korthet

Riksdagen lägger Riksrevisionens redogörelse 2023/24:RR6 till handlingarna. Riksrevisionens bedömning är att tillgångsköpen inte varit effektiva men att Riksbanken i huvudsak genomfört köpen på ett transparent sätt med ett gediget beslutsunderlag som grund. Direktionen håller i sitt yttrande med Riksrevisionen om att det råder stor osäkerhet om tillgångsköpens effekter, men betonar att det inte betyder att effekterna är oviktiga. Utskottet understryker vikten av att Riksbankens beslut granskas och utvärderas, då det syftar till att främja myndighetens effektivitet, måluppfyllelse och legitimitet. Utskottet anser att svaret på frågan om hur effektiva Riksbankens tillgångsköp har varit är komplex och att det behövs mer kunskap om och analyser av köpens effekter på ekonomin. Därför välkomnar utskottet att direktionen avser att fortsätta att utvärdera erfarenheterna från köpen under perioden som gått, så att nya kunskaper kan bidra till hur penningpolitiken utformas i framtiden.

Riksrevisionens redogörelse

Motiv till granskningen och frågeställningar

Riksrevisionen har granskat Riksbankens tillgångsköp. Inflationen hade varit låg under en lång period innan Riksbanken började köpa tillgångar 2015. När styrräntan låg på noll procent var möjligheterna att föra en mer expansiv penningpolitik med de konventionella verktygen uttömda. I början av 2015 valde Riksbanken att införa negativ styrränta och köpa statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv och stimulera inflationen. Riksbanken köpte under perioden 2015–2021 tillgångar i stor omfattning. Köpen genomfördes i två perioder där syftena delvis skiljde sig åt. Under den första perioden mellan 2015 och 2019 köpte Riksbanken statsobligationer för att stimulera tillväxten och inflationen. I början av 2020 köpte Riksbanken värdepapper för att mildra de samhällsekonomiska konsekvenserna av covid19-pandemin och säkerställa att de finansiella marknaderna kunde upprätthålla sin funktion. Därefter utökades värdepappersköpen under 2020–2021, med ett tydligare syfte att stimulera tillväxt och inflation. Vid slutet av 2021 uppgick Riksbankens värdepappersinnehav i svenska kronor till 975 miljarder kronor. De största innehaven utgjordes av statsobligationer, 422 miljarder kronor, och säkerställda obligationer (bostadsobligationer), 413 miljarder kronor. Det finns enligt Riksrevisionen indikationer på att dessa köp

inte har varit effektiva och på att de haft negativa sidoeffekter. Tillgångsköpen har bl.a. medfört att Riksbanken gjort stora förluster, vilket har bidragit till att myndighetens eget kapital blivit negativt.

Riksrevisionens övergripande revisionsfråga är om Riksbankens användning av tillgångsköp har varit effektiv och transparent. Detta besvaras genom tre delfrågor:

1. Har Riksbanken analyserat och beaktat avsedda effekter och eventuella sidoeffekter inför besluten att köpa tillgångar?
2. Har tillgångsköpen lett till avsedda effekter, utan att ge upphov till stora negativa sidoeffekter?
3. Har Riksbanken redovisat användningen av tillgångsköp och dess effekter på ett transparent och samlat sätt till allmänheten och riksdagen?

Beslutsunderlaget var gediget, men det fanns brister i uppföljningen

Riksrevisionens bedömning är att Riksbankens analys och uppföljning av tillgångsköpens avsedda effekter över lag har bidragit till ett gediget beslutsunderlag för direktionen. Men då tillgångsköp var ett relativt obeprövat verktyg var kunskapsläget om dess effekter på tillväxt och inflation begränsat. Osäkerheten handlade också om huruvida internationella erfarenheter var tillämpbara på Sverige.

Granskningen visar att det på Riksbankens avdelningar utvecklades en systematik i beredningen av och kunskap om tillgångsköp och andra alternativa åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv. Det penningpolitiska genomslaget bedömdes regelbundet inför nya beslut om att köpa värdepapper under båda perioderna, 2015–2019 respektive 2020–2021. Genomslaget för ytterligare statsobligationsköp bedömdes vara begränsat fr.o.m. 2016 och avtagande över tid. Effektanalyser på tillväxt och inflation dröjde och gjordes i begränsad utsträckning, vilket återspeglar svårighetsgraden samtidigt som detta arbete inte prioriterades.

Riksrevisionens granskning visar att Riksbanken regelbundet räknat på hur stora kostnaderna förväntades bli. Kostnaderna underskattades dock i beräkningarna under den andra perioden eftersom de utgick från ett beräkningsantagande om att en normal nivå på styrräntan inte skulle uppnås förrän efter 17 år. Det fanns dock känslighetsanalyser som visade hur kostnaderna kunde ha utvecklats om styrräntan hade stigit snabbare än i huvudscenariot.

Under den första perioden 2015–2019 identifierades möjliga sidoeffekter från statsobligationsköpen och följdes upp regelbundet. Större delen av tillgångsköpen genomfördes med syfte att nå inflationsmålet och stärka förtroendet för det. Det fanns en betydande osäkerhet om hur stor påverkan köpen kunde ha på inflationen inför det första köpbeslutet. Men några i direktionen var i Riksrevisionens intervjuer tydliga med att skattningarna i beslutsunderlaget inte var avgörande för beslutet att inleda köpen; det viktiga var att utvecklingen gick i rätt riktning.

Uppföljningen av effekterna och konsekvenserna av de privata värdepappersköpen under den andra perioden 2020–2021 kunde enligt Riksrevisionen gjorts mer systematiskt. Riksbanken identifierade risker för sidoeffekter av privata värdepappersköp och bedömde dessa risker som besvärande, men utfallet följdes inte upp när Riksbanken köpte värdepappren. Eftersom riskerna var större vid köp av privata värdepapper borde en sådan uppföljning ha prioriterats, enligt Riksrevisionen.

Riksrevisionens granskning visar att direktionen har varit medveten om tillgångsköpsens kostnader och sidoeffekter. Men dessa har inte bedömts vara av en dignitet som påverkat besluten att köpa tillgångar. Direktionen var dock enligt Riksrevisionen tydlig med att det var andra politikområden som ansvarade för att minska risken relaterad till bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning. Det har enligt Riksrevisionen funnits brister i kommunikationen mellan direktionen och dess avdelningar, men det går inte att säga om det har påverkat beslutsunderlaget.

Direktionens motiv har enligt Riksrevisionen varit tydliga

Riksrevisionens granskning av de penningpolitiska protokollen visar att direktionen har beskrivit vilka motiv som varit viktiga för besluten att köpa tillgångar. Under den första perioden betonade direktionen i protokollen att det fanns stora risker för inflationsutsikterna som motiverade den förda penningpolitiken. För köpen som beslutades i mars 2020 var motivet att direktionen ville dämpa oron på finansiella marknader, säkerställa kreditförsörjningen i ekonomin och hålla ränteläget lågt, för att mildra pandemins effekter på ekonomin. När köpramen utökades i juni och november 2020 var motiven mer tudelade. Beslutet i november var inte heller enhälligt då två ledamöter reserverade sig.

Det saknas enligt Riksrevisionen stöd för att värdepappersköpen har haft en betydande påverkan på inflationen

Enligt Riksrevisionens granskning saknas det stöd för att värdepappersköpen påverkat inflationen på ett påtagligt sätt. Granskningen visar visserligen att köpen medförde lägre långa marknadsräntor i samband med att köpen genomfördes. Men de studier som finns om köpens påverkan på tillväxt och inflation visar på relativt små effekter. Riksrevisionen hänvisar till en studie över effekterna av värdepappersköpen under den andra perioden, som visar att inflationen i genomsnitt blev 0,25 procentenheter högre och tillväxten 0,2 procentenheter högre. Den penningpolitiska effekten begränsades enligt Riksrevisionen av att en stor del av hushållens och företagens låneräntor inte påverkades. Det går enligt Riksrevisionen dock inte att utesluta att köpen ändå påverkade tillväxten och inflationen genom att stärka räntebanans signal om att räntan kommer att vara låg under en längre tid. Mätningar över förväntad styrränta om fem år förändrades relativt lite under de aktiva köpperioderna.

Hur stor signaleffekten av köpen faktiskt var och hur stor påverkan detta hade på inflationen har Riksrevisionen inte sett någon bedömning av.

Enligt direktionen var ett viktigt motiv till att börja köpa tillgångar att stärka förtroendet för inflationsmålet. Det är enligt Riksrevisionen svårt att avgöra i vilken utsträckning köpen bidrog till att stärka förtroendet för inflationsmålet. I granskningen konstateras att de uppmätta inflationsförväntningarna återgick till önskade nivåer under 2016–2017. Men förväntningarna påverkades med stor sannolikhet av att det var en allmän uppgång i inflationen i Sverige och omvärlden. Bland annat steg importpriser och el- och bensinpriser. Riksrevisionen pekar på att enligt några av de ekonomer/forskare som intervjuats var en positiv effekt av tillgångsköpen att Riksbanken visade handlingskraft i ett läge när inflationen under lång tid kraftigt understigit målet, och det stärkte förtroendet för Riksbanken och inflationsmålet.

Riksrevisionen konstaterar vidare att de värdepappersköp som gjordes i början av pandemin bidrog till att dämpa den oro som fanns i ekonomin och på de finansiella marknaderna. Köpen stabiliserade förhållandena på de finansiella marknaderna och höll ränteläget lågt, vilket bidrog till att upprätthålla en fungerande kreditförsörjning. Detta bidrog i slutändan till att nedgången i ekonomin dämpades. Köpen av företagsobligationer inleddes dock när marknaderna redan hade stabiliserats. Det är enligt Riksrevisionen inte helt tydligt vilken funktion köpen av företagsobligationer skulle fylla, utöver att Riksbanken ville fullfölja sina löften om sådana köp.

Statens kostnader för värdepappersköpen blir stora

Granskningen visar att värdepappersköpen på ett väsentligt sätt kommer att påverka statens finanser negativt. Riksrevisionen hänvisar till beräkningar av Riksbanken som uppskattar den samlade förlusten till 61 miljarder kronor. Förlusten beror på att inflationen och räntorna steg i snabb takt under 2022. En sådan utveckling var svår att förutsäga, men Riksrevisionen menar att Riksbanken inte i tillräcklig utsträckning gjort känslighetsanalyser som täckte in ett sådant scenario.

Köpen ledde enligt Riksrevisionen till att Riksbankens och statens samlade risktagande ökade. Risken realiserades när inflationen och marknadsräntorna steg under 2022. Detta bidrog till att Riksbanken redovisade en kraftig förlust under 2022 och det egna kapitalet blev negativt (–18 miljarder kronor). Detta innebär att staten kommer att behöva återkapitalisera Riksbanken och att Riksbanken inte förväntas ge någon utdelning till staten under överskådlig tid. Riksrevisionen hänvisar till Riksbankens preliminära bedömning av kapitaltillskott och konstaterar att statens finanser kommer att drabbas av en stor utgift 2024. Att detta inträffar nu beror på att Riksbanken redovisar värdepappersinnehavet till marknadsvärde och att den nya riksbankslagen ställer krav på nivån på Riksbankens eget kapital. Värdepappersköpen hade lett till stora kostnader även med andra regler, men det hade medfört att statens finanser påverkats jämnare under en längre tidsperiod.

Enligt den nya riksbankslagen får Riksbanken köpa privata värdepapper endast om det finns synnerliga skäl. En anledning är det stora finansiella risktagande som sådana köp innebär. Men som granskningen visar kan köp av alla sorters värdepapper medföra betydande kostnader, påpekar Riksrevisionen.

Riksrevisionen noterar samtidigt att de samhällsekonomiska konsekvenserna av tillgångsköpen enligt Riksbanken är positiva. Riksbanken menar att köpen har bidragit till lägre finansieringskostnader för statens upplåning, ökat den ekonomiska aktiviteten och därmed lett till högre skatteintäkter samt stärkt förtroendet för inflationsmålet. Det går dock inte, menar Riksrevisionen, att med någon precision uppskatta de samhällsekonomiska effekterna av köpen.

Köpen har medfört sidoeffekter

Riksrevisionen tar upp frågan om sidoeffekter av tillgångsköpen i form av obligationsmarknadens funktionalitet, resursallokering samt påverkan på bostadspriser och hushållens skuldsättning. Sidoeffekterna var delvis förutsedda men växte över tid i takt med att köpen utökades och privata värdepapper inkluderades.

Granskningen visar att statsobligationsmarknaden fungerar sämre i dag än när Riksbanken började köpa tillgångar. Flera faktorer har påverkat utvecklingen, däribland Riksbankens statsobligationsköp. Det går dock inte enligt Riksrevisionen att avgöra hur stor påverkan just statsobligationsköpen hade på utvecklingen.

Vidare har tillgångsköpen påverkat statsskuldens duration och storlek, vilket har lett till att risknivån för statens samlade upplåning har ökat till högre nivåer än vad regeringens riktlinjer för statsskulden stipulerar. Statsskuldens duration förkortades eftersom Riksbanken i praktiken tog över en del av statens skuld och finansierade denna med kort inlåning. Storleken på statens samlade skuld ändras inte när Riksbanken köper statsobligationer. Köpen av värdepapper utgivna av privata aktörer leder däremot till en uppgång i den offentliga sektorns samlade skuld.

Riksbankens köp av privata värdepapper kan enligt Riksrevisionen också påverka olika aktörers framtida riskbenägenhet och förflytta ansvaret för privat risktagande till staten. Vidare innebär köpen ett stöd till enskilda företag, vilket påverkar resursallokeringen.

När det gäller bostadsmarknaden pekar Riksrevisionens granskning på att effekterna av tillgångsköpen på fastighetspriserna varit begränsad. Den samlade bilden är att andra faktorer än tillgångsköpen, inte minst ändrade preferenser, förklarar den kraftiga uppgången i fastighetspriserna under pandemin. Genom att tillgångsköpen sänkte bolåneräntan något bidrog köpen i viss utsträckning till prisuppgången. Ingen av de studier Riksrevisionen sett lyfter fram Riksbankens tillgångsköp som en drivande faktor bakom de stigande bostadspriserna.

Redovisningen av värdepappersköpen kan utvecklas

Riksrevisionens bedömning är att Riksbankens redovisning av tillgångsköpen till allmänhet och riksdag i huvudsak har varit samlad och transparent. Det har framgått tydligt vad Riksbanken gjorde och varför och i vilken mån de avsedda effekterna på finansiella variabler uppnåddes. Men Riksbanken kunde enligt Riksrevisionen ha redovisat tillgångsköpens kostnader och sidoeffekter på ett tydligare och än mer samlat sätt. Effekterna på tillväxt och inflation har inte redovisats, och en anledning till detta är att de har varit svåra att utvärdera.

Riksbanken har i olika sammanhang varit tydlig med att risken för framtida förluster ökar i och med att myndigheten köper värdepapper. Men hur stora förlusterna förväntades bli har inte framgått tydligt nog i redovisningen till riksdagen, anser Riksrevisionen. Även om det är svårt att prognostisera kostnaderna för obligationsinnehavet på lång sikt, eftersom de styrs av marknadsräntornas nivå, borde Riksbanken trots det redogjort för de kostnader som tillgångsköpen förväntades medföra. Detta skulle ha skapat större förutsägbarhet för statens framtida utgifter och bättre förutsättningar för demokratisk insyn i hur penningpolitiken bedrivs, menar Riksrevisionen. I den nya riksbankslagen förtydligas också Riksbankens ansvar för att informera om olika risker, t.ex. om stora förluster kan uppstå. Det vore enligt Riksrevisionen önskvärt att sådan information framgår av det underlag som penningpolitiken utvärderas utifrån, dvs. de penningpolitiska redogörelserna.

Riksrevisionens rekommendationer

Riksrevisionen lämnar slutligen följande rekommendationer till Riksbanken:

1. Undvik att köpa tillgångar med primärt syfte att påverka inflationen.
2. Undvik stora långsiktiga innehav av statsobligationer, så att det finns möjlighet att köpa sådana vid framtida finansiella kriser.
3. Redovisa tillgångsköpens kostnader och sidoeffekter på ett tydligare sätt till allmänhet och riksdag, förslagsvis i redogörelserna för penningpolitiken.

Riksbankens yttrande

Riksbanken lämnade sitt yttrande över Riksrevisionens redogörelse till utskottet den 2 februari 2024. Direktionens yttrande fokuserar på frågor som är kopplade dels till Riksbankens penningpolitiska berednings- och beslutsprocess, dels till lärdomar som kan dras för den framtida penningpolitiken.

Riksrevisionen har gjort viktiga observationer som Riksbanken kommer att beakta

Riksbanken delar Riksrevisionens syn i fråga om att tillgångsköpen i inledningen av pandemin minskade pandemins påverkan på ekonomin och att köpen överlag genomförts på ett transparent sätt och med ett gediget

beslutsunderlag – samtidigt som det finns utrymme för förbättringar inför liknande situationer i framtiden. Direktionen instämmer i att det, särskilt i situationer när finansiella marknader fungerar normalt, råder stor osäkerhet om tillgångsköpens effekter och drar slutsatsen att fortsatt analys av detta penningpolitiska verktyg behövs. Riksbanken delar också Riksrevisionens syn i fråga om att kostnaderna blivit större än vad som förutsågs, och att förväntade kostnader, risker och sideeffekter kunde beskrivits tydligare.

Direktionen anför att ett genomgående tema i Riksrevisionens granskning är att det råder stor osäkerhet om tillgångsköpens effekter. Detta håller direktionen helt med om, men det betyder inte att effekterna är oviktiga. Effekterna av tillgångsköp är mer osäkra än effekterna av vanlig räntepolitik bl.a. därför att erfarenheterna är mer begränsade då verktyget inte har använts lika frekvent. Det är därför nödvändigt att analyserna fortsätter att utvecklas, såväl i Sverige som internationellt. Direktionen konstaterar samtidigt att det generellt råder osäkerhet om effekterna av alla penningpolitiska verktyg, inklusive ränteförändringar. Att det finns en osäkerhet om vilka effekter politiken får innebär enligt direktionen inte att man bör avhålla sig från åtgärder, men att det är centralt att beakta osäkerheten i beslutsunderlagen.

Riksrevisionen påpekar att Riksbankens finansiella förluster kopplade till tillgångsköpen har blivit betydande och långt större än vad som förutsågs. Direktionen menar att även om Riksbanken har varit medveten om att det har funnits risker vid beslutstillfällena – vilket har framgått av såväl beslutsunderlag som kommunikation – så behöver finansiella risker få mer fokus i penningpolitiska beslut framöver. Det överordnade målet för penningpolitiken är att upprätthålla låg och stabil inflation. Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. När det uppstår stora störningar kan Riksbanken behöva öka sitt risktagande för att stabilisera utvecklingen, men då ska riskerna tydliggöras, enligt direktionen. Direktionens ambition är att mer löpande vara tydligare om finansiella risker m.m., i beslutsunderlag och andra sammanhang, där motiven för de penningpolitiska besluten presenteras.

Tillgångsköpens effekter beror på förutsättningarna

Det är enligt direktionen viktigt att vara medveten om att osäkerheten om effekterna av penningpolitik innebär att alla beslut måste baseras på bedömningar. Det råder stor osäkerhet om vilka effekter tillgångsköp har, men en rimlig slutsats är att effekterna beror på förutsättningar som kan ändras från situation till situation. Internationella erfarenheter och forskning talar för att centralbankers tillgångsköp under stressade finansiella förhållanden kan vara nödvändiga för att trygga såväl inflationens som tillväxtens utveckling. Detta är, konstaterar direktionen, i linje med Riksrevisionens slutsats när det gäller Riksbankens åtgärder i början av pandemin. Värdepappersköp i mer normala tider är mer ifrågasatta. De bidrar till en mer expansiv penningpolitik, men

effekterna är osäkra, enligt direktionen. Direktionen konstaterar samtidigt att Riksrevisionens slutsats att effekterna av tillgångsköpen under 2015–2019 varit små inte baseras på någon analys av hur de finansiella förhållandena och den makroekonomiska utvecklingen skulle ha sett ut om Riksbanken inte hade gjort tillgångsköpen (s.k. kontra-faktiska simuleringar).

Direktionen pekar också på att utöver finansiella förhållanden verkar penningpolitiken även genom att påverka inflationsförväntningar. För Riksbankens direktion var förtroendet för inflationsmålet och målet att förebygga en betydligt sämre utveckling centrala motiv för penningpolitiken under perioden 2015–2022. Inflationen och inflationsförväntningarna sjönk och fjärmade sig från inflationsmålet 2013–2014. Inflationsförväntningarna steg efter att tillgångsköpen inletts 2015. Trots pandemin, följdverkningarna av den och den kraftiga uppgången i inflationen 2022 var inflationsförväntningarna anmärkningsvärt stabila. Riksbankens tydliga fokus på inflationsmålet och inflationsförväntningarna har enligt direktionen med stor sannolikhet bidragit till detta.

Direktionen betonar att Riksbanken måste beakta vilka alternativ till tillgångsköp som finns i varje situation och konsekvenserna av dem. När det uppstår störningar på de finansiella marknaderna som hotar den finansiella stabiliteten och påverkar den penningpolitiska transmissionsmekanismen, kommer tillgångsköp att vara ett viktigt verktyg även framöver. I mer normala situationer kommer styrränteförändringar att vara det huvudsakliga instrumentet för penningpolitiken. Men det kan uppstå lägen även i framtiden då styrräntan kommer nära sin nedre gräns och när trovärdigheten för inflationsmålet är hotad. Ett alternativ är då att sänka räntan till under noll så mycket det går, men det finns osäkerhet och risker även med en sådan åtgärd, konstaterar direktionen. Ett annat alternativ är att finanspolitiken mer aktivt inriktas på att stabilisera inflationen. Utöver att detta kräver en stor förändring av det finanspolitiska regelverket skulle konsekvenserna för statens finanser inte uppenbart bli mindre än de förknippade med Riksbankens tillgångsköp. Riksbankens expansiva penningpolitik har för övrigt också haft positiva effekter på statens finanser genom högre ekonomisk aktivitet som ökat skatteintäkterna och minskat vissa offentliga utgifter. Slutligen är förstås ett alternativ att acceptera större avvikelser från inflationsmålet, men det kan medföra allvarliga risker för målets långsiktiga trovärdighet och därmed också för den makroekonomiska stabiliteten, framhåller direktionen.

Direktionen pekar också på att effekterna av tillgångsköp är olika beroende på vilka tillgångar som köpen avser. Fler aspekter tillkommer vid köp av privata värdepapper i förhållande till köp av statspapper. En är problemet med s.k. moral hazard, dvs. att kreditgivare och låntagare tar större risker om de räknar med att centralbanken alltid träder in om problem uppstår. Problemet med moral hazard bör vägas in när centralbanken vidtar denna typ av åtgärder, men att avstå från att stötta de finansiella marknaderna i ett krisläge kan enligt direktionen också bli mycket kostsamt för ekonomin som helhet. Sett över tid är det viktigt att de risker som finns under mer normala omständigheter

återspeglas i rättvisande riskpremier på de finansiella marknaderna. Det visar enligt direktionen på vikten av gedigen analys inte bara av frågan om när värdepappersköp ska inledas utan också hur länge de bör fortgå, och när och i vilken takt de innehav som har byggts upp bör avvecklas.

Direktionen framhåller mot denna bakgrund att det kan uppstå situationer i framtiden där både Riksbanken och andra centralbanker kan behöva göra värdepappersköp. Värdepappersköp har varit ett viktigt instrument för centralbanker världen över, särskilt efter den globala finanskrisen 2008–2009. Många centralbanker ser nu värdepappersköp som ett viktigt verktyg i den penningpolitiska verktygslådan. Vilka kriterier som ska avgöra när det ena eller andra penningpolitiska verktyget ska användas är enligt direktionen långt ifrån uppenbart, men Riksbanken kommer att använda de verktyg som behövs och som finns inom bankens mandat. Enligt den nya riksbankslagen och dess förarbeten ska Riksbanken vid beslutstillfället ta ställning till om en åtgärds huvudsakliga syfte är att främja finansiell stabilitet eller prisstabilitet. Tröskeln för köp av privata värdepapper kommer att vara hög, bl.a. som ett resultat av den nya riksbankslagen. Konsekvenser för de finansiella marknadernas funktionssätt måste också beaktas. Direktionen framhåller att Riksbanken kommer att fortsätta utvärdera erfarenheterna från tillgångsköpen under 2015–2021 och att nya kunskaper kommer att påverka hur penningpolitiken utformas.

I yttrandet kommenteras att Riksrevisionen menar att Riksbanken i sina kostnadsberäkningar 2020–2021 riskerade att underskatta kostnaderna och att det inte var rimligt att anta att det skulle dröja 17 år innan inflation och obligationsräntor skulle återgå till mer normala nivåer. Detta är enligt direktionen emellertid en missvisande beskrivning av Riksbankens prognoser och riskbedömningar. I direktionens beslutsunderlag har huvud- och alternativscenarier samt risker förstås varierat under åren, men det har hela tiden varit tydligt att en så kraftig ränteuppgång som sedan inträffade skulle vara förenad med mycket stora förluster. En snabb och kraftig ränteuppgång var samtidigt inte huvudscenariot för vare sig Riksbanken eller andra prognosmakare, så i den meningen kan man enligt direktionen säga att riskerna underskattades. Men det faktum att det gjordes ett tekniskt antagande om ränteutvecklingen bortom prognoshorisonten (17 år framåt) i en del beräkningar kan inte användas som ett argument för att Riksbanken varit omedveten om riskerna eller som något belägg för att detta antagande skulle varit väsentligt för riskbedömningarna, menar direktionen.

Direktionen har till viss del en lite annan syn än Riksrevisionen när det gäller s.k. sidoeffekter av tillgångsköp. Riksrevisionen lyfter bl.a. fram att köpen fick effekter på bostadsmarknaden, hushållens skuldsättning och resursallokeringen mer allmänt. Men att penningpolitiken påverkar bostadsmarknaden, priset på risk, allmänhetens risktagande och resursfördelningen i ekonomin ingår i transmissionsmekanismen för hur en centralbanks åtgärder påverkar makroekonomin. Det är oundvikligt att penningpolitik också får effekter på andra faktorer i den ekonomiska

utvecklingen än inflation och resursutnyttjande. Det gäller såväl vid tillgångsköp som vid normal räntepolitik, och hänsyn till effekter på risktagande bör tas med i bedömningen, inte minst vid köp av privata värdepapper. Direktionen anser också att den stora osäkerhet som effekterna av penningpolitik generellt är förknippad med även gäller sidoeffekterna, något som Riksrevisionen inte fäster någon större vikt vid i sina bedömningar. Riksbanken har exempelvis diskuterat olika sidoeffekter i fördjupningar i penningpolitiska rapporter och tal. Direktionen håller likväl med om att man kan följa upp alla effekter av penningpolitiken mer systematiskt.

Riksbanken drar lärdomar av både egna och andras analyser

Direktionen redogör i yttrandet också för en del av det arbete som görs när det gäller utvärdering av åtgärder och som är relevant för de frågor som lyfts fram i Riksrevisionens granskning. Det handlar bl.a. om att utveckla modeller och analyser, att se över hur balansräkningen bör se ut; en uppdaterad policy för finansiell risk och investeringar, bättre kunskap om Riksbankens behov av eget kapital samt fördjupad analys av sambandet mellan penning- och finanspolitik.

Utskottets ställningstagande

Inledningsvis vill utskottet understryka vikten av att Riksbankens beslut granskas och utvärderas, då det syftar till att främja myndighetens effektivitet, måluppfyllelse och legitimitet. Det gäller inte minst Riksbankens tillgångsköp, som varit omfattande under den period som granskats. Utskottets uppfattning är att Riksrevisionen har gjort en grundlig genomgång och granskning av Riksbankens användning av tillgångsköp under den aktuella perioden. Utskottet noterar också att direktionen anser att granskningen innehåller viktiga observationer och slutsatser som kommer att beaktas i det fortsatta arbetet. I detta sammanhang vill utskottet även påminna om att en ny riksbankslag trädde i kraft 2023, dvs. efter den period som Riksrevisionen har granskat. I den nya lagen tydliggörs Riksbankens uppgifter och befogenheter samt krav på motiverade beslut. Denna ordning förbättrar ytterligare förutsättningarna för granskning och utvärdering av Riksbankens verksamhet.

Den övergripande revisionsfrågan är om Riksbankens användning av tillgångsköp har varit effektiv och transparent. Riksrevisionens sammanfattande bedömning är att tillgångsköpen inte har varit effektiva eftersom det saknas stöd för att inflationen påverkats på ett påtagligt sätt samtidigt som kostnaderna för köpen kommer att bli betydande. Tillgångsköpens kostnader och sidoeffekter kunde enligt Riksrevisionen också ha redovisats tydligare och mer samlat. Samtidigt framhåller Riksrevisionen att tillgångsköpen som gjordes i början av pandemin stabiliserade de finansiella marknaderna och bidrog till att dämpa nedgången i ekonomin. Riksrevisionen anser vidare att Riksbanken i huvudsak genomfört köpen på ett transparent sätt med ett gediget beslutsunderlag som grund.

Utskottet konstaterar att Riksbanken i sitt yttrande delvis instämmer i Riksrevisionens bedömningar. Direktionen instämmer i att det, särskilt i situationer när finansiella marknader fungerar normalt, råder stor osäkerhet om tillgångsköpens effekter och drar slutsatsen att fortsatt analys av detta penningpolitiska verktyg behövs. Riksbanken delar också Riksrevisionens syn i fråga om att kostnaderna blivit större än vad som förutsågs, och att förväntade kostnader, risker och sidoeffekter kunde beskrivits tydligare. Direktionen betonar dock samtidigt i yttrandet att även om det råder stor osäkerhet om tillgångsköpens effekter betyder det inte att effekterna är oviktiga. Direktionen menar att det generellt råder osäkerhet om effekterna av alla penningpolitiska verktyg, inklusive ränteförändringar. Att det finns en osäkerhet om vilka effekter politiken får innebär enligt direktionen inte att man bör avhålla sig från åtgärder, men att det är centralt att beakta osäkerheten i beslutsunderlagen. Effekterna av tillgångsköp är mer osäkra än effekterna av vanlig räntepolitik bl.a. därför att erfarenheterna av detta verktyg är mer begränsade. Det är därför enligt direktionen nödvändigt att analyserna fortsätter att utvecklas, såväl i Sverige som internationellt. Riksbanken lyfter också fram den förda penningpolitikens påverkan på inflationsförväntningarna och betydelsen av att dessa under perioden hölls anmärkningsvärt stabila.

Utskottet har tidigare i sina egna utvärderingar av penningpolitiken under den aktuella perioden kommenterat Riksbankens tillgångsköp, då baserat på expertutvärderingar som gjorts på uppdrag av finansutskottet. Flug och Honohan utvärderade penningpolitiken inklusive tillgångsköpen under perioden 2015–2020.¹ Utvärderarnas slutsats var bl.a. att köp av tillgångar visat sig vara ett värdefullt penningpolitiskt instrument både i Sverige och andra länder när styrräntan närmast sig sin nedre gräns. Samtidigt ansåg utvärderarna att köp av en sådan omfattning som genomfördes under pandemin väcker viktiga frågor om effektivitet och sidoeffekter som hittills inte hade fått tillräcklig uppmärksamhet i de analyser som hade gjorts. Det handlade t.ex. om bostadsobligationsköpens effekter på prisutveckling och finansiell stabilitet (bet. 2021/22:FiU24 s. 33 och 36). I den senaste expertutvärderingen av penningpolitiken 2022 av Hassler, Krusell och Seim var utvärderarnas allmänna värdering av tillgångsköp att de framför allt anses betydelsefulla i kristider och när styrräntan nått sin nedre gräns, medan de inte är särskilt effektiva i normala tider, dvs. i frånvaro av marknadsoro.² Utvärderarna kommenterade också de förluster som uppkommit till följd av värdepappersköpen. Där var slutsatsen att utan de köp av värdepapper som Riksbanken genomförde under perioden 2015–2022 hade ränterisken och därmed de värdeförluster som uppstod under 2022 i stället drabbat den privata

¹ Penningpolitiken 2015–2020 utvärderades på finansutskottets uppdrag av Patrick Honohan, tidigare chef för Irlands centralbank och medlem av Europeiska centralbankens beslutande styrelse, och Karnit Flug, professor vid Hebrew University och tidigare chef för Israels centralbank (2021/22:RFR4 Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020).

² Penningpolitiken 2022 utvärderades på finansutskottets uppdrag av Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet vid Stockholms universitet. Rapporten skrevs av professorerna John Hassler, Per Krusell och Anna Seim (2022/23:RFR5 Utvärdering av penningpolitiken 2022).

sektorn. Förlusterna var därmed statsfinansiella men inte samhällsekonomiska. Utvärderarnas bedömning var vidare att de statsfinansiella risker som besluten ledde till var små i förhållande till de potentiella samhällsekonomiska vinsterna. De omfattande värdepappersköpen kunde enligt utvärderarna dock få andra negativa konsekvenser vars kostnader var svåra att uppskatta och som berodde på hur penningpolitiken bedrivs i framtiden. Här avsågs särskilt att marknadens funktionssätt kunde påverkas om förväntningar byggs upp om att Riksbanken kommer att vilja styra riskpremierna också när det inte finns en överhängande risk för en finansiell kollaps (bet. 2022/23:FiU24 s. 22–23).

Utskottet konstaterar mot den här bakgrunden att svaret på frågan om hur effektiva Riksbankens användning av tillgångsköp under perioden har varit är komplex. Och även om effekterna av olika former av penningpolitik alltid kommer att vara behäftade med osäkerhet behövs mer kunskap om och analyser av tillgångsköps effekter på såväl den finansiella som den reala ekonomin. Exempelvis vore det enligt utskottet värdefullt med fördjupade analyser av i vilken mån tillgångsköpen bidrog till att stabilisera inflationsförväntningarna, vilka är centrala för trovärdigheten för prisstabilitetsmålet. Utskottet välkomnar att direktionen avser att fortsätta att utvärdera erfarenheterna från tillgångsköpen under perioden som gått, så att nya kunskaper kan bidra till hur penningpolitiken utformas i framtiden.

När det gäller de rekommendationer som Riksrevisionen lämnar till Riksbanken med anledning av den genomförda granskningen vill utskottet framhålla följande. Den första rekommendationen, som poängterar att Riksbanken ska undvika att köpa tillgångar med primärt syfte att påverka inflationen, berör ett verktyg som Riksbanken enligt lag har tilldelats för att kunna uppnå prisstabilitetsmålet. Styrräntan är visserligen enligt lagens förarbeten det huvudsakliga verktyget men det kan, som Riksbankens direktion anför i sitt yttrande, inte uteslutas att det också i framtiden uppstår situationer där köp av värdepapper bedöms vara ett lämpligt sätt att påverka inflationen. Utskottet konstaterar att Riksbanken då har att ta hänsyn till den proportionalitetsprincip som kommer till uttryck i den nya riksbankslagen. Principen innebär bl.a. att det avsedda resultatet av en åtgärd ska stå i rimlig proportion till de kostnader och risker som åtgärden medför för Riksbanken och statens finanser. Utskottet förutsätter att Riksbanken använder de verktyg för att uppnå prisstabilitetsmålet som man har tilldelats i lagen och att man gör det på ett väl avvägt sätt med hänsyn till denna proportionalitetsprincip. Det är också den hållning utskottet uppfattar att direktionen ger uttryck för i sitt yttrande.

Den andra rekommendationen som Riksrevisionen lämnar är att Riksbanken ska undvika stora långsiktiga innehav av statsobligationer för att ha möjlighet att köpa sådana vid framtida finansiella kriser. I likhet med ovan vill utskottet framhålla att Riksbanken tilldelats vissa verktyg i riksbankslagen, och utskottet utgår från att Riksbanken fattar beslut om hur dessa ska användas på ett proportionerligt sätt. Utskottet noterar också att

direktionen i yttrandet uppger att vilken nivå på innehav av statsobligationer som kan anses vara lämplig under normala omständigheter är en fråga som Riksbanken avser att utreda närmare och sedan återkomma till.

Den tredje rekommendationen är att Riksbanken ska redovisa tillgångsköpens kostnader och sidoeffekter på ett tydligare sätt till allmänhet och riksdag. Utskottet delar slutsatsen om vikten av tydliga underlag och noterar även att direktionen instämmer i Riksrevisionens rekommendation i denna del.

Med detta föreslår utskottet avslutningsvis att riksdagen lägger Riksrevisionens redogörelse till handlingarna.

BILAGA

Förteckning över behandlade förslag

Redogörelsen

Redogörelse 2023/24:RR6 Riksbankens tillgångsköp – dyrköpta erfarenheter.