

## FÖRDJUPNING – Värdepappersköpens effekter på Riksbankens resultat

---

Riksbanken har köpt stora mängder tillgångar sedan 2015, med delvis olika syften. Köpen avslutades under 2022. I och med att inflationen steg kraftigt under 2022 fick Riksbanken och andra centralbanker höja styrräntan mycket och snabbt. Det stigande ränteläget gjorde att värdet på tillgångarna föll. Riksbanken redovisade en stor finansiell förlust för 2022, och det egna kapitalet kommer att bli negativt efter resultatdispositionen våren 2023. Denna fördjupning belyser vilka effekter värdepappersköpen väntas få på resultatet och hur de effekterna fördelar sig över olika tidsperioder och tillgångsslag.

De samhällsekonomiska vinsterna av köpen, i termer av förbättrad måluppfyllelse, bedöms vara stora. Samtidigt är det viktigt att vara medveten om de negativa konsekvenserna för Riksbankens resultat. Även om förmågan att bedriva penningpolitik på kort sikt inte påverkas av stora förluster och ett negativt eget kapital kan problem uppstå på längre sikt. Om Riksbankens finansiella ställning blir alltför svag kan det finansiella oberoendet hotas, vilket i sin tur kan försvaga förtroendet för inflationsmålet och penningpolitiken.

---

### Riksbankens tillgångsköp 2015–2022 – värna inflationsmålet och hantera pandemins effekter

Syftet med den här fördjupningen är att förklara hur Riksbankens köp av tillgångar har resulterat i finansiella förluster. Motiven till köpen beskrivs därför endast kortfattat.<sup>54</sup>

Under våren 2015 sjönk inflationen tydligt under Riksbankens mål, samtidigt som inflationsförväntningarna också sjönk. Riksbankens styrränta var redan på noll procent, vilket bedömdes vara nära den nedre gränsen. Samtidigt behövde penningpolitiken göras mer expansiv för att se till att inflationen steg mot 2 procent och för att trovärdigheten för inflationsmålet skulle upprätthållas. Riksbanken genomförde en kombination av åtgärder. Dels sänktes styrräntan till negativa nivåer och som lägst till -0,5 procent, dels inleddes köp av statsobligationer. Köpen utökades successivt fram till 2017, och innehavet kom sammantaget att uppgå till strax under 300

---

<sup>54</sup> Se B. Andersson, M. Beechey Österholm och P. Gustafsson (2022), "Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022", *Riksbanksstudie* nr 2, Sveriges riksbank, för en utförlig redogörelse.

miljarder kronor (se diagram 12 i kapitel 2). Efter 2017 upprätthölls nivån på innehaven genom köp som kompenserade för förfallen på obligationerna, samtidigt som styrräntan höjdes i två steg till noll procent i december 2018 respektive 2019.

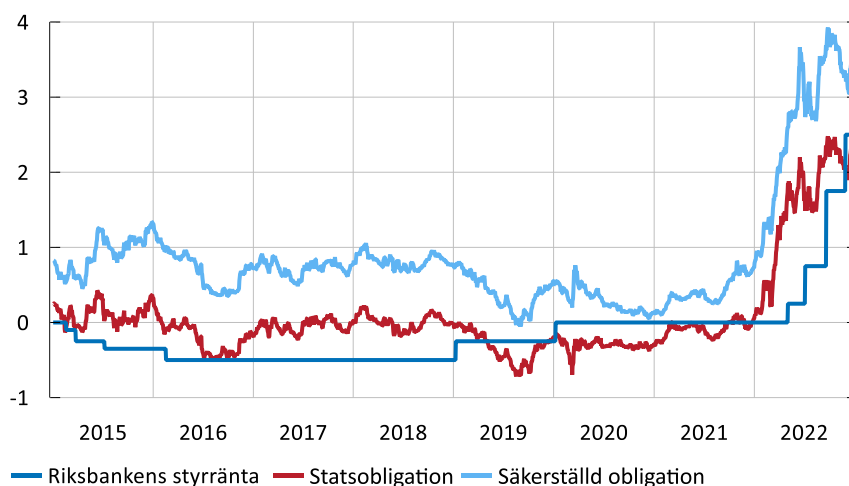
Coronapandemin våren 2020 ledde utöver ett omfattande mänskligt lidande till stora negativa konsekvenser för ekonomin världen över. Inledningsvis ökade osäkerheten dramatiskt på de finansiella marknaderna. Räntemarknaden påverkades i hög grad. Ju högre risk tillgångarna hade, desto mer steg räntorna. Riksbankens sänkte inte styrräntan, som i stället behölls på noll procent, eftersom det inte ansågs meningsfullt att stimulera efterfrågan i en ekonomi som till stora delar var stängd. Ett av de problem som uppstod var dock att räntorna till hushåll och företag riskerade att stiga, med en ytterligare åtstramande effekt på en ekonomi som redan befann sig i fritt fall. Bland de åtgärder som Riksbanken vidtog fanns betydande köp av tillgångar. Till skillnad från tidigare kom köpen att omfatta en bredare palett av räntebärande värdepapper, med tyngdpunkten på säkerställda obligationer. Men även företagspapper, kommunobligationer och ytterligare köp av statsobligationer inkluderades (se diagram 12 i kapitel 2). Köpen utökades och förlängdes i ett antal steg. Sammantaget var Riksbankens köp för att hantera effekterna av pandemin betydligt mer omfattande än köpen 2015–2017 och medförde att innehavet sammantaget ökade med ungefär 700 miljarder kronor under perioden 2020–2021.

## Snabb inflationsuppgång och stora styrräntehöjningar under 2022

Inflationen steg snabbt under 2022, till de högsta nivåerna på över 30 år. Riksbanken har liksom de flesta andra centralbanker därför höjt styrräntan ganska mycket och snabbt, och det allmänna ränteläget har följt med upp. Det betyder att såväl Riksbankens styrränta som räntorna på de obligationer som Riksbanken köpt har stigit kraftigt (se diagram 32).

**Diagram 32. Ränteutvecklingen i Sverige**

Procent



Anm. Obligationsräntor avser skattade nollkupongsräntor med 5 års löptid.

Källor: Macrobond och Riksbanken.

## Varför försämras Riksbankens resultat när räntorna stiger?

Redan i samband med den första fasen av tillgångsköp från 2015 uppmärksammade Riksbanken att riskerna för resultatet ökade och att förluster kunde uppstå i framtiden.<sup>55</sup> Men att räntorna skulle stiga så mycket som de gjorde under 2022 var extremt oväntat. Det illustreras inte minst av att Riksbankens prognos så sent som i februari 2022 indikerade att styrräntan skulle börja höjas från noll först under andra halvåret 2024.<sup>56</sup> Att räntorna steg så mycket innebär också att Riksbanken gör stora förluster på sina tillgångsköp.<sup>57</sup> Hur kommer det sig?

Köpen av obligationer finansierades med nyskapade pengar i form av inlåning i Riksbanken, till styrräntan. Om Riksbanken behåller obligationerna tills de förfaller blir avkastningen på placeringen skillnaden mellan obligationsräntan vid köpet och den genomsnittliga styrräntan under obligationernas löptid. Riksbanken har alltså "lånat kort och investerat långt". Det betyder att Riksbanken har tagit en ränterisk: Medan den långa räntan "låstes in" på nivån vid köptillfället var den framtida styrräntan under obligationens löptid okänd.

<sup>55</sup> Se tal av M. Flodén (2016), "Riksbankens obligationsköp påverkar statens finanser", 9 november 2016, Sveriges riksbank. Redan innan obligationsköpen inleddes uppmärksammades också riskerna för Riksbankens resultat till följd av en större balansräkning, då främst kopplat till den utökning av valuta-reserven som skedde efter finanskrisen; se tal av K. af Jochnick (2015), "Måste Riksbanken gå med vinst?", 23 januari 2015, Sveriges riksbank.

<sup>56</sup> Se *Penningpolitisk rapport*, februari 2022, Sveriges riksbank. I rapporten framgår också att den övre gränsen för det 90-procentiga osäkerhetsintervallet för styrräntan det fjärde kvartalet 2022 var 1,25 procent. Utfallet blev 2 procent.

<sup>57</sup> Riksbanken har i tidigare publikationer också beskrivit och kommenterat hur resultatet påverkas negativt av att ränteläget stiger. Se exempelvis Årsredovisning för Sveriges riksbank 2022 och D. Kjellberg och M. Åhl (2022), "Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor", *Ekonomiska kommentarer* nr 8, Sveriges riksbank.

Ett enkelt exempel visar hur förluster kan uppstå:

- Riksbanken lånar 1 000 miljarder till rörlig ränta (styrräntan) och placerar pengarna i obligationer till noll procents ränta på 5 års löptid till förfall.
- Styrräntan är noll procent vid köptillfället.
- Därefter stiger styrräntan under obligationens löptid.
- Om styrräntan i genomsnitt blir 1 procent blir ränteintäkten totalt noll kronor medan räntekostnaden blir totalt 50 miljarder kronor.
- På så vis förlorar Riksbanken i genomsnitt 10 miljarder per år och totalt 50 miljarder över en femårsperiod.

Hur har det då sett ut i praktiken? Ett sätt att förstå hur Riksbankens resultat har påverkats är att omsätta det enkla exemplet i de konkreta köp som Riksbanken har gjort.

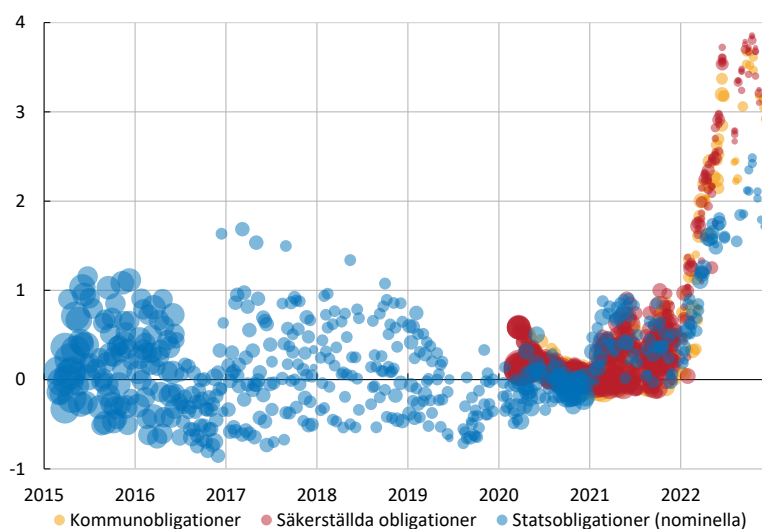
Riksbanken har byggt upp en portfölj av svenska värdepapper som inledningsvis uteslutande bestod av statsobligationer men som sedan utökades med framförallt säkerställda obligationer men även med kommunobligationer och till en liten del företagspapper. Diagram 33 visar köpen i tre dimensioner: storleken på köpen, som illustreras med storleken på bollarna, den ränta som köpen gjordes till, som illustreras av bollarnas placering på y-axeln och slutligen tidpunkten för köpen, som illustreras av bollarnas placering på x-axeln.<sup>58</sup> Det framgår att merparten av köpen av statsobligationer skedde 2015–2016 till en ränta nära noll procent i genomsnitt. Vidare framgår att köpen av säkerställda obligationer och kommunobligationer till största delen skedde under 2020 och 2021 till en ränta kring 0,5 procent i genomsnitt.

---

<sup>58</sup> I diagrammet framgår dock inte obligationernas löptid.

**Diagram 33. Räntor på Riksbankens köp av obligationer**

Procent



Anm. Bollstorleken är proportionell mot köpets nominella belopp. Diagrammet visar den fasta ränta som ges om obligationen hålls till förfall.

Källa: Riksbanken.

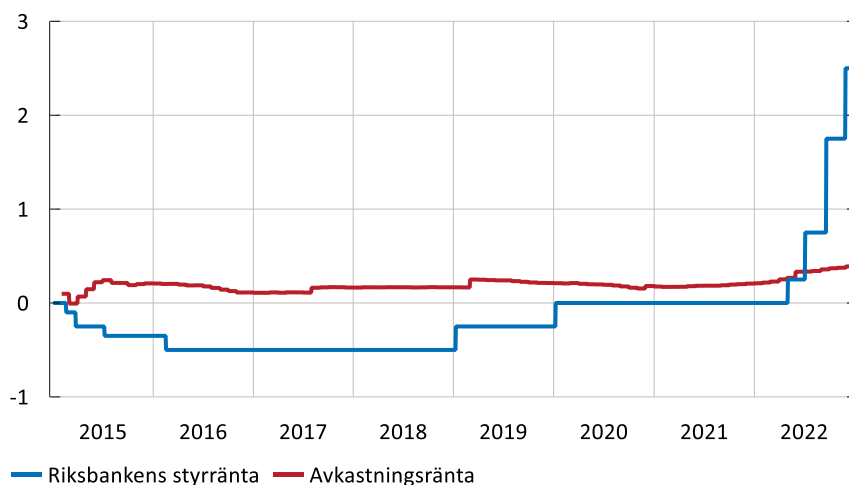
Diagram 34 visar den sammantagna avkastningsräntan på Riksbankens innehav av svenska värdepapper, tillsammans med styrräntan som köpen finansierades till.<sup>59</sup> Det framgår att avkastningsräntan från inledningen av 2015 ända fram till början av 2022 översteg styrräntan något och var mellan 0 och 0,5 procent. Under loppet av 2022 höjdes styrräntan kraftigt från 0 till 2,5 procent.

Riksbankens räntenetto, alltså skillnaden mellan avkastnings- och finansieringsräntan, var alltså något över noll fram till mitten av 2022 men blev snabbt kraftigt negativt under återstoden av året. Andra centralbanker, som Federal Reserve, redovisar effekten på resultatet just på detta sätt, alltså som ett räntenetto år för år. Om Riksbanken skulle göra likadant skulle det betyda små vinster på tillgångsköpen 2015–2021 och en ganska stor förlust 2022. Det skulle alltså fungera ungefär som i det enkla exemplet som beskrevs tidigare. Den slutliga effekten på resultatet kommer att avgöras av hur skillnaden mellan avkastningsräntan och styrräntan utvecklas framöver.

<sup>59</sup> Avkastningsräntan är den ränta som innehavet ger om obligationerna hålls till förfall.

**Diagram 34. Genomsnittlig årlig avkastningsränta på obligationsinnehavet om det hålls till förfall samt aktuell finansieringsränta (Riksbankens styrränta)**

Procent



Anm. Riksbankens styrränta (blå linje) kan ses som den aktuella procentuella finansieringsräntan för obligationsinnehavet (Riksbankens räntekostnad för inlåning av de reserver som skapades vid obligationsköpen). Avkastningsräntan (röd linje) avser innehavet av obligationer i kronor (enbart det med fasta kuponger) och visar hur den genomsnittliga årliga avkastningen på innehavet skulle bli från den aktuella tidpunkten fram till att alla obligationer har förfallit. Förändringarna i detta genomsnitt har skett på grund av köp och förfall. Om blå linje är ovanför röd linje vid en tidpunkt överstiger den aktuella finansieringsräntan den avkastning vi kan vänta oss från obligationsinnehavet om Riksbanken håller det till förfall.

Källa: Riksbanken.

## Värdeminskningar påverkar Riksbankens resultat

Riksbanken använder sig av redovisningsregler som följer Europeiska centralbanks-systemets (ECBS) riktlinjer. De riktlinjerna ger olika möjligheter att redovisa resultatet, men här beskrivs den metod som Riksbanken har valt.<sup>60</sup> Metoden innebär att det aktuella marknadsvärdet på obligationsinnehavet kan ha stor betydelse för Riksbankens resultat. Och marknadsvärdet på en obligation sjunker när räntorna stiger. Så här fungerar det: I redovisningen av Riksbankens resultat ingår inte realiserade vinster men däremot realiserade förluster. När resultatet ska fastställas marknadsvärderas tillgångarna i slutet av ett redovisningsår. Om marknadsvärdet på en obligation som Riksbanken köpt överstiger inköpspriset och alltså har ökat i värde, förs detta inte till årets resultat utan läggs på ett så kallat värderegleringskonto på balansräkningens skuldsida. Men om marknadsvärdet istället understiger inköpspriset sker en nedskrivning av anskaffningsvärdet. Nedskrivningen belastar årets resultat, trots att Riksbanken fortfarande äger obligationen och varken något kassaflöde har skett eller någon förlust har realiserats. Denna asymmetriska hantering av hur

<sup>60</sup> Se ECBS riktlinje för redovisning, (EU) 2016/2249 (ECB/2016/34), ändrad enligt (EU) 2019/2217 (ECB/2019/34) och (EU) 2021/2041 (ECB/2021/51).

förändringar i marknadsvärdet påverkar det redovisade resultatet följer en sorts försiktighetsprincip.<sup>61</sup>

Det är viktigt att framhålla att den sammantagna resultateffekten med Riksbankens metod blir densamma som med den andra metoden ovan, där räntenettet redovisas år för år. En nedskrivning av värdet på obligationerna kan liknas vid att Riksbanken först säljer obligationerna och sedan köper tillbaka dem till det nya lägre marknadsvärdet. Det för med sig två saker. För det första uppstår en förlust till följd av försäljningen, som belastar resultatet. För det andra sker ”omköpen” till en högre ränta. De framtida redovisade ränteintäkterna kommer därför bli högre och förbättra resultatet följande år, precis så mycket så att det kompenserar för värdeförlusten i samband med försäljningen. Men i Riksbankens fall koncentreras förlusterna till den period då räntorna stiger och värdet på obligationerna sjunker.

Eftersom ränteläget stigit så mycket under 2022, har värdet på obligationerna i Riksbankens tillgångsportfölj fallit kraftigt. Tabell 3 visar att värdet har minskat med 70 miljarder kronor. Uppdelat på tillgångsslag har statsobligationer och säkerställda obligationer bidragit mest till värdeminskningen, eftersom de utgör den övervägande delen av innehavet.

**Tabell 3. Värdeförändringar på Riksbankens penningpolitiska tillgångar 2022**

Miljarder kronor

Tillgångsslag	Värdeförändring
Statsobligationer	-41
Kommunobligationer	-7
Säkerställda obligationer	-23
Företagsobligationer	0
<b>Summa</b>	<b>-70</b>

Anm. Avser värdeförändringar under 2022. Beräkningarna avser obligationer med fast kupongränta. Avrundning gör att beloppen inte summerar.

Källa: Riksbanken.

Under en stor del av perioden då Riksbanken köpte obligationer var ränteläget lågt, samtidigt som obligationsräntorna sjönk. De köpta tillgångarna steg då något i värde, vilket resulterade i vinster på de tidigare obligationsköpen.<sup>62</sup> När räntorna började stiga under 2022 hade stora delar av köpen i den första fasen från 2015 antingen redan förfallit eller hade en kort återstående löptid. Som nämndes tidigare var också köpprogrammets omfattning mindre i den första fasen från 2015 än i den andra fasen från 2020. Det finansiella resultatet ackumulerat över tid är därför betydligt mindre negativt för köpen i den första fasen, vilket framgår av tabell 4.<sup>63</sup>

<sup>61</sup> Se Riksbankens årsredovisning för 2022, avsnittet tillgångsförvaltning, för en mer exakt beskrivning.

<sup>62</sup> Som nämndes tidigare bokförs dock inte realiserade vinster till Riksbankens resultat.

<sup>63</sup> De här beräkningarna bygger på de kassaflöden som hittills har uppkommit för varje obligation som har köpts, i kombination med en marknadsvärdering utifrån aktuella priser på de obligationer som ännu inte har förfallit. Man kan alltså se beräkningen som slutresultatet av köpen under antagandet att det återstående innehavet säljs idag.

**Tabell 4. Finansiellt resultat av Riksbankens köp i de olika faserna**

Miljarder kronor

Fas	Finansiellt resultat
Fas 1 (beslut 2015–2019)	–9
Fas 2 (beslut mars 2020–juni 2022)	–51
<b>Summa</b>	<b>–59</b>

Anm. Avser totalt resultat sedan köpen inleddes och baseras på marknadsvärdering 31 december 2022. Beräkningarna avser obligationer med fast kupongränta. Avrundning gör att beloppen inte summerar.

Källa: Riksbanken.

Eftersom Riksbanken mestadels har köpt statsobligationer och säkerställda obligationer är det föga förvånande att det är de köpen som har gett de största förlusterna (se tabell 5). Trots att Riksbanken mestadels har köpt säkerställda obligationer de senaste åren har statsobligationsköpen genererat ungefär lika stora förluster. Det beror dels på att statsobligationerna har en längre löptid och därmed minskar mer i värde när ränteläget stiger, dels på att räntan de köptes till var lägre (se diagram 33).

**Tabell 5. Finansiellt resultat av Riksbankens köp av olika tillgångsslag**

Miljarder kronor

Tillgångsslag	Finansiellt resultat
Statsobligationer	–29
Kommunobligationer	–7
Säkerställda obligationer	–24
Företagsobligationer	0
<b>Summa</b>	<b>–59</b>

Anm. Avser totalt resultat sedan köpen inleddes och baseras på marknadsvärdering 31 december 2022. Beräkningarna avser obligationer med fast kupongränta. Avrundning gör att beloppen inte summerar.

Källa: Riksbanken.

## Stor finansiell förlust och negativt eget kapital 2022

Vilket det totala finansiella resultatet av Riksbankens tillgångsköp blir vet vi inte förrän alla obligationer har förfallit eller sålts. Men vi vet att de stigande räntorna under 2022 kraftigt minskade värdet på Riksbankens obligationsinnehav. Trots att det inte rör sig om realiserade förluster måste värdeminskningen alltså bokföras som en förlust för Riksbanken. Sammantaget blev Riksbankens resultat –81 miljarder för 2022, vilket också inkluderar värdeminskningar från högre räntor på Riksbankens utländska värdepapper i valutareerven.<sup>64</sup> Det innebär att det egna kapitalet blir negativt 2022 när resultatdispositionen är färdigställd.

<sup>64</sup> Det inkluderar en återföring av riskavsättningar på 5 miljarder kronor, som förbättrar resultatet. Se "5 miljarder återförs från tidigare riskavsättningar till resultatet för 2022", nyhet på [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) den 11 januari 2023.



I den nya riksbankslag som trädde i kraft i januari 2023 finns regler för hur stort det egna kapitalet måste vara. Enligt lagen ska Riksbanken göra en framställning till riksdagen om det egna kapitalet sjunker under 20 miljarder kronor. Orealiserade vinster bokförda på värderingskonton ska dock beaktas i framställningens storlek. En eventuell framställning görs i så fall först med utgångspunkt i bokslutet för räkenskapsåret 2023. Faktarutan nedan visar mer i detalj hur den formella proceduren ser ut.

## Riksbankens eget kapital och eventuellt behov av kapitaltillskott

I den nya riksbankslag som trädde i kraft den 1 januari 2023 anges en målnivå för Riksbankens eget kapital på 60 miljarder kronor. Målnivån ska räknas upp årsvis med KPI. Om Riksbankens eget kapital faller under en tredjedel av målnivån ska Riksbanken göra en framställning till riksdagen om att återställa det egna kapitalet.

Denna bestämmelse ska tillämpas första gången för räkenskapsåret 2023. En obligatorisk framställning kan aktualiseras först under våren 2024 när årsredovisningen för 2023 fastställts. Det är direktionen som beslutar om framställningen. Tabellen nedan ger en översikt.

**Tabell 6. Riksbankslagen och eget kapital (från redovisningsåret 2023)**

När	Vad	Vem
Januari (2024–)	Riskavsättningsbeslut (8 kap. 11 § i riksbankslagen)	Direktionen
Februari (2024–)	Årsredovisningen (8 kap. 4 § i riksbankslagen)	Direktionen
Februari (2024–)	Beslut om resultatdisposition (inkl. vinstutdelning) (8 kap. 4 § och 12–14 §§ i riksbankslagen)	Fullmäktige
Februari (2024–)	Framställning till riksdagen om återställning av eget kapital, om eget kapital understiger en tredjedel av målnivån (8 kap. 15 § i riksbankslagen)	Direktionen
April/maj (2024–)	Fastställa balans- och resultaträkning Godkänna resultatdisposition (inkl. vinstutdelning) (8 kap. 6 § i riksbankslagen)	Riksdagen

## Stora samhällsekonomiska vinster av tillgångsköpen

Riksbankens uppdrag är inte att tjäna pengar. Det överordnade målet är att upprätthålla varaktigt låg och stabil inflation och, utan att åsidosätta detta mål, bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning.

Riksbankens tillgångsköp från 2015, tillsammans med en negativ styrränta, bedöms ha bidragit till att förbättra måluppfyllelsen. Inflationen steg mot målet och låg mycket

nära 2 procent under 2017 och 2018, samtidigt som inflationsförväntningarna stabiliserades kring målet (se diagram 1 och diagram 7 i kapitel 1).<sup>65</sup>

Riksbankens bedömning är att även åtgärderna under pandemin, där tillgångsköpen var ett väsentligt inslag, i stort sett fungerade som det var tänkt.<sup>66</sup> Räntorna till hushåll och företag hölls låga genom den akuta fasen av pandemin. Detta, tillsammans med de omfattande åtgärderna från regeringen och Finansinspektionen, höll kreditförsörjningen och aktiviteten i ekonomin igång, även om fallet i BNP blev oerhört dramatiskt. De samlade ekonomisk-politiska åtgärderna bidrog till att en finansiell kris kunde undvikas, och ekonomin återhämtade sig starkt efter den inledande nedgången.

## Den penningpolitiska verktygslådan behöver ses över kontinuerligt

På kort sikt har centralbanker över lag inga problem med att bedriva penningpolitik även om nivån på det egna kapitalet är låg, eftersom de, i alla fall i teorin, har obegränsade möjligheter att skapa betalningsmedel i den egna valutan. Men centralbankens förmåga att täcka sina kostnader på längre sikt är viktig för att upprätthålla det finansiella oberoendet och penningpolitikens trovärdighet.<sup>67</sup> Riksbankens möjligheter att generera långsiktiga vinster är försvagade i och med att kontantanvändningen har minskat.<sup>68</sup> Möjligheterna att bygga upp det egna kapitalet efter stora förluster är därför sämre för Riksbanken än för många andra centralbanker.

Den penningpolitiska verktygslådan behöver ständigt ses över, vilket inte minst utvecklingen sedan den globala finanskrisen visar. En fråga som är viktig för Riksbanken att analysera framöver är hur olika penningpolitiska verktyg förhåller sig till varandra när det gäller å ena sidan möjligheterna att uppnå de penningpolitiska målen inom rimlig tid och å andra sidan riskerna att Riksbankens resultat försämras.<sup>69</sup>

<sup>65</sup> Se redogörelserna för penningpolitiken 2017 och 2018, Sveriges riksbank.

<sup>66</sup> Se exempelvis fördjupningen "Coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper" i *Redogörelse för penningpolitiken 2021*, Sveriges riksbank.

<sup>67</sup> Se A. Nordström och A. Vredin (2022), "Har centralbankens eget kapital någon betydelse för penningpolitiken?", *Staff memo*, december, Sveriges riksbank.

<sup>68</sup> Se D. Kjellberg och D. Vestin (2019), "Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende", *Penning- och valutapolitik nr 2*, Sveriges riksbank.

<sup>69</sup> För en övergripande genomgång av nya penningpolitiska verktyg som figurerat i den internationella diskussionen, se exempelvis tal av A. Breman (2021), "Penningpolitiken i spåren av coronakrisen – vi behöver tänka i nya banor", 23 februari 2021, Sveriges riksbank.