

# Redogörelse till riksdagen 2023/24:RR6

## Riksbankens tillgångsköp – dyrköpta erfarenheter

---

### Till riksdagen

Riksrevisionen har i enlighet med 2 § 2 lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m. granskat Riksbanken. Resultatet av granskningen redovisas i denna granskningsrapport.

Härmed överlämnas granskningsrapporten som en redogörelse till riksdagen med stöd av 9 kap. 18 § tredje stycket riksdagsordningen (2014:801).

Stockholm den 6 december 2023

*Helena Lindberg*  
riksrevisor

Beslutad: 2023-11-14  
Diarienummer: 2022/0854  
RiR 2023:21

Till: Riksdagen

*Härmed överlämnas granskningsrapporten av Riksbankens tillgångsköp som en redogörelse till riksdagen med tillämpning av 9 kap. 18 § tredje stycket riksdagsordningen (2014:801):*

## Riksbankens tillgångsköp

### – dyrköpta erfarenheter

Riksrevisionen har granskat Riksbankens tillgångsköp. Resultatet av granskningen redovisas i denna granskningsrapport. Den innehåller slutsatser och rekommendationer som avser Riksbanken.

Riksrevisor Helena Lindberg har beslutat i detta ärende. Revisionsdirektör Jörgen Appelgren har varit föredragande. Revisor Arvid Segerström och enhetschef Håkan Jönsson har medverkat i den slutliga handläggningen.

Helena Lindberg

Jörgen Appelgren

**För kännedom**

Riksbanken

# Innehållsförteckning

Till riksdagen .....	1
Sammanfattning .....	5
1 Inledning .....	8
1.1 Motiv till granskning .....	8
1.2 Övergripande revisionsfråga och avgränsningar .....	8
1.3 Bedömningsgrunder .....	9
1.4 Metod och genomförande.....	13
2 De penningpolitiska ramarna .....	15
2.1 Riksbanken bedriver penningpolitik och främjar finansiell stabilitet .....	15
2.2 Den penningpolitiska verktygslådan.....	16
2.3 Riksbankens köp av värdepapper .....	18
3 Riksbankens beslutsunderlag .....	22
3.1 Analysen av värdepappersköp fokuserade på finansiella förhållanden.....	22
3.2 Risker för sidoeffekter identifierades, men följdes inte upp tillräckligt noga.....	29
3.3 Alternativa åtgärder undersöktes .....	33
3.4 Riksbanken beräknade kostnaderna för tillgångsköpen.....	34
3.5 En plan för värdepappersinnehavets utveckling upprättades sent.....	39
3.6 Direktionens motiv har varit tydliga.....	39
3.7 Beslutsunderlaget har utvecklats, men beslutsprocessen kan förbättras.....	41
4 Tillgångsköpens effekter.....	44
4.1 Det saknas stöd för att tillgångsköpen haft annat än begränsad effekt på inflationen.....	44
4.2 Värdepappersköpen leder till stora kostnader.....	53
4.3 Värdepappersköpen medförde sidoeffekter .....	56
5 Riksbankens redovisning till riksdagen .....	62
5.1 Användningen av tillgångsköp har i huvudsak redovisats samlat och transparent .....	62
5.2 Kostnaderna har inte redovisats tillräckligt tydligt och samlat.....	63
5.3 Riksbanken kunde redovisat sidoeffekter tydligare .....	65
6 Slutsatser och rekommendationer .....	67
6.1 Beslutsunderlaget var gediget, men det fanns brister i uppföljningen .....	67
6.2 Begränsad effekt men stora kostnader .....	68
6.3 Redovisningen av värdepappersköpen kan utvecklas .....	70
6.4 Rekommendationer.....	71
Ordlista .....	72
Referenslista .....	74
Författningar med mera .....	74
Riksdagstryck .....	74
Utredningar.....	75
Rapporter och artiklar.....	75
Data och statistik .....	78
Webbsidor och annat .....	79
Riksbankens beslut och protokoll m.m.....	79

Dokumentation från Riksbanken .....	81
<i>Bilaga 1</i>	
Kunskapsöversikt över tillgångens effekter .....	84
<i>Bilaga 2</i>	
Metodbilaga och beslutsprocessen .....	87
<i>Bilaga 3</i>	
Tabeller och diagram .....	92

# Sammanfattning

Riksrevisionen har granskat om Riksbankens användning av tillgångsköp har varit effektiv och transparent. Riksrevisionens övergripande bedömning är att tillgångsköpen inte har varit effektiva. Det saknas stöd för att inflationen har påverkats på ett påtagligt sätt, samtidigt som kostnaderna för köpen kommer att bli betydande. Riksbanken har i huvudsak genomfört tillgångsköpen på ett transparent sätt med ett gediget beslutsunderlag som grund.

Riksrevisionens granskning visar att det saknas stöd för att tillgångsköpen som gjordes för att få inflationen att stiga hade en påtaglig effekt. Tillgångsköpen i början av pandemin 2020 bedömer vi har varit mer effektiva eftersom de bidrog till att upprätthålla den finansiella stabiliteten och på så sätt minska pandemins negativa påverkan på ekonomin. Tillgångsköpen har samtidigt medfört betydande kostnader för Riksbanken, som kommer att påverka statens finanser. Därutöver har värdepappersköpen lett till en del andra negativa sidoeffekter.

Tillgångsköp var ett nytt penningpolitiskt verktyg varför ett gott beslutsunderlag och en transparent redovisning var av särskild vikt. Riksrevisionens granskning visar att Riksbankens beslutsunderlag var gediget givet förutsättningarna, men det har funnits en osäkerhet om tillgångsköpens effekter. Riksrevisionen har också sett att det funnits vissa brister i Riksbankens uppföljning av köpen. Riksbankens redovisning till allmänheten och riksdagen har i huvudsak varit tillfredsställande men det finns utrymme för förbättringar.

## Gediget beslutsunderlag, men det fanns brister i uppföljningen

Riksrevisionens granskning visar att Riksbankens beslutsunderlag givet förutsättningarna var gediget. Riksbanken gjorde effektanalyser inför att myndigheten började köpa värdepapper. Effektanalysen präglades dock av betydande osäkerhet eftersom verktyget var oprövat och kunskapsläget var dåligt. Riksbanken utvecklade en alltmer systematisk beredning och ökade kunskaperna om tillgångsköpen under perioden 2015–2019. Riksbanken följde regelbundet upp statsobligationsköpens påverkan på finansiella variabler och gjorde bedömningar av potentiella effekter av ytterligare köp. Underlagen visar att Riksbanken bedömde att genomslaget av ytterligare köp var begränsat från och med 2016 och avtagande över tid.

Riksbanken har regelbundet räknat på vilka kostnader tillgångsköpen förväntades medföra, men kostnaderna underskattades när beräkningarna utgick från ett antagande om låg styrrenta under mycket lång tid. Riskerna för negativa sidoeffekter vid köp av privata värdepapper bedömdes vara stora. Men det saknas en systematisk uppföljning av sidoeffekterna när Riksbanken köpte

privata värdepapper under 2020–2021. Riksrevisionens bedömning är att en sådan uppföljning borde ha prioriterats, givet de risker som identifierades.

Vår granskning visar att direktionen har varit medveten om tillgångskörens kostnader och sidoeffekter. Men vi har inte sett att dessa bedömts vara av en dignitet som påverkat besluten att köpa tillgångar. Direktionen var dock tydlig med att det var andra politikområden som ansvarade för att minska risken relaterad till bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning.

## Det saknas stöd för att tillgångsköpen har haft en påtaglig effekt på inflationen

Vår bedömning är att det saknas stöd för att säga att tillgångsköpen har haft en påtaglig effekt på inflationen. Den vetenskapliga evidensen är splittrad och Riksbankens utvärderingar visar att effekter har varit begränsade. I granskningen har vi sett att de korta utlåningsräntorna som majoriteten av hushåll och företag möter inte påverkades, vilket begränsar effekterna. Samtidigt går det inte att utesluta att tillgångsköpen, via signaleringseffekter, har haft en påverkan på inflationen. Men det är svårt att bedöma signaleringseffektens påverkan.

Vi bedömer att tillgångsköpen i inledningen av pandemin var effektiva för att dämpa den finansiella stressen som uppstod i spåren av pandemins utbrott. Ränteläget hölls lågt och kreditförsörjningen säkerställdes, vilket bidrog till att minska pandemins påverkan på ekonomin. Köpen utökades senare med ett tydligare mål att stimulera tillväxt och inflation, men det finns inte stöd för att hävda att köpen påverkade inflationen påtagligt.

## Tillgångsköpen medförde betydande kostnader

Kostnaderna för tillgångsköpen har blivit betydande och långt större än vad som förutsågs. Den senaste beräkningen från Riksbanken pekar på en förlust på 61 miljarder kronor. Riksbankens preliminära bedömning är att de behöver ett kapitaltillskott på omkring 80 miljarder kronor. Därtill kommer Riksbankens vinstutdelning att utebli i närtid. Köpen har vidare medfört en del negativa sidoeffekter. Statsobligationsmarknaden fungerar sämre, köpen av privata värdepapper har påverkat resursallokeringen och ökat risken för att privata aktörer blir mer riskbenägna. Vidare medförde tillgångsköpen ökad risk på bostadsmarknaden, även om effekten på priserna verkar ha varit begränsad.

## Redovisningen till riksdagen var i huvudsak tillfredsställande

Riksrevisionens granskning visar att Riksbanken i huvudsak redovisat användningen av tillgångsköp på ett samlat och transparent sätt. Motiven bakom köpen och de observerade effekterna på finansiella förhållanden har redovisats

till riksdagen. Riksbanken kunde emellertid ha redovisat de förväntade kostnader och finansiella risker som tillgångsköpen medförde på ett tydligare och mer samlat sätt. Även potentiella och observerade sidoeffekter kunde redovisats tydligare.

## Rekommendationer

Riksrevisionen lämnar följande rekommendationer till Riksbanken:

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

# 1 Inledning

## 1.1 Motiv till granskning

Riksbanken har sedan 2015 köpt värdepapper i stor omfattning. 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 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 indikationer på att dessa köp inte har varit effektiva och på att de haft negativa sidoeffekter. Tillgångsköpen har bland annat medfört att Riksbanken gjort stora förluster, vilket har bidragit till att myndighetens eget kapital blivit negativt.

## 1.2 Övergripande revisionsfråga och avgränsningar

Den övergripande revisionsfrågan 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?

Riksbanken är granskningsobjekt. Vi har granskat hela den period som Riksbanken köpte och återinvesterade värdepapper (2015–2021)<sup>1</sup>. Vi har delat in granskningen i två perioder (2015–2019 och 2020–2021). Varje delfråga berör båda perioderna. Köpen av värdepapper gjordes med olika syften som delvis skiljer sig åt avseende vilka effekter som avsågs uppnås. Vi granskar inte de rättsliga förutsättningarna för tillgångsköpen. Granskningen behandlar inte tillgångsköpens effekter på inkomst- och förmögenhetsfördelning eller klimatet.<sup>2</sup> Finansinspektionen, Riksgälden och regeringen, som delar ansvaret att

<sup>1</sup> Riksbanken återinvesterade också förfallna värdepapper under 2022, men denna period berörs bara översiktligt i granskningen.

<sup>2</sup> Fördelningsfrågor och klimatfrågor är inte primärt en fråga för penningpolitiken utan hanteras i första hand av regering och riksdag, se prop. 1997/98:40.



värna om finansiell stabilitet med Riksbanken, omfattas inte av granskningen. Vi granskar inte heller Riksbankens hantering av valutareserven.

### 1.3 Bedömningsgrunder

Våra bedömningsgrunder utgår från riksdagens avsikter med målen och ramar för penningpolitiken.<sup>3</sup> Riksdagen har bestämt att målet med penningpolitiken är att upprätthålla ett fast penningvärde. Det innebär att inflationen ska vara låg och stabil. Målet för penningpolitiken formulerades när riksdagen valde att delegera ansvaret för penningpolitikens genomförande till Riksbanken och stärka myndighetens självständighet.<sup>4</sup> Ett viktigt syfte var att det skulle skapa långsiktiga förutsättningar för ett trovärdigt prisstabilitetsmål. En viktig förutsättning för penningpolitiken är således att inflationsmålet uppfattas som trovärdigt.<sup>5</sup>

Riksbanken kan och bör ta hänsyn till både realekonomin och finansiell stabilitet i utformningen av penningpolitiken. Det betyder att Riksbanken kan göra vissa avvägningar mellan inflationsmålet och andra mål, så länge inte avkall på inflationsmålet görs. Riksbanken kan till exempel anpassa tidshorisonten för inflationsmålet eller justera penningpolitiken utifrån finansiella risker.<sup>6</sup> Som myndighet under riksdagen har Riksbanken en skyldighet att stödja de allmänna ekonomiska målen, om det inte strider mot möjligheterna att uppnå det överordnade inflationsmålet. Det innebär att Riksbanken kan ta realekonomisk hänsyn när penningpolitiken utformas, till exempel att stödja en hållbar ekonomisk tillväxt och hög sysselsättning.<sup>7</sup>

Riksbanken har utöver det penningpolitiska målet en grundläggande uppgift att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Riksbanken tolkar uppgiften som ett ansvar att främja finansiell stabilitet.<sup>8</sup> Riksdagens och regeringens mål för finansmarknadsområdet är bland annat att ”det finansiella systemet ska vara stabilt och präglas av högt förtroende med väl fungerande marknader [...]”.<sup>9</sup>

Därtill ska Riksbankens verksamhet bedrivas effektivt och myndigheten ska hushålla väl med statens medel.<sup>10</sup> Riksbanken bör också vara finansiellt

<sup>3</sup> Våra bedömningsgrunder utgår från de ramar som gällde under granskningsperioden. Den nya lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank som trädde i kraft i januari 2023 utgör därför inte en utgångspunkt för våra bedömningsgrunder. I rapporttexten refererar vi till denna som ”nya riksbankslagen”.

<sup>4</sup> Inflationsmålet på 2 procent slogs fast av Riksbanksfullmäktige 1993. Sveriges inträde i EU innebar att Riksbankens självständighet behövde regleras i lag. Målet om prisstabilitet lagstodades 1999.

<sup>5</sup> 1 kap. 2 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank, prop. 1997/98:40, bet. 1997/98:KU15, bet. 1998/99:KU2, rskr. 1997/98:147, rskr. 1998/99:6.

<sup>6</sup> Se prop. 1997/98:40 och Riksbanken, *Penningpolitiken i Sverige*, 2010.

<sup>7</sup> Prop. 1997/98:40. Riksbankens skyldighet att ta realekonomisk hänsyn har skrivits in i den nya riksbankslagen, 2 kap. 1 § lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank.

<sup>8</sup> Riksbanken, *Penningpolitiken i Sverige*, 2010.

<sup>9</sup> Prop. 2015/16:1 UO2, s.19, bet. 2015/16:FiU2, rskr. 2015/16:11. Se även prop. 2012/13:1 UO2, bet. 2012/13:FiU2; rskr. 2012/13:132.

<sup>10</sup> Direktionen ska säkerställa att det finns en intern styrning, kontroll och processer så att verksamheten bedrivs effektivt och att Riksbanken hushållar med statens medel. I detta ingår

oberoende för att ha förutsättningar att bedriva en effektiv penningpolitik självständigt från riksdag och regering.<sup>11</sup>

Riksbanken bör sträva efter öppenhet, insyn och transparens gällande den penningpolitik som bedrivs, i syfte att bibehålla en demokratisk förankring av penningpolitiken. Att penningpolitikens genomförande har delegerats till en självständig och oberoende myndighet innebär att beslutsfattandet inom penningpolitiken förflyttas längre från de folkvalda. Riksdagen har betonat vikten av penningpolitikens demokratiska förankring i och med att Riksbankens självständighet skärptes. I förarbetena uttrycks att det är viktigt att det finns möjligheter för utvärdering och kontroll av penningpolitiken.<sup>12</sup>

### 1.3.1 Tillgångsköpen ska ha föregåtts av konsekvensanalyser

En förutsättning för att penningpolitiken bedrivs effektivt är att besluten fattas på underlag av god kvalitet. Eftersom Riksbanken ska hushålla med statens medel och kan ta hänsyn till andra mål än prisstabilitet, bedömer vi att det är rimligt att åtgärdernas sidoeffekter och kostnader vägs in i det penningpolitiska beslutet.

Riksbankens beslut bör därför föregås av konsekvensanalyser för de föreslagna penningpolitiska åtgärderna. Åtgärdens avsedda effekter, sidoeffekter och kostnader bör beaktas. Vidare bör direktionens ledamöter vara tydliga med vilka faktorer som varit vägledande för besluten. Riksbanken bör regelbundet följa upp och utvärdera de penningpolitiska åtgärderna. Därtill bör värdepappersinnehavets utveckling på sikt och konsekvenserna av detta analyseras inför att tillgångar anskaffas. Vi bedömer att detta är särskilt viktigt då tillgångsköp var en ny penningpolitisk åtgärd och innehavet kan finnas kvar under lång tid.

Förvaltningsmyndigheter under regeringen, statliga utredningar och kommittéer med utredningsuppdrag ska göra konsekvensanalyser inför utfärdandet av föreskrifter, allmänna råd och i betänkanden, till exempel när ett förslag kan påverka statens finanser eller medföra konsekvenser för samhällsekonomin.<sup>13</sup> Riksrevisionen har i tidigare granskningar bedömt att denna kvalitetsnorm även kan tillämpas på beslutsunderlag som är framtagna i Regeringskansliet.<sup>14</sup> Vi bedömer att denna kvalitetsnorm också lämpar sig som utgångspunkt för bedömningen av Riksbankens konsekvensanalyser.

att genomföra riskanalyser, kontrollåtgärder, uppföljning och dokumentation. Se 9 kap. 1 a § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank.

<sup>11</sup> Detta är en aspekt av flera för att Riksbanken ska kunna anses vara självständig. Se prop. 1997/98:40, s. 49, bet. 1997/98:KU15, bet. 1998/99:KU2, rskr. 1997/98:147, rskr. 1998/99:6.

<sup>12</sup> Prop. 1997/98:40, bet. 1997/98:KU15, bet. 1998/99:KU2, rskr. 1997/98:147, rskr. 1998/99:6.

<sup>13</sup> Se 6 § förordningen (2007:1244) om konsekvensutredning vid regelgivning, kap. 14 kommittéförordningen (1998:1474) och Ds. 2000:1, *Kommittehandboken*.

<sup>14</sup> Riksrevisionen, *Konsekvensanalyser inför migrationspolitiska beslut*, 2017, s. 18–27.

**Operationaliserade bedömningsgrunder för delfråga 1**

Vi bedömer att Riksbankens beslutsunderlag och analyser inför besluten att köpa värdepapper bör innehålla följande:

- mål och förväntade effekter av att köpa värdepapper
- förväntade och potentiella sidoeffekter och konsekvenser
- kostnadsberäkning med känslighetsanalyser
- en beskrivning av alternativa åtgärder för att uppnå målet och en analys av fördelar och nackdelar med olika alternativ
- en strategi för värdepappersinnehavets utveckling på sikt.

Direktionen bör tydliggöra vilka faktorer som varit vägledande för beslutet. Tillgångsköpen ska även följas upp och utvärderas.

Vi bedömer att konsekvensanalysen är särskilt viktig inför det första beslutet att köpa tillgångar (februari 2015). Det är inte rimligt att ställa samma krav på beslutsunderlagen i en krissituation (mars 2020), då snabbhet i besluten är viktigt. När tillgångsköpen utökades och i större utsträckning syftade till penningpolitisk stimulans 2020, bedömer vi att det hade kunnat ställas större krav på konsekvensanalyser samt uppföljning av det första beslutet. Konsekvensanalysen blir också viktigare i ljuset av att privata värdepapper köptes.

**1.3.2 Tillgångsköpen ska bidra till att inflationen påtagligt rör sig mot målet utan oproportionerliga negativa konsekvenser**

Delfråga 2 bedöms utifrån Riksbankens huvudsakliga mål att upprätthålla ett fast penningvärde och dess uppgift att främja finansiell stabilitet<sup>15</sup>, ta realekonomisk hänsyn och hushålla med statens medel. Det innebär att tillgångsköpen som gjordes för att göra penningpolitiken mer expansiv påtagligt bör ha bidragit till att inflationstakten rör sig mot 2 procent.<sup>16</sup> Detta gäller för köpen som gjordes under första perioden samt under senare delen av 2020 och under 2021. Tillgångsköpen som gjordes i början av 2020 bör ha bidragit till måluppfyllelsen att säkerställa en fungerande kreditförsörjning, ge stöd till ekonomin och hålla ränteläget lågt. Kostnader och sidoeffekter från tillgångsköpen bör inte vara oproportionerliga i förhållande till åtgärdens måluppfyllelse.

<sup>15</sup> 1 kap. 2 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank.

<sup>16</sup> I allmänhet strävar Riksbanken efter att inflationen ska vara nära målet inom en tidshorisont om två år. Se Riksbanken, *Penningpolitiken i Sverige*, 2010.

### **Operationaliserade bedömningsgrunder för delfråga 2**

Tillgångsköpen som gjordes i syfte att göra penningpolitiken mer expansiv bör på ett påtagligt sätt ha bidragit till att inflationen rör sig mot målet.

Tillgångsköpen som gjordes i syfte att stabilisera marknaderna och säkerställa kreditgivningen bör på ett påtagligt sätt ha bidragit till

- att oron på finansiella marknader dämpades, vilket ytrar sig i att
  - räntespreadar återgick till normala nivåer
  - det allmänna ränteläget hölls lågt.

Tillgångsköpen (2015–2021) ska inte ha bidragit till oproportionerliga kostnader och negativa sidoeffekter. Tillgångsköpen bör inte ha bidragit till att

- statens finanser belastas oproportionerligt mycket
- statsobligationsmarknadens funktionssätt påverkades negativt på ett väsentligt sätt
- finansiella stabilitetsrisker byggdes upp genom
  - prisutvecklingen på bostadsmarknaden och därmed ökad skuldsättning bland hushållen
  - ökat risktagande i ekonomin

En dåligt fungerande statsobligationsmarknad kan utgöra en risk för den finansiella stabiliteten och leda till att staten inte kan låna pengar vid behov. En hög skuldsättning bland hushåll och ökat risktagande bland företag leder till att den svenska ekonomin blir mer sårbar, vilket utgör en finansiell stabilitetsrisk.

### **1.3.3 Riksbanken ska redovisa värdepappersköpen på ett samlat och transparent sätt till allmänheten och riksdagen**

Riksdag och regering ansåg att den demokratiska insynen i och kontrollen av penningpolitiken var viktig när Riksbankens självständighet stärktes.<sup>17</sup> Riksbanken anger att en öppen och tydlig kommunikation är viktig för att främja penningpolitikens genomslag och möjligheten att utvärdera penningpolitiken.<sup>18</sup>

För att allmänhet och riksdag ska kunna få inblick i penningpolitiken ska Riksbanken två gånger per år lämna skriftliga redogörelser över penningpolitiken till finansutskottet. Vad redogörelserna ska innehålla reglerades inte närmare av riksdagen.<sup>19</sup>

Vår utgångspunkt är att Riksbankens redovisning av den förda penningpolitiken spelar en viktig roll för penningpolitikens demokratiska förankring.

<sup>17</sup>Prop. 1997/98:40 och bet. 1997/98:KU15.

<sup>18</sup>Riksbanken, *Penningpolitiken i Sverige*, 2010.

<sup>19</sup>6 kap. 4 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank; prop. 1997/98:40; bet. 1997/98:KU15.

Riksbanken bör därför redovisa varför tillgångsköp har använts, samt tillgångsköpens effekter, sidoeffekter och kostnader. Detta bör också rimligen göras på ett samlat sätt, så att allmänhet och riksdag enkelt kan tillgodogöra sig information om den bedrivna penningpolitiken. Vår bedömning är att Riksbankens redovisning till riksdagen ska kunna utgöra ett fullgott underlag för att utvärdera den förda penningpolitiken.

### **Operationaliserade bedömningsgrunder för delfråga 3**

Riksbanken ska på ett samlat och transparent sätt redovisa följande till allmänhet och riksdag:

- vilka motiv som låg bakom besluten att genomföra tillgångsköpen
- tillgångsköpens effekter
- kostnader och sidoeffekter förknippade med tillgångsköpen.

## 1.4 Metod och genomförande

För att besvara den övergripande granskningsfrågan har vi använt en kombination av dokumentstudier, beskrivande statistik och intervjuer. För en mer utförlig metodbeskrivning och intervjuförteckning, se bilaga 2.

Vi har studerat Riksbankens beslutsunderlag för att besvara den första delfrågan. Beslutsprocessen är uppbyggd kring ett antal centrala möten där Riksbankens avdelningar och direktion diskuterar den ekonomiska utvecklingen och penningpolitikens inriktning. Själva diskussionen dokumenteras inte, men avdelningarna tar fram underlag inför mötet.<sup>20</sup> Vi har granskat de beslutsunderlag som uppges ha varit centrala för de penningpolitiska besluten att köpa tillgångar. Vi har också intervjuat direktionsledamöter och tjänstepersoner i Riksbanken.

Vi har utgått från befintliga utvärderingar, främst Riksbankens egna, för att besvara den andra delfrågan. Vi har också gjort en översikt över kunskapsläget. För att beskriva förutsättningarna för penningpolitikens genomslag har vi också tagit fram beskrivande statistik, via Macrobond och Statistiska Centralbyrån.<sup>21</sup> Därutöver har vi intervjuat ett antal forskare och andra berörda aktörer.

Den tredje delfrågan besvarades genom att granska Riksbankens redovisning till riksdagen. Vi har gått igenom Riksbankens redogörelser för penningpolitiken för åren 2015–2021.<sup>22</sup> De penningpolitiska redogörelserna är ett centralt underlag för finansutskottets utvärderingar av penningpolitiken.<sup>23</sup> Vi

<sup>20</sup> Direktionsledamöterna redogör för sina enskilda motivbilder och sin syn på penningpolitikens inriktning i de penningpolitiska protokollen från beslutsmötet.

<sup>21</sup> Macrobond är en programvara där tillgängliga data över makroförhållanden samlas.

<sup>22</sup> Vi har även beaktat redovisningen för 2022, även om detta faller utanför granskningsperioden.

<sup>23</sup> Se exempelvis bet. 2015/16:FiU24 och 2016/17:FiU24.

har även granskat Riksbankens årsredovisningar till riksdagen, som också är en viktig del av den samlade redovisningen.<sup>24</sup>

Riksbanken publicerar löpande olika typer av analyser och utvärderingar. Det framgår att publikationerna beskrivs som tjänstepersonsprodukter (godkända av avdelningschef) och att åsikterna inte speglar myndighetens ståndpunkt. I vår granskning har vi blivit hänvisade till dessa som en del av myndighetens utvärdering.

Granskningen har genomförts av en projektgrupp bestående av Jörgen Appelgren (projektledare) och Arvid Segerström. Nadja Jakobsson (praktikant) har också bidragit i arbetet. Två referenspersoner har lämnat synpunkter på granskningsupplägg och på ett utkast till granskningsrapport: Peter Englund, professor emeritus i nationalekonomi vid Handelshögskolan och Lars Hörngren, ekonomie doktor. Företrädare för Riksbanken har fått tillfälle att faktagranska och i övrigt lämna synpunkter på ett utkast till granskningsrapporten.

<sup>24</sup> Riksbanken ska lämna två skriftliga redogörelser per år till riksdagen enligt 6 kap. 4 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank. De penningpolitiska rapporterna som publiceras inför utfrågningen i finansutskottet (september) utgör den andra skriftliga redogörelsen, enligt Riksbankens svar på Riksrevisionens skriftliga frågor 2023-05-24. Vi har inte granskat dessa då de inte anpassats för att utgöra ett underlag för utvärdering.

## 2 De penningpolitiska ramarna

I detta kapitel beskrivs de institutionella ramarna för penningpolitiken och de verktyg som Riksbanken har till förfogande, samt hur tillgångsköp har använts under granskningsperioden.

### 2.1 Riksbanken bedriver penningpolitik och främjar finansiell stabilitet

Riksdagen har bestämt att det övergripande målet för penningpolitiken ska vara prisstabilitet och har delegerat ansvaret för utformningen av penningpolitiken till Riksbanken. Penningpolitiken utformas och genomförs självständigt av Riksbanken, inom de ramar som riksdagen fastställt i lag.<sup>25</sup> Riksbanken har preciserat att målet ska vara en inflationstakt på 2 procent, mätt i konsumentprisindex med fast ränta (KPIF).<sup>26</sup> Riksdagen har uttryckt sitt stöd för inflationsmålspolitiken.<sup>27</sup>

Utöver det penningpolitiska målet har Riksbanken en grundläggande uppgift att främja ett säkert betalningssystem,<sup>28</sup> vilket tolkas som ett ansvar att främja finansiell stabilitet.<sup>29</sup> Ansvaret över finansiell stabilitet delas med Finansinspektionen, Riksgälden och regeringen.

Riksbankens arbete med att främja finansiell stabilitet handlar bland annat om att tillhandahålla ett betalningssystem samt förebygga och hantera finansiella kriser. Det förebyggande arbetet handlar bland annat om att bevaka stabiliteten och identifiera risker i det finansiella systemet. Riksbanken har också beredskap och verktyg för att hantera kriser.<sup>30</sup> Riksbanken ska enligt sin penningpolitiska strategi väga in risker för de finansiella marknaderna i de penningpolitiska besluten. Att förebygga en för snabb ökning av tillgångspriser och skuldsättning är en del av den finansiella stabiliteten och kan vägas in i de

<sup>25</sup> 9 kap. 13 § RF och prop. 1997/98:40, bet. 1997/98:KU15, bet. 1998/99:KU2, rskr. 1997/98:147, rskr. 1998/99:6.

<sup>26</sup> KPIF infördes som målvariabel 2017 (Riksbanken, dnr 2017-00691). KPIF hade varit en inofficiell målvariabel under en längre period varför förändringen i första hand handlade om transparens, penningpolitikens förutsättningar påverkades inte. En anledning var att den tidigare målvariabeln, konsumentprisindex (KPI), påverkades av styrrentenivån och därför är ett sämre mått på den underliggande inflationen.

<sup>27</sup> Se exempelvis bet. 1996/97:FiU01. Riksdagen behöver numera godkänna Riksbankens precisering av prisstabilitetsmålet, enligt 2 kap. 3 § lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank.

<sup>28</sup> 1 kap. 2 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank.

<sup>29</sup> Riksbankens ansvar för främjandet av finansiell stabilitet har uppfattats som otydligt och det finns inget lagstadgat ansvar för myndigheten att främja finansiell stabilitet utöver vad gäller betalningsväsendet (se exempelvis SOU 2019:46, s. 859 och 872). I den nya riksbankslagen (lag (2022:1568) om Sveriges riksbank) förtydligas Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet. Bland annat formuleras uppdraget i bredare bemärkelse och Riksbanken får ett tydligare ansvar att beakta finansiella obalanser på kreditmarknaden inom ramen för penningpolitiken och vid behov anpassa tidsramen inom vilken inflationsmålet ska uppfyllas (se prop. 2021/22:41).

<sup>30</sup> Riksbanken, *Riksbanken och finansiell stabilitet*, 2013.

penningpolitiska besluten, men penningpolitiken är där enbart ett komplement, enligt strategin.<sup>31</sup>

Riksbankens mål inom penningpolitiken och finansiell stabilitet har tydliga kopplingar till varandra. För att penningpolitiken ska kunna få fullt genomslag krävs finansiell stabilitet samtidigt som prisstabilitet spelar roll för den finansiella stabiliteten.<sup>32</sup> En penningpolitisk åtgärd kan påverka både inflationsmålet och den finansiella stabiliteten, ibland i olika riktning.

### **2.1.1 Beredning av penningpolitiska beslut**

Direktionen fattar de penningpolitiska besluten. Direktionen är organiserad som en individualistisk kommitté. Det innebär att de penningpolitiska besluten fattas gemensamt, men att ledamöterna har ett individuellt ansvar. En ledamot kan reservera sig mot penningpolitiska beslut som hen inte vill stödja.

Penningpolitiken utformas av direktionen med hjälp av Riksbankens avdelningar. Penningpolitiska beslut föregås av en beredningsprocess, där Riksbankens avdelningar presenterar underlag som diskuteras med direktionen, se en närmare beskrivning av processen i bilaga 2. Beredningen av tillgångsköp sköttes under 2015–2018 inom ramen för ett särskilt program för okonventionella åtgärder (OKV). OKV-programmet ansvarade för att analysera och ta fram underlag för tillgångsköpen under den första köpperioden. Arbetet skedde utanför den ordinarie penningpolitiska beredningsprocessen, och arbetsgruppens insikter och slutsatser inkorporerades i det samlade penningpolitiska underlaget till direktionen.

## **2.2 Den penningpolitiska verktygslådan**

För att bedriva penningpolitik har Riksbanken olika penningpolitiska verktyg till sitt förfogande.<sup>33</sup> Penningpolitikens huvudsakliga verktyg är styrräntan och räntebanan. Räntebanan är ett verktyg för att kommunicera till marknadens aktörer och allmänheten hur nivån på styrräntan förväntas se ut på sikt.

### **2.2.1 Transmissionsmekanismen vid tillgångsköp**

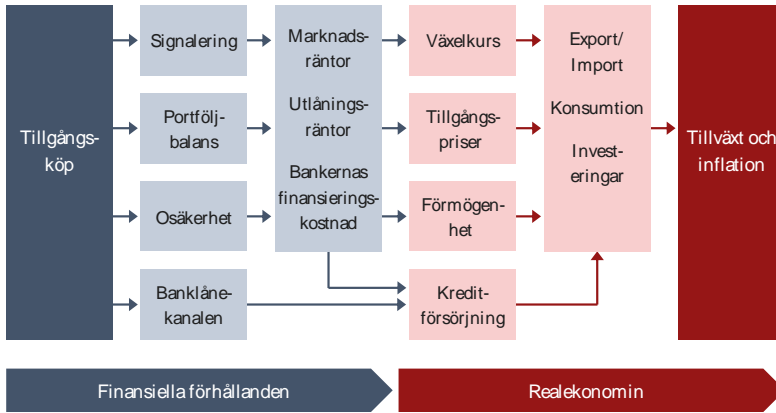
Penningpolitiken påverkar ekonomin genom att i ett första steg förändra det allmänna ränteläget. Detta påverkar i ett andra steg realekonomin och inflationen.

<sup>31</sup> Se Riksbanken, *Penningpolitiken i Sverige*, 2010; Riksbanken, *Penningpolitisk rapport februari 2015*, 2015; Riksbanken, *Penningpolitisk rapport juli 2020*, 2020.

<sup>32</sup> Se Riksbanken, *Penningpolitiken i Sverige*, 2010, s. 15–16 och SOU 2019:46, s. 1117–1119.

<sup>33</sup> 6 kap. 5 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank.



**Figur 1 Den penningpolitiska transmissionsmekanismen vid tillgångsköp**

Källa: Bank of England och Riksbanken.

Penningpolitiken verkar via olika kanaler som tillsammans brukar benämnas som den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Tillgångsköp verkar något annorlunda än styrränteförändringar. I figur 1 framställs en översikt av transmissionen.

### *Tillgångsköpen påverkar finansiella förhållanden i ett första steg*

I ett första steg påverkar tillgångsköpen de finansiella förhållandena via fyra huvudsakliga kanaler.<sup>34</sup>

Signaleringskanalen innebär att köpen signalerar att styrräntan kommer vara låg under en lång tid. Detta kan bidra till att räntor på statsobligationer med lång löptid sjunker. Ett viktigt antagande bakom signaleringskanalen är att tillgångsköp förstärker trovärdigheten att styrräntan kommer att förbli låg under lång tid och att Riksbanken inte kommer höja räntan förrän värdepappersköpen är avslutade.

Portföljbalanskanalen innebär att lägre statsobligationsräntor kan leda till att investerare söker sig till andra, mer riskfyllda, tillgångar än statsobligationer. Detta medför att marknadsräntorna sjunker även för andra tillgångsslag. Lägre marknadsräntor antas i längden skapa större efterfrågan på lån, vilket senare leder till ökade investeringar och ökad aktivitet i ekonomin.

Via osäkerhetskanalen kan tillgångsköp på olika sätt upprätthålla finansiella förhållanden i tider av ekonomisk osäkerhet och stress på finansiella marknader. Tillgångsköp kan sänka likviditetspremier som kan öka om likviditeten på en obligationsmarknad försämras till följd av finansiell oro. Tillgångsköp kan också på ett generellt sätt bidra till att finansiella marknader fortsätter att fungera under perioder av ekonomisk och finansiell oro, genom att minska risker för åtstramande finansiella förhållanden.

<sup>34</sup> Se Alsterlind m.fl., *Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?*, 2015 och Busetto m.fl., *QE at the Bank of England: a perspective on its functioning and effectiveness*, 2022.

Banklånekanalen innebär att tillgångsköpen medför att mängden centralbankspengar ökar i banksystemet, eftersom bankernas balansräkning växer. Detta kan på marginalen påverka bankernas vilja och förmåga att öka sin utlåning. Effekten på utlåningsvolymerna begränsas dock av andra faktorer, exempelvis regleringar kring bankernas utlåning, bankernas finansiella situation och riskbenägenhet samt efterfrågan på lån.

### *I ett andra steg påverkas realekonomin*

I det andra steget i transmissionskedjan stimulerar de sänkta marknadsräntorna efterfrågan i ekonomin. Ökade tillgångspriser, såväl på obligationer och aktier som på fastigheter, påverkar efterfrågan i ekonomin och leder till ökad privat konsumtion och investeringar. En svagare växelkurs kan med viss eftersläpning stimulera exporten. Via dessa kanaler ökar resursutnyttjandet i ekonomin. Om efterfrågan på arbetskraft är god kan löneutvecklingen påverkas. En direkt effekt kan uppstå genom att en svagare växelkurs leder till prisökningar på importerade varor. Inflationen ökar om företagen möter de högre lönekostnaderna och de dyrare importvarorna genom att höja sina priser.

## 2.3 Riksbankens köp av värdepapper

Riksbanken har under perioden 2015–2021 köpt tillgångar i stor omfattning. Köpen genomfördes i två perioder där syftena delvis skiljde sig åt. Under den första perioden (2015–2019) köpte Riksbanken statsobligationer i penningpolitiskt syfte. Tillgångsköpen var en del av den expansiva penningpolitiken som bedrevs för att få inflationen att stiga i ett läge när inflationen länge legat under målet.

Under den andra perioden (2020–2021) var syftet med tillgångsköpen tuddelat. I mars 2020 beslutade Riksbanken att köpa värdepapper för att reducera oron på finansmarknaderna som uppstod i spåren av covid-19-pandemin, stärka kreditförsörjningen och stimulera ekonomin. När köpen utökades under andra halvan av 2020 var syftet i likhet med under första perioden att göra penningpolitiken mer expansiv för att stimulera efterfrågan och inflationen. Eftersom pandemin fortfarande pågick var ett delsyfte med köpen fortsatt att förebygga ekonomiska bakslag och finansiell oro. Under andra perioden köpte Riksbanken främst privata värdepapper.

### **2.3.1 Perioden före tillgångsköpen präglades av låg inflation**

Inflationen hade varit låg under en lång period innan Riksbanken började köpa tillgångar 2015. Efter finanskrisen utformades penningpolitiken med viss hänsyn till riskerna med hushållens skuldsättning, eftersom en låg styrränta bidrar till uppbyggnad av hushållens skulder. Under 2013–2014 ändrade direktionen successivt denna bedömning och fokuserade på att föra inflationen tillbaka till

målet och ta mindre hänsyn till riskerna med hushållens höga skuldsättning.<sup>35</sup> Styrrentan sänktes till 0 i slutet av 2014.

Perioden innan Riksbanken köpte tillgångar präglades Sverige av låg inflation. Under 2013–2014 var inflationen väldigt låg, KPIF låg mellan 0,5 och 1,0 procent och KPI var negativt under större delen av perioden. En anledning till att inflationen var låg var att perioden kännetecknades av låga importpriser. Sett över en längre tid har importpriserna legat nära noll i genomsnitt, vilket är en bidragande orsak till att inflationsmålet inte uppnåtts över tid. Importpriserna sjönk emellertid med i genomsnitt 1,3 procent per år under 2013–2014. Kombinationen av utländsk prispress och en årlig löneökningstakt på 2 procent under 2013–2014 medförde att inflationen blev låg, trots en alltmer expansiv penningpolitik. Andra länder i Sveriges närhet hade en liknande situation. Inom EU var det 23 andra länder som hade en inflation under 1 procent under 2014.<sup>36</sup>

Olika omständigheter påverkade ytterligare Riksbankens förutsättningar att nå inflationsmålet under perioden då tillgångsköpen inleddes. En faktor handlade om att det fanns tecken på att förtroendet för inflationsmålet ifrågasattes, enligt våra intervjuer med direktionsledamöterna. Kritik fördes fram från olika håll<sup>37</sup>, bland annat från arbetsmarknadens parter.<sup>38</sup> Finansutskottet konstaterade i sin utvärdering att Riksbanken kunde ha bedrivit en mer expansiv penningpolitik.<sup>39</sup> Därtill sjönk inflationsförväntningarna på längre sikt något under 2 procent. Europeiska centralbanken (ECB) hade börjat köpa vissa värdepapper i penningpolitiskt syfte under hösten 2014 och annonserade i januari 2015 att de skulle börja köpa stora mängder statsobligationer i euroområdet.<sup>40</sup> Dessa köp riskerade medföra att räntor i euroländerna sjönk relativt svenska räntor, vilket skulle kunna leda till en förstärkning av svenska kronan och därmed lägre importpriser. Sammantaget fanns det både en inhemsk och en yttre press på Riksbanken att agera.

### 2.3.2 Riksbanken köpte statsobligationer under 2015–2019

När styrrentan låg på 0 var möjligheterna att föra en mer expansiv penningpolitik med de konventionella verktygen uttömda. I början av 2015 valde Riksbanken att införa negativ styrrenta och köpa statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv och stimulera inflationen.

Under 2015–2017 beslutade Riksbanken att köpa statsobligationer för 290 miljarder kronor, vid åtta separata penningpolitiska beslut. Under 2018–2019 utökade Riksbanken inte köpen aktivt men återinvesterade de obligationer som förföll och de ränteintäkter som erhöles från innehavet. Innehavet ökade därför

<sup>35</sup> Framst. 2015/16:RB1, *Årsredovisning för Sveriges riksbank för räkenskapsåret 2015*.

<sup>36</sup> Eurostat, *HICP – inflation rate*.

<sup>37</sup> Enligt direktionsledamöterna ifrågasattes Riksbanken av ekonomiska bedömare och i media (se exempelvis Konjunkturinstitutet, 2013).

<sup>38</sup> Till exempel kritiserade Industrins ekonomiska råd Riksbankens agerande och tolkning av inflationsmålet (se Ohlsson m.fl., 2014).

<sup>39</sup> Bet. 2014/15: FiU24.

<sup>40</sup> Köpen inleddes i mars 2015 (se Europeiska centralbanken, 2016).

även efter att nettoköpen avslutades. Statsobligationsinnehavet uppgick till 376 miljarder kronor i slutet av 2019. Styrräntan sänktes parallellt till negativa nivåer i början av perioden (se bilaga 3, tabell 7 för en överblick över besluten).

### 2.3.3 Riksbankens köpte olika värdepapper under 2020–2021

Under den andra perioden beslutade Riksbanken att köpa större volymer och flera olika sorters värdepapper. Riksbanken fattade tre beslut om ramarna för köpen under 2020 (se bilaga 3, tabell 8 för en överblick över rambesluten).<sup>41</sup> Värdepappersinnehavet utökades fram till slutet av 2021. Under 2022 återinvesterades förfall delvis. För en översikt över köpvolymer för olika värdepapper, se bilaga 3, diagram 9.

Vid ett extrainsatt penningpolitiskt möte i mars beslutade direktionen att Riksbanken skulle köpa värdepapper för upp till 300 miljarder kronor. Beslutet handlade om krishantering. Riksbanken ville agera snabbt och kraftfullt för att undvika att pandemin också resulterade i en finansiell kris. Oron på de finansiella marknaderna tog sig uttryck i att räntorna steg snabbt och markant, framför allt på marknaderna för företagsobligationer och bostadsobligationer. Syftet med köpen var att hålla det allmänna ränteläget lågt och säkerställa att kreditförsörjningen fungerade. En försämrad kreditförsörjning skulle kunna förstärka nedgången i ekonomin.

De två efterföljande rambesluten gjordes i högre utsträckning i penningpolitiskt syfte. I juni 2020 utökades ramen till 500 miljarder kronor. De finansiella marknaderna hade vid det laget stabiliserats, sett till hur räntorna på olika obligationslag utvecklades. Utvidgandet av ramen motiverades då med att köpen kunde bidra till ett lågt ränteläge, vilket kunde stötta återhämtningen i ekonomin. I november hade läget på de finansiella marknaderna normaliserats. Spridningen av covid-19 hade dock börjat ta fart och Sverige och världen var på väg in i en andra smittspridningsvåg. Direktionen utökade ramen för värdepappersköpen till 700 miljarder kronor. Under 2021 signalerade direktionen att Riksbanken avsåg köpa värdepapper för hela rambeloppet. I granskningen betraktar vi dessa två rambeslut som tillgångsköp i penningpolitiskt syfte, men beaktar att de ekonomiska förutsättningarna i ekonomin påverkades av den pågående pandemin.

Riksbanken beslutade att köpa både offentliga värdepapper (statsobligationer och kommunobligationer) och privata värdepapper (säkerställda obligationer, företagscertifikat och företagsobligationer) i mars 2020. Flera penningpolitiska åtgärder sjuösettes ungefär samtidigt för att mildra effekterna av pandemin på ekonomin. Styrräntan låg kvar på 0 under hela perioden.<sup>42</sup> När

<sup>41</sup> Köpvolymer för respektive värdepapperslag fattades vid enskilda beslut under perioden (se exempelvis Andersson, Beechey Österholm och Gustafsson, 2022 för översikt).

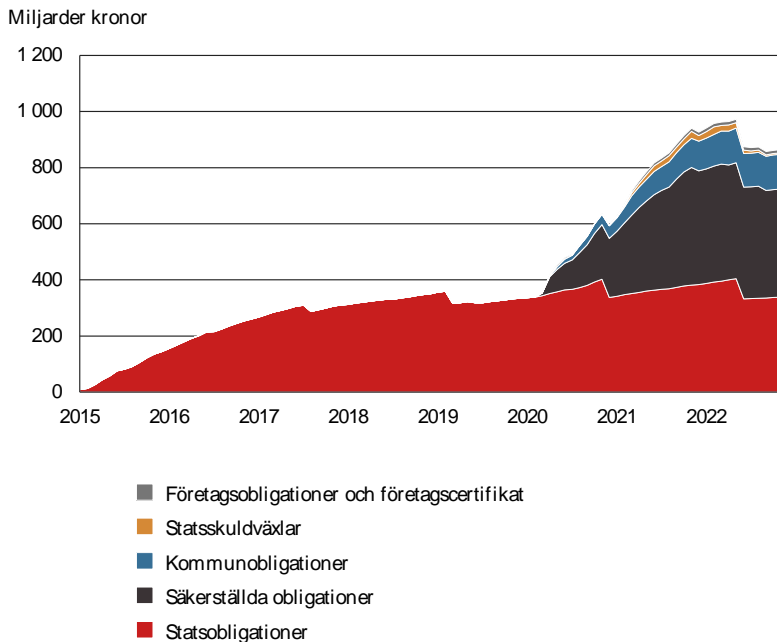
<sup>42</sup> Riksbanken erbjöd till exempel lån till företag via banker. Se Riksbankens redogörelser för penningpolitiken, 2020 och 2021.

ramen utökades i november valde Riksbanken att även inkludera gröna statsobligationer och kommunobligationer samt statsskuldväxlar i köpprogrammet.

### 2.3.4 Riksbankens värdepappersinnehav ökade över tid

Riksbankens obligationsinnehav ökade under granskningsperioden till följd av köpen och återinvesteringarna. Vid utgången av 2021 uppgick Riksbankens innehav av tillgångar till 975 miljarder kronor. Innehaven bestod främst av statsobligationer (43 procent) och säkerställda obligationer (42 procent).<sup>43</sup>

**Diagram 1 Riksbankens innehav av värdepapper 2015–2022**



Anm.: Avser nettosumman av köpta värdepapper, det vill säga den totala summan av köpta värdepapper minskat med förfallna värdepapper vid varje tidpunkt. Redovisas i nominella belopp och utgår från transaktionsdatumet för Riksbankens köp av obligationerna.

Källa: Riksbanken.

<sup>43</sup> Framst. 2020/21:RB1 och 2021/22:RB1.

## 3 Riksbankens beslutsunderlag

Vår granskning visar att Riksbanken gjorde effektanalyser inför att myndigheten började köpa värdepapper och sedan regelbundet under perioden. Effektanalysen på tillväxt och inflation präglades dock av stor osäkerhet och analyserna har fokuserats på effekterna på finansiella förhållanden. Under perioden har beredningen, analysen och kunskapen om tillgångsköpen utvecklats på Riksbankens avdelningar. Men det dröjde innan metoder utvecklades och beslutsprocessen under den andra perioden kunde ha fungerat bättre. Vi har också sett att Riksbanken undersökte flera olika alternativa åtgärder till tillgångsköpen.

Riksbanken beräknade regelbundet vilka kostnader som tillgångsköpen förväntades medföra. Riksbanken identifierade och följde upp riskerna för sidoeffekter med statsobligationsköpen under första perioden. Riskerna med att köpa privata värdepapper identifierades också, men de följdes inte upp när Riksbanken köpte sådana värdepapper under andra perioden. Men vi har inte sett att kostnaderna eller sidoeffekterna bedömts vara av en dignitet som påverkat besluten att köpa tillgångar. Granskningen visar också att direktionen i de penningpolitiska protokollen har beskrivit vilka faktorer som varit viktiga för besluten att köpa värdepapper.

### 3.1 Analysen av värdepappersköp fokuserade på finansiella förhållanden

Granskningen visar att Riksbanken regelbundet har analyserat värdepappersköpens förväntade effekter på finansiella förhållanden. Analyser av effekter på tillväxt och inflation präglades av osäkerhet och gjordes i begränsad utsträckning under perioden. Värdepappersköpen som gjordes i början av pandemin föregicks av en intensiv krishantering, och byggde på tidigare analyser som gjorts av tillgångsköpens potential.

#### 3.1.1 Riksbanken analyserade förväntade effekter, men skattningarna var osäkra

Riksbanken undersökte hur stora effekter tillgångsköpen förväntades få på tillväxten och inflationen före beslutet om att börja köpa statsobligationer, men analysens skattningar var osäkra.

Analysen tog utgångspunkt från tidigare tillgångsköpsprogram i andra länder. Den visade att inflationen (KPIF) som mest kunde bli 0,4 procentenheter högre vid köp av statsobligationer för 100 miljarder kronor. Den största effekten uppskattades uppstå drygt ett år efter att åtgärden genomfördes. Tillväxten (BNP) uppskattades bli omkring 0,5 procentenheter högre. Långa statsobligationsräntan förväntades sjunka med 13–20 punkter. I underlaget poängterades att detta sannolikt var en övre gräns för effekterna och att en förutsättning var

att effekterna var i linje med tillgångsköpsprogrammen i USA och Storbritannien. Tillgångsköpen förväntades främst verka genom portföljbalanskanalen och signaleringskanalen.<sup>44</sup>

Det fanns stora osäkerheter om vilka effekter tillgångsköpen skulle ha på tillväxt och inflation. Två skäl för osäkerheten som beskrevs i underlagen var att ränteläget i Sverige redan var lågt och att statsobligationsmarknaden var mindre än i jämförelseländerna. Möjligheterna till en stor nedgång i statsobligationsräntorna bedömdes vara begränsade. Studier från USA och Storbritannien visade på tämligen stora effekter, men resultaten varierade mycket. Resultaten från Riksbankens preliminära modellkörningar spretade, vissa gav stöd för att effekterna kunde vara i linje med internationella studier, andra visade på begränsade effekter. Riksbanken hade inte köpt tillgångar i penningpolitiskt syfte och fick förlita sig på andra länders erfarenheter och på forskningen.<sup>45</sup> Eftersom det var ett relativt obeprövat verktyg internationellt var kunskapsläget om dess effekter på tillväxt och inflation begränsat.<sup>46</sup>

Osäkerheten handlade också om huruvida internationella erfarenheter var applicerbara på Sverige, enligt våra intervjuer. Effektanalysen var dock inte avgörande för beslutet att köpa tillgångar, enligt flertalet av direktionsledamöterna. Ett par direktionsmedlemmar menade att det var tillräckligt att köpen påverkade utvecklingen i önskad riktning, storleksordningen var svår att uppskatta. En direktionsledamot var direkt tveksam till effektanalysen, eftersom den svenska kontexten skiljde sig från de internationella förhållandena.<sup>47</sup>

### *Det penningpolitiska genomslaget bedömdes regelbundet inför nya köp*

Granskningen visar att Riksbanken fokuserade på att analysera vilka effekter tillgångsköpen kunde få på finansiella variabler. Från och med 2016 analyserades det förväntade penningpolitiska genomslaget inför varje penningpolitiskt möte. Det hade vid det här laget byggts upp en tydligare struktur för beredningen av tillgångsköpen inom OKV-programmet. Av tabell 1 framgår de bedömningar som gjordes inför besluten att köpa ytterligare tillgångar.

<sup>44</sup> Riksbanken, *Sammanfattning av köp av statsobligationer*, 2015 och Riksbanken, *Kappa: Kompletterande penningpolitiska åtgärder*, 2015.

<sup>45</sup> Några teoretiska utgångspunkter för tillgångsköp redogjordes för i en publikation om penning- och valutapolitik. Där diskuterar De Graeve och Lindé (2015) bland annat potentiella skillnader i effekter mellan USA och Europa.

<sup>46</sup> Intervjuer med tjänstepersoner.

<sup>47</sup> Intervjuer med direktionsledamöter och tjänstepersoner.

**Tabell 1 Urval av bedömningar av det penningpolitiska genomslaget för ytterligare köp av statsobligationer 2016–2019**

Månad och år	Nominella statsobligationer		Reala statsobligationer	
	Volym	Penningpolitiskt genomslag	Volym	Penningpolitiskt genomslag
Februari 2016	30	Gul	30	Grön
April 2016	40	Gul	40	Grön
December 2016	25	Gul	25	Grön
April 2017	10	Röd/gul	15	Gul
December 2017	-	Röd/gul	-	Gul

Anm.: Kursiverade datum indikerar beslut om återinvesteringar. Färgskalan illustrerade tjänstepersonernas bedömning av respektive åtgärd. Grönt innebar fullt penningpolitiskt genomslag. Gult innebar försämrat genomslag. Rött innebar litet genomslag.

Källa: Riksbanken.

Statsobligationsköpen bedömdes i underlagen ha ett försämrat och avtagande penningpolitiskt genomslag. En begränsande faktor var Riksgäldens repofacilitet<sup>48</sup> som hindrade statsobligationsräntorna från att sjunka ytterligare.<sup>49</sup> Riksbanken bedömde att det fanns möjligheter att via signaleringskanalen få statsobligationsräntorna att sjunka.

När Riksbanken utökade värdepappersköpen under 2020 för att stimulera inflationen, gjordes liknande bedömningar av det potentiella genomslaget på ränteläget. Tjänstepersonernas övergripande bedömning var att det fanns möjligheter att åstadkomma ett lägre ränteläge i ekonomin, men att de var relativt begränsade under 2020.<sup>50</sup> I tabell 2 sammanfattas bedömningarna.

**Tabell 2 Möjligt genomslag på räntor av ytterligare köp av olika värdepapper 2020**

Månad och år	Statsobligationer	Säkerställda obligationer	Kommunobligationer	Företagsobligationer
Juni 2020	Möjligheter att pressa ned räntan ytterligare finns, men är begränsade.	Möjligt att pressa ned räntan något. Ränteskillnad gentemot statsobligationsräntan tillbaka till normala nivåer.	Nivåerna lägre än för säkerställda obligationer. Ingen tydlig bedömning.	Möjligheter att pressa ned skillnaden gentemot statspappersräntor finns.
November 2020	Begränsade möjligheter.	0,2 (långa)	0,45	0,5

Anm.: För november 2020 anges möjligt genomslag i procentenheter.

Källa: Riksbanken.

Tjänstepersonernas bedömning var fortsatt att Riksgäldens repofacilitet begränsade hur mycket statsobligationsräntorna kunde sjunka. Analysen visade

<sup>48</sup> Riksgälden erbjuder återförsäljarna på statsobligationsmarknaden kortfristiga lån mot säkerhet som ett sätt att säkerställa att marknaden fungerar väl, en så kallad repofacilitet. Räntan för repofaciliteten låg 40 räntepunkter under styrräntan och det finns inte några volymbegränsningar.

<sup>49</sup> Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i april*, 2016.

<sup>50</sup> Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR juli*, 2020; Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR september*, 2020; Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR november*, 2020.



att det fanns ett större utrymme att sänka ränteläget för kommunobligationer och företagsobligationer.<sup>51</sup>

I underlaget diskuterades även vilken realekonomisk stimulans en sänkning av det allmänna ränteläget kunde få. Bedömningen var att transmissionen var svagare än normalt, eftersom pandemin medfört åtgärder som begränsade viss konsumtion. Utökade köp beskrevs kunna vara en försäkring mot att räntorna steg när ekonomin testades av en andra smittspridningsvåg, inför novemberbeslutet. Vidare kunde köpen motverka en eventuell växelkursförstärkning som ECB:s utökade åtgärder riskerade att medföra.<sup>52</sup>

### *Förutsättningarna att köpa andra värdepapper än statsobligationer analyserades under första perioden*

Under första perioden undersöktes förutsättningarna att köpa andra värdepapper än nominella statsobligationer. Riksbanken kartlade förutsättningarna att köpa statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer och företagsobligationer. Kartläggningen tog inte ställning till lämplighet, penningpolitisk effekt eller sideeffekter för olika värdepapper i underlaget. Det förekommer dock mycket översiktliga bedömningar av penningpolitisk effektivitet för några sorters obligationer. Analysen fokuserar på förutsättningarna på olika obligationsmarknader samt rättsliga hinder för att köpa vissa värdepapper.<sup>53</sup> Det förväntade penningpolitiska genomslaget av olika värdepapper bedömdes därefter regelbundet under 2016–2019.<sup>54</sup> Vi har inte sett några kvantifierade uppskattningar av förväntade effekter på tillväxten och inflationen från köp av andra sorters värdepapper.<sup>55</sup>

### **3.1.2 Det dröjde innan effekterna på tillväxt och inflation utvärderades**

Vår granskning visar att det tog tid innan metoder för att utvärdera tillgångsköpens effekter på tillväxt och inflation utvecklades. Riksbankens utvärdering och uppföljning av köpen fokuserade på finansiella variabler. Att följa upp tillgångsköpens effekter på tillväxt och inflation var inte en enkel uppgift, då det inte fanns utarbetade metoder eller modeller för att göra detta. Detta var inte heller ett arbete som prioriterades av direktionen eller avdelningsledningen.

Under första perioden dröjde det lång tid innan nya effektanalyser gjordes av statsobligationsköpens påverkan på tillväxt och inflation. Riksbanken analyserade olika aspekter av tillgångsköpens potentiella påverkan, till exempel hur löptiden för Riksbankens köp påverkade den penningpolitiska effekten.<sup>56</sup>

<sup>51</sup> Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR november*, 2020.

<sup>52</sup> Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR juli*, 2020; Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR november*, 2020; Riksbanken, *Stor-PBG 2*, 2020c.

<sup>53</sup> Riksbanken, *Kan Riksbanken köpa andra värdepapper än nominella statsobligationer?*, 2015.

<sup>54</sup> Detta gjordes i promemoriorna penningpolitiska alternativ på samma sätt som redovisas i tabell 1.

<sup>55</sup> Riksbankens svar på Riksrevisionens kompletterande skriftliga frågor 2023-08-24.

<sup>56</sup> Riksbanken, *Bör Riksbanken köpa kortare eller längre statsobligationer?*, 2015.

Men kvantitativa skattningar över effekterna på inflationen gjordes sporadiskt. Vi har till exempel inte sett några uppdaterade kvantitativa skattningar över hur inflationen förväntades påverkas när köpvolymer utökades snabbt under 2015.<sup>57</sup>

I några beslutsunderlag under 2016 förekommer det kvantitativa skattningar av vilken effekt ytterligare köp av statsobligationer får på inflationen. Det understryks dock att osäkerheten kring de bedömda effekterna är stor.<sup>58</sup> År 2017 började Riksbanken beräkna en skuggränta. Det var på så sätt möjligt att använda befintliga modeller på Riksbanken för att skatta effekterna på inflationen av köp av statsobligationer.<sup>59</sup> En utvärdering publicerades där skuggräntan används för att skatta effekterna på inflationen.<sup>60</sup>

#### **Annonseringseffekter via händelsestudier**

Händelsestudier mäter annonseringseffekter av tillgångsköp, vilket är ett etablerat sätt att uppskatta köpens genomslag på finansiella variabler. Utgångspunkten är att jämföra räntan på obligationen innan och efter att Riksbankens köp annonserades.

#### **Skuggränta**

Metoden går ut på att översätta tillgångsköps effekter på marknadsräntorna till en sänkning av styrräntan. På så sätt kan tillgångsköps effekter översättas till en styrräntesänkning och användas i modellsammanhang.

Skuggräntan exemplifierar svårigheterna som är förknippade med att utvärdera tillgångsköpen. Metoden innebär att sänkta långa räntor översätts till en styrränteförändring. Eftersom transmissionsmekanismen i vissa delar fungerar annorlunda vid tillgångsköp finns det risk att skattningar med hjälp av skuggräntan ger missvisande resultat om effekterna. Till exempel påverkas inte hushåll och företag på samma sätt av förändringar i långa marknadsräntor, eftersom de i huvudsak har korta bindningstider på sina lån (se avsnitt 4.1.3). Metoden riskerar därför att leda till en överskattning av tillgångsköps effekter på ekonomin och inflationen när den används i Riksbankens modeller. En liknande bedömning gjorde en direktionsledamot vid en intervju.<sup>61</sup>

Riksbanken har publicerat flera utvärderingar av tillgångsköps effekter för båda perioderna.<sup>62</sup> En del är händelsestudier som analyserar annonserings-

<sup>57</sup> Den första effektanalysen utgick från statsobligationsköp för 100 miljarder kronor. Vid utgången av 2015 hade Riksbanken beslutat att köpa statsobligationer för det dubbla.

<sup>58</sup> Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i februari*, 2016 och Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i april*, 2016.

<sup>59</sup> Se exempelvis Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i april*, 2017.

<sup>60</sup> De Rezende och Ristiniemi, *A shadow rate without a lower bound constraint*, 2018.

<sup>61</sup> Intervju med direktionsledamot 2023-08-29.

<sup>62</sup> Se även Emanuelsson, Andersson och Vasi, *Riksbankens köp av säkerställda obligationer och genomslaget på bolåneräntorna*, 2022 och Laséen, *Central bank asset purchases: Insights from quantitative easing auctions of government bonds*, 2023.

effekter.<sup>63</sup> Några studerar effekterna på tillväxt och inflation.<sup>64</sup> I slutet av 2022 publicerade Riksbanken en samlad utvärdering av samtliga värdepappersköp.<sup>65</sup>

### *Modellutveckling prioriterades inte*

Riksbanken hade inledningsvis inte några utvecklade modeller eller metoder för att skatta tillgångsköps effekter på tillväxten och inflationen, eftersom det var ett nytt och utforskat penningpolitiskt verktyg. Modeller anpassade till små öppna ekonomier hade inte utvecklats av andra centralbanker eller inom akademien. Att ta fram pålitliga sådana var en svår och resurskrävande uppgift. I våra intervjuer beskrivs att Riksbanken internationellt sett är en liten centralbank och att det inte funnits tillräckliga resurser för att utveckla och anpassa modeller så att tillgångsköps effekter kunde studeras.<sup>66</sup>

Den första modellen som var anpassad för att skatta effekterna av tillgångsköp i en liten öppen ekonomi publicerades 2021. Ett arbete med att utveckla metoderna och modellerna för att studera tillgångsköps effekter pågick 2017–2018. Samtidigt avslutades nettoköpen och strategin övergick till att låta innehavet upprätthållas för att sedan få förfalla successivt. Direktionen och avdelningsledningen valde då att prioritera annat framför arbetet med att utveckla metoder och modeller för att utvärdera tillgångsköpen. Antalet medarbetare som arbetade med modeller minskade under perioden.<sup>67</sup> En anledning var att perioden av tillgångsköp betraktades vara över och att det därför inte var motiverat att lägga ned så mycket resurser som krävdes, särskilt eftersom det ändå inte var säkert att det var möjligt att ta fram tillförlitliga modeller. När Riksbanken återigen köpte värdepapper under 2020, intensifierades arbetet med att utvärdera effekterna.<sup>68</sup>

### **3.1.3 Statsobligationsköps effekter följdes upp regelbundet under första perioden**

Vår granskning visar att Riksbanken regelbundet följde upp tillgångsköps effekter på finansiella förhållanden. Denna uppföljning utgjorde ett viktigt underlag under 2015 när statsobligationsköpen utökades successivt. Under den andra perioden följdes köpens effekter delvis upp genom att följa utvecklingen på obligationsmarknaderna, men uppföljningen fokuserade på praktiska aspekter av värdepappersköpen.

<sup>63</sup> De Rezende, Kjellberg och Tysklind, *Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp*, 2015; Melander, *Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2017*, 2021; Gustafsson, *En händelsestudie av värdepappersköps effekter på finansiella priser under pandemin*, 2022.

<sup>64</sup> De Rezende och Ristiniemi, *A shadow rate without a lower bound constraint*, 2018; Akkaya m.fl., *Effects of foreign and domestic central bank government bond purchases in a small open economy DSGE model*, 2023; Akkaya m.fl., *The macroeconomic effects of Riksbank asset purchases during the pandemic: simulations using a DSGE model*, 2023.

<sup>65</sup> Andersson, Beechey Österholm och Gustafsson, *Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022*, 2022.

<sup>66</sup> Intervjuer med tjänstepersoner och direktionsledamöter.

<sup>67</sup> Riksbanken, *A review of the monetary policy department of the Riksbank*, 2022.

<sup>68</sup> Intervjuer med tjänstepersoner och direktionsledamöter.

Effektanalysen inför beslutet i februari 2015 förblev en utgångspunkt för de efterföljande besluten att utöka köpen under 2015–2019. Riksbanken följde regelbundet upp statsobligationsköpen och det var ett viktigt underlag under perioden när köpens omfattning successivt ökade. Strukturen för uppföljningen utvecklades över tid, i takt med att erfarenheterna och kunskapen om det nya penningpolitiska instrumentet ökade. Riksbanken gjorde senare under första perioden regelbundna uppföljningar och bedömningar av köpens penningpolitiska genomslag.<sup>69</sup>

Riksbanken följde upp utvecklingen av finansiella förhållanden för att se om statsobligationsköpen i ett senare skede kunde påverka tillväxt och inflation. Utvecklingen av statsobligationsräntorna, ränteskillnaden mot Tyskland och kronans växelkurs följdes upp. Vid de första köptillfällena följdes utvecklingen på nära håll.<sup>70</sup> Riksbanken följde även utländska investerarens innehav av svenska statsobligationer och andra värdepapper under första perioden. Utvecklingen av penningmängden följdes upp vid enstaka tillfällen<sup>71</sup> och Riksbankens köptakt jämfördes med ECB:s.<sup>72</sup>

### 3.1.4 Tillgångsköpen i början av pandemin föregicks av intensiv krishantering och byggde på tidigare analyser

Det inledande rambeslutet om värdepappersköp för 300 miljarder kronor fattades i ett läge där det var angeläget att agera snabbt och kraftfullt. Beslutet bereddes därmed inte enligt den penningpolitiska beslutsprocessen, men det fanns kunskaper från tidigare analyser av olika värdepappersköp.

Riksbankens krishantering inleddes i mars 2020. Direktionen och avdelningarna hade ett antal krishanteringsmöten varje dag. Smittspridningen och utvecklingen på de finansiella marknaderna och i realekonomin följdes på nära håll, samtidigt som Riksbanken förberedde flera åtgärder. Köp av andra värdepapper än statsobligationer hade analyserats och beretts under den första perioden. Det fanns kunskaper och underlag som bidrog till att åtgärderna snabbt kunde sjösättas.<sup>73</sup>

Företagsobligationsköpen inleddes först i september, eftersom det fanns praktiska och rättsliga hinder. Att Riksbanken köpte så stora mängder av privata värdepapper, som de tidigare undvikit på grund av de medföljande

<sup>69</sup> Till exempel i promemoriorna penningpolitiska alternativ och Riksbanken, *Presentationer Stor PBG 2 inför februari*, 2016; Riksbanken, *Indikatorer för löpande OKV-uppföljning*, 2018a; Riksbanken, *Indikatorer för löpande OKV-uppföljning*, 2018b.

<sup>70</sup> Riksbanken, *Reaktioner på PPR feb*, 2015; Riksbanken, *Uppföljning och beredning av OKV*, 2015a; Riksbanken, *Uppföljning och beredning av OKV*, 2015b; Riksbanken, *Uppföljning och beredning av OKV, "fas 3"*, 2015; Riksbanken, *Policydiskussion om olika alternativ*, 2015.

<sup>71</sup> Riksbanken, *Presentationer Stor PBG 2 inför februari*, 2016 och Riksbanken, *Presentationer stor-PBG2 inför april*, 2016.

<sup>72</sup> Riksbanken, *Presentationer Stor PBG 2 inför oktober*, 2015; Riksbanken, *Presentationer Stor PBG 2 inför april*, 2016; Riksbanken, *Stor PBG 2 PPR december*, 2017; Riksbanken, *Avstämningsmöte: makroekonomisk prognos*, 2015a.

<sup>73</sup> Riksbankens svar på Riksrevisionens skriftliga frågor 2023-05-24; Riksbanken, *Den penningpolitiska verktygslådan*, 2019; Riksbanken, *Den penningpolitiska verktygslådan – en inledande avrapportering*, 2019; Riksbanken, *Fortsatt diskussion om verktygslådan*, 2020.

riskerna, var delvis en konsekvens av att Riksbankens redan stora innehav begränsade möjligheterna att köpa mer statsobligationer.

Det är inte tydligt varför köpramen för värdepappersköpen fastställdes till just 300 miljarder kronor. Vi har i våra intervjuer frågat både direktionsledamöter och tjänstepersoner vilka faktorer som var avgörande, då det inte finns någon dokumentation som beskriver detta. En utgångspunkt var att det var viktigt att värdepappersköpen var av en storlek som gav en ordentlig effekt på räntorna samtidigt som det skickade starka och lugnande signaler till marknaderna.<sup>74</sup> Ett angreppssätt för att hitta en lämplig nivå var att utgå från hur stora program de större centralbankerna förväntades annonsera.<sup>75</sup>

## 3.2 Risker för sidoeffekter identifierades, men följdes inte upp tillräckligt noga

Vår granskning visar att Riksbanken analyserade och identifierade riskerna med köp av olika sorters värdepapper, inför beslut om köp. Riksbanken följde upp eventuella sidoeffekter av statsobligationsköpen under första perioden. Konsekvenserna och sidoeffekterna av Riksbankens köp av privata värdepapper följdes däremot inte upp systematiskt, när dessa köptes under andra perioden.

### 3.2.1 Riksbanken analyserade löpande konsekvenser av statsobligationsköp

Vår granskning visar att Riksbanken har analyserat vilka negativa konsekvenser statsobligationsköpen kunde medföra under första perioden. Det fanns en medvetenhet på myndigheten om andra tänkbara sidoeffekter av köpen.

Inför det första beslutet 2015 identifierades ett antal risker, men de bedömdes vara hanterbara.<sup>76</sup> Vår bild är att Riksbanken under den första perioden lade vikt vid att det inte uppstod allvarliga störningar på statsobligationsmarknaden, när köpen successivt utökades. Riksbanken följde utvecklingen av statsobligationsmarknadens funktionssätt, för att se att tillgångsköpens negativa påverkan inte blev för stor. Det handlade om att köpen inte skulle påverka Riksgäldens möjlighet att emittera statsobligationer och finansiera statens verksamhet på ett betydelsefullt sätt.

En löpande dialog med marknadsaktörer fördes. Ett informationsutbyte med Riksgälden skedde fyra gånger per år rörande Riksbankens köp och marknadens funktion. Riksbanken följde utvecklingen av likviditeten på statsobligationsmarknaden. När statsobligationsköpen översteg 150 miljarder kronor

<sup>74</sup> Intervjuer med direktionsledamöter.

<sup>75</sup> Intervjuer med tjänstepersoner.

<sup>76</sup> Riksbanken, *Beredning av okonventionella åtgärder inför PPR februari 2015*, 2014; Riksbanken, *Sammanfattning av köp av statsobligationer*, 2015, Riksbanken, *Kappa: Kompletterande penningpolitiska åtgärder*, 2015.

initierades en utökad bevakning, bland annat genom löpande kontakt med Riksgälden och med Riksbankens penningpolitiska motparter.<sup>77</sup>

Inledningsvis bedömde tjänstepersonerna att den övre gränsen för hur mycket statsobligationer Riksbanken kunde köpa var 100 miljarder kronor, men den uppdaterades senare. Bedömningen baserades i huvudsak på att ytterligare köp inte skulle påverka marknadens funktionssätt på ett allvarligt sätt.<sup>78</sup>

Risker med att utöka statsobligationsköpen ytterligare bedömdes regelbundet inför besluten under 2015–2018. Konsekvensbedömningen gjordes bland annat utifrån finansiella stabilitetsrisker. Riskerna för den finansiella stabiliteten bedömdes i huvudsak utifrån marknadens funktionssätt. Det handlade främst om hur marknadslikviditeten påverkades av ytterligare köp. Övriga risker handlade om risker för Riksbankens balansräkning, anseende eller rättsliga risker, till exempel att bryta mot reglerna mot monetär finansiering.<sup>79</sup>

I tabell 3 sammanfattas de riskbedömningar som gjordes inför beslut om att köpa ytterligare statsobligationer under 2016–2017.

**Tabell 3 Bedömningar av risker inför ytterligare köp av statsobligationer 2015–2019**

Månad och år	Nominella statsobligationer		Reala statsobligationer	
	Stabilitetsrisker	Övriga risker	Stabilitetsrisker	Övriga risker
<i>Februari 2016</i>	Gul	Gul	Grön	Gul
April 2016	Gul	Gul	Grön	Gul
December 2016	Gul	Röd/gul	Grön	Gul
April 2017	Gul	Röd/gul	Grön	Gul
<i>December 2017</i>	Gul	Röd/gul	Gul	Röd/gul

Anm.: Kursiverade datum indikerar beslut om återinvesteringar. Färgskalan illustrerade tjänstepersonernas bedömning av respektive åtgärd. Grönt innebar begränsad risk. Gult innebar förhöjd risk/osäkerhet. Rött innebar att åtgärden borde undvikas.

Källa: Riksbanken

<sup>77</sup> Intervjuer med tjänstepersoner och Riksbanken, *Den övre gränsen för statsobligationsköp*, 2015; Riksbanken, *Presentationer stor PBG 2 inför februari*, 2016; Riksbanken, *Indikatorer för löpande OKV-uppföljning*, 2018a; Riksbanken, *Indikatorer för löpande OKV-uppföljning*, 2018b; Riksbanken, *Presentationer stor-PBG 2 inför april*, 2016; Riksbanken, *Ett utökad obligationsprogram*, 2015.

<sup>78</sup> Riksbanken, *Den övre gränsen för statsobligationsköp*, 2015 och Riksbanken, *Sammanfattning av köp av statsobligationer*, 2015.

<sup>79</sup> Monetär finansiering är när en centralbank permanent finansierar hela eller delar av statens budgetunderskott med nyskapade pengar (se Konjunkturinstitutet, 2021). Monetär finansiering blev förbjudet i och med inträdet i EU (se prop. 1994/95:150 bil. 7 s. 101 och prop. 1997/98:40). Riksbanken får därför inte bevilja kredit eller förvärva skuldförbindelser, bl.a. statsobligationer, direkt från offentliga organ, enligt 8 kap. 1 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank. Det följer också av nya riksbankslagen, enligt 1 kap. 6 § lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank. Statsobligationsköp görs därför på andrahandsmarknaden, men det har under köpperioden uppstått frågor om vilka gränser som finns för köp på andrahandsmarknaden. Frågan om tillgångsköp har inneburit monetär finansiering har prövats i EU-domstolens dom den 11 december 2018, Weiss m.fl., C-493/17, EU:C:2018:1000. Riksbankens målsättning är att de inte ska inneha mer än 50 procent av den totala utestående stocken av statspapper. Samma målsättning gäller för andra offentliga utgivare. Mejl från företrädare för Riksbanken 2023-09-20.

Som framgår av tabellen bedömdes det finnas en förhöjd risk och/eller osäkerhet med att köpa ytterligare nominella statsobligationer under 2016–2017. Därutöver bedömdes de övriga riskerna vara än större från december 2016 och framåt. Stabilitetsriskerna handlade om statsobligationsköpens påverkan på marknadens funktionssätt. Riskerna bedömdes inte vara så allvarliga att Riksbanken behövde avstå från köp, enligt underlagen. Eftersom den nominella statsskulden bedömdes som viktigast för statens upplåningskostnader bedömdes stabilitetsriskerna vara mindre med köp av reala statsobligationer.<sup>80</sup> Riksbanken fortsatte att följa upp funktionen på statsobligationsmarknaden även efter att nettoköpen avslutats. Bedömningen av följd effekter kvarstod inför att direktionen beslutade om att köpa ytterligare statsobligationer våren 2020.<sup>81</sup>

Flera i direktionen la begränsad vikt vid att statsobligationsmarknaden fungerade sämre, enligt våra intervjuer. Flera beskrev att deras uppgift är att bedriva penningpolitik och att det var en acceptabel konsekvens att marknaden fungerade sämre, så länge det inte utgjorde en för stor risk för den finansiella stabiliteten eller statens möjligheter att låna.<sup>82</sup>

### *Direktionen var medveten om riskerna för andra sidoeffekter, även om dessa inte analyserades noga*

Vår granskning visar att direktionen har varit medvetna om risker för olika typer av sidoeffekter under hela perioden för värdepappersköp. Men det finns få dokumenterade analyser som del av det penningpolitiska beslutsunderlaget.

Samtidigt har Riksbanken under perioden varit väl medvetna om vilka risker en okonventionell penningpolitik medför. Direktionen har återkommande påpekat att det låga ränteläget som den samlade okonventionella penningpolitiken bidrog till kunde spå på bostadspriserna och därmed hushållens skuldsättning, samt leda till ett ökat risktagande inom ekonomin.<sup>83</sup> Vi har i granskningen inte sett att sådana analyser har fått stort utrymme i det penningpolitiska beslutsunderlaget. Det förekommer sporadiska anmärkningar i underlagen om att en okonventionell penningpolitik (både negativ ränta och köp av tillgångar) kan medföra risker för ett överdrivet risktagande i jakt på avkastning och bidra till uppbyggnaden av tillgångsbubblor.<sup>84</sup>

### **3.2.2 Konsekvenserna av köp av andra värdepapper än statsobligationer följdes inte upp systematiskt**

Granskningen visar att Riksbanken inte följde upp konsekvenserna på ett systematiskt sätt när de köpte andra värdepapper än statsobligationer under 2020–

<sup>80</sup> Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i december, 2016* och Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i december, 2017*.

<sup>81</sup> Riksbanken, *Uppföljning av statsobligationsmarknaden, 2019* och Riksbanken, *Fortsatt diskussion om verktygslådan, 2020*.

<sup>82</sup> Intervjuer med direktionsledamöter.

<sup>83</sup> Se penningpolitiska protokoll 2015–2017 och Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken, 2015*.

<sup>84</sup> Riksbanken, *Policydiskussion om olika alternativ, 2015*.

2021. Även om riskerna redan hade identifierats var analysen av dessa inför att köpen utökades under 2020 begränsad.

Värdepappersköpens potentiella sidoeffekter har endast berörts på ett översiktligt sätt i beslutsunderlagen inför att ramen utökades 2020. Riksbanken hade identifierat risker och gjorde riskbedömningar av konsekvenserna av att köpa andra värdepapper än statsobligationer under den första perioden. Det fanns således redan viss kunskap och insikter om vilka konsekvenser köp av privata värdepapper kunde medföra. Men en systematisk riskbedömning av sidoeffekterna inför att köpen utökades gjordes inte under andra perioden. Riksbanken följde inte heller upp värdepappersköpen på ett systematiskt sätt under 2020–2021. Detta trots att Riksbanken tidigare bedömt att riskerna för negativa följd effekter av att köpa privata värdepapper (säkerställda obligationer och företagsobligationer) var större än vid köp av statsobligationer.

Det fördes dock diskussioner om potentiella sidoeffekter av köpen, framför allt gällande den ökade ränte- och kreditrisken.<sup>85</sup> Riksbanken bildade olika arbetsgrupper för att hantera frågor om värdepappersköpen under denna period, men de följde inte upp vilka sidoeffekter och konsekvenser köpen hade.<sup>86</sup>

Risken för negativa sidoeffekter av omfattande värdepappersköp beskrivs översiktligt i underlagen 2020. Det förekommer bedömningar av riskerna för sidoeffekter, men det finns inte några dokumenterade analyser i underlagen. Det lyftes att det kan finnas sidoeffekter av omfattande tillgångsköp, till exempel sämre fungerande obligationsmarknader. Det lyftes även att det skulle kunna uppfattas som att Riksbanken vill påverka relativpriser för säkerställda obligationer och balansräkningsrisker (se vidare avsnitt 3.4). En annan konsekvens av omfattande värdepappersköp beskrivs vara att ett större innehav minskar möjligheten att köpa tillgångar i nästa kris. Rådet var därför att köptakten borde dras ned när riskerna i ekonomin minskat. I underlagen fokuseras analysen snarare på praktiska och rättsliga hinder för att köpa ytterligare värdepapper. Till exempel var förutsättningarna för att köpa företagsobligationer inte på plats under första halvan av 2020 och Riksbanken riskerade att bryta mot reglerna för monetär finansiering om de köpte större mängder statsobligationer.<sup>87</sup>

### *Riskerna identifierades under den första perioden*

Att köpa säkerställda obligationer bedömdes utgöra en risk för den finansiella stabiliteten under första perioden. Den huvudsakliga anledningen var att köp av säkerställda obligationer kan leda till lägre bolåneräntor för hushållen och därmed bidra till högre huspriser och en högre skuldsättning. Tjänstepersonerna såg också en risk att Riksbanken skulle skicka signaler om att myndigheten inte

<sup>85</sup> Riksbankens svar på Riksrevisionens skriftliga frågor 2023-05-24.

<sup>86</sup> Telefonsamtal med företrädare för Riksbanken 2023-09-25 och Riksbankens svar på Riksrevisionens skriftliga frågor 2023-08-16.

<sup>87</sup> Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR juli*, 2020; Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR september*, 2020; Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR november*, 2020; Riksbanken, *Stor-PBG 2*, 2020a; Riksbanken, *Stor-PBG 2*, 2020b; Riksbanken, *Stor-PBG 2*, 2020c.



tar tillräckligt allvarligt på riskerna med hushållens skuldsättning. Bedömningen ändrades inte under första perioden. I januari 2020 ändrades bedömningen av stabilitetsrisker vid köp av säkerställda obligationer från avrådan till att vara en tänkbar möjlighet i ett makroekonomiskt scenario med svagare ekonomisk utveckling i omvärlden och med kris på den svenska bostadsmarknaden.<sup>88</sup> Köp av företagsobligationer bedömdes vara förknippat med stabilitetsrisker och vissa övriga risker under första perioden. Samtidigt bedömdes effekterna av köpen vara osäkra. Eftersom den största gruppen av emittenter var svenska fastighetsbolag, skulle köp av dessa obligationer också kunna påverka priser på fastigheter.<sup>89</sup> Köp av kommunobligationer bedömdes inte utgöra en risk för sidoeffekter. Men det bedömdes inte vara förenligt med förbudet mot monetär finansiering, då Riksbanken inte kunde säkerställa att någon återförsäljare köpte obligationen från Kommuninvest för direkt vidareleverans till Riksbanken.<sup>90</sup> Kommuninvest valde under pandemin att ändra sitt emissionsförfarande, vilket möjliggjorde för Riksbanken att köpa deras obligationer utan att riskera att bryta mot förbudet om monetär finansiering.

### 3.3 Alternativa åtgärder undersöktes

Vår granskning visar att Riksbanken undersökte vilka alternativ som fanns för att göra penningpolitiken mer expansiv innan tillgångar köptes. Riksbankens beredning av andra åtgärder än styrrentan har utvecklats under granskningsperioden, men beredningen av tillgångsköp hölls länge utanför den ordinarie processen.

#### 3.3.1 Alternativa åtgärder för att göra penningpolitiken mer expansiv undersöktes

Riksbanken undersökte olika alternativ utöver statsobligationsköpen för att göra penningpolitiken mer expansiv i början av 2015. Det handlade om sänkt styrrenta, köp av andra värdepapper, lån till företag via banker och valutainerventioner. Dessa åtgärders förväntade effekt på realekonomin och inflationen skattades och åtgärderna jämfördes sinsemellan, inför första beslutet.<sup>91</sup> Som med statsobligationsköpen gjordes regelbundna bedömningar av åtgärdernas förväntade penningpolitiska genomslag och riskerna för sidoeffekter.<sup>92</sup>

Riksbanken fortsatte att analysera de alternativ som fanns till hands inför besluten att utöka tillgångsköpsprogrammet 2020. Flera åtgärder lanserades och analysen fokuserade på vilka förutsättningar det fanns för att utöka dessa.

<sup>88</sup> Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i februari*, 2016 och Riksbanken, *Fortsatt diskussion om verktygslådan*, 2020.

<sup>89</sup> Riksbanken, *Kan Riksbanken köpa andra värdepapper än nominella statsobligationer?*, 2015.

<sup>90</sup> Riksbanken, *Legala och operationella förutsättningar för köp av obligationer emitterade av Kommuninvest*, 2016.

<sup>91</sup> Riksbanken, *Kappa: Kompletterande penningpolitiska åtgärder*, 2015 och Riksbanken, *Beredning av okonventionella åtgärder inför PPR februari 2015*, 2014.

<sup>92</sup> Bedömningar sammanställdes i underlagen ”Penningpolitiska alternativ” 2016–2017.

Vi har dock sett att sådana riskbedömningar inte var dokumenterade på samma strukturerade sätt under 2020 som under den första perioden. Bedömningarna handlade om faktorer som kan begränsa åtgärdens penningpolitiska genomslag och praktiska hinder. De sidoeffekter som identifierats med olika åtgärder fanns inte dokumenterade på ett systematiskt sätt, vilket var fallet under 2015–2019. Det förekommer vissa resonemang om olika risker med olika alternativa åtgärder.

#### *Tydligare beskrivningar av problembilden och åtgärder 2020*

Granskningen visar att det har blivit tydligare i beslutsunderlagen hur olika penningpolitiska åtgärder kopplats samman med olika typer av problem. Alternativa scenarion och åtgärder kopplades samman i analysen under 2020. Detta gjorde det tydligt vilka åtgärder som ansågs lämpliga och kunde förväntas vara effektiva utifrån vilket penningpolitiskt problem som avsågs att lösas. Problembilden beskrevs tydligare i underlagen under 2020, vilket hade att göra med att pandemin innebar andra typer av utmaningar än de som fanns 2015–2019. Inför novembermötet 2020 beskrevs problemen tydligt liksom scenarier som kopplas till lämpliga penningpolitiska åtgärder. Det handlade då om vilka åtgärder som var lämpliga i tre olika scenarier: kreditåtstramningar, spridningseffekter från ECB:s åtgärder, samt försämrade konjunkturutsikter.<sup>93</sup>

### 3.4 Riksbanken beräknade kostnaderna för tillgångsköpen

Vår granskning visar att Riksbanken regelbundet har beräknat vilka kostnader tillgångsköpen kunde leda till. Det byggdes upp en tydligare struktur för kostnadsberäkningarna under den första perioden av tillgångsköp. I takt med att obligationsinnehavet växte strukturerades kostnadsanalyserna och gjordes regelbundet inför beslut om utökade köp. Under 2020 var också analyser av hur Riksbankens finansiella risk påverkades av att tillgångsköpsprogrammet utökades en del av det penningpolitiska beslutsunderlaget.

#### **3.4.1 Riksbanken har räknat på kostnaderna från början**

Riksbanken har regelbundet beräknat vilka kostnader tillgångsköpen skulle kunna medföra, inför besluten att köpa tillgångar. Riksbanken gjorde också känslighetsanalyser för beräkningarna, utifrån olika scenarier för styrräntans framtida nivå. Det har således funnits en medvetenhet från början om att tillgångsköpen skulle medföra kostnader.

<sup>93</sup> Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR juli, 2020*; Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR september, 2020*; Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR november, 2020*.

**Förväntat resultat**

Riksbanken finansierar värdepappersinnehavet genom ökad inlåning från bankerna. Det uppstår en finansieringskostnad för värdepappersinnehavet, eftersom bankerna erhåller ränta på inlåningen. Räntekostnaden är rörlig och styrs av nivån på styrräntan. Riksbanken erhåller också avkastning i form av ränteintäkter från värdepappersinnehavet. Avkastningen från värdepappersinnehavet är känd när värdepappret köps, om det hålls till förfall. Om Riksbankens värdepappersköp i slutänden blir en vinstaffär eller förlustaffär beror på hur styrräntan utvecklas under värdepappersinnehavets löptid. Eftersom värdepapper köptes för att få inflationen att stiga och därmed sannolikt skulle pågå tills att inflationen återgått till målet, var det på förhand känt att köpen skulle medföra kostnader. När inflationen stiger höjs också styrräntan, och därmed ökar finansieringskostnaden.

Kostnadsberäkningarna visar kostnaden för att finansiera innehavet av obligationer och hur denna förväntades utvecklas tills att obligationsinnehavet förföll.<sup>94</sup> I beräkningarna antogs att obligationerna skulle hållas till förfall, vilket innebar att avkastningen var känd på förhand. Räntekostnaderna beräknades utifrån den senaste prognosen över räntebanan och ett antagande om styrräntans utveckling på längre sikt.<sup>95</sup> Kostnadsberäkningarna presenterades ofta för direktionen tillsammans med det penningpolitiska beslutsunderlaget.<sup>96</sup>

Av diagram 2 framgår de förväntade resultaten för köpen över tid; negativa tal innebär en förlust. Riksbanken beräknade regelbundet kostnaderna. Ett par direktionsledamöter beskrev i våra intervjuer att kostnaderna som framgick av underlagen var ett rimligt pris att betala för att få inflationen att återgå till målet.<sup>97</sup>

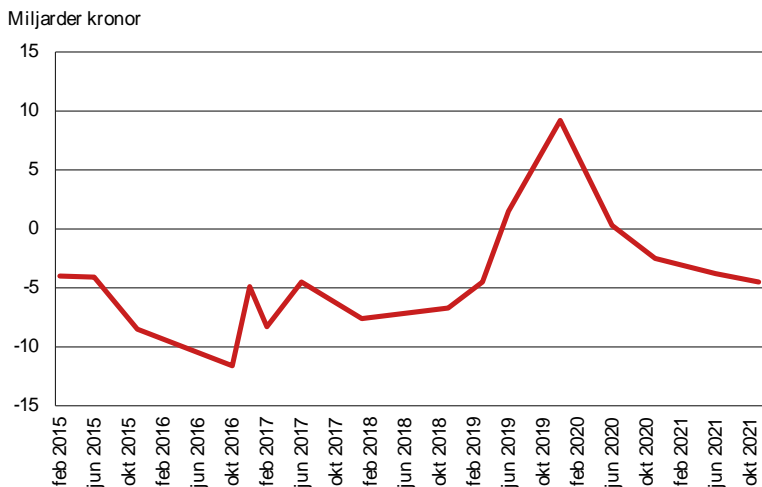
<sup>94</sup> Riksbanken, *Sammanfattning av köp av statsobligationer*, 2015; Riksbanken, *Resultateffekter av statspappersköpen*, 2017; Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, 2020.

<sup>95</sup> Beräkningar gjordes också baserat på marknads prognoser för räntebanan, men det var beräkningarna baserade på Riksbankens prognos som presenterades för direktionen.

<sup>96</sup> Se exempelvis Riksbanken, *Avstämningsmöte: Makroekonomisk prognos*, 2015b och Riksbanken, *Presentationer stor-PBG 2 inför april*, 2017.

<sup>97</sup> Intervjuerna med direktionsledamöterna.

## Diagram 2 Beräknad förlust av värdepappersköpen



Anm.: De första två markeringsarna utgår ifrån en volym på 100 miljarder kronor, beräkningarna under 2020–2021 utgår ifrån de beslut som gällde köp från mars 2020, i övrigt utgår beräkningarna från existerande volym. Beräkningsantagandena skiljer sig åt; de baseras på förväntad framtida styrränta vid beräkningstillfället.

Källa: Riksbanken.

När Riksbanken köpte värdepapper under 2020 gjordes kostnadsberäkningar inför besluten att utöka köpen i juni och november. När innehavet utökades under 2021 gjorde Riksbanken kostnadsberäkningar inför köpbesluten.<sup>98</sup>

Känslighetsanalyser gjordes i samband med kostnadsberäkningarna. Dessa illustrerade hur mycket kostnaderna skulle öka om styrräntan höjdes i snabbare takt än enligt Riksbankens prognos för styrräntan. Från 2018 användes en standardiserad nivå för känslighetsanalysen. Beräkningen utgick från att styrräntan höjdes med 100 räntepunkter över basscenariot. Standardiseringen gjordes för att storleksordningarna för finansieringskostnaderna och förväntat resultat skulle bli tydligare för direktionen. Dessförinnan varierade ökningstakten och nivån på känslighetsanalysen.<sup>99</sup>

### 3.4.2 Beräkningarna under andra perioden riskerade att underskatta kostnaderna

Granskningen visar att Riksbankens kostnadsberäkningar under andra perioden riskerade att underskatta kostnaderna för tillgångsköpen. För att beräkna kostnaderna på längre sikt än prognosen för styrräntan (som vanligtvis sträcker sig tre år fram i tiden) görs ett beräkningsantagande<sup>100</sup> för styrräntans

<sup>98</sup> Riksbanken, *Obligationsinnehav och effekt på Riksbankens resultat*, 2020; Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, 2020; Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, 2021a; Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, 2021b.

<sup>99</sup> Intervjuer med tjänstepersoner och Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, 2020.

<sup>100</sup> Detta kallas en teknisk framskrivning och används för att kunna göra beräkningar på längre sikt. Framskrivningen är inte en prognos över styrräntan, utan används som ett beräkningsantagande.

utveckling på sikt. Kostnadsberäkningarna utgick från ett beräkningsantagande om att styrräntan inte skulle nå normala nivåer förrän 2038. Därmed underskattades Riksbankens räntekostnader och förväntade förlust. Beräkningarna var dock utformade på så sätt att det var enkelt för direktionen att se hur ytterligare ökning av styrräntan hade påverkat kostnaderna, och en tjänsteperson påpekade att det fanns möjlighet att få beräkningar utifrån andra antaganden om styrräntans framtida utveckling.<sup>101</sup> Det fanns också känslighetsanalyser som visade hur kostnaderna kunde ha utvecklats om styrräntan steg snabbare än i huvudscenariot.

Under 2015–2021 var obligationsräntorna och räntebanan historiskt låga. Den genomsnittliga räntan för en statsobligation med fem års löptid var -0,11 procent. Riksbankens prognos under 2020–2021 var att styrräntan skulle förbli nära 0 de kommande tre åren. Beräkningarna av värdepappersköpens kostnader under andra perioden utgick ifrån att styrräntan skulle ligga kvar på 0 fram till omkring 2024. Beräkningarna utgick från att styrräntan och statsobligationsräntorna bortom räntebanan skulle stiga långsamt och att styrräntan skulle nå en historiskt sett normal nivå (2,5 procent)<sup>102</sup> först år 2038–2039.<sup>103</sup>

Beräkningarna visade att kostnaden för tillgångsköpen som beslutats efter mars 2020 förväntades bli måttlig (mellan en vinst på 0,3 till en förlust på 4,5 miljarder kronor). Detta berodde delvis på att en stor andel av obligationerna skulle förfalla innan styrräntan stigit till vad Riksbanken betraktar som en normal nivå. En sådan styrräntenivå skulle först nås efter cirka 17 år enligt beräkningarna. Enligt känslighetsanalysen skulle samma nivå uppnås efter omkring 10 år (eftersom styrräntan var 100 punkter högre än basscenariot). Känslighetsanalysen inför novemberbeslutet 2020 visade att kostnaderna kunde uppgå till 15 miljarder kronor i ett scenario då styrräntan steg snabbare än i huvudscenariot.<sup>104</sup> Känslighetsanalysen ett år senare visade att kostnaden kunde uppgå till 35 miljarder kronor, vilket speglar att innehavet hade ökat markant under året.<sup>105</sup>

Som en jämförelse höjde Riksbanken styrräntan med 1,5 procentenheter inom ett år när penningpolitiken lades om 2006 respektive 2010. En utgångspunkt för tillgångsköpen – och penningpolitikens expansivitet i stort – är att de ska fortgå till dess att inflationen åtminstone närmar sig inflationsmålet. Det var rimligen svårt att med någon säkerhet bedöma när inflation och obligationsräntor skulle återgå till mer normala nivåer, men att det skulle dröja 17 år kan inte anses som ett rimligt antagande.<sup>106</sup>

<sup>101</sup> Intervjuer med tjänstepersoner.

<sup>102</sup> En normal styrräntenivå ligger i intervallet 2,5–4,0 procent. Se Riksbanken, *Penningpolitisk rapport*, februari, 2017.

<sup>103</sup> Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, 2020; Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, 2021a; Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, 2021b.

<sup>104</sup> Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, 2020.

<sup>105</sup> Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, 2021b.

<sup>106</sup> Se Tucker, *Quantitative easing, monetary policy implementation and the public finances*, 2022.

### 3.4.3 Den finansiella risken analyserades under andra perioden

Utöver finansieringskostnaderna innebär värdepappersköp också att Riksbankens finansiella risk ökar. Eftersom värdepappersinnehavet kan variera i värde kan Riksbankens resultat påverkas av tillfälliga nedskrivningar i värdet. Men om obligationerna hålls till förfall påverkar värdevariationer inte obligationens slutliga avkastning.

#### Finansiell risk

Värdepappersinnehavet kan påverka Riksbankens redovisade resultat eftersom innehavets värde varierar och det finns en asymmetri i Riksbankens redovisning. Innehavet redovisas enligt marknadsvärde, enligt Riksbankens redovisningsprinciper. Om Riksbankens innehav ökar i värde redovisas detta som orealiserade vinster på ett värderingskonto. Detta påverkar inte Riksbankens redovisade resultat. Om innehavet minskar i värde så att värderingskontot blir negativt, redovisas detta som en förlust i Riksbankens resultat, även om förlusten inte har realiserats. Då görs en nedskrivning av obligationen. Om innehavet hålls tills att obligationerna förfaller, kommer variationerna i marknadsvärde ta ut varandra.<sup>107</sup>

Eftersom förlusterna redovisas i Riksbankens resultat påverkar det Riksbankens eget kapital och vinstutdelningen till staten. Ett lågt eller negativt redovisat resultat kan innebära att utdelningen till statskassan minskar eller uteblir.<sup>108</sup> Enligt den nya riksbankslagen ska Riksbanken göra en framställning till riksdagen om att återställa det egna kapitalet, om det blir lägre än en tredjedel av målnivån (60 miljarder kronor).<sup>109</sup> På så sätt kan en värdeminskning av obligationsinnehavet påverka Riksbankens resultat och statens finanser.

Riksbanken gör regelbundet finansiella riskanalyser för sitt innehav av svenska värdepapper. Dessa analyser var däremot inte en återkommande del av de penningpolitiska beslutsunderlagen under 2015–2019. Direktionen har dock blivit informerade om hur ränterisken ökat till följd av statsobligationsköpen. I ett underlag redogjordes för hur statsobligationsköpen förväntades påverka Riksbankens eget kapital och hur ränterisken ökat till följd av köpen.<sup>110</sup> Under 2020 var däremot finansiella riskbedömningar en del av det penningpolitiska beslutsunderlaget inför båda besluten att utöka ramen för tillgångsköpen.<sup>111</sup> Den ökade ränterisken var under 2020 också en viktig del av diskussionen som fördes om värdepappersköpens konsekvenser.<sup>112</sup>

<sup>107</sup> Kjellberg och Åhl, *Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor*, 2022.

<sup>108</sup> Om eget kapital efter överföringar till reservfonden och balanserade vinstmedel överstiger målnivån, ska överskjutande vinstmedel delas ut till staten enligt den nya riksbankslagens vinstutdelningsprincip. 8 kap. 12 § lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank.

<sup>109</sup> 8 kap. 8 och 15 § lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank.

<sup>110</sup> Riksbanken, *Riksbankens eget kapital: Prognoser och scenarier för balansräkningen*, 2015.

<sup>111</sup> Riksbanken, *RIE utlåtande – utökad och förlängt program för köp av värdepapper i penningpolitiskt syfte*, 2020 och Riksbanken, *Riskenhetens utlåtande avseende utökad program för Riksbankens köp av obligationer i penningpolitiskt syfte*, 2020.

<sup>112</sup> Riksbankens svar på Riksrevisionens skriftliga frågor 2023-05-24.

### 3.5 En plan för värdepappersinnehavets utveckling upprättades sent

Vår granskning visar att det när tillgångsköpen inleddes inte fanns någon plan för värdepappersinnehavets utveckling. Direktionen beslutade i slutet av 2017 om en strategi för normalisering av penningpolitiken. I korthet var planen att upprätthålla värdepappersinnehavet tills att de ekonomiska förutsättningarna hade ändrats så att penningpolitiken behövde läggas om till att vara mindre expansiv. Efter att styrrentan gradvis hade höjts skulle innehavet börja avvecklas. På sikt skulle innehavet vara mindre, men inga nivåer angavs. Strategin tog utgångspunkt i hur Federal Reserve System (FED) och ECB tänkte låta innehavet utvecklas.<sup>113</sup> I underlaget analyserades fördelar och nackdelar med att hålla ett stort obligationsinnehav på sikt, samt hur andra centralbanker tänkte agera.<sup>114</sup> Ambitionen var vidare att normaliseringen skulle vara förutsägbar, så att den inte skulle påverka prissättningen på finansiella marknader i någon större utsträckning.<sup>115</sup>

Inga nya strategier beslutades av direktionen under andra perioden.<sup>116</sup> När det blev aktuellt att ta fram en ny strategi för normaliseringen av penningpolitiken analyserades detta på nytt. Några centrala frågeställningar analyserades och olika scenarier för hur och när värdepappersinnehavet kunde minska togs fram. Sidoeffekter av köpen av privata värdepapper diskuterades och olika tänkbara scenarier för avvecklingen beskrevs. Bedömningar av hur allvarliga sidoeffekterna var vägdes in i de olika scenarierna. Sidoeffekterna som diskuterades handlade bland annat om bostadsmarknaden, resursallokering, förmögenhetsfördelning, marknadens funktionssätt, risken för förluster och anseenderisker.<sup>117</sup>

### 3.6 Direktionens motiv har varit tydliga

Vår granskning visar att direktionen har beskrivit vilka motiv som varit viktiga för besluten att köpa tillgångar.

#### 3.6.1 Risker och låga inflationsförväntningar var viktiga motiv första perioden

Vi har granskat de penningpolitiska protokollen för att se vilka faktorer som varit vägledande för direktionens beslut. Ett penningpolitiskt beslut tas med nödvändighet utifrån en samlad bedömning och det kan vara svårt att med någon exakthet urskilja de avgörande faktorerna. Vi har dock identifierat några återkommande teman bland motiven direktionsledamöterna lyfte fram.

<sup>113</sup> Riksbanken, *Penningpolitisk rapport december*, 2017.

<sup>114</sup> Riksbanken, *Riksbankens obligationsinnehav på sikt*, 2017.

<sup>115</sup> Riksbankens svar på Riksrevisionens skriftliga frågor 2023-05-24.

<sup>116</sup> Däremot beskrev Riksbanken hur andra centralbanker gjort i den penningpolitiska rapporten september 2021.

<sup>117</sup> Riksbanken, *Strategier för en mindre expansiv penningpolitik*, 2021.

Direktionen var oenig vid några tillfällen; reservationerna under första perioden återges i bilaga 3, tabell 7.

Direktionen betonade i protokollen att det fanns stora risker för inflationsutsikterna som motiverade den förda penningpolitiken. Det handlade främst om riskerna för att kronan skulle förstärkas, men också om osäkerheter i omvärlden och rörande Riksbankens egna prognoser. Nära kopplat till risken för en starkare krona är ECB:s värdepappersköp, som var ett återkommande motiv. Det fanns enligt våra intervjuer olika syn inom direktionen på hur stort manöverutrymme Riksbanken hade gentemot ECB under perioden. Vissa ansåg att det i princip var uttömt medan någon ansåg att det var ganska betydande. Flertalet ansåg att den långa perioden av låg inflation begränsade utrymmet.<sup>118</sup>

Ett annat centralt tema var att kombinationen av en låg inflation och sjunkande inflationsförväntningar skapade en oro för att förtroendet för inflationsmålet och Riksbanken skulle bli än mer ifrågasatt. Direktionen beskrev återkommande de sjunkande inflationsförväntningarna (på fem års sikt) som en viktig faktor. I våra intervjuer betonades de enskilda måtten på inflationsförväntningarna i mindre utsträckning, det var större fokus på diskussionen om inflationsförväntningarna i samhällsdebatten och i media. Det faktum att trovärdigheten var ifrågasatt beskrevs som ett motiv till att agera, inte bara prata. Ett par ledamöter beskrev att det var viktigt att visa handlingskraft.<sup>119</sup> I tabell 4 återges vår analys av hur många gånger olika argument var centrala motiv vid beslut om tillgångsköp 2015–2017.

<sup>118</sup> Intervjuer med direktionsledamöter.

<sup>119</sup> Intervjuer med direktionsledamöter.



**Tabell 4 Viktiga motiv för beslut att köpa tillgångar 2015–2017**

<b>Motiv</b>	<b>Antal</b>
<b>Risker</b>	
Kronan	28
Omvärlden	12
Prognososäkerhet	5
<b>Utländska förhållanden</b>	
Allmänt expansiv penningpolitik i omvärlden	17
ECB:s värdepappersköp	18
<b>Inhemska förhållanden</b>	
Inflationsförväntningar	23
Låg inflation länge	12
Arbetsmarknad tillväxt	7
<b>Symbol/proaktiv</b>	<b>10</b>

Källa: Riksrevisionens sammanställning utifrån de penningpolitiska protokollen. Vi har inte beaktat motiven för de ledamöter som reserverade sig mot beslut att köpa tillgångar.

### *Motiven var tudelade under andra perioden*

För köpen som beslutades i mars 2020 var motivbilden tydlig. Direktionen ville dämpa oron på finansiella marknader, säkerställa kreditförsörjningen i ekonomin och hålla ränteläget lågt, för att mildra pandemins effekter på ekonomin.<sup>120</sup>

När köpramen utökades i juni och november samma år var motiven inte entydiga. I juni hade turbulensen på de finansiella marknaderna lugnat ned sig. Direktionen lyfte att även om det fanns tecken på återhämtning i ekonomin, var läget skört och riskerna för bakslag var stora. Vikten av förtroendet för inflationsmålet betonades och man beslutade att utöka ramen för tillgångsköp för att hålla ned ränteläget, samt främja kreditgivning.<sup>121</sup> När ramen utökades till 700 miljarder kronor i november betonades att det var viktigt att penningpolitiken hölls expansiv, eftersom inflationen var låg och de ekonomiska utsikterna var osäkra. Den andra smittspridningsvågen var en källa till osäkerhet för den ekonomiska utvecklingen.<sup>122</sup> Beslutet var inte enhälligt, två direktionsledamöter reserverade sig (se bilaga 3, tabell 8).

## 3.7 Beslutsunderlaget har utvecklats, men beslutsprocessen kan förbättras

Vi har sett att beslutsunderlaget för tillgångsköpen har utvecklats. Men beredningen av tillgångsköpen och kommunikationen mellan direktionen och dess avdelningar kunde varit bättre under den andra perioden. Granskning visar

<sup>120</sup> Riksbanken, ”Riksbanken utökar tillgångsköpen och vidtar åtgärder för att underlätta kreditförsörjningen”, 2020.

<sup>121</sup> Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll juli*, 2020.

<sup>122</sup> Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll november*, 2020.

också att analyserna av tillgångsköpen inte varit en del av det formella beslutsunderlaget under första perioden, men att direktionen har blivit informerade om de viktigaste slutsatserna.

Direktionen får inför varje penningpolitiskt möte en samling underlag från Riksbankens avdelningar. Analyserna av tillgångsköp (exempelvis promemoriorna ”Penningpolitiska alternativ”) var fram till 2018–2019 inte en del av underlagen. Men slutsatserna inkorporerades i det penningpolitiska beslutsunderlaget och det fanns dialog mellan arbetsgruppen och direktionen.<sup>123</sup> Eftersom beredningen av tillgångsköpen hölls separat från den ordinarie beredningsprocessen, identifierades en risk med att analysen av tillgångsköp belystes från ett för smalt perspektiv. Riskenheten bedömde dock att riskerna var låga.<sup>124</sup> Tjänstepersoner har också beskrivit att beredningen av tillgångsköp i början av de båda perioderna begränsades till ett fåtal tjänstepersoner, avdelningsledningen och direktionen. En fördel med att beredningen hölls separat var å andra sidan att resurser kunde avsättas för att analysera och följa upp de oprovade tillgångsköpen.<sup>125</sup>

Beredningen av penningpolitiska beslut är en iterativ process. Avdelningarna presenterar förslag på penningpolitik och direktionens bedömningar inkorporeras under processens gång. För att detta upplägg ska fungera väl, så att beslutsunderlaget tillgodoser direktionens behov inför det penningpolitiska beslut som ska fattas, krävs god kommunikation mellan direktionen och avdelningarna.

Beslutsunderlagen under pandemin anpassades inte tillräckligt till det nya läget, enligt en utvärdering av den penningpolitiska avdelningen på Riksbanken. Direktionen upplevde att det saknades relevanta analyser gällande tillgångsköpen. Utvärderingen visar att det bland annat saknades djupgående analyser av hur transmissionsmekanismen fungerar vid värdepappersköp. Samtidigt upplevde tjänstepersonerna på avdelningarna att det var svårare att inkorporera direktionens återkoppling i beslutsunderlaget under pandemin och att direktionen inte hade varit tillräckligt tydliga i hur de önskade att underlaget skulle förändras.<sup>126</sup>

Samma utvärdering påvisade brister i kommunikationen mellan direktionen och avdelningarna. Detta har bland annat resulterat i att direktionen vid flera tillfällen avvikit från de förslag som Riksbankens avdelningar lagt fram. Tjänstepersonerna upplevde att det var svårare att uttolka direktionens handlingsregler för värdepappersköp.<sup>127</sup> Detta borde sällan förekomma utifrån den beredningsprocess Riksbanken har och tyder på att det funnits kommunikationsbrister mellan direktionen och avdelningarna.

Till exempel föreslog tjänstepersonerna inför novembermötet 2020 i första hand en sänkning av styrräntan för att göra penningpolitiken mer expansiv.

<sup>123</sup> Riksbankens svar på Riksrevisionens skriftliga frågor 2023-05-24.

<sup>124</sup> Riksbanken, *Revisionsrapport*, 2017 och Riksbanken, *Risker inom ramen för OKV-programmet och den svenska portföljen*, 2017.

<sup>125</sup> Intervjuer med tjänstepersoner.

<sup>126</sup> Riksbanken, *A review of the monetary policy department of the Riksbank*, 2022.

<sup>127</sup> Riksbanken, *A review of the monetary policy department of the Riksbank*, 2022.

Direktionen valde emellertid att låta räntan vara oförändrad. Inför novemberbeslutet lyfte tjänstepersonerna andra möjliga sätt att säkerställa att det allmänna ränteläget fortsatte vara lågt utan att Riksbanken skulle behöva binda sig till att köpa värdepapper upp till rambeloppen. Förslaget var att signalera målnivåerna för finansiella förhållanden och låta köpbeloppen styras av behovet att uppnå dessa.<sup>128</sup> Direktionen signalerade i början av 2021 avsikten att utnyttja hela rambeloppet.

Att direktionen och tjänstepersonerna har olika syn på penningpolitiken behöver inte vara ett problem i sig. Det är direktionens ansvar att bedöma och besluta om vilken penningpolitik som ska bedrivas. Men en god kommunikation är viktig för att beslutsunderlaget ska hålla en god kvalitet.

<sup>128</sup> Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR november, 2020*; Intervjuer med tjänstepersoner.

## 4 Tillgångsköpens effekter

Det är svårt att säkert säga vilken effekt som tillgångsköpen som gjordes för att stimulera tillväxt och inflation har haft, men det saknas stöd för att effekten varit annat än begränsad. Tillgångsköpen under pandemins inledning 2020 bedöms ha haft en mer positiv effekt då de medförde att de finansiella marknaderna stabiliserades, att ränteläget kunde hållas lågt och att kreditförsörjningen kunde upprätthållas. Det finns inte stöd för att köpen som gjordes senare med ett mer uttalat penningpolitiskt syfte hade lika stor effekt, eftersom de finansiella marknaderna då hade stabiliserats. Tillgångsköpen medförde flera sidoeffekter, främst statsfinansiella kostnader.

### 4.1 Det saknas stöd för att tillgångsköpen haft annat än begränsad effekt på inflationen

Tillgångsköpen under 2015–2019 var avsedda att stimulera tillväxt och inflation, motverka en kronförstärkning samt stärka förtroendet för inflationsmålet. Det är svårt att bedöma tillgångsköpens effekt på tillväxt och inflation men inget talar säkert för att effekten har varit annat än begränsad. Det är svårt att spåra tillgångsköpens påverkan på kronan, men vi kan konstatera att kronan inte stärktes mot euron. Förtroendet för inflationsmålet synes ha stärkts under perioden då inflationsförväntningarna steg. I vilken utsträckning detta kan hänföras till en signaleffekt av tillgångsköpen respektive det faktum att den globala och svenska inflationen steg är dock en öppen fråga.

Under pandemin bidrog de inledande tillgångsköpen till att motverka den finansiella stressen och till att hålla ränteläget lågt och upprätthålla en fungerande kreditförsörjning. Effekterna av de senare köpen under 2020 och 2021, som hade ett mer tydligt penningpolitiskt syfte, bedöms liksom under första perioden varit begränsade. Samtidigt går det inte att utesluta att tillgångsköpen, via signaleringseffekter, medverkat till viss påverkan på inflationen.

#### 4.1.1 Delade meningar om tillgångsköpens effekter enligt tidigare studier

Bland forskare som sökt analysera tillgångsköpens effekter råder det delade meningar om hur stora effekterna på tillväxt och inflation är. Forskningen är däremot i högre grad ense om att tillgångsköp är ett mer effektivt verktyg i tider av finansiell oro än när ekonomiska förhållanden är mer stabila.

Det finns enligt forskningen stöd för att tillgångsköp initialt leder till en nedgång i långa räntor, men det råder en osäkerhet om hur bestående effekten är. I slutänden är det effekter på efterfrågan och inflationen som eftersträvas när tillgångsköpen genomförs under välfungerande finansiella förhållanden. Alla studier som är genomförda inom centralbankssfären visar på en statistiskt

signifikant effekt på tillväxt, men bara hälften av studierna inom akademien gör det. Det finns vidare tecken på att tillgångsköpens effekter på tillväxt och inflation är markant större i USA jämfört med euroområdet och Storbritannien. För en översiktlig genomgång av forskningslitteraturen om tillgångsköpens effekter, se bilaga 1.

#### 4.1.2 Tillgångsköpen påverkade marknadsräntorna

Vår granskning visar att statsobligationsköpen påverkade marknadsräntorna. Ränteskillnaden mot Tyskland och kronkursen var under inledningen av första perioden i huvudsak stabil, vilket talar för att köpen bidrog till att motverka en kronförstärkning även om det inte helt säkert går att isolera effekten av just tillgångsköpen.

##### *Statsobligationsköpen påverkade långa marknadsräntor, men det är osäkert hur mycket*

Av Riksbankens utvärdering av värdepappersköpen framgår att samtliga tidigare studier visar att statsobligationsköpen har haft en effekt på marknadsräntorna, men att det finns en stor variation vad gäller storleksordningen. Statsobligationsköp motsvarande 1 procent av BNP beräknas leda till en nedgång med 0,016–0,180 procentenheter för den tioåriga statsobligationsräntan.<sup>129</sup>

En analys visar att statsobligationsräntorna (med två, fem och tio års löptid) sjönk med omkring 30 punkter till följd av statsobligationsköpen 2015 och sänkningen av styrräntan. Ränteskillnaden mot Tyskland minskade också vid annonseringstillfällena, ungefär i samma storleksordning.<sup>130</sup> En senare studie visar att statsobligationsräntorna sjönk ännu mer när annonseringseffekterna från köpen efter 2015 räknades in. Effekterna på räntorna var dock tydligare under 2015 än vid de köp som annonserades under 2016–2017. Även i denna studie var effekten på ränteskillnaden mot Tyskland ungefär i paritet med nedgången i de svenska räntorna.<sup>131</sup> Båda studierna visade även att räntorna för bostadsobligationer och företagsobligationer (med två och fem års löptid) sjönk i samband med annonseringen av statsobligationsköpen. Det var ett betydande genomslag på andra värdepapper från statsobligationsköpen. Statsobligationsköpen bidrog också till att korta marknadsräntor sjönk, enligt en annan studie.<sup>132</sup> I en annan analys bedömde direktionsledamoten Flodén att räntan på en femårig statsobligation sjönk med i storleksordningen 35 punkter till följd av tillgångsköpen första perioden.<sup>133</sup>

<sup>129</sup> Andersson, Beechey Österholm och Gustafsson, *Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022*, 2022.

<sup>130</sup> De Rezende, Kjellberg och Tysklind, *Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp*, 2015.

<sup>131</sup> Melander, *Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av Statsobligationer 2015–2017*, 2021.

<sup>132</sup> Erikson, *Central bank bond purchases and premiums—the Swedish experience*, 2021.

<sup>133</sup> Flodén, "Mina tankar kring Riksbankens tillgångsköp", 2022.

Annonseringseffekten var relativt begränsad under 2020. För de tre tillfällen när tillgångsköpsvolymen annonserades registrerades sammantaget bara några punkters nedgång i statsobligationsräntorna. Räntedifferensen mot Tyskland minskade emellertid med 15–20 punkter för långa statsobligationer.<sup>134</sup>

Alla Riksbankens publikationer och studier visar att värdepappersköpen har lett till lägre marknadsräntor. Studierna utgår från de effekter som observerats på marknadsräntor när värdepappersköpen annonserades. Det är emellertid svårt att med säkerhet uppskatta hur mycket köpen har påverkat räntorna. Det finns exempelvis en risk att händelsestudier antingen underskattar eller överskattar hur mycket tillgångsköpen påverkar räntorna. Om marknadsaktörerna förutsett det penningpolitiska beslutet kan det helt eller delvis återspeglas i marknadsräntan när beslutet offentliggörs. Om så varit fallet underskattar händelsestudier tillgångsköpens inverkan på marknadsräntorna. Samtidigt finns det empiriskt stöd för att räntenedgångarna på statsobligationer med längre löptider delvis beror på överreaktioner vid marknadsprissättningen när statsobligationsköpen annonserades, vilket skulle kunna tala för att händelsestudier överskattar effekterna på ränteläget.<sup>135</sup>

Det finns en stark koppling mellan svenska och internationella räntor, vilket skulle kunna tala för att annonseringseffekterna inte nödvändigtvis är bestående. När Riksbankens köp driver upp priset på svenska statsobligationer tenderar globala aktörer att i större utsträckning köpa andra svenska värdepapper eller obligationer från andra länder. En minskad efterfrågan på svenska statsobligationer från andra aktörer än Riksbanken kan därför leda till att priset sjunker tillbaka något.

### *Oförändrad ränteskillnad och inledningsvis stabil krona*

Ett viktigt mål med statsobligationsköpen var att motverka en förstärkning av svenska kronan, som kunde uppstå genom att europeiska statsobligationsräntor sjönk mer än de svenska i samband med att ECB genomförde värdepappersköp. Svenska kronans växelkurs påverkas utöver ränteskillnader mellan Sverige och omvärlden av en mängd olika faktorer. Värdepappersköpens exakta påverkan på växelkursen är därför svår att urskilja.

Ränteskillnaden mellan Sverige och Tyskland svängde en del under perioden 2015–2019. I genomsnitt är dock ränteskillnaden på ungefär samma nivå, jämfört med innan Riksbanken började köpa statsobligationer till och med 2017 (tabell 5). Utvidgas perioden till 2019 kvarstår samma resultat. Eftersom tillgångsköpen bidrog till att pressa ned statsobligationsräntorna under första perioden är det rimligt att anta att de också bidrog till att hålla ränteskillnaden jämfört med Tyskland på en jämn nivå.

<sup>134</sup> Gustafsson, *En händelsestudie av värdepappersköpens effekter på finansiella priser under pandemin*, 2022.

<sup>135</sup> Gustafsson, *En händelsestudie av värdepappersköpens effekter på finansiella priser under pandemin*, 2022.

**Tabell 5 Räntedifferens statsobligationer Sverige–Tyskland, antal punkter**

	10 år	5 år
11 februari 2015	31	26
31 december 2019	35	33
Genomsnitt 2015–2019	27	21
Genomsnitt 2015–2017	29	21

Anm.: Noteringen för den 11 februari 2015 och den 31 december 2019 är ett genomsnitt för de senaste 20 dagarna. Källa: Macrobond.

En utgångspunkt vid köpen av tillgångar var att motverka effekten av ECB:s tillgångsköp på statsobligationsräntorna och kronans växelkurs. Vi kan konstatera att räntedifferensen har varit relativt stabil över tid, vilket eftersträvdades. Någon kronförstärkning inträffade heller inte, men i vilken mån tillgångsköpen bidrog till detta går inte att säga med säkerhet. Det finns vissa tecken på att köpen påverkade växelkursen. Till exempel försvagades växelkursen när köpen annonserades, enligt de händelsestudier som finns.<sup>136</sup>

### 4.1.3 Otydliga effekter på tillväxt och inflation

Vår granskning visar att det finns stora osäkerheter kring vilka effekter värdepappersköpen har haft på tillväxten och inflationen. Riksbanken har i sin utvärdering visat att tillgångsköpen i viss utsträckning har påverkat tillväxt och inflation, men effekterna är små och osäkra.

Få hushåll och företag fick ändrade lånevillkor på grund av tillgångsköpen under första perioden. En viktig del av transmissionsmekanismen fungerar därmed inte likadant vid tillgångsköp som när styrräntan ändras under normala förhållanden. Andra delar av transmissionsmekanismen bedöms fungera på ett liknande sätt som vid en styrränteförändring.

#### *Små effekter på tillväxt och inflation enligt utvärderingar*

Riksbankens utvärdering visar att värdepappersköpen har haft "[...] vissa positiva men osäkra effekter på BNP och inflationen" baserat på de få studier som finns.<sup>137</sup> I utvärderingen framgår också att kunskapsläget när det gäller effekterna av värdepappersköp i små öppna ekonomier, som Sverige, fortfarande är begränsat och att effektstudier är svåra att genomföra. Därför behöver resultaten tolkas försiktigt.

I utvärderingen visar tre studier som analyserat effekterna på inflationen varierande resultat. En studie visar att köpen under första perioden totalt bidrog till att höja inflationen med 0,5 procentenheter. En annan tyder på att statsobligationsköpen bidrog till att inflationen i genomsnitt blev 0,2 procentenheter högre under första perioden. En tredje analys som även tar hänsyn till ECB:s

<sup>136</sup> De Rezende, Kjellberg och Tysklind, *Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp*, 2015 och Melander, *Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av Statsobligationer 2015–2017*, 2021.

<sup>137</sup> Andersson, Beechey Österholm och Gustafsson, *Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022*, 2022, s. 5.

tillgångsköp kommer fram till att effekten av Riksbankens statsobligationsköp på inflationen kan vara såväl negativ som markant positiv. En senare studie finner att Riksbankens tillgångsköp har medfört att inflationen blivit 0,33 procentenheter högre i genomsnitt över hela perioden.<sup>138</sup> Det finns en studie över effekterna av värdepappersköpen under andra perioden. Resultaten visar att inflationen i genomsnitt blev 0,25 procentenheter högre och tillväxten 0,2 procentenheter högre.<sup>139</sup> I riksdagens senaste externa utvärdering bedöms effekterna av tillgångsköp vara begränsade i normala tider.<sup>140</sup>

### *Begränsat genomslag på de utlåningsräntor hushåll och företag möter*

Om värdepappersköpen ska påverka tillväxt och inflation krävs att de påverkar den aggregerade efterfrågan i ekonomin. För att transmissionsmekanismen ska verka fullt ut krävs att tillgångsköpen leder till gynnsammare lånevillkor för hushåll och företag, annars begränsas effekten på efterfrågan och inflationen. Ett annat sätt är att köpen genom en signaleringseffekt etablerar en syn bland hushåll och företag att räntorna kommer vara låga länge. Riksbanken påpekar i sin utvärdering att det fortsatt råder stor osäkerhet kring hur värdepappersköpens transmission faktiskt fungerar. Det finns fortfarande inte några säkra slutsatser att dra om hur köpens effekter på marknadsräntorna i ett senare skede påverkar tillväxt och inflation.<sup>141</sup> Den externa utvärderingen av den penningpolitiska avdelningen påpekade att det saknas en djupgående analys av transmissionsmekanismen för tillgångsköp.<sup>142</sup>

Det finns inga tydliga tecken på att de utlåningsräntor som majoriteten av hushåll och företag möter har påverkats i någon större utsträckning. Detta tyder på att värdepappersköpens påverkan på inflationen via utlåningsräntorna har varit begränsad, vilket också Riksbanken påpekat i utvärderingen av köpen.<sup>143</sup> Diagram 3 visar att rörliga utlåningsräntor i huvudsak följer styrräntan, vilket talar för att tillgångsköpen inte påverkat rörliga utlåningsräntor under första perioden.

<sup>138</sup> De Rezende och Ristinemi, "A shadow rate without a lower bound constraint", 2023.

<sup>139</sup> Akkaya m.fl., *The macroeconomic effects of Riksbank asset purchases during the pandemic: simulations using a DSGE model*, 2023.

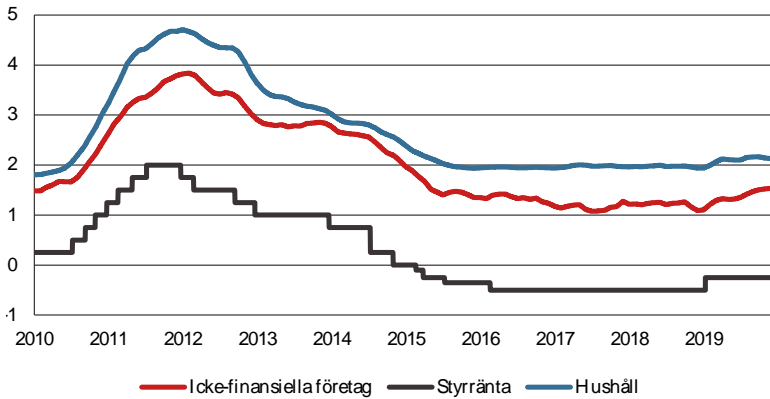
<sup>140</sup> Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5.

<sup>141</sup> Andersson, Beechey Österholm och Gustafsson, *Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022*, 2022.

<sup>142</sup> Riksbanken, *A review of the monetary policy department of the Riksbank*, 2022.

<sup>143</sup> Andersson, Beechey Österholm och Gustafsson, *Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022*, 2022.



**Diagram 3 Utlåningsränta 3 månader, nya lån**

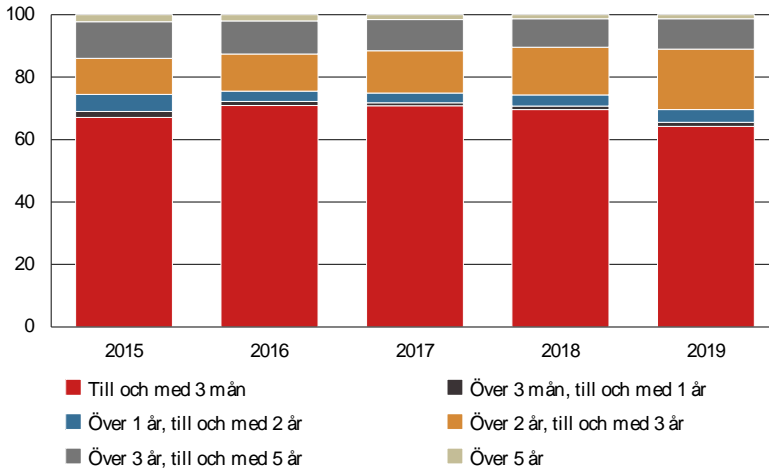
Anm.: 3 månaders glidande medeltal.

Källa: Macrobond.

Majoriteten av hushållens räntor påverkades inte mer än möjligen mycket marginellt av tillgångsköpen. Den övervägande delen av hushållens lån sker till rörliga ränta (diagram 4), som inte ser ut att ha påverkats av tillgångsköpen. Under perioden 2015–2017 baserades ungefär 70 procent av lånen på rörlig ränta. På kort sikt påverkades inte heller den fjärdedel av hushållen som hade en återstående bindningstid på två år eller längre.

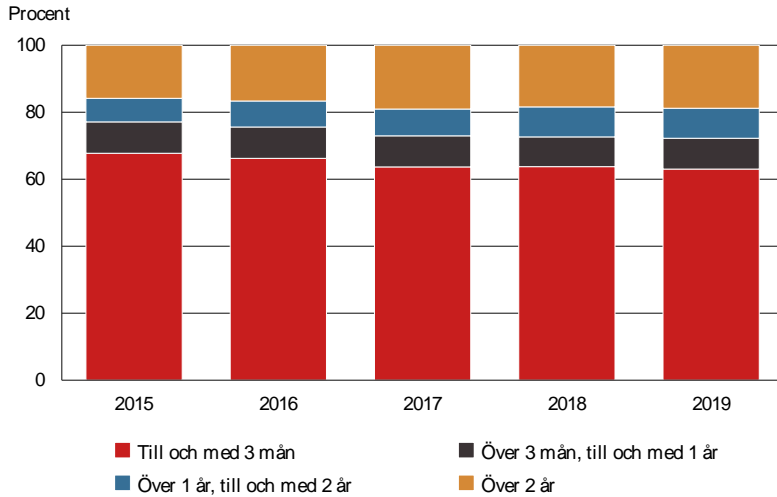
**Diagram 4 Räntebindningstid för hushåll, utestående avtal**

Procent



Källa: SCB.

En betydande del av företagens lån påverkades inte alls eller bara marginellt på kort sikt av tillgångsköpen. Detta eftersom även företag företrädesvis lånar till kort ränta. Under perioden 2015–2019 hade nära två tredjedelar av företagens lån en bindningstid som var högst 3 månader och knappt tio procent hade en återstående bindningstid på 3–12 månader (diagram 5).

**Diagram 5 Räntebindningstid för icke-finansiella företag**

Källa: SCB.

### *Köpen kan ha påverkat tillväxt och inflation via andra kanaler*

Ett annat sätt som tillgångsköpen kan påverka inflationen är genom signaleringskanalen. Tillgångsköpen kan förstärka signalen om hur länge räntorna kommer vara låga. Om köpen bidrar till att marknadsaktörernas förväntningar om att styrräntan kommer vara låg länge etableras, kan marknadsräntor sjunka. Om köpen bidrar till att hushållens och företagens syn på hur länge de kommer möta låga räntor påverkas, kan detta ha påverkat deras låneefterfrågan trots att deras låneränta inte ändrats. Det finns mätningar av hur olika aktörer förväntar sig att styrräntan ska utvecklas över tid.<sup>144</sup> I genomsnitt sänktes förväntningarna på styrräntenivån om fem år från 1,66 procent i början av 2015 till 1,35 procent i genomsnitt för 2017. Efter köpen i inledningen av 2020 steg förväntningarna på styrräntenivån en aning för att falla tillbaka något kring årsskiftet. Men redan andra kvartalet 2021 var förväntningarna på styrräntan om fem år en tiondel högre än innan köpen inleddes. Däremot sjönk samma förväntningar påtagligt under 2019, en period när det inte skedde aktiva köp. Det går inte att avgöra hur stor betydelse signaleringskanalen har haft, men genomslaget under den aktiva köperioden har varit begränsat.

Tillgångsköpen verkade också genom portföljbalanskanalen. Till exempel visar en studie att utländska investerare investerade i mer riskfyllda svenska tillgångar till följd av Riksbankens tillgångsköp.<sup>145</sup> Hur dessa investeringsmönster i förlängningen påverkar efterfrågan och inflationen är svårt att undersöka och kvantifiera.

<sup>144</sup> Macrobond, *Repo rate expectations (TSN Prospera)*.

<sup>145</sup> Beechey Österholm, *The Riksbank's bond purchases: who sold bonds to the Riksbank?*, 2022.

### *En samlad bedömning behöver ta hänsyn till avvecklingen*

En samlad utvärdering av tillgångsköpens effekter på tillväxt behöver även ta hänsyn till effekterna av att tillgångarna säljs eller förfaller. De positiva effekter på efterfrågan och tillväxt som tillgångsköpen kan ha medfört, kan eventuellt motsvaras av negativa effekter när värdepappren säljs eller förfaller. En avveckling av obligationsinnehavet kan ge önskade effekter, till exempel i ett läge när penningpolitiken eftersträvar lägre tillväxt och inflation, så som varit fallet under 2023. Men om hållningen är att innehaven ska hållas till förfall kan effekten eventuellt motverka penningpolitikens inriktning.

Utifrån detta resonemang kan de positiva effekterna av köpen på tillväxten under första fasen helt eller delvis bli de motsatta när tillgångarna säljs eller förfaller. De inledande köpen under pandemin bidrog till att säkra marknadens funktionalitet och minskade osäkerheten. Det finns inte någon anledning att räkna med en motsvarande negativ effekt när tillgångsköpen avvecklas, om det görs på ett balanserat sätt över lång tid. Resonemanget stöder bilden av att den positiva effekten av tillgångsköp är störst när det råder finansiell stress, även när man tar hänsyn till avvecklingen.

#### **4.1.4 Tillgångsköpen i början på pandemin dämpade oron på de finansiella marknaderna**

Tillgångsköpen bidrog till att motverka oron på de finansiella marknaderna. Det går dock inte att urskilja exakt hur mycket tillgångsköpen bidrog till detta, eftersom flera åtgärder med samma syfte sjuöattes samtidigt.

Det fanns fler positiva effekter av tillgångsköpen under våren 2020. Då motverkade köpen en ränteuppgång och förbättrade marknadens funktionalitet. Genom att undanröja risker med likviditetsförsörjningen och kreditgivningen bidrog tillgångsköpen till att upprätthålla den finansiella stabiliteten. Därtill bidrog Riksbankens köp till att minska osäkerheten i ett extremt skakigt ekonomiskt läge.

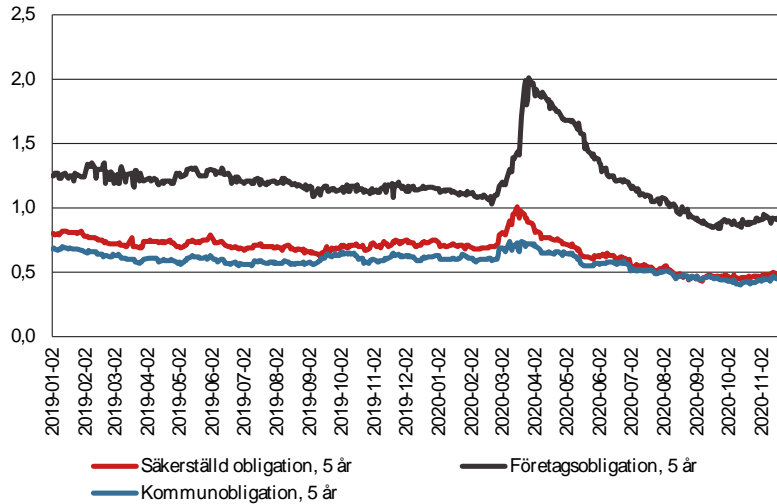
Pandemins utbrott skapade en global oro för nedstängningar och kraftiga försvagningar i ekonomin. Investerare ville minska sin risk och sälja finansiella tillgångar. Marknaderna drabbades av finansiell stress som hotade att förvärpa den kraftiga nedgång i den ekonomiska aktiviteten som redan förutsågs.

Stödköpen bidrog till att obligationsräntorna ganska snabbt återgick till nivåerna före det att covid-oron uppstod (se diagram 6). För säkerställda obligationer och kommunobligationer (med fem års löptid) tog det drygt två månader. För företagsobligationer tog det ytterligare två månader. En bidragande orsak till tidsskillnaden kan vara att Riksbanken inte inledde köp av företagsobligationer förrän i mitten av september. Räntorna för samtliga värdepapper sjönk när Riksbanken annonserade värdepappersköpen (statsobligationer,

säkerställda obligationer och kommunobligationer), enligt händelsestudier från Riksbanken.<sup>146</sup>

### Diagram 6 Obligationsmarknaden var under stress

Ränteskillnad mot statsobligation



Källa: Riksbanken, penningpolitiska rapporten november 2020.

Ett annat tecken på att tillgångsköpen bidrog till att lugna marknaderna är att oron för räntefonder motverkades. I mitten på mars 2020 hade vissa räntefonder svårt att möta uttag och 23 fonder stängde ned. Det var besvärligt att sälja en del privata värdepapper i brist på köpare och svårt att värdera fondandelar i avsaknad av marknadsnoteringar. Efter att Riksbanken annonserade att de skulle köpa tillgångar, bland annat företagscertifikat, stabiliserades marknaden gradvis.<sup>147</sup> Den 31 mars hade alla fonder åter öppnat för uttag.<sup>148</sup>

### *Det är oklart vilka effekter köpen av företagsobligationer hade*

Företagsobligationsköpen inleddes sent och det är oklart om köpen ledde till avsedda effekter. Eftersom räntorna på företagsobligationsmarknaden redan återgått till tidigare nivåer var målet med köpen redan delvis uppnått när de inleddes. Riksbanken har angett att det fortfarande var viktigt att genomföra köpen, så att de kunde upprätthålla förtroendet för att myndigheten uppfyller sina löften. Riksbanken har inte publicerat några utvärderingar av vilka effekter företagsobligationsköpen hade på ränteläget.

<sup>146</sup> Emanuelsson, Andersson och Vasi, *Riksbankens köp av säkerställda obligationer och genomslaget på bolåneräntorna*, 2022 och Gustafsson, *En händelsestudie av värdepappersköpens effekter på finansiella priser under pandemin*, 2022.

<sup>147</sup> Den 23 mars hade 23 fonder stängt ned. Riksbanken annonserade tillgångsköp den 16 och 19 mars. Riksbankens uppföljningsmöte, 2020-03-25, se tjänsteanteckning 2023-11-13.

<sup>148</sup> Riksbankens uppföljningsmöte, 2020-04-01, se tjänsteanteckning 2023-11-13.

Köpen annonserades i mars 2020. När Riksbanken vid junimötet bestämde att företagsobligationsköpen skulle inledas i september<sup>149</sup> hade räntan på en företagsobligation (med fem års löptid) nästan återgått till samma nivåer som före pandemins utbrott. Ränteskillnaden mot statsobligationer hade gått ned med 80 punkter från toppen, efter att som mest ha stigit med 90 punkter. I princip fungerade marknaden tillfredsställande, men den bedömdes fortfarande vara sårbar om krisen skulle förvärras och oron tillta, enligt Riksbanken.<sup>150</sup>

Att företagsobligationsköpen inleddes trots att oron på marknaderna redan hade stillats, riskerade att leda till att Riksbanken tappade i förtroende, menar flera av de forskare vi intervjuat.<sup>151</sup> I en intervju uttrycktes det att Riksbanken behöver vara flexibel och anpassa sig till det nya läget. Att motivera åtgärder med ett beslut som togs i ett läge som inte längre är aktuellt riskerar enligt det resonemanget leda till att förtroendet för Riksbanken sjunker. Flera direktionsledamöter hade en motsatt syn: att inte genomföra det man lovat skulle leda till ett minskat förtroende. Detta skulle kanske inte vara så skadligt på kort sikt men skulle kunna skada förtroendet för nya löften.<sup>152</sup>

## 4.2 Värdepappersköpen leder till stora kostnader

Tillgångsköpen har lett till stora förluster för Riksbanken, vilket påverkat myndighetens eget kapital och kommer att påverka statens finanser. Den senaste beräkningen från Riksbanken pekar på en förlust på 61 miljarder kronor. Riksbankens preliminära bedömning är att de kommer att behöva ett kapitaltillskott på omkring 80 miljarder kronor.

### 4.2.1 Stora kostnader för att finansiera värdepappersinnehavet

Kostnaden för att finansiera värdepappersinnehavet belastar Riksbankens resultat. I början av första perioden var värdepappersinnehavet en intäkt för Riksbanken, eftersom den negativa styrräntan innebar att Riksbanken erhöll ränteintäkter i stället för att betala räntekostnader till bankerna. När styrräntan höjdes ökade kostnaden för att finansiera innehavet.

Riksbankens senaste beräkning visar att nettokostnaden för att finansiera tillgångsköpen i slutänden kommer att uppgå till 61 miljarder kronor. Beräkningarna utgår från att styrräntan utvecklas i den takt som rådande marknadsräntor implicerade vid utgången av augusti 2023.<sup>153</sup> Dessa beräkningar bör tolkas med viss försiktighet, eftersom mycket kan hända med ränteläget innan Riksbankens innehav har förfallit.

<sup>149</sup> Den 30 juni 2020 beslutade direktionen att köpen skulle inledas i september.

<sup>150</sup> Riksbanken, ”Ytterligare åtgärder för att mildra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin”, hämtad 2023-09-20.

<sup>151</sup> Intervjuer med ekonomer/forskare.

<sup>152</sup> Intervjuer med direktionsledamöterna.

<sup>153</sup> Mejl från företrädare för Riksbanken 2023-09-22.

## 4.2.2 Den finansiella risken ökade och realiserades

Tillgångsköpen har inneburit att Riksbanken tog stora finansiella risker. Riskerna realiserades 2022 vilket ledde till nedskrivningar av innehavets värde. Eftersom nedskrivningarna redovisas som förluster påverkar det Riksbankens eget kapital. Statens finanser kommer därför påverkas i stor utsträckning, när staten behöver återställa Riksbankens kapital med skattemedel. Riksbanken behöver ett kapitaltillskott på cirka 80 miljarder kronor, enligt deras preliminära bedömning. Det gör också att Riksbanken inte kommer kunna dela ut vinst till statskassan på flera år.

Värdepappersköpen har gjort att Riksbankens finansiella risk har ökat. I tabell 6 framgår hur Riksbankens värdepappersinnehav har påverkat myndighetens finansiella risktagande under granskningsperioden. Ränterisken beskriver hur mycket värdet på värdepappersinnehavet förväntades sjunka om marknadsräntorna parallellt steg med 1 procentenhet. Det framgår också vilka nedskrivningar som gjorts av marknadsvärdet under perioden.<sup>154</sup>

Ränterisken har ökat i takt med innehavet. En uppgång med 1 procentenhet i samtliga marknadsräntor hade lett till att värdet sjönk med ungefär 8,5 miljarder kronor 2015 och med ungefär 36 miljarder kronor 2021. Värdet på innehavet minskade med ungefär 59 miljarder kronor 2022, när marknadsräntorna steg, bland annat till följd av att styrräntan under året höjdes till 2,5 procent.

**Tabell 6 Ränterisk för värdepappersinnehavet och nedskrivningar i innehavets värde**

År	Marknadsvärde (miljarder kronor)	Ränterisk (procent)	Ränterisk (miljarder kronor)	Nedskrivning (miljarder kronor)
2015	165,9	5,2	8,6	-
2016	302,0	5,0	15,1	-
2017	357,7	4,9	17,5	-
2018	396,1	4,3	17,0	0
2019	378,3	4,4	16,6	0
2020	644,6	4,2	27,1	-0,025
2021	980,1	3,7	36,3	-2,9
2022	823,7	3,4	28,0	-59,1

Anm.: Ränterisken beskriver procentuell värdeminskning för obligationsinnehavet vid ett parallellskifte uppåt i marknadsräntorna med 1 procentenhet. Ränterisken i nominella belopp beräknas baserat på marknadsvärdet på innehavet.

Källa: Riksbanken och Riksrevisionens beräkningar.

Den redovisade förlusten för statsobligationsköpen under första perioden uppgick till 9 miljarder kronor vid utgången av 2022. Det beror på att delar av innehavet hann förfalla och löptiden på andra delar förkortades innan räntepågången inleddes i början av 2022. Förlusten på värdepappersköpen som

<sup>154</sup> Uppgifter hämtade från Riksbankens årsredovisningar. Ränterisken uttryckt i procent (modifierad duration) redovisades inte för 2020, 2021 och 2022. Dessa uppgifter erhöles via mejl från företrädare för Riksbanken 2023-08-31. Åren 2015–2017 redovisas inte priseteffekten och eventuella nedskrivningar för det svenska värdepappersinnehavet i årsredovisningarna, utan bara Riksbankens samlade innehav.

gjordes under 2020–2022 var betydligt högre och uppgick vid utgången av 2022 till 51 miljarder kronor.<sup>155</sup> En del av de förluster som registrerats kommer att återbördas i takt med att obligationerna förfaller.

Nedskrivningen av värdepappersinnehavet bidrog till att Riksbankens eget kapital var negativt (-18 miljarder kronor) vid utgången av 2022. Eftersom det egna kapitalet sannolikt kommer att understiga 20 miljarder kronor i 2023 års resultat, behöver Riksbanken göra en framställning till riksdagen om att återställa det egna kapitalet.<sup>156</sup> Riksdagen kommer behöva återställa Riksbankens kapital, vilket medför en stor utgift för staten. Riksbankens preliminära bedömning är att de kommer be om att kapitalet återställs till minst grundnivån om 40 miljarder kronor. Det innebär ett kapitaltillskott på omkring 80 miljarder kronor.<sup>157</sup>

Därutöver påverkas Riksbankens utdelning till statskassan av värdepappersinnehavets minskade värde. ESV prognosticerade 2023 att Riksbanken inte förväntas leverera några vinstmedel till statskassan under deras prognosperiod på fyra år.<sup>158</sup>

Riksbanken började sälja statsobligationer 2023. Eftersom räntorna stigit under 2023 är marknadsvärdet på dessa obligationer lägre än den värdering som gjordes utifrån ränteläget vid utgången av 2022. Försäljningen medför att förlusten realiserar direkt och framtida ränteintäkter och värdestegringen som uppstår om värdepappren hålls till förfall uteblir. Vid utgången av augusti 2023 hade Riksbanken sålt statsobligationer för 10,5 miljarder kronor.<sup>159</sup>

### 4.2.3 Samhällsekonomiska effekter av tillgångsköpen

Enligt Riksbanken är de samhällsekonomiska konsekvenserna av tillgångsköpen positiva. Köpen har bidragit till lägre finansieringskostnader för statens upplåning, ökat den ekonomiska aktiviteten och därmed lett till högre skatteintäkter samt stärkt förtroendet för inflationsmålet.<sup>160</sup> Det går dock inte att med någon precision uppskatta de samhällsekonomiska effekterna av köpen.

Tillgångsköpen uppskattas ha medfört att Riksgäldens upplåningskostnader för statsobligationer sänktes med sammantaget 15 miljarder kronor under 2015–2022.<sup>161</sup> I vilken utsträckning köpen totalt sett bidrog till ökad ekonomisk aktivitet 2015–2019 är inte klarlagt.

För att uppskatta de samhällsekonomiska effekterna av tillgångsköpen behöver även avvecklingen av innehavet beaktas. Riksbankens bedömning om ökad ekonomisk aktivitet baseras enkom på köpperioden, inte på helheten. Det

<sup>155</sup> Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2022, 2023*.

<sup>156</sup> Detta görs efter att 2023 års årsredovisning är klar.

<sup>157</sup> Utifrån en preliminär analys av Riksbanken, med utgångspunkt i utgången av september 2023. Se Riksbanken, ”Thedéen: Riksbanken behöver återställa sitt kapital”, hämtad 2023-10-24.

<sup>158</sup> ESV, *Prognos statens budget och de offentliga finanserna, mars 2023*.

<sup>159</sup> Se Riksbanken, ”Statsobligationer”, 2023-09-07 och Riksbanken, *Beslut om styrränta, försäljning av statsobligationer och ökad volym av riksbankscertifikat*, 2023.

<sup>160</sup> Andersson, Beechey Österholm och Gustafsson, *Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022, 2022*.

<sup>161</sup> Se Flodén, ”Mina tankar kring Riksbankens tillgångsköp”, 2022.

finns begränsad kunskap om vilka effekter som uppstår när värdepappersinnehav avvecklas. Det finns emellertid anledning att anta att det kan uppstå negativa effekter på den ekonomiska aktiviteten samt på statens skatteintäkter och Riksgäldens upplåningskostnader när Riksbanken säljer eller låter innehavet förfalla.

Riksbanken betonar det samhällsekonomiska värdet av att tillgångsköpen har stärkt trovärdigheten för inflationsmålet, ett förtroende som är viktigt för en välfungerande pris- och lönebildning.<sup>162</sup> Det är enligt vår bedömning svårt att avgöra i vilken utsträckning tillgångsköpen har stärkt förtroendet för inflationsmålet. Lönebildningen under 2000-talet tyder på att det finns ett väl etablerat förtroende för inflationsmålet. Det är förstås ett förtroende som ständigt måste förtjänas och upprätthållas. Tillgångsköpen kan ses mot den bakgrunden.

### 4.3 Värdepappersköpen medförde sidoeffekter

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

#### 4.3.1 Obligationsmarknadens funktionalitet försämrades

Granskningen visar att statsobligationsmarknaden fungerar sämre i dag än när Riksbanken började köpa tillgångar. Utvärderingar visar att flera faktorer har påverkat utvecklingen, däribland Riksbankens statsobligationsköp. Men vi kan inte avgöra hur stor påverkan just statsobligationsköpen hade på utvecklingen.<sup>163</sup>

Andrahandsmarknaden för statsobligationer fungerar sämre, vilket tidvis har varit besvärande, enligt marknadsaktörer.<sup>164</sup> Återförsäljarna uppfattar att statsobligationsmarknaden fungerar sämre än tidigare, enligt Riksgäldens årliga enkätundersökning till investerare och återförsäljare (diagram 7). När tillgångsköpen inleddes 2015 sjönk återförsäljarnas betyg på volym till underkänt. Under 2020 förbättrades betygen. Detta kan bero på att marknaderna stabiliserades efter den initiala oron under våren, vilket Riksbankens tillgångsköp bidrog till. Under 2021 och 2022 sjönk återförsäljarnas omdömen kraftigt för alla tre måtten, till historiskt låga nivåer.

<sup>162</sup> Andersson, Beechey Österholm och Gustafsson, *Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022*, 2022.

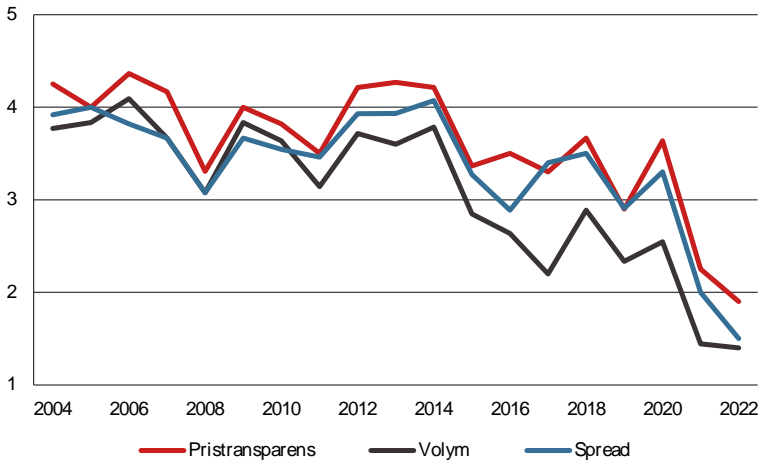
<sup>163</sup> Se Stabilitetsrådet Kommittén för finansiell stabilitet, *Obligationsmarknaden – en kartläggning*, 2023 och Finansinspektionen, *Stabiliteten i det finansiella systemet*, 2022.

<sup>164</sup> Enligt de enkäter som genomförts av Riksbanken och Riksgälden.



**Diagram 7 Marknadens funktionalitet har försämrats**

Omdöme

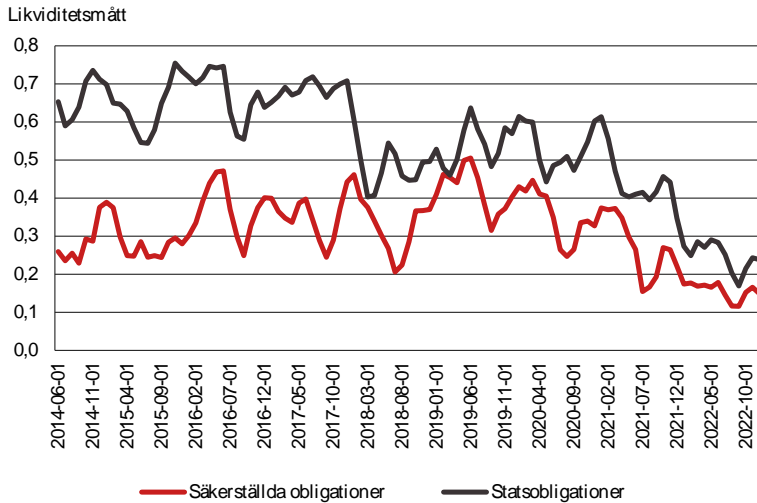


Anm.: Återförsäljarnas svar. Ett betyg under 3 är underkänt och betyg 4 är utmärkt.  
Källa: Riksgälden.

Finansinspektionen har konstaterat att obligationsmarknaderna fungerar allt sämre av flera skäl. Låga räntor fick investerare att söka mer riskfyllda tillgångar samtidigt som högre kapitalkrav och resolutionsavgiften har påverkat viljan och möjligheten för banker att hålla handelslager. Därtill har Riksbankens tillgångsköp reducerat intresset för obligationsmarknaden då tillgängliga volymer minskat. Finansinspektionens samlade likviditetsmått visar på en markant nedgång under senare år (diagram 8). Flera aktörer har lämnat den svenska obligationsmarknaden, enligt Finansmarknadsinspektionen.<sup>165</sup>

<sup>165</sup> Finansinspektionen, *Stabiliteten i det finansiella systemet*, 2022.

### Diagram 8 Sammanvägt likviditetsmått visar på tydlig försämring



Anm.: Måttet aggregerar 10 enskilda indikatorer för säkerställda obligationer och nominella statsobligationer med benchmarkstatus. Högre värden motsvarar högre likviditet. Skalan går från 0–1. Tre månaders glidande medelvärde.

Källa: Finansinspektionen.

#### 4.3.2 Statsskuldens duration och storlek påverkades

Tillgångsköpen har 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.

##### Statsskuldsvärningen

Förvaltningen av statsskulden kan beskrivas i tre steg. Riksdagen har beslutat att målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras, samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.<sup>166</sup> Regeringen beslutar varje år om riktlinjer för statsskulden. Riktlinjerna styrs bland annat av statens syn på risk, inte minst vad gäller valet av duration. Riktlinjerna för statsskuldens duration är för närvarande 3,5–6 år. Slutligen ansvarar Riksgälden för förvaltningen av statsskulden med utgångspunkt i regeringens riktlinjer.

Statens samlade skuld påverkades av Riksbankens köp av statsobligationer. Dess duration förkortades, eftersom Riksbanken i praktiken tog över en del av statens skuld och finansierade denna med kort inlåning. Detta leder till en högre risknivå för den offentliga sektorn, än den nivå som regeringen beslutat om i riktlinjerna för statsskulden. Denna risk realiserades när inflationen steg och styrräntan och marknadsräntorna höjdes som följd, se avsnitt 4.2. Eftersom Riksbankens innehav av statsobligationer tidvis uppgick till närmare halva statsskulden har det haft stor påverkan på statsskuldens genomsnittliga

<sup>166</sup> 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203).

löptid. Riksgäldens upplåning har inte anpassats till Riksbankens tillgångsköp, utan utgår från riktlinjerna för statsskuldens förvaltning.<sup>167</sup>

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.

### 4.3.3 Effekter på marknader och marknadsaktörer

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

En risk med tillgångsköpen under 2020 var att de påverkade marknadsaktörernas agerande och att aktörerna började förvänta sig att Riksbanken återkommande ska ingripa i orostider när riskaversion uppstår. Detta brukar benämnas moral hazard. Detta kan medföra att marknadsprissättningen inte tillfullo återspeglar marknadsaktörernas syn på risk och en förflyttning av ansvaret för risktagandet från privata aktörer till staten.

Tillgångsköpen har bidragit till att trycka ned det redan låga ränteläget något. Därtill har köpen frigjort kapital för säljarna. Detta har ökat sannolikheten för att investerarna blivit mer riskbenägna i sin jakt på avkastning. Denna ökande jakt på avkastning och de risker som är associerade med ett sådant beteende var direktionens medlemmar väl medvetna om, vilket framgår av de penningpolitiska protokollen. Riksbanken har också observerat tecken på ett ökat risktagande i ekonomin, till följd av det låga ränteläget. Det går dock inte att avgöra hur stor påverkan tillgångsköpen haft på denna utveckling.<sup>168</sup>

#### *Resursallokeringen påverkas av köp av privata värdepapper*

Riksbankens köp av privata värdepapper (säkerställda obligationer, företagscertifikat och företagsobligationer) påverkar resursallokeringen i ekonomin. Resursallokering är företrädesvis en fråga för finanspolitiken och riksdagen, inte för penningpolitiken.<sup>169</sup> Styrränteförändringar påverkar också resursallokeringen i ekonomin. Men en stor skillnad är att styrränteförändringar påverkar ekonomin på ett generellt sätt. När privata värdepapper köps påverkas i huvudsak de specifika sektorerna i ekonomin. Köp av privata värdepapper kan således likställas med en subvention till de företag som ger ut värdepapperen i fråga. I detta fall handlar det om att banker (säkerställda obligationer) och icke-finansiella företag (företagscertifikat och företagsobligationer) har gynnats av köpen av privata värdepapper. Köpen av företagsobligationer utformades förvisso så att de i möjligaste mån skulle göras marknadsneutralt, så att enskilda företag inte skulle gynnas direkt.<sup>170</sup> Eftersom syftet med köpen var att sänka räntorna gynnas de företag som finansierar sig via marknaden, eftersom

<sup>167</sup> Mejl från företrädare för Riksgälden 2023-08-10.

<sup>168</sup> Se exempelvis Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2017:1.

<sup>169</sup> Se prop. 1997/98:40.

<sup>170</sup> Riksbanken, *Köp av företagsobligationer som en penningpolitisk åtgärd*, 2020.

deras upplåningskostnader vid utgivning av nya obligationer sänks. Detta påverkar enskilda företag olika beroende på i vilken utsträckning de finansierar sig på obligationsmarknaden. Riksbanken erbjöd också lån till banker för vidareutlåning till företag under pandemin, vilket möjliggjorde för företag som inte finansierade sig via marknaden att få hjälp med kreditförsörjningen.<sup>171</sup>

Riksbanken köpte tämligen små volymer företagsobligationer och företagscertifikat, vilket innebär att dessa köps inverkan på marknaden sannolikt är begränsad.<sup>172</sup> Den utestående volymen företagsobligationer var 546 miljarder kronor i slutet av 2019.<sup>173</sup> Ett fåtal företag står för en betydande andel av marknaden. Den största gruppen företag på företagsobligationsmarknaden är fastighetsbolag, vilka därmed är den grupp som gynnats mest av Riksbankens köp av företagsobligationer. Riksbanken har tidigare varnat för att fastighetsbolagens ökade upplåning via värdepapper utgör en finansiell stabilitetsrisk.<sup>174</sup>

#### 4.3.4 Bostadsmarknaden

Tillgångsköpen har bidragit till att marknadsräntan för bostadsobligationer har sänkts. Enligt de utvärderingar som finns har effekterna av tillgångsköpen på fastighetspriserna varit begränsad.

##### *Sannolikt små effekter på bostadspriserna under första perioden*

Riksbanken har i snart två decennier uttalat en oro över hushållens skulder och utvecklingen på bostadsmarknaden.<sup>175</sup> Inför första tillgångsköpen i februari 2015 noterades att utländska erfarenheter indikerade att räntan på bostadsobligationer skulle falla i samma utsträckning som räntan på statsobligationer.<sup>176</sup>

Enligt en riksbanksstudie blev det nästan lika stor effekt på bostadsobligationsräntorna som på statsobligationsräntan de dagar som Riksbanken annonserade nya tillgångsköp. Annonseringseffekten uppgick sammantaget till ungefär 30 punkter för tvååriga och femåriga säkerställda obligationer, under köpen 2015–2017.<sup>177</sup> Liksom för statsobligationer finns det en osäkerhet kring i vilken utsträckning effekten var bestående. Den femåriga bostadsobligationen steg under 2015 när annonseringseffekten var som störst och sjönk under 2016 när annonseringseffekten var nära noll. Utvecklingen speglade i stort den internationella ränteutvecklingen.

Svenska fastighetspriser har stigit under en lång period där den globala inflations- och räntenedgången spelat en avgörande roll. Eftersom två tredjedelar av hushållen lånar till rörlig ränta är dess utveckling avgörande för hur stor påverkan tillgångsköpen har haft på hushållens efterfrågan. Att tillgångs-

<sup>171</sup> Riksbanken, *Program för företagsutlåning via penningpolitiska motparter*, 2020.

<sup>172</sup> 15,5 respektive 12,4 miljarder kronor mellan 2020 och 2022.

<sup>173</sup> Avser värdepapper i svenska kronor. Total volym för samtliga valutor var 1 214 miljarder kronor. Se SCB, ”Emitterade värdepapper”, hämtat 2023-09-06.

<sup>174</sup> Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2019.

<sup>175</sup> Se exempelvis Riksbanken, *Finansiell stabilitet*, 2006.

<sup>176</sup> Riksbanken, *Sammanfattning av köp av statsobligationer*, 2015.

<sup>177</sup> Melander, *Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2017*, 2021 och Riksbanken, *Penningpolitisk rapport april*, 2021.

köpen hade ringa effekt på de rörliga bolåneräntorna som hushållen erbjöds talar för att köpen påverkade prisutvecklingen i begränsad utsträckning.

### *Andra fasen 2020–2021*

Den samlade bilden är att andra faktorer än tillgångsköpen, inte minst ändrade preferenser, förklarar den kraftiga uppgången i fastighetspriserna under pandemin. Genom att köpen sänkte bolåneräntan något bidrog tillgångsköpen i viss utsträckning till prisuppgången. Ingen av de studier vi har sett lyfter fram Riksbankens tillgångsköp som en drivande faktor bakom de stigande bostadspriserna.

Riksbanken analyserade utvecklingen av bostadspriserna under pandemin i en penningpolitisk rapport. Enligt fördjupningen kan prisutvecklingen inte förklaras av traditionella faktorer som disponibel inkomst och bostadsräntan. En viktig förklaring ansågs vara ändrade boendepreferenser, där behovet av och möjligheten att arbeta hemifrån under pandemin varit styrande.<sup>178</sup>

Finansinspektionen konstaterar att hushållens boendeutgifter ökade märkbart för hushåll som köpte villa. Då det var små förändringar i brukarkostnaden drar Finansinspektionen slutsatsen att prisuppgången åtminstone delvis förklaras av att hushållen ändrade sina preferenser för boende.<sup>179</sup>

En studie visar att utifrån historiska samband skulle fastighetspriserna i Sverige inte stigit alls under 2020. En slutsats är att ändrade preferenser under pandemin hade en betydande påverkan på fastighetspriserna.<sup>180</sup>

Enligt en studie hade Riksbankens köp av säkerställda obligationer en viss, men begränsad, effekt på bolåneräntorna. Köpen av säkerställda obligationer bidrog sammanlagt med en nedgång med cirka 20 räntepunkter på ett- till två-åriga säkerställda obligationer, enligt utvärderingen av annonseringseffekter från åtta tillfällen 2020–2021.<sup>181</sup> Räknat på de 20 punkter som identifierats som annonseringseffekt skulle det enligt studien motsvara en nedgång på 4 punkter i rörlig bolåneränta. Under samma period sjönk den rörliga bolåneräntan på nya avtal med 17 punkter.<sup>182</sup>

<sup>178</sup> Riksbanken, *Penningpolitisk rapport april*, 2021.

<sup>179</sup> Finansinspektionen, *Den svenska bolånemarknaden*, 2022.

<sup>180</sup> BIS, *Annual Economic report*, 2021.

<sup>181</sup> Emanuelsson, Andersson och Vasi, *Riksbankens köp av särställda obligationer och genomslaget på bolåneräntorna*, 2022.

<sup>182</sup> SCB, *Finansmarknadsstatistik*.

## 5 Riksbankens redovisning till riksdagen

Riksbanken har i huvudsak redovisat användningen av tillgångsköp på ett samlat och transparent sätt. Motiven bakom besluten och utvecklingen av tillgångsköpen har beskrivits tydligt, liksom effekterna som observerats på de finansiella förhållandena i ekonomin. Riksbanken kunde ha redovisat kostnaderna och de finansiella risker som tillgångsköpen medförde på ett tydligare sätt. Även potentiella och observerade sidoeffekter kunde redovisats tydligare.

### 5.1 Användningen av tillgångsköp har i huvudsak redovisats samlat och transparent

Vår granskning visar att Riksbanken har redovisat hur de använt sig av tillgångsköp på ett samlat och transparent sätt under hela granskningsperioden. Tillgångsköpens utveckling i termer av volymer och sammansättning beskrivs tydligt. Motiven bakom att köpa tillgångar finns beskrivet för respektive beslutstillfälle. Det gäller även för de många beslut och köp av olika sorters värdepapper som gjordes under 2020. Utvecklingen av obligationsinnehavets volym, sammansättning och löptid har redovisats. Bland annat beskrivs hur stora belopp av respektive värdepapper som Riksbanken beslutade att köpa under 2020 och motiven bakom direktionens avsikt att använda hela köpramen under 2021.

Riksbanken har redogjort för statsobligationsköpens effekter på finansiella variabler i redovisningen till riksdagen under 2015–2019, baserat på myndighetens utvärderingar. Utifrån dessa gjorde Riksbanken bedömningen att tillgångsköpen har haft avsedda effekter på ränteläget, men att det var svårt att mäta och urskilja effekterna. Räntorna hade varit högre och kronans växelkurs starkare om Riksbanken inte hade köpt statsobligationer, enligt Riksbankens bedömning.<sup>183</sup>

Under 2020–2021 hade köpen tudelade syften och andra värdepapper än statsobligationer köptes, vilket framgår av redovisningen. Eftersom många olika stödåtgärder sjuöattes var det svårt att urskilja tillgångsköpens effekter. Den samlade bedömningen gjordes utifrån utvecklingen av de finansiella förhållandena samt att kreditförsörjningen fortsatt fungerade. År 2021 beskrivs effekterna på finansiella variabler mer ingående.<sup>184</sup>

Riksbanken redovisade däremot inte förrän 2022 resultaten från de studier som fanns över tillgångsköpens effekter på tillväxt och inflation. Riksbanken har också publicerat en samlad utvärdering av tillgångsköpen, som finans-

<sup>183</sup> Se till exempel fördjupningarna i redogörelserna för penningpolitiken för 2016, 2017 och 2018.

<sup>184</sup> Riksbankens redogörelser för penningpolitiken för 2020 och 2021.

utskottet efterfrågat.<sup>185</sup> Slutsatserna från utvärderingen redovisades till riksdagen 2023.<sup>186</sup>

## 5.2 Kostnaderna har inte redovisats tillräckligt tydligt och samlat

Vår granskning visar att Riksbanken inte har redovisat vilka kostnader och finansiella risker som tillgångsköpen medför tillräckligt tydligt. Att tillgångsköpen förväntas medföra kostnader framgår, men beskrivs i alltför allmänna ordalag. Hur stora kostnaderna beräknades bli redovisas inte, trots att Riksbanken regelbundet har gjort sådana beräkningar. Det framgår dock att kostnaderna kommer vara så pass stora att Riksbankens möjlighet att dela ut vinst till staten kommer påverkas. Dessutom poängterades att myndigheten i framtiden kan gå med betydande förluster. Det framgår inte vilka kostnader som är bestående, och vilka kostnader som är en följd av redovisningsmässiga periodiseringar. Vi har också sett att tillgångsköpens kostnader och finansiella risker kunde ha redovisats mer samlat. Riskerna för förluster har beskrivits på ett allmänt sätt i årsredovisningarna och andra publikationer, men det har inte redogjorts för i det huvudsakliga underlaget som penningpolitiken utvärderas utifrån.

### 5.2.1 Förväntade kostnader redovisades inte tillräckligt tydligt

I årsredovisningarna beskrevs att tillgångsköpen kommer påverka Riksbankens resultat och därmed också myndighetens möjlighet att lämna utdelning till staten i framtiden. Detta eftersom finansieringskostnaderna för innehavet av obligationer skulle öka när styrräntan höjs. Det framgick också att avkastningen från obligationsinnehavet förväntades bli begränsat och att Riksbankens eget kapital var tillräckligt stort för att det finansiella oberoendet inte skulle äventyras vid eventuella förluster. Bedömningen ändrades och redovisades i samband med riskavsättningen 2020.<sup>187</sup>

Riksbanken redovisade på ett ungefärligt sätt hur kostnaderna utvecklades år för år. Eftersom styrräntan länge var negativ, var räntenettet positivt under de första åren. Det framgår också att om styrräntan skulle höjas, skulle kostnaderna för innehavet öka. Riksbanken bedömde att nettoavkastningen på obligationsinnehavet skulle vara nära noll efter att köpen utökats 2020, eftersom svenska räntor förväntades ligga kvar på låga nivåer kommande år.<sup>188</sup>

Skillnaden mellan de förväntade kostnaderna och de finansiella riskerna för det redovisade resultatet beskrevs inte på ett tydligt sätt förrän förlusterna uppstod 2022. Det har varit svårt att skilja på hur stora de förväntade kostnaderna

<sup>185</sup> Riksbankens svar på Riksrevisionens skriftliga frågor 2023-05-24 och bet. 2021/22:FiU24.

<sup>186</sup> Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2022*, 2023.

<sup>187</sup> Riksbankens årsredovisningar 2015–2021.

<sup>188</sup> Framst. 2020/21:RB1.

för Riksbanken skulle bli och riskerna för nedskrivningar till följd av värdeminskningar. I redogörelsen för penningpolitiken 2022 beskrevs de redovisade förlusterna på ett tydligt sätt och det fanns en prognos över den framtida avkastningen på innehavet, samt vilka konsekvenser det får för Riksbankens eget kapital. Men inte heller då redovisades beräkningar över finansieringskostnaderna på sikt.

### 5.2.2 Finansiella risker kunde beskrivits tydligare

De finansiella riskerna som tillgångsköpen innebar beskrevs inte tillräckligt tydligt i redovisningen, men av vår granskning framgår att ränterisken ökat.

Den finansiella risken för statsobligationsköpen beskrevs i redovisningen 2015–2019. Det har varit möjligt att utläsa hur ränterisken utvecklats i nominella belopp, men det kunde redovisats tydligare. Ränterisken för det svenska värdepappersinnehavet beskrevs i procent, men inte i nominella belopp.<sup>189</sup> Från 2020 och framåt framgår inte nivån på ränterisken i Riksbankens redovisning till riksdagen (se tabell 6 i avsnitt 4.2.2 för översikt över ränteriskens utveckling).

Riksbanken bedömde att finansiella riskavsättningar krävdes som försäkring mot den ränterisk myndigheten var utsatt för. År 2020 bedömdes att bufferten för förluster på sikt behövde öka med 15–50 miljarder kronor, till följd av de utökade tillgångsköpen. Riksbankens bedömning var att motståndskraften mot oförutsedda förluster fortsatt var god.<sup>190</sup> Buffertens storlek kan tolkas som en indikation på storleksordningen för eventuella framtida förluster. Det finns också sifferstatta scenarier över hur stora förlusterna kunde bli, i beslutsunderlag inför beslutet om en finansiell riskavsättning på 5 miljarder kronor 2020.<sup>191</sup> Detta är dock inte en del av den samlade redovisningen till riksdagen. För att tydliggöra vilka finansiella risker som tillgångsköpen ledde till kunde Riksbanken i stället i redovisningen till riksdagen redovisat resultaten från de stresstester som regelbundet gjordes. Det hade gett en tydligare bild av konsekvenserna av ett stigande ränteläge.

#### *Redovisningen av kostnaderna var inte samlad*

Redogörelserna för penningpolitiken ska utgöra ett underlag för att riksdagen ska kunna utvärdera den förda penningpolitiken. För att möjliggöra en meningsfull utvärdering är det därför viktigt att redogörelserna beskriver såväl underlag för åtgärdernas effektivitet som sidoeffekter och kostnader för åtgärderna. Det är därför viktigt att kostnaderna som den förda politiken förväntas medföra, och hur Riksbankens finansiella riskexponering påverkas, också

<sup>189</sup> I årsredovisningen 2015 anges dock Riksbankens sammantagna ränterisk i nominellt belopp. Ränterisken visar procentuellt förändring i värdet på innehavet vid ett parallellskifte uppåt med 1 procentenhet i marknadsräntorna.

<sup>190</sup> Bedömningen var lägre 2021 (15–40 miljarder kronor). Riksbankens årsredovisningar 2021–2022.

<sup>191</sup> Riksbanken, *Beslut om avsättningar för finansiell risk 2020*, 2020.



redovisas i detta underlag. För att en utvärdering ska kunna ta ställning till om penningpolitiken är väl avvägd, krävs det att alla sidor belyses i underlaget.

Att tillgångsköpen är en åtgärd som medför kostnader framgår inte i Riksbankens redogörelser för penningpolitiken. Detta redovisas som del av Riksbankens årsredovisningar. Det är inte förrän förlusterna realiserats som Riksbanken, i redogörelsen för penningpolitiken, beskriver att tillgångsköpen hela tiden förväntats medföra kostnader och risker för förluster.<sup>192</sup>

Företrädare för Riksbanken påpekade tidigt att myndighetens resultat framgent skulle bli sämre och att tillgångsköpen är förknippade med förluster.<sup>193</sup> Det är förstås önskvärt att Riksbanken använder olika kanaler för att kommunicera konsekvenserna av sin förda politik. Vi bedömer dock att penningpolitiken och dess konsekvenser bör förmedlas på ett samlat sätt till riksdagen. Riksbanksföreträdarens tal och andra publikationer kan inte likställas med en samlad redovisning till riksdagen, såvida de inte används som underlag och hänvisas till i själva redovisningen.

## 5.3 Riksbanken kunde redovisat sidoeffekter tydligare

Riksbanken har regelbundet redogjort för statsobligationsköpens påverkan på marknadens funktionssätt. Däremot kunde andra sidoeffekter ha redovisats tydligare. Detta gäller särskilt sidoeffekterna av köp av privata värdepapper.

### 5.3.1 Statsobligationsköpens påverkan på marknadens funktionssätt redovisades

Statsobligationsköpens påverkan på hur statsobligationsmarknaden fungerar beskrevs i huvudsak på ett tydligt sätt i Riksbankens redovisning till riksdag och allmänhet. Bedömningar av köpens påverkan redovisades 2016–2018. Där beskrevs att köpen påverkade statsobligationsmarknaden negativt, men att Riksbankens bedömning var att marknaden fortfarande fungerade tillfredsställande. 2018 redovisades delar av resultaten från Riksbankens finansmarknadsenkät<sup>194</sup>, som visade att det fanns delade meningar om hur väl marknaden fungerade.<sup>195</sup> Därefter har Riksbanken inte redovisat hur köpen fortsatt påverkat statsobligationsmarknadens funktionssätt. Detta trots att det har kommit tydligare tecken på att marknaderna fungerar sämre. Mått på hur statsobligationsmarknaden fungerade redovisades översiktligt i årsredovisningarna 2020–2021. Men det framgick inte om det fanns någon koppling mellan Riksbankens åtgärder och utvecklingen på räntemarknaden. Riskerna beskrevs inte i den penningpolitiska redogörelsen 2015, trots att obligationsköpen var en ny

<sup>192</sup> Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2022*, 2023.

<sup>193</sup> Se exempelvis af Jochnick, "Måste Riksbanken gå med vinst?", 2015; Flodén, "Riksbankens obligationsköp påverkar statens finanser", 2016 och Kjellberg och Vestin, *Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende*, 2019.

<sup>194</sup> Enkäterna finns tillgängliga för allmänheten, men är inte en del av redovisningen till riksdagen.

<sup>195</sup> Riksbankens redogörelser för penningpolitiken för 2016, 2017 och 2018 och årsredovisning 2016.

åtgärd och en viktig del av penningpolitiken det året.<sup>196</sup> Riksbanken redogjorde dock för sidoeffekterna på statsobligationsmarknadens funktions sätt i den finansiella stabilitetsrapporten samma år.<sup>197</sup>

### 5.3.2 Andra sidoeffekter kunde redovisats tydligare

Riksbanken har i viss utsträckning redovisat andra sidoeffekter av tillgångsköpen. Men det kunde gjorts tydligare, särskilt sidoeffekter av köp av privata värdepapper.

Riksbanken köpte privata värdepapper för att undvika att pandemin fick stor negativ påverkan på ekonomin. Tidigare bedömde Riksbanken att sidoeffekterna av att köpa sådana värdepapper övervägde nyttan. I det korta perspektivet köptes värdepapperen i syfte att säkra kreditförsörjningen och säkerställa den finansiella stabiliteten. På längre sikt kvarstod dock de risker som Riksbanken tidigare identifierat. Det handlade om att köp av säkerställda obligationer riskerade att påverka bostadsmarknaden och signalera att Riksbanken inte tog tillräckligt allvarligt på problemen förknippade med detta. Det hade enligt vår bedömning varit önskvärt att Riksbanken i redovisningen till riksdagen beskrivit vilka sidoeffekter som kvarstod på längre sikt med köpen av privata värdepapper.

Riksbanken beskrev i redovisningen 2021 att köpen av säkerställda obligationer hade haft en begränsad effekt på prisutvecklingen på bostadsmarknaden. I senare studier beskrevs tillgångsköpens påverkan på bostadsmarknaden, men detta har bara delvis redovisats till riksdagen.<sup>198</sup>

Riksbanken har också bemött kritik som uppstått i den penningpolitiska debatten i redovisningarna. Bland annat gällande att köpen av privata värdepapper kunde påverka resursfördelningen i ekonomin. Någon empirisk analys av dessa eventuella sidoeffekter presenteras inte. För att bidra till ett bättre underlag för utvärdering, borde Riksbanken i stället presentera analyser för att redogöra för hur allvarlig sidoeffekterna är.

Riksbanken har återkommande påpekat riskerna för sidoeffekterna av den samlade okonventionella penningpolitiken. Det handlade i huvudsak om att den förda politiken riskerade att bidra till problemen på bostadsmarknaden och därmed spå på hushållens redan höga skuldsättning. Analyser, riskbedömningar och rekommendationer för hur problemen kan hanteras har regelbundet beskrivits för riksdagen i Riksbankens finansiella stabilitetsrapporter.<sup>199</sup>

<sup>196</sup> Riksbanken, *Redogörelse till riksdagen 2015*, 2016.

<sup>197</sup> Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2015. Rapporterna redovisas till riksdagen, men som en del av myndighetens arbete med finansiell stabilitet, inte penningpolitik.

<sup>198</sup> Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2021, 2022*; Riksbanken, *Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022*, 2022; Emanuelsson, Andersson och Vasi, *Riksbankens köp av säkerställda obligationer och genomslaget på bolåneräntorna*, 2022.

<sup>199</sup> Se exempelvis Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2015; Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2017:2; Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2021.

## 6 Slutsatser och rekommendationer

Riksrevisionens övergripande bedömning är att tillgångsköpen inte har varit ett effektivt verktyg för att påverka inflationen. Det saknas stöd för att värdepappersköpen som gjordes med huvudsyfte att stimulera inflationen hade en påtaglig effekt. Samtidigt kommer kostnaderna för köpen att bli betydande, vilket i slutänden drabbar statens finanser. Köpen bidrog också till en sämre fungerande obligationsmarknad, viss prisuppgång på fastigheter och ökad skuldsättning samt påverkade resursallokeringen i ekonomin. Köpen som gjordes i början av pandemin bedöms ha varit mer effektiva, eftersom de stabiliserade de finansiella marknaderna och bidrog till att säkra kreditförsörjningen.

Givet förutsättningarna har det funnits ett gediget beslutsunderlag som grund. Men det var osäkert hur stora effekterna av köpen skulle bli. Direktionen har varit informerade om riskerna för sidoeffekter och kostnader, men sidoeffekterna av köpen av privata värdepapper följdes inte upp tillräckligt nog. Riksrevisionen har inte sett att sidoeffekterna och kostnaderna bedömts vara av en dignitet som påverkat besluten att köpa tillgångar.

Riksrevisionen bedömer att Riksbanken i huvudsak har redovisat tillgångsköpen på ett samlat och transparent sätt. Men Riksbanken var inte tillräckligt tydliga med hur stora kostnader köpen förväntades medföra och riskerade leda till, vilket begränsade riksdagens och allmänhetens insyn i viktiga delar av penningpolitiken.

### 6.1 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 tillgångsköp var en oprövad åtgärd och effektanalyserna präglades av stor osäkerhet.

Vår granskning 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. Genomslaget för ytterligare statsobligationsköp bedömdes vara begränsat från och med 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.

Direktionen var medvetna om att köpen skulle medföra kostnader när köpen inleddes. Vår granskning visar att Riksbanken regelbundet räknat på hur stora kostnaderna förväntades bli. Kostnaderna underskattades i beräkningarna under andra perioden, eftersom de utgick från ett beräkningsantagande om att en normal nivå på styrrentan inte skulle uppnås förrän efter 17 år.

Riksrevisionens bedömning är att uppföljningen av effekterna och konsekvenserna av de privata värdepappersköpen kunde gjorts mer systematiskt. Risker för sidoeffekter av privata värdepappersköp identifierades och bedömdes vara besvärande. Men utfallet följdes inte upp när Riksbanken köpte privata värdepapper. Eftersom riskerna var större vid köp av privata värdepapper borde en sådan uppföljning ha prioriterats, enligt Riksrevisionens bedömning. Under första perioden identifierades möjliga sidoeffekter från statsobligationsköpen och följdes upp regelbundet.

Riksdagen har uppdragit åt Riksbanken att upprätthålla prisstabilitet. 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 köpsbeslutet. Men några i direktionen var i våra intervjuer tydliga med att skattningarna i beslutsunderlaget inte var avgörande för beslutet att inleda köpen; det viktiga var att utvecklingen gick i rätt riktning.

Granskningen visar att riskbedömningarna och uppföljningen av sidoeffekterna och de förväntade kostnaderna i beslutsunderlagen inte verkar ha påverkat omfattningen av köpen. Vi har sett att det funnits brister i kommunikationen mellan direktionen och dess avdelningar, men vi kan inte avgöra om det har påverkat beslutsunderlaget.

## 6.2 Begränsad effekt men stora kostnader

Riksrevisionen konstaterar att det saknas stöd för att värdepappersköpen som gjordes för att stimulera inflationen säkert kan sägas ha haft en påtaglig effekt. De utvärderingar som finns visar att effekterna är relativt små. Samtidigt kommer kostnaderna för köpen att bli stora och de bidrog också till sidoeffekter. Köpen som gjordes i början av pandemin bedöms ha varit mer effektiva.

Enligt proportionalitetsprincipen som skrivits in i den nya riksbankslagen får Riksbanken numera bara genomföra penningpolitiska åtgärder som kan antas leda till det avsedda resultatet. Resultatet ska vidare stå i proportion till de kostnader och risker för Riksbankens och statens finanser som åtgärden medför.<sup>200</sup> Granskningen visar att det i dagsläget saknas stöd för att tillgångsköpen vid normala ekonomiska förhållanden kan antas leda till avsedda effekter och att kostnader och risker kan bli oproportionerliga. Detta bör beaktas i övervägandet om att använda tillgångsköp för att stimulera inflationen i framtiden.

### 6.2.1 Det saknas stöd för att värdepappersköpen har haft en betydande påverkan på inflationen

Vår granskning visar att det saknas stöd för att värdepappersköpen påverkat inflationen på ett påtagligt sätt. Granskningen visar att köpen medförde lägre långa marknadsräntor i samband med att köpen genomfördes. Men de studier

<sup>200</sup> Prop. 2021/22:41 s. 81 f. och 1 kap. 8 § lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank.

som finns om köpens påverkan på tillväxt och inflation visar på relativt små effekter. Den penningpolitiska effekten begränsades av att en stor del av hushållens och företagens låneräntor inte påverkades. Det går inte att utesluta att köpen ändå påverkade tillväxt och inflation 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 vi inte sett någon bedömning av. En relevant frågeställning i sammanhanget är om en positiv signaleffekt av tillgångsköp kan uppnås framgent, när flera bedömare menar att effekten på aktiviteten i ekonomin och inflationen var begränsad samtidigt som kostnaderna visat sig vara betydande.

Direktionen tyckte att ett viktigt motiv till att börja köpa tillgångar var att stärka förtroendet för inflationsmålet. Det är svårt att avgöra i vilken utsträckning köpen bidrog till att stärka förtroendet för inflationsmålet. Vi kan konstatera 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 vår omvärld. Bland annat steg importpriser samt el- och bensinpriser. En positiv effekt av tillgångsköpen var att Riksbanken visade handlingskraft i ett läge när inflationen under lång tid kraftigt understigit målet och det stärkte förtroendet för Riksbanken och inflationsmålet, enligt några av de ekonomer/forskare vi intervjuat.

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. Företagsobligationsköpen inleddes när marknaderna redan hade stabiliserats. Det är inte helt tydligt vilken funktion köpen skulle fylla, utöver att Riksbanken ville fullfölja sina löften om sådana köp.

## 6.2.2 Kostnaderna för värdepappersköpen blir stora

Granskningen visar att värdepappersköpen på ett väsentligt sätt kommer att påverka statens finanser negativt. Riksbankens senaste beräkning uppskattar den samlade förlusten till 61 miljarder kronor, vilket är högre än vad tidigare beräkningar visat. Detta beror på att inflationen och räntorna steg i snabb takt under 2022. En sådan utveckling var svår att förutsäga, men Riksrevisionen har i kostnadsberäkningarna sett att Riksbanken inte i tillräcklig utsträckning gjort känslighetsanalyser som täckte in ett sådant scenario.

Köpen ledde 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 ock 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. Riksbankens preliminära bedömning är att de behöver ett kapitaltillskott på 80 miljarder kronor. Statens finanser kommer alltså 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 av 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 endast köpa privata värdepapper om det finns synnerliga skäl. En anledning är det stora finansiella risktagandet som sådana köp innebär.<sup>201</sup> Men som granskningen visar kan köp av alla sorters värdepapper medföra betydande kostnader.

### 6.2.3 Köpen har medfört sidoeffekter

Riksbanken konstaterade att statsobligationsmarknaden fungerade sämre, men ansåg inte att det utgjorde ett hinder så länge marknadens huvudsakliga funktion kunde upprätthållas. Andra sidoeffekter, som påverkan på resursallokering och risktagandet i ekonomin identifierades. Riksbanken har i årtionden påpekat riskerna med bostadsmarknaden och hushållens höga skuldsättning. Direktionen var medvetna om att tillgångsköpen riskerade att förvärra problematiken. De påpekade dock i protokollen att det var regeringens och Finansinspektionens ansvar, inte Riksbankens, att genomföra åtgärder för att motverka dessa problem.

Granskningen visar att statsobligationsmarknaden fungerar sämre och att köpen har bidragit till detta. Riksrevisionens bedömningsgrund baseras på om köpens inverkan har varit väsentlig. Gällande statsobligationsmarknadens funktionalitet konstaterar Riksrevisionen att enkätuppgifter tyder på en tydlig försämring, men det har emellertid inte varit möjligt att avgöra om köpens inverkan har varit väsentlig. Det är och blir en bedömningsfråga som delvis avgörs av om funktionaliteten förbättras nu när köpen avslutats.

Köpen av säkerställda obligationer har haft en viss inverkan på bostadsmarknaden och hushållens skuldsättning. Men de har inte bidragit till finansiella stabilitetsrisker genom utvecklingen på bostadsmarknaden på ett väsentligt sätt, enligt de rapporter som gjorts om faktorerna som varit drivande bakom de stigande bostadspriserna.

## 6.3 Redovisningen av värdepappersköpen kan utvecklas

Vår 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, varför och i vilken mån de avsedda effekterna på finansiella variabler uppnåddes. Men Riksbanken kunde ha redovisat tillgångsköpens kostnader och sidoeffekter på ett tydligare och än mer samlat sätt.

<sup>201</sup> Prop. 2021/22:41 s. 95 f. och 2 kap. 5 § lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank.

Effekterna på tillväxt och inflation har inte redovisats, en anledning till detta är att dessa effekter har varit svåra att utvärdera.

Riksbanken har i olika sammanhang varit tydliga 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. Det är förvisso svårt att prognostisera kostnaderna för obligationsinnehavet på lång sikt, eftersom de styrs av marknadsräntornas nivå. Riksbanken borde enligt Riksrevisionens bedömning trots det redogjort för de kostnader som tillgångsköpen förväntades medföra. Detta skulle skapat större förutsägbarhet för statens framtida utgifter och bättre förutsättningar för demokratisk insyn i hur penningpolitiken bedrivs. I den nya riksbankslagen förtydligas också Riksbankens ansvar för att informera om olika risker, till exempel om stora förluster kan uppstå.<sup>202</sup> Det vore önskvärt att sådan information framgår av det underlag som penningpolitiken utvärderas utifrån, det vill säga de penningpolitiska redogörelserna.

## 6.4 Rekommendationer

Riksrevisionen lämnar följande rekommendationer till Riksbanken:

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

<sup>202</sup> Prop. 2021/22:41 s. 172 f., s. 250 och 11 kap. 1 § lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank.

# Ordlista

<b>Avkastningskurva</b>	Visar relationen mellan räntenivåer och löptider vid en specifik tidpunkt.
<b>Duration</b>	Ett mått som visar den genomsnittliga löptiden i en räntefond.
<b>Emittent</b>	Utgivare av värdepapper, till exempel staten (via Riksgäldskontoret).
<b>Finansiella förhållanden</b>	Tillståndet på finansiella marknader och ränteläget hushåll och företagen möter, till exempel räntor på penningmarknad eller obligationsmarknad, utlåningsräntor, växelkurser och aktiepriser.
<b>Finansiell risk</b>	Ränterisk om värdet på tillgångarna kan påverkas negativt om räntor höjs. Kreditrisk om en emittent inte kan betala tillbaka avtalad skuld.
<b>Företagscertifikat</b>	Kortfristigt skuldebrev utgivet av ett icke-finansiellt företag.
<b>Företagsobligation</b>	Obligation utgiven av ett icke-finansiellt företag.
<b>Kommunobligation</b>	Obligation utgiven av kommun eller region. De flesta kommuner och regioner är anslutna till Kommuninvest. Kommunobligationer används i granskningen som samlingsnamn för obligationer utgivna av Kommuninvest och enskilda kommuner.
<b>Kreditförsörjning</b>	Tillgången till krediter genom till exempel utlåning till företag, hushåll och andra aktörer inom ekonomin.
<b>Kupongbetalning</b>	Utbetalning av ränta från emittent till obligationsinnehavare.
<b>Löptid</b>	Den avtalade tiden ett värdepapper är gällande. Tiden innan skulden ska återbetalas från emittent till obligationsinnehavare.
<b>Marknadslikviditet</b>	En beskrivning av hur snabbt och till vilken kostnad det går att omvandla en finansiell tillgång till likvida medel.
<b>Marknadsräntor</b>	Räntor för olika värdepapper på repomarknaden.
<b>Modifierad duration</b>	Mått på ränterisk. Beskriver procentuell värdeminskning för obligationsinnehavet vid ett parallellskifte uppåt i marknadsräntorna med 1 procentenhet.
<b>Nedskrivning</b>	Minskning av det bokförda värdet till ett belopp som motsvarar värdet på tillgången.
<b>Obligation</b>	Räntebärande långfristigt skuldebrev.
<b>Periodisering</b>	Innebär att intäkten/kostnaden för varan/tjänsten hänförs till rätt period.
<b>Privata värdepapper</b>	Obligationer utfärdade av privata aktörer, till exempel säkerställda obligationer och företagsobligationer.



<b>Real statsobligation</b>	Obligation utgiven av staten med fast ränta samt ersättning för inflation.
<b>Repa</b>	Ett finansiellt avtal där den ena parten förbinder sig att sälja ett värdepapper till en motpart för pengar. Samtidigt upprättas ett terminskontrakt som säger att värdepapperet ska köpas tillbaka till ett bestämt pris vid en given tidpunkt i framtiden.
<b>Resursallokering</b>	Fördelning av resurser i samhället mellan olika användningsområden.
<b>Räntespread</b>	Skillnaden i pris mellan obligationer med samma löptid men olika kreditvärdighet.
<b>Statsobligation</b>	Skuldebrev utgivet av staten med lång löptid.
<b>Statsskuldväxlar</b>	Skuldebrev utgivna av staten med kort löptid. Används för att hantera variationer i lånebehovet.
<b>Säkerställd obligation</b>	Obligation som är knuten till en säkerhetsmassa som i huvudsak består av lån med säkerhet i form av bostäder. Kallas ibland för bostadsobligationer. Ges främst ut av banker och bostadshypotek.
<b>Värdepapper</b>	Samlingsbegrepp för olika räntebärande skuldebrev, till exempel obligationer, certifikat och växlar.

# Referenslista

## Författningar med mera

Budgetlag (2011:203).

Förordning (2007:1244) om konsekvensutredning vid regelgivning.

Kommittéförordning (1998:1474).

Kungörelse (1974:152) om beslutad ny regeringsform.

Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank.

Lag (2022:1568) om Sveriges riksbank.

Avgörande från EU-domstolen, dom den 11 december 2018, Weiss m.fl., C-493/17, EU:C:2018:1000.

## Riksdagstryck

Bet. 2014/15:FiU24, *Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2012–2014.*

Bet. 2015/16:FiU24, *Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2013–2015.*

Bet. 2016/17:FiU24, *Utvärdering av penningpolitiken för perioden 2014–2016.*

Bet. 2021/22:FiU24, *Utvärdering av penningpolitiken perioden 2019–2021 samt den senaste externa utvärderingen av penningpolitiken.*

Framst. 2015/16:RB1, *Årsredovisning för Sveriges riksbank för räkenskapsåret 2015.*

Framst. 2016/17:RB1, *Årsredovisning för Sveriges riksbank för räkenskapsåret 2016.*

Framst. 2017/18:RB1, *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2017.*

Framst. 2018/19:RB1, *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2018.*

Framst. 2019/20:RB1, *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2019.*

Framst. 2020/21:RB1, *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2020.*

Framst. 2021/22:RB1, *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2021.*

Framst. 2022/23:RB1, *Årsredovisning för Sveriges riksbank 2022.*

Prop. 1994/95:150, *Förslag till slutlig reglering av statsbudgeten för budgetåret 1995/96, m.m.*

Prop. 1996/97:1 *Förslag till statsbudget för budgetåret 1997, m.m., bet. 1996/97:FIU01.*

Prop. 1997/98:40, *Riksbankens ställning, bet. 1997/98:KU15, bet. 1998/99:KU2, rskr. 1997/98:147, rskr. 1998/99:6.*

Prop. 2012/13:1, *Utgiftsområde 2 Samhällsekonomi och statsförvaltning, bet. 2012/13:FiU2, rskr. 2012/13:132.*

Prop. 2015/16:1 *Utgiftsområde 2 Samhällsekonomi och statsförvaltning, bet. 2015/16:FiU2, rskr. 2015/16:11.*

Prop. 2021/22:41, *En ny riksbankslag, bet. 2021/22:KU15, bet. 2022/23:KU8, rskr. 2022/23:23, rskr. 2022/23:24.*

Rapport från riksdagen 2021/2022:RFR4, *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020.*

Rapport från riksdagen 2022/23:RFR5, *Utvärdering av penningpolitiken 2022.*

## Utredningar

Ds. 2000:1, *Kommittéhandboken.*

SOU 2019:46, *En ny riksbankslag.*

## Rapporter och artiklar

Akkaya, Y., Belfrage, C.-J., Di Casola, P., Strid, I., *Effects of foreign and domestic central bank government bond purchases in a small open economy DSGE model*, Working paper series, nr 421, Sveriges riksbank, 2023.

Akkaya, Y., Belfrage, C.-J., Di Casola, P., Strid, I., *The macroeconomic effects of Riksbank asset purchases during the pandemic: simulations using a DSGE model*, Staff memo, Sveriges riksbank, 2023.

Alsterlind, J., Erikson, H., Sandström, M. och Vestin, D., *Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?*, Ekonomiska kommentarer, nr 12, Sveriges riksbank, 2015.

Andersson, B., Beechey Österholm, M. och Gustafsson, P., *Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022*, Riksbanksstudie, nr 2, Sveriges riksbank, 2022.

Bank of England, *IEO evaluation of the Bank of England's approach to quantitative easing*, Bank of England, 2021.

Beechey Österholm, M., *The Riksbank's bond purchases: who sold bonds to the Riksbank?*, Penning- och valutapolitik 2022:2, Sveriges riksbank, 2022.

Bernanke, B., "The New Tools of Monetary Policy", *American Economic Review*, vol. 110, nr 4, 2020, DOI: 10.1257/aer.110.4.943.

Bhattarai, S. och Neely, C.J., "An Analysis of the Literature on International Unconventional Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper*, nr 2016-021, 2020, <https://doi.org/10.20955/wp.2016.021>.

BIS, *Annual Economic report*, Bank of International Settlements, 2021.

BIS, *Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis*, CGFS Papers, nr 68, Bank of International Settlements, 2023.

BIS, *Unconventional monetary policy: a cross-country analysis*, CGFS Papers, nr 63, Bank of International Settlements, 2019.

Busetto, F., Chavaz, M., Froemel, M., Joyce, M., Kaminska, I., och Worlidge, J., *QE at the Bank of England: a perspective on its functioning and effectiveness*, Quarterly Bulletin Q1, Bank of England, 2022.

De Graeve, F. och Lindé, J., *Effects of unconventional monetary policy: theory and evidence*, Penning- och valutapolitik 2015:1, Sveriges riksbank, 2015.

De Rezende, R. och Ristinieniemi, A., "A shadow rate without a lower bound constraint", *Journal of Banking and Finance*, vol. 146, 106686, 2023.

De Rezende, R. och Ristinieniemi, A., *A shadow rate without a lower bound constraint*, Working Paper Series, nr 355, Sveriges riksbank, 2018.

De Rezende, R., Kjellberg, D. och Tysklind, O., *Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp*, Ekonomiska kommentarer, nr 13, Sveriges riksbank, 2015.

Emanuelsson, R., Andersson, E.O., och Vasi, T., *Riksbankens köp av särställda obligationer och genomslaget på bolåneräntorna*, Ekonomiska kommentarer, nr 12, Sveriges riksbank, 2022.

Erikson, H., *Central bank bond purchases and premiums—the Swedish experience*, Staff memo, Sveriges riksbank, 2021.

Europeiska centralbanken, *ECB årsrapport 2015*, Europeiska centralbanken, 2016.

Fabo B., Jančoková, M., Kempf, E. och Pastor, L., "Fifty shades of quantitative easing: Comparing findings of central bankers and academics", *NBER Working Paper Series*, nr 27849, 2021, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3700677](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3700677), hämtad 2023-09-25.

- Fabo B., Jančoková, M., Kempf, E. och Pastor, L., "Fifty shades of quantitative easing: Conflicts of Interest in Economic Research", *Becker Friedman institute Working Paper*, nr 2020-128, 2020, [https://repec.bfi.uchicago.edu/RePEc/pdfs/BFI\\_WP\\_2020128.pdf](https://repec.bfi.uchicago.edu/RePEc/pdfs/BFI_WP_2020128.pdf), hämtad 2023-09-25.
- Finansinspektionen, *Den svenska bolånemarknaden*, Finansinspektionen, 2022.
- Finansinspektionen, *Stabiliteten i det finansiella systemet*, 2022:1, Finansinspektionen, 2022.
- Greenlaw, D., Hamilton, J.D., Harris, E. och West, K.D., "A Skeptical View of the impact of the Fed's Balance Sheet", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 24687, 2018, DOI: 10.3386/w24687.
- Gustafsson, P., *En händelsestudie av värdepappersköpens effekter på finansiella priser under pandemin*, Staff memo, Sveriges riksbank, 2022.
- Haldane, A.G., Roberts-Sklar, M., Wieladek, T. och Young, C., *QE: the story so far*, Bank of England Working Paper, nr 624, Bank of England, 2016.
- Hallsten, K. och Tägtström, S., *Beslutsprocessen – hur går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan*, Penning- och valutapolitik, 2009:1, Sveriges riksbank, 2009.
- House of Lords, *Quantitative easing: a dangerous addiction?*, House of Lords, Economic Affairs Committee, 2021.
- Joyce, M., Tong, M., och Woods, R., *The united Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*, Quarterly Bullentin, vol. 51, nr 3, Bank of England, 2011.
- Kjellberg, D. och Åhl, M., *Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor*, Ekonomiska kommentarer, nr 8, Sveriges riksbank, 2022.
- Kjellberg, D. och Vestin, D., *Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende*, 2019, Penning- och valutapolitik 2019:2, Sveriges riksbank, 2019.
- Kommittén för finansiell stabilitet, *Obligationsmarknaden – en kartläggning*, Kommittén för finansiell stabilitet, 2023.
- Konjunkturinstitutet, *Konjunkturläget – augusti 2013*, Konjunkturinstitutet, 2013.
- Konjunkturinstitutet, *Kvantitativa lättnader och monetär finansiering – lika men ändå olika*, KI-kommentar, Konjunkturinstitutet, 2021.

Laséen, S., *Central bank asset purchases: Insights from quantitative easing auctions of government bonds*, Working paper series, nr 419, Sveriges riksbank, 2023.

Melander, O., *Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2017*, Penning- och valutapolitik, 2021:1, Sveriges riksbank, 2021.

Ohlsson, H., Hermansson, C., Gozza, M. och Vartiainen, J., *Industrins konkurrenskraft, växelkurs och penningpolitik*, Industrins ekonomiska råd, 2014.

Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2022:1, Sveriges riksbank, 2022.

Riksbanken, *Finansmarknadsenkäten våren 2022*, Sveriges riksbank, 2022.

Riksgälden, *Riksgäldens årsredovisning 2021*, Riksgälden, 2021.

Riksrevisionen, *Konsekvensanalyser inför migrationspolitiska beslut*, RiR 2017:25, 2017.

Sjödin, M., *Vägen till ett penningpolitiskt beslut*, Ekonomiska kommentarer, nr 3, Sveriges riksbank, 2017.

Tucker, P., *Quantitative easing, monetary policy implementation and the public finances*, IFS Report R223, Institute for Fiscal Studies, 2022.

## Data och statistik

ESV, *Prognos statens budget och de offentliga finanserna, mars 2023*, Ekonomistyrningsverket, 2023, <https://www.esv.se/press-och-publicerat/publikationer/2023/prognos-mars-2023/>, hämtad 2023-09-25.

Eurostat, *HICP – inflation rate*, Eurostat, 2023, <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/TEC00118/default/table?lang=en>, hämtad 2023-09-25.

Macrobond, *Repo rate expectations (TSN Prospera)*, hämtad 2023-09-06.

SCB, *Emitterade värdepapper*, Statistiska centralbyrån, 2023, [https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START\\_FM\\_FM9998\\_FM9998A/FM9998T03/](https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START_FM_FM9998_FM9998A/FM9998T03/), hämtad 2023-09-06.

SCB, *Finansmarknadsstatistik*, Statistiska centralbyrån, 2023, <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/finansmarknadsstatistik/finansmarknadsstatistik/>.

## Webbsidor och annat

af Jochnick, K., ”Måste Riksbanken gå med vinst?”, anförande 2015-01-23, Sveriges riksbank, 2015.

Flodén, M., ”Mina tankar kring Riksbankens tillgångsköp”, anförande 2022-12-14, Sveriges riksbank, 2022.

Flodén, M., ”Riksbankens obligationsköp påverkar statens finanser”, anförande 2016-11-09, Sveriges riksbank, 2016.

Gagnon, J.E., "QE skeptics overstate their case", *Realtime Economic Issues Watch*, blogginlägg 2018-07-05, Peterson Institute for International Economics, 2018, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/qe-skeptics-overstate-their-case>, hämtad 2023-11-06.

Riksbanken, ”Riksbanken utökar tillgångsköpen och vidtar åtgärder för att underlätta kreditförsörjningen”, pressmeddelande 2020-03-16, <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/pressmeddelanden/2020/riksbanken-utokar-tillgangskopen-och-vidtar-atgarder-for-att-underlatta-kreditforsorjningen/>, hämtad 2023-09-22.

Riksbanken, ”Statsobligationer”, <https://www.riksbank.se/sv/marknader/riksbankens-vardepappersinnehav/statsobligationer/>, hämtad 2023-09-20.

Riksbanken, ”Thedéen: Riksbanken behöver återställa sitt kapital”, pressmeddelande 2023-10-24, <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/tal-och-presentationer/2023/thedeen-riksbanken-behover-aterstalla-sitt-kapital/>, hämtad 2023-10-24.

Riksbanken, ”Ytterligare åtgärder för att mildra de ekonomiska konsekvenserna av pandemin”, pressmeddelande 2020-07-01, <https://www.riksbank.se/sv/press-och-publicerat/nyheter-och-pressmeddelanden/pressmeddelanden/2020/ytterligare-atgarder-for-att-mildra-de-ekonomiska-konsekvenserna-av-pandemin/>, hämtad 2023-09-20.

Tenreiro, S., ”Quantitative easing and quantitative tightening”, anförande 2023-04-04, Bank of England, 2023.

## Riksbankens beslut och protokoll m.m.

Riksbanken, *Beslut om avsättningar för finansiell risk* 2020, beslutsunderlag, dnr 2020-01285, Sveriges riksbank, 2020.

Riksbanken, *Beslut om styrränta, försäljning av statsobligationer och ökad volym av riksbankscertifikat*, protokollsbilaga A, dnr 2023-00140, Sveriges riksbank, 2023.

- Riksbanken, *Finansiell stabilitet*, 2006:2, Sveriges riksbank, 2006.
- Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2015:2, Sveriges riksbank, 2015.
- Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2017:1, Sveriges riksbank, 2017.
- Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2017:2, Sveriges riksbank 2017.
- Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2019:2, Sveriges riksbank, 2019.
- Riksbanken, *Finansiell stabilitetsrapport*, 2021:1, Sveriges riksbank, 2021.
- Riksbanken, *KPIF målvariabel för penningpolitiken och band för att illustrera variationer i inflationen*, protokollsbilaga A, dnr 2017-00691, Sveriges riksbank, 2017.
- Riksbanken, *Köp av företagsobligationer som en penningpolitisk åtgärd*, protokollsbilaga A, dnr 2020-00861, Sveriges riksbank, 2020.
- Riksbanken, *Penningpolitiken i Sverige*, Sveriges riksbank, 2010.
- Riksbanken, *Penningpolitisk rapport april*, Sveriges riksbank, 2021.
- Riksbanken, *Penningpolitisk rapport december*, Sveriges riksbank, 2017.
- Riksbanken, *Penningpolitisk rapport februari 2015*, Sveriges riksbank, 2015.
- Riksbanken, *Penningpolitisk rapport februari*, Sveriges riksbank, 2017.
- Riksbanken, *Penningpolitisk rapport juli 2020*, Sveriges riksbank, 2020.
- Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll april*, Sveriges riksbank, 2015.
- Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll april*, Sveriges riksbank, 2016.
- Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll april*, Sveriges riksbank, 2017.
- Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll december*, Sveriges riksbank, 2016.
- Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll februari*, Sveriges riksbank, 2015.
- Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll juli*, Sveriges riksbank, 2015.
- Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll juli*, Sveriges riksbank, 2020.
- Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll november*, Sveriges riksbank, 2020.
- Riksbanken, *Penningpolitiskt protokoll oktober*, Sveriges riksbank, 2015.
- Riksbanken, *Program för företagsutlåning via penningpolitiska motparter*, protokollsbilaga A, dnr 2020-00358, Sveriges riksbank, 2020.
- Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2015*, Sveriges riksbank, 2016.
- Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2016*, Sveriges riksbank, 2017.
- Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2017*, Sveriges riksbank, 2018.



- Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2018*, Sveriges riksbank, 2019.
- Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2019*, Sveriges riksbank, 2020.
- Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2020*, Sveriges riksbank, 2021.
- Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2021*, Sveriges riksbank, 2022.
- Riksbanken, *Redogörelse för penningpolitiken 2022*, Sveriges riksbank, 2023.
- Riksbanken, *Riksbanken och finansiell stabilitet*, Sveriges riksbank, 2013.

## Dokumentation från Riksbanken

- Riksbanken, *A review of the monetary policy department of the Riksbank*, extern utvärdering, 2022-01-09, 2022.
- Riksbanken, *Avstämningsmöte: makroekonomisk prognos*, presentationsmaterial, 2015-04-21, 2015a.
- Riksbanken, *Avstämningsmöte: makroekonomisk prognos*, presentationsmaterial, 2015-06-22, 2015b.
- Riksbanken, *Beredning av okonventionella åtgärder inför PPR februari 2015*, projektdirektiv, 2014-12-17, 2014.
- Riksbanken, *Bör Riksbanken köpa kortare eller längre statsobligationer?*, PM, 2015-06-01, 2015.
- Riksbanken, *Den övre gränsen för statsobligationsköp*, PM, 2015-06-05, 2015.
- Riksbanken, *Den penningpolitiska verktygslådan – en inledande avrapportering*, PM, 2019-10-01, 2019.
- Riksbanken, *Den penningpolitiska verktygslådan*, projektdirektiv, 2019-07-02, 2019.
- Riksbanken, *Ett utökat obligationsprogram*, PM, 2015-10-21, 2015.
- Riksbanken, *Fortsatt diskussion om verktygslådan*, presentationsmaterial, 2020-01-16, 2020.
- Riksbanken, *Indikatorer för löpande OKV-uppföljning*, PM, april, 2018a.
- Riksbanken, *Indikatorer för löpande OKV-uppföljning*, PM, juni, 2018b.
- Riksbanken, *Kan Riksbanken köpa andra värdepapper än nominella statsobligationer?*, PM, 2015-11-11, 2015.
- Riksbanken, *Kappa: Kompletterande penningpolitiska åtgärder*, PM, 2015-02-04, 2015.
- Riksbanken, *Legala och operationella förutsättningar för köp av obligationer emitterade av Kommuninvest*, PM, 2016-06-09, 2016.

- Riksbanken, *Obligationsinnehav och effekt på Riksbankens resultat*, presentationsmaterial, 2020-06-26, 2020.
- Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i april 2016*, PM, april, 2016.
- Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i april 2017*, PM, 2017-03-30, 2017.
- Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i december 2016*, PM, 2016-12-06, 2016.
- Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i december 2017*, PM, december, 2017.
- Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ i februari 2016*, PM, 2016-01-26, 2016.
- Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR juli 2020*, PM, 2020-06-12, 2020.
- Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR november 2020*, PM, 2020-11-10, 2020.
- Riksbanken, *Penningpolitiska alternativ inför PPR september 2020*, PM, 2020-09-04, 2020.
- Riksbanken, *Policydiskussion om olika alternativ*, presentationsmaterial, 2015-03-12, 2015.
- Riksbanken, *Presentationer stor PBG 2 inför april 2016*, presentationsmaterial, 2016-04-05, 2016.
- Riksbanken, *Presentationer stor-PBG 2 inför april 2017*, presentationsmaterial, 2017-04-10, 2017.
- Riksbanken, *Presentationer stor PBG 2 inför februari 2016*, presentationsmaterial, 2016-01-28, 2016.
- Riksbanken, *Presentationer stor-PBG2 inför oktober 2015*, presentationsmaterial, 2015-10-15, 2015.
- Riksbanken, *Reaktioner på PPR feb 2015*, presentationsmaterial, 2015-03-06, 2015.
- Riksbanken, *Resultateffekter av statspappersköpen*, PM, 2017-04-10, 2017.
- Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, PM, 2020-11-10, 2020.
- Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, PM, 2021-06-08, 2021a.
- Riksbanken, *Resultateffekter av tillgångsköp*, PM, 2021-11-08, 2021b.
- Riksbanken, *Revisionsrapport, internrevision*, dnr 2017-00182, 2017.
- Riksbanken, *RIE utlåtande – utökat och förlängt program för köp av värdepapper i penningpolitiskt syfte*, Riskenhetens utlåtande, 2020-11-24, 2020.

Riksbanken, *Riksbankens eget kapital: Prognoser och scenarier för balansräkningen*, PM, 2015-09-25, 2015.

Riksbanken, *Riksbankens obligationsinnehav på sikt*, PM, 2017-09-29, 2017.

Riksbanken, *Riskenhetens utlåtande avseende utökat program för Riksbankens köp av obligationer i penningpolitiskt syfte*, Riskenhetens utlåtande, dnr 2020-00744, 2020-06-25, 2020.

Riksbanken, *Risker inom ramen för OKV-programmet och den svenska portföljen*, PM, 2017-06-19, 2017.

Riksbanken, *Sammanfattning av köp av statsobligationer*, PM, 2015-02-12, 2015.

Riksbanken, *Stor PBG 2 PPR december 2017*, presentationsmaterial, 2017-12-08, 2017.

Riksbanken, *Stor PBG 2 – två konkreta alternativ för en mer expansiv penningpolitik*, presentationsmaterial, 2014-12-08, 2014.

Riksbanken, *Stor-PBG 2*, presentationsmaterial, 2020-06-16, 2020a.

Riksbanken, *Stor-PBG 2*, presentationsmaterial, 2020-09-07, 2020b.

Riksbanken, *Stor-PBG 2*, presentationsmaterial, 2020-11-12, 2020c.

Riksbanken, *Strategier för en mindre expansiv penningpolitik*, PM, 2021-05-21, 2021.

Riksbanken, *Uppföljning av statsobligationsmarknaden*, PM, juli, 2019.

Riksbanken, *Uppföljning och beredning av OKV "fas 3"*, presentationsmaterial, 2015-03-23, 2015.

Riksbanken, *Uppföljning och beredning av OKV*, presentationsmaterial, 2015-03-06, 2015a.

Riksbanken, *Uppföljning och beredning av OKV*, presentationsmaterial, 2015-03-13, 2015b.

BILAGA 1

# Kunskapsöversikt över tillgångens effekter

Detta är en översiktlig kunskapsöversikt. Utgångspunkten för överblicken har varit att inkludera metastudier för att få en överblick över forskningsläget. Andra studier och analyser har också inkluderats baserat på vad som bedöms vara relevanta studier.

Det är utmanande att studera effekterna av tillgångsköp på tillväxt och inflation. För att tillgångsköpen ska påverka tillväxt och inflation behöver de i ett första steg påverka marknadsräntor. Det finns tydligare tecken på hur tillgångsköp har påverkat räntor, än köpens effekter på tillväxt och inflation som utgör det slutliga målet. Det hänger samman med att det är enklare att avläsa ränteförändringar. Effekter på inflation och tillväxt är svårare att utläsa eftersom detta påverkas av många faktorer, till exempel utländska impulser, finanspolitik och effekter av tidigare penningpolitiska beslut. Studier av tillgångsköps effekter på tillväxt och inflation baseras vanligen inte på empiri utan på modellkörningar där observerade räntenedgångar utgör ett ingångsvärde.

Det finns gott om studier över tillgångsköp, fler än 100.<sup>203</sup> Många fokuserar på köpens effekt på marknadsräntorna. Marknadsräntor påverkas emellertid av en mängd olika faktorer vilket försvårar möjligheten att särskilja tillgångsköps inverkan med någon exakthet. Ett vanligt angreppssätt är att mäta annonseringseffekten. Det innebär att man läser av hur marknadsräntan rörde sig den dag ett penningpolitiskt beslut offentliggjordes. Det finns åtminstone två invändningar mot metoden. För det första är det sannolikt att marknadsaktörerna, delvis eller till fullo, förutsett det penningpolitiska beslutet. Då kan beslutet helt eller delvis återspeglas i marknadsräntan när det offentliggörs.<sup>204</sup> Om så varit fallet underskattar metoden tillgångsköps initiala inverkan på marknadsräntorna. För det andra är det inte ovanligt att centralbanker och forskare lägger samman alla annonseringseffekter, vilket riskerar att leda till en överskattning av effekterna eftersom det inte är självklart att annonseringseffekterna är bestående. Exempelvis steg räntan sammantaget under FED:s tre perioder (QE1, QE2, respektive QE3) av tillgångsköp trots betydande nedgångar i samband med annonseringarna.<sup>205</sup>

<sup>203</sup> Tenreiro, "Quantitative easing and quantitative tightening", 2023.

<sup>204</sup> Gagnon, "QE Skeptics Overstate Their Case", hämtad 2023-11-06.

<sup>205</sup> Greenlaw m.fl., "A Skeptical View of the impact of the Fed's Balance Sheet", 2018. Se även Bhattarai och Neely, "An analysis of the Literature on international unconventional monetary policy", 2020.

## Tillgångsköpen trycker ned marknadsräntor, men det är ovisst hur länge effekten består

Det finns en bred konsensus om att tillgångsköp bidrar till att räntor på obligationsmarknader sjunker. Det råder emellertid en betydande osäkerhet inom forskningslitteraturen om magnituden och hur länge effekten består.

Bernanke har sammanställt resultaten från ett stort antal studier som undersöker effekter från okonventionella penningpolitiska åtgärder.<sup>206</sup> Där framgår att den första omgången av tillgångsköp i USA medförde en nedgång av den 10-åriga statsobligationsräntan med cirka 100 punkter. Andra forskare menar att om hänsyn tas till andra faktorer är effekterna mindre. En studie menar att utvecklingen i Europa, via dess centralbanker, politiska händelser och datautfall, hade större inverkan på den amerikanska obligationsräntan än FED:s tillgångsköp.<sup>207</sup> Samma studie menar att det är missvisande att se hela räntenedgången som en effekt av tillgångsköpen, eftersom FED ibland givit information om sin framtida räntepolitik (*forward guidance*) vid samma tillfälle som tillgångsköpen annonserades. I en annan rapport framkommer att tillgångsköps effekt på statsobligationsräntan varierar mellan nära 0 och över 100 punkter, enligt en sammanställning av 37 olika studier.<sup>208</sup>

Effekten visar sig också vara beroende av under vilka förhållanden som köpen sker. Studier som behandlar tillgångsköp i orostider noterar tydliga effekter på räntor och olika spreadar. Det är dels en direkt effekt av centralbankers köp av tillgångar, dels en indirekt effekt av att centralbankers agerande och annonserade åtgärder ökar förtroendet i ekonomin vilket bidrar till att dämpa den osäkerhet och riskaversion som uppstår eller förstärks i orostider. En rapport från Bank of International Settlements (BIS) finner att ECB:s tillgångsköp hade tydligt större effekt på räntorna under pandemin än när köpen gjordes under mer normala förhållanden.<sup>209</sup> Samma rapport noterar att köpen medförde en del sidoeffekter, bland annat en nedtryckning av kreditriskpremier vilket påverkar resursallokeringen, en stimulans av huspriser och effekter på förmögenhetsfördelningen. I en tidigare bredare översyn konstaterades att tillgångsköp var ett effektivare verktyg när marknaden var dysfunktionell.<sup>210</sup> Båge studier drar slutsatsen att sidoeffekterna var begränsade och inte riskerade den samlade effektiviteten av tillgångsköpen. Flera andra studier drar slutsatsen att kvantitativa lättnader kan ha en stor betydelse som krisverktyg.<sup>211</sup>

<sup>206</sup> Bernanke, "The New Tools of Monetary Policy", 2020.

<sup>207</sup> Greenlaw m.fl., "A Skeptical View of the impact of the Fed's Balance Sheet", 2018.

<sup>208</sup> BIS, *Unconventional monetary policy: a cross-country analysis*, 2019.

<sup>209</sup> BIS, *Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis*, 2023.

<sup>210</sup> BIS, *Unconventional monetary policy: a cross-country analysis*, 2019. Se även Bank of England, *IEO evaluation of the Bank of England's approach to quantitative easing*, 2021.

<sup>211</sup> Se exempelvis House of Lords, *Quantitative easing: a dangerous addiction?*, 2021 och Haldane m.fl., *QE: the story so far*, 2016.

## Tillgångsköpens effekter på tillväxt och inflation är mindre tydliga

Bilden är inte lika tydlig när det gäller tillgångsköpens effekter på tillväxt och inflation. För Storbritanniens del drar House of Lords i sin granskning slutsatsen att kvantitativa lättnader haft begränsad inverkan på efterfrågan och tillväxt. Vad gäller effekten på inflation är den osäker.<sup>212</sup> Studier gjorda på Bank of England ger en annan bild, flera studier redovisar tydliga effekter på både tillväxt och inflation.<sup>213</sup> En medlem av Bank of Englands penningpolitiska kommitté hävdar dock att tillgångsköp i tider utan marknadsstörningar hade små och temporära effekter på räntor och därför begränsad stimulans på efterfrågan och tillväxt.<sup>214</sup>

En rapport som baseras på 54 olika studier visar att tillgångsköp motsvarande 1 procent av BNP i genomsnitt beräknas leda till att tillväxten stiger med 0,24 procent som mest samt att inflationen stiger med 0,19 procent.<sup>215</sup> I samma rapport jämförs hur effektiva kvantitativa lättnader bedöms vara beroende på om studien är utförd av anställda på en centralbank eller av fristående akademiker. Genomgången visar att arbeten utförda i centralbankssfären påvisar påtagligt större effekter på tillväxt (2,5 gånger större) och inflation (närmare 5 gånger större). Medan alla studier gjorda av centralbanksassocierade finner en statistiskt signifikant effekt på tillväxt, är det bara hälften av studierna inom akademien som gör det.

I en tidigare version redovisar författarna även hur resultaten skiljer sig åt mellan tre olika länder.<sup>216</sup> Där framkommer att de granskade studierna i genomsnitt funnit en betydligt större effekt på tillväxt och inflation i USA än i euroområdet och Storbritannien. Effekten var dubbelt så stor i USA jämfört med ett genomsnitt av euroområdet och Storbritannien.

<sup>212</sup> Tenreyro, "Quantitative easing and quantitative tightening", 2023.

<sup>213</sup> Se exempelvis Joyce, Tong, och Woods, *The united Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*, 2011 och Haldane m.fl., *QE: the story so far*, 2016.

<sup>214</sup> Tenreyro, "Quantitative easing and quantitative tightening", 2023.

<sup>215</sup> Fabo B. m.fl., "Fifty shades of quantitative easing: Comparing findings of central bankers and academics", 2021.

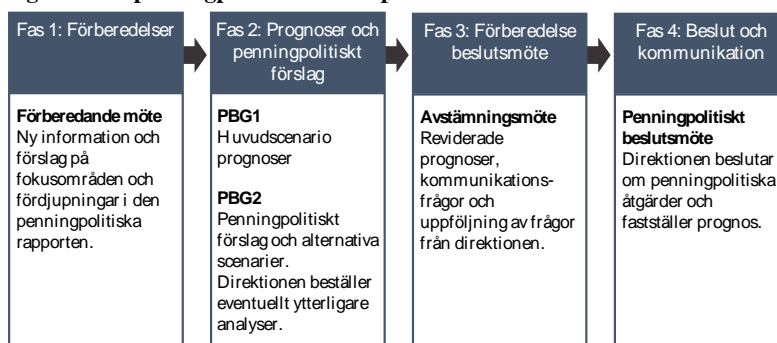
<sup>216</sup> Fabo B. m.fl., "Fifty shades of quantitative easing: Conflicts of Interest in Economic Research", 2020.

## BILAGA 2

# Metodbilaga och beslutsprocessen

För att besvara delfråga 1 har vi analyserat Riksbankens beslutsunderlag inför besluten att köpa värdepapper. Den penningpolitiska beslutsprocessen består av fyra faser med fyra mötesföreläringar mellan avdelningen för penningpolitik (APP), avdelningen för marknader (AFM), avdelningen för finansiell stabilitet (AFS) och direktionen.<sup>217</sup> I stora drag har beslutsprocessen sett ut enligt beskrivningen nedan under granskningsperioden.

**Figur 2 Den penningpolitiska beslutsprocessen**



Källa: Riksbanken.

I början av processen träffas direktionen och avdelningen för ett inledande möte. Syftet är att direktionen ska ge vägledning till avdelningarna inför det kommande penningpolitiska beslutsmötet.

Som underlag till penningpolitiska beslut tar APP fram prognoser över den ekonomiska utvecklingen, ett penningpolitiskt förslag och alternativ. I detta arbete analyseras bland annat den ekonomiska situationen och utvecklingen i omvärlden och i Sverige.<sup>218</sup> Detta kan beskrivas som en iterativ process där analyser, prognoser och bedömningar diskuteras inom och mellan avdelningar och direktionen.

<sup>217</sup> Se Hallsten och Tägtström, *Beslutsprocessen – hur går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan*, 2009 och Sjödin, *Vägen till ett penningpolitiskt beslut*, 2022.

<sup>218</sup> Sjödin, *Vägen till ett penningpolitiskt beslut*, 2022.

APP gör, i samarbete med Riksbankens andra avdelningar, prognoser och andra analyser som blir underlag för direktionen. APP presenterar ett förslag till huvudscenario för prognosen och ett förslag på penningpolitik. Förslaget är inte en rekommendation till direktionen. Tanken är att förslaget ska spegla hur direktionen normalt sett tenderar att agera utifrån utsikterna för konjunkturen och inflationen.<sup>219</sup> I vissa fall har direktionen redan signalerat hur de avser utforma penningpolitiken vid kommande beslut. Då speglar förslaget och prognoserna detta. Kommunikationen sker främst mellan avdelningschefer och direktionen.<sup>220</sup>

Underlaget som tas fram diskuteras vid två centrala möten inom den penningpolitiska beredningsgruppen (PBG). Vid det första mötet presenterar APP huvudscenariot för prognosen (PBG1). Vid det andra mötet presenteras och diskuteras förslaget till penningpolitiken (PBG2). Efter PBG2 fortsätter APP arbetet med att ta fram ett förslag på prognoser och penningpolitik som de bedömer kommer samla en majoritet i direktionen vid det kommande penningpolitiska mötet.<sup>221</sup> Riksbankens avdelningar arbetar med att uppdatera prognoser, färdigställa den penningpolitiska rapporten och arbeta med kommunikation inför beslutet som fattas vid det penningpolitiska beslutsmötet. Den penningpolitiska rapporten speglar synen hos majoriteten av direktionen på konjunktur- och inflationsutsikterna och överväganden som ligger till grund för penningpolitiken.<sup>222</sup>

Vid det penningpolitiska mötet fattar direktionen beslut om penningpolitiska åtgärder och fastställer prognosen. Beslutet och den penningpolitiska rapporten kommuniceras efterföljande dag, och ett penningpolitiskt protokoll där direktionsledamöterna förtydligar sina ståndpunkter publiceras kort därpå.<sup>223</sup>

Under 2015–2018 bereddes tillgångsköpen i ett särskilt program (OKV). Projektgrupperna inom detta tog fram underlag specifikt för okonventionella penningpolitiska åtgärder, däribland tillgångsköpen. Denna process var inte en del av den ordinarie beslutsprocessen, men slutsatserna inkorporerades i det penningpolitiska beslutsunderlaget och underlagen har varit centrala för beredningen av tillgångsköpen.<sup>224</sup>

## Granskning av Riksbankens beslutsunderlag

Vi har granskat beslutsunderlag från beredningsprocessen, som berörde tillgångsköpen, samt det underlag som OKV-programmet tog fram. En utmaning har varit att beslutsunderlaget för besluten inte alltid varit samlat. Vissa beslut bereds i andra policyomgångar än den när beslutet fattades. Vi bad Riksbanken att få ta del av de beslutsunderlag och analyser som varit relevanta för köpen av värdepapper. Riksbanken har genomfört omfattande sökningar för att ta

<sup>219</sup> Sjödin, *Vägen till ett penningpolitiskt beslut*, 2022.

<sup>220</sup> Intervjuer med tjänstepersoner.

<sup>221</sup> Sjödin, *Vägen till ett penningpolitiskt beslut*, 2022.

<sup>222</sup> Sjödin, *Vägen till ett penningpolitiskt beslut*, 2022.

<sup>223</sup> Sjödin, *Vägen till ett penningpolitiskt beslut*, 2022.

<sup>224</sup> Intervjuer med tjänstepersoner.



fram detta material. Ett viktigt urvalskriterium var att direktionen har tagit del av underlaget och att det handlade specifikt om värdepappersköp.

En stor del av underlagen består av presentationsmaterial från de möten som beskrivs ovan. I vissa fall har det funnits underliggande promemorior, som i dessa fall har granskats. Vi har utgått från det dokumenterade underlaget, eftersom diskussionen under dessa möten inte dokumenterats.

## Intervjuer

Vi har genomfört ett 30-tal intervjuer. De allra flesta gjordes i Riksbankens lokaler och ett fåtal via videosamtal. Vi har dokumenterat intervjuvarerna i sammanställningar. En sammanställning har gjorts för intervjuerna med direktionsledamöterna och en annan för intervjuerna med tjänstepersonerna. Vi har vidare intervjuat forskare/ekonomer med kunskaper om penningpolitik. Anledningen till att intervjuerna sammanställts är att vi i granskningen sökt efter den övergripande bilden från respektive grupp och vi har försökt undvika att enskilda tjänstepersoners eller ledamöters svar ska kunna identifieras, i syfte att skapa förutsättningar för att tala så fritt som möjligt. Våra intervjuvar tolkas därmed med viss försiktighet i granskningen och de insikter vi sett i intervjuerna har kompletterats med annan dokumentation i syfte att kvalitets-säkra våra iakttagelser.

### Intervjuer med direktionen

Vi har intervjuat sex av sju ledamöter som under granskningsperioden suttit i direktionen. En tidigare direktionsledamot avböjde att medverka. Två ledamöter intervjuades vid två tillfällen. Den ena för att säkerställa att vi fått svar på samtliga frågor. Den andra i syfte att ställa frågor om dennes syn på skuggräntan som verktyg för att skatta tillväxt och inflation.

Intervjuerna med direktionsledamöterna har tagit utgångspunkt i en intervjuguide. Vi använde samma intervjuguide till direktionsledamöterna och ställde samma frågor till samtliga, i syfte att få en samstämmighet i svaren. Följdfrågor kunde dock anpassas i intervjun.

<b>Datum</b>	<b>Ledamot</b>
2022-12-21 och 2023-03-17	Stefan Ingves
2023-02-22	Henry Ohlson
2023-02-23 och 2023-08-29	Martin Flodén
2023-02-24	Anna Breman
2023-02-27	Per Jansson
2023-03-17	Cecilia Skingsley

## Intervjuer med tjänstepersoner

Vi har intervjuat tjänstepersoner och chefer. Även här har vi använt en liknande intervjuguide för att få en enhetlighet i intervjuerna. Delar har dock anpassats utifrån tjänstepersonernas roller och ansvar.

Datum	Avdelning	Befattning
2022-11-08	APP	Biträdande avdelningschef och projektledare OKV-programmet
2022-12-02	APP	Medarbetare och tidigare projektledare OKV
2022-12-08 och 2023-08-29	AFM	Medarbetare
2022-12-21	APP	Medarbetare
2023-01-16	APP	Tidigare enhetschef modellenheten och tidigare biträdande avdelningschef
2023-01-27	APP	Enhetschef modellenheten och tidigare enhetschef modellenheten
2023-02-01	AFM	Två medarbetare
2023-03-07	AFM	Avdelningschef och biträdande avdelningschef
2023-03-14	APP	Tidigare tillförordnad avdelningschef
2023-03-16 och 2023-04-28	APP	Projektledare OKV-programmet
2023-03-16	APP	Två medarbetare på tidigare modellenheten
2023-03-27	APP	Tidigare avdelningschef
2023-03-29	AFS	Enhetschef
2023-04-28	APP	Enhetschef modellenheten

## Forskare och andra aktörer

Vi har också intervjuat forskare och andra aktörer. Syftet har varit att få en bild över tillgångsköpens effekter och sidoeffekter utifrån ett annat perspektiv än Riksbankens.

### Intervjuer med forskare

Datum	Universitet	Befattning
2023-02-15	Uppsala universitet	Professor i nationalekonomi
2023-03-08	Institutet för näringslivsforskning	Professor emeritus i nationalekonomi
2023-03-10	Stockholms universitet	Professor i nationalekonomi
2023-03-15	Stockholms universitet (Centrum för penningpolitik och finansiell stabilitet)	Två professorer och en docent i nationalekonomi
2023-03-29	Lunds universitet	Docent i nationalekonomi

**Intervjuer med andra aktörer**

<b>Datum</b>	<b>Organisation</b>	<b>Befattning</b>
2023-01-30	Nordea	Två chefsanalytiker och chefen för Nordea Markets Sverige
2023-02-20	Riksgäldskontoret	Analyschef och upplåningschef
2023-03-24	Stabelo	VD
2023-08-15	SEB	Senior ekonom

## BILAGA 3

## Tabeller och diagram

**Tabell 7 Beslut för att köpa statsobligationer under 2015–2019 samt beslut och nivå på styrränta**

Besluts- datum	Total köp- volym	Varav nominella statsobliga- tioner	Varav reala statsobliga- tioner	Förändring styrränta	Nivå styr- ränta	Reserva- tioner
2015-02-11	10	10	0	-0,10	-0,10	1
2015-03-18	30	30	0	-0,15	-0,25	0
2015-04-28	40–50	40–50	0	-	-0,25	0
2015-07-01	45	45	0	-0,1	-0,35	0
2015-10-27	65	65	0	-	-0,35	0
2016-04-20	45	30	15	-	-0,5	1
2016-12-20	30	15	15	-	-0,5	3
2017-04-26	15	7,5	7,5	-	-0,5	3

Anm.: Köpvolymer anges i miljarder kronor. Beslut om att återinvestera förfall och kupongbetalningar från nominella och reala statsobligationer fattades 2016-02-10 respektive 2016-04-20. Beslut om att tidigarelägga återinvesteringar fattades 2017-12-19 (med 2 reservationer). Beslut om att återinvestera ett visst belopp (45 miljarder kronor) fattades 2019-04-24. Reservationer avser antalet ledamöter som reserverade sig mot beslutet att köpa tillgångar.

Källa: Riksbanken.

**Tabell 8 Rambeslut för värdepappersköp 2020–2021**

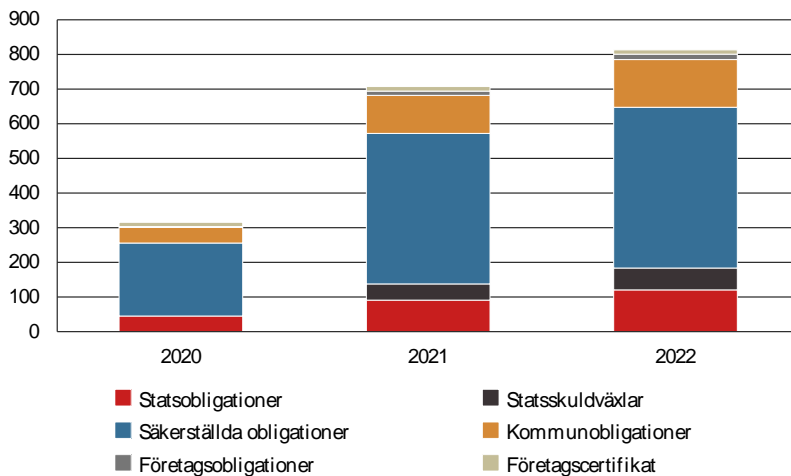
Beslutsdatum	Belopp	Ram- belopp	Värdepapper som beslutades ingå i köp	Reserva- tioner
2020-03-16	300		300 Statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer	0
2020-03-19	-		300 Företagscertifikat och företagsobligationer	0
2020-06-30	200		500 -	0
2020-11-25	200		700 Gröna stats- och kommunobligationer, statsskuldväxlar	2

Anm.: Beloppet anges i miljarder kronor och anger storleken på utökningen av ramen. Värdepapper som beslutades ingå i köp anger nytillkomna värdepapperslag vid beslutstillfället. Reservationer avser antalet ledamöter som reserverade sig mot beslutet att utöka ramen att köpa tillgångar.

Källa: Riksbanken.

**Diagram 9 Riksbankens aggregerade köp under 2020–2022**

Miljarder kronor



Anm.: Avser aggregerade köp vid utgången av respektive år för respektive obligationslag.

Källa: Riksbanken.

