



SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

DNR 2023-01418

ER REF

Riksbankens yttrande med anledning av Riksrevisionens granskning av Riksbankens tillgångsköp

2024-01-31

Riksrevisionen har den 6 december 2023 offentliggjort en granskning av Riksbankens köp av värdepapper 2015 – 2021. Finansutskottet beslutade den 12 december att ge Riksbanken möjlighet att yttra sig.

Sammanfattning

- Riksrevisionen bedömer att de tillgångsköp som Riksbanken gjorde i början av pandemin minskade pandemins påverkan på ekonomin genom att motverka den finansiella stressen, hålla ränteläget lågt och upprätthålla en fungerande kreditförsörjning.

Riksbanken delar denna bedömning. När de finansiella marknaderna utsätts för ovanligt stora störningar kan köp av värdepapper slå vakt om såväl den penningpolitiska transmissionen som den finansiella stabiliteten och på så sätt få effekt på både inflationen och tillväxten. Värdepappersköp har varit ett viktigt instrument för centralbanker världen över, särskilt efter den globala finanskrisen 2008-2009.

- Riksrevisionen rekommenderar att Riksbanken ska undvika att köpa tillgångar med primärt syfte att påverka inflationen.

Riksbanken anser att det råder betydligt större osäkerhet om vilka effekter tillgångsköp har på inflationen i situationer när de finansiella marknaderna fungerar normalt. Det kan dock även i framtiden uppstå situationer där köp av värdepapper bedöms vara ett lämpligt sätt att påverka inflationen. En rimlig slutsats är att effekterna av en sådan åtgärd beror på förutsättningar som kan ändras från situation till situation. Under normala omständigheter är styrräntan det huvudsakliga verktyget inom penningpolitiken. När styrräntan kommit nära sin nedre gräns och när trovärdigheten för inflationsmålet är hotad är dock alla åtgärder förknippade med svårigheter, det gäller värdepappersköp såväl som alternativa sätt att stimulera ekonomin – som negativ styrränta eller mer expansiv finanspolitik.

Riksbanken ser tillgångsköp som ett alternativ i ovanligt svåra penningpolitiska omständigheter, vilket innebär att tröskeln för sådana åtgärder kommer att vara hög. Det gäller särskilt köp av privata värdepapper, där riksbankslagen kräver att det ska föreligga synnerliga skäl.

I Riksbankens uppdrag ingår att utifrån riksbankslagen och inom ramen för centralbanksberoendet fatta beslut för att prisstabilitetsmålet ska uppnås och att besluten ska vara proportionerliga. Det senare innebär att olika alternativ för penningpolitiken noggrant ska analyseras. Några ytterligare begränsningar bör inte införas.

- Riksrevisionen rekommenderar att Riksbanken ska undvika stora långsiktiga innehav av statsobligationer, så att det finns möjlighet att köpa sådana vid framtida finansiella kriser.

Riksbanken avser att utreda denna fråga närmare. En gradvis krympning av innehavet till betydligt lägre nivåer, genom såväl förfall som aktiva försäljningar, har inletts och förväntas fortsätta. Vilken nivå av innehav som kan anses lämpligt under normala omständigheter är en fråga som Riksbanken avser att återkomma till. Denna fråga behandlas därför inte närmare i detta yttrande.

- Riksrevisionen anser att tillgångsköpen överlag genomförts på ett transparent sätt och med ett gediget beslutsunderlag, men att det finns utrymme för förbättringar inför liknande situationer i framtiden. Riksrevisionen rekommenderar att tillgångsköps kostnader och sidoeffekter ska redovisas på ett tydligare sätt till allmänhet och riksdag.

Riksbanken instämmer. Riksbanken strävar efter hög transparens för de penningpolitiska besluten och har genomfört även dessa åtgärder på ett transparent sätt och med ett gediget underlag. Direktionen anser dock att kostnader och sidoeffekter av eventuella tillgångsköp- och försäljningar i framtiden bör redovisas tydligare.

Inledning – viktigt att Riksbanken granskas

Det finns sedan många år etablerade rutiner för riksdagens granskningar av Riksbanken. Riksbanken inlämnar i början av varje år till Finansutskottet dels en årsredovisning för verksamheten som helhet, dels en redogörelse för penningpolitiken som utgör ett underlag för utvärdering.¹ Därutöver beställer Finansutskottet granskningar av penningpolitiken som utförs av externa, oberoende experter. Tidigare har detta gjorts av utländska experter ungefär vart femte år, men framöver kommer granskningar att göras oftare och även av svenska experter, som en konsekvens av den nya riksbankslagen.²

¹ För senaste redogörelsen, se [Redogörelse för penningpolitiken 2022 \(riksbank.se\)](https://www.riksbank.se/Redogorelse-for-penningpolitiken-2022).

² För de senaste granskningarna, se K. Flug och P. Honohan, "[Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020](#)" (2021/22:RFR4), och J. Hassler, P. Krusell och A. Seim, "[Utvärdering av penningpolitiken 2022](#)" (2022/23:RFR5).

Det är viktigt att Riksbankens åtgärder granskas och diskuteras, av flera skäl. Riksbanken är en myndighet med en hög grad av självständighet i frågor om penningpolitik. Det behöver balanseras med stor transparens och noggranna utvärderingar för att allmänhetens och politikernas förtroende och stödet för Riksbankens oberoende och mandat ska kunna bevaras. Externa granskningar av penningpolitiken kan också bidra till en mer kvalificerad diskussion, vilket i sin tur ger ett viktigt underlag för att kontinuerligt förbättra det sätt på vilket penningpolitiken bedrivs. Ekonomisk forskning talar för att transparens bidrar till att penningpolitikens genomslag blir effektivare.³ I oberoendet ingår att Riksbanken själv beslutar om sin budget. Det är därför naturligt med granskningar av hur Riksbanken hushållar med offentliga medel.

Direktionens yttrande fokuserar på frågor som är kopplade dels till Riksbankens penningpolitiska berednings- och beslutsprocess, dels till lärdomar som kan dras för den framtida penningpolitiken. Yttrandet innehåller tre delar, vars huvudsakliga budskap är följande.

För det första anser direktionen att Riksrevisionens granskning innehåller viktiga observationer och slutsatser som Riksbanken kommer att beakta i det fortsatta arbetet.

För det andra råder det stor enighet om att centralbankers tillgångsköp under stressade finansiella förhållanden kan vara nödvändiga för att trygga såväl inflationens som tillväxtens utveckling. Värdepappersköp i mer normala tider är mer ifrågasatta. De bidrar till en mer expansiv penningpolitik, men effekterna är osäkra. Direktionen anser samtidigt att det även i framtiden kan uppstå situationer där köp av värdepapper kan vara ett lämpligt sätt att påverka inflationen. Värdepappersköp medför samtidigt finansiella risker för Riksbanken och andra sidoeffekter som behöver belysas tydligt i samband med besluten.

För det tredje har Riksbanken bedrivit ett eget arbete med att dra lärdomar från Riksbankens och andra centralbankers tillgångsköp.

Riksrevisionen har gjort viktiga observationer som Riksbanken kommer att beakta

Riksbanken delar Riksrevisionens syn att tillgångsköpen i inledningen av pandemin minskade pandemins påverkan på ekonomin och att köpen överlag genomförts på ett transparent sätt och med ett gediget beslutsunderlag – samtidigt som det finns utrymme för förbättringar inför liknande situationer i framtiden. Direktionen instämmer i att det, särskilt i situationer när finansiella marknader fungerar normalt, råder stor osäkerhet om tillgångsköpens effekter och drar slutsatsen att fortsatt analys av detta penningpolitiska verktyg behövs. Riksbanken delar också Riksrevisionens syn att kostnaderna blivit större än vad som förutsågs, och att förväntade kostnader, risker och sidoeffekter kunde beskrivits tydligare. I detta avsnitt utvecklas dessa argument mer i detalj.

³ Se till exempel M. Woodford, [PDF-Woodford2005.pdf \(kansascityfed.org\)](https://www.federalreserve.org/publications/files/woodford2005.pdf), "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness", Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 25–27, 2005 och O. Coibon, Y. Gorodnichenko och M. Weber, [Monetary Policy Communications and Their Effects on Household Inflation Expectations \(uchicago.edu\)](https://www.uchicago.edu/~mweber/papers/monetary_policy_communications_and_their_effects_on_household_inflation_expectations.pdf), Journal of Political Economy, 130.6 (2022), sid. 1537-1584.

God effekt i början av pandemin och gediget beslutsunderlag

Riksrevisionen konstaterar att **de tillgångsköp som Riksbanken gjorde i inledningen av pandemin var effektiva** och medförde att ränteläget hölls lågt, att kreditförsörjningen kunde upprätthållas (sid. 48) och att pandemins påverkan på ekonomin minskades (sid. 5). Detta är också direktionens bedömning, och direktionens slutsats är att värdepappersköp kan behöva tillgripas för att upprätthålla prisstabilitet vid allvarliga störningar till ekonomin även framöver.

Riksrevisionen menar också att Riksbanken i huvudsak har genomfört tillgångsköpen på ett transparent sätt med ett **gediget beslutsunderlag** som grund (sid. 5). Riksbankens direktion har samma uppfattning.

Fler analyser och uppföljningar för att beakta osäkerhet

Ett genomgående tema i Riksrevisionens granskning är att det råder **stor osäkerhet om tillgångsköpens effekter**. Detta är en viktig observation som direktionen helt håller med om, men det betyder inte att effekterna är oviktiga. Effekterna av tillgångsköp är mer osäkra än effekterna av vanlig räntepolitik bland annat på grund av att erfarenheterna helt enkelt är mer begränsade för att verktyget inte har använts lika frekvent. Det är därför nödvändigt att analyserna fortsätter att utvecklas, såväl i Sverige som internationellt.

Direktionen konstaterar samtidigt att det generellt råder osäkerhet om effekterna av alla penningpolitiska verktyg, inklusive ränteförändringar, eftersom det inte är möjligt att göra kontrollerade experiment med makroekonomisk politik. Det är i praktiken inte möjligt att vidta olika typer av makroekonomiska åtgärder under i övrigt lika förhållanden för att utvärdera deras effekter. Nationalekonomiska och statistiska metoder kan dock användas för att analysera historiska och internationella erfarenheter av olika penningpolitiska beslut och för att bilda sig en så god uppfattning om effekterna av penningpolitik som möjligt.

Att det finns en osäkerhet om vilka effekter politiken får innebär inte att man bör avhålla sig från åtgärder. Det innebär däremot att det är centralt att beakta osäkerheten i beslutsunderlagen.

Riksrevisionen menar att det funnits vissa **brister i Riksbankens uppföljning** av köpen, även om banken har utvecklat en alltmer systematisk beredning (sid. 5). Riksrevisionen pekar till exempel på behovet av kvantitativa analyser av effekterna på tillväxt och inflation (sid. 28) och bättre uppföljningar av negativa sidoeffekter och kostnader för tillgångsköpen (sid. 6).

Ytterligare fokus på risker

Riksrevisionen påpekar att **Riksbankens finansiella förluster kopplade till tillgångsköpen har blivit betydande** och långt större än vad som förutsågs (sid. 6). Även om Riksbanken har varit medveten om att det har funnits risker vid beslutstillfällena, i riskrapporter och i efterföljande analyser – vilket har framgått av såväl beslutsunderlag som kommunikation – så anser direktionen att finansiella risker för Riksbanken behöver få mer fokus i penningpolitiska beslut framöver.⁴

⁴ Riksbanken har löpande understrukit att det finns finansiella risker med verksamheten. Se till exempel: K. af Jochnick ["Måste Riksbanken gå med vinst?"](#), anförande 2015-01-23; M. Flodén ["Riksbankens obligationsköp påverkar statens finanser"](#), anförande 2016-11-09; Sveriges riksbanks årsredovisningar för åren 2016 – 2019, [Årsredovisning | Sveriges Riksbank](#).

Finansiella risker har tidigare inte haft samma betydelse, dels för att Riksbankens exponering för finansiella risker har varit liten, dels för att penningpolitiken inte har haft någon nämnvärd effekt på riskerna. Riksbankens åtgärder sedan 2015 har dock ökat riskerna på Riksbankens balansräkning. Detta är också fallet för andra centralbanker och speglar de stora ekonomiska störningar som inträffade i världsekonomin. Det överordnade målet för penningpolitiken är att upprätthålla låg och stabil inflation. Utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet ska Riksbanken dessutom bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. När det uppstår stora störningar kan Riksbanken behöva öka sitt risktagande för att stabilisera utvecklingen, men då ska riskerna tydliggöras.

Löpande information om kostnader, risker och sidoeffekter

Riksrevisionen menar att Riksbanken i huvudsak har redovisat tillgångsköpens motiv och effekter på finansiella förhållanden på ett samlat och transparent sätt. Man anser emellertid också att **förväntade kostnader, finansiella risker och sidoeffekter kunde ha beskrivits tydligare och mer samlat** (sid. 7). Riksbankens direktion instämmer i detta. Däremot är de årliga redogörelserna för penningpolitiken som Riksrevisionen rekommenderar (sid. 7) inte det lämpligaste forumet för detta. Där redogör Riksbanken för penningpolitiken i efterhand och för hur direktionen resonerade när de penningpolitiska besluten fattades. Direktionens ambition är istället att mera löpande vara tydligare om finansiella risker med mera, i beslutsunderlag och andra sammanhang där motiven för de penningpolitiska besluten presenteras.

Tillgångsköpens effekter beror på förutsättningarna

Riksbankens tillgångsköp kan överlag delas in i två faser: dels perioden 2015–2017, dels pandemiåren 2020–2021. De båda faserna skiljer sig åt vad gäller motiven för köpen, men också vad gäller sammansättningen av tillgångar. Under den första fasen köpte Riksbanken enbart statsobligationer och syftet var att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet i ett läge där inflationen länge hade varit låg och underskridit inflationsmålet. När den andra fasen inleddes i samband med pandemin 2020 låg inflationen relativt nära målet. Då inkluderade köpen stats- och kommunobligationer, säkerställda obligationer (bostadsobligationer), statsskuldsväxlar samt företagsobligationer och företagscertifikat. Köpen var till stor del inriktade på att säkerställa kreditförsörjningen och på att se till att Riksbankens styrränta även i en osäker tid skulle få tillräckligt genomslag i ekonomin.

Även om det råder stor osäkerhet om vilka effekter tillgångsköpen fått, menar Riksrevisionen samtidigt att inget talar säkert för att de tillgångsköp som gjordes för att stimulera tillväxten och inflationen under 2015–2019 och från slutet av 2020 har haft mer än en begränsad effekt (sid. 48). Det saknas enligt Riksrevisionen stöd för att påstå att inflationen har påverkats på ett påtagligt sätt. Tillgångsköpen i början av pandemin bedöms däremot ha varit mer effektiva eftersom de bidrog till att upprätthålla den finansiella stabiliteten. Det är dessa bedömningar, tillsammans med observationen att tillgångsköpens kostnader har blivit större än vad som förväntats (sid. 6) som direktionen uppfattar är huvudmotiven till att Riksrevisionen rekommenderar Riksbanken att i framtiden undvika att köpa tillgångar med primärt syfte att påverka inflationen.

Effekterna är komplexa och svåra att mäta

Det är viktigt att vara medveten om att osäkerheten om effekterna av penningpolitik innebär att alla beslut måste baseras på bedömningar. Formella analyser ger viktig vägledning men kan sällan ge några helt entydiga svar. Kontrollerade experiment är inte möjliga, vilket gör det svårt att bedöma hur utvecklingen skulle ha sett ut utan penningpolitiska åtgärder. En samlad bedömning måste därför baseras på flera olika källor av information, inklusive tillgänglig forskning.

Det råder stor osäkerhet om vilka effekter tillgångsköp har, men en rimlig slutsats är att effekterna beror på förutsättningar som kan ändras från situation till situation. Internationella erfarenheter och forskning talar för att centralbankers tillgångsköp under stressade finansiella förhållanden kan vara nödvändiga för att trygga såväl inflationens som tillväxtens utveckling. Detta är i linje med Riksrevisionens slutsats när det gäller Riksbankens åtgärder i början av pandemin. Värdepappersköp i mer normala tider är mer ifrågasatta. De bidrar till en mer expansiv penningpolitik, men effekterna är osäkra.⁵

Centralbankers och andras bedömningar av effekterna av penningpolitik kan få vägledning av analyser av en stor mängd data och med stöd av formella metoder. Riksrevisionen baserar dock sin bedömning av att effekterna av tillgångsköpen 2015 – 2019 har varit små på observationer och resonemang kring att det till exempel saknas tydliga tecken på att utlåningsräntor till hushåll och företag har påverkats i någon större utsträckning (sid. 53). Slutsatsen baseras samtidigt inte på någon analys av hur de finansiella förhållandena och den makroekonomiska utvecklingen skulle ha sett ut om Riksbanken inte hade gjort tillgångsköpen (så kallade kontra-faktiska simuleringar). Penningpolitiken syftar till att motverka effekterna av olika störningar och Riksbankens åtgärder kan ses som en försäkring mot ett alltför dåligt utfall. Man kan därför inte använda tecken på en relativt stabil utveckling som ett argument för att det inte hade behövts några åtgärder.⁶

Riksbanken kan behöva köpa tillgångar för att påverka inflationen

Utöver finansiella förhållanden, verkar penningpolitiken också genom att påverka inflationsförväntningar. För Riksbankens direktion var förtroendet för inflationsmålet och målet att förebygga en betydligt sämre utveckling centrala motiv för penningpolitiken 2015-2022.⁷ Inflationen och inflationsförväntningarna sjönk och fjärmade sig från inflationsmålet 2013-2014. Inflationsförväntningarna steg efter att tillgångsköpen inletts 2015.⁸ Trots

⁵ För en översikt, se B. Andersson, M. Beechey Österholm och P. Gustafsson, "[Riksbankens köp av värdepapper 2015-2022](#)", Riksbanksstudie, Sveriges riksbank, 2022. För senare bidrag se: M. Beechey Österholm och P. Gustafsson, "[Estimating the effect of Riksbank government bond purchases on bond term premia and yields](#)", Staff memo, December 2023, Sveriges riksbank; J.H.E. Christensen och X. Zhang, "Quantitative Easing, Bond Risk Premia and the Exchange Rate in a Small Open Economy", manuskript, Sveriges riksbank, 24 november 2023; T. Wieladek, "[Does QE generate more inflation than conventional monetary policy?](#)", CEPR Discussion paper no. 18463, 17 september, 2023.

⁶ Åtgärderna verkar dessutom inte bara via bankernas utlåningsräntor utan påverkar finansiella förhållanden i en vidare bemärkelse. En av kanalerna, som Riksrevisionen noterar (sid. 49), har varit att en kronförstärkning har motverkats, vilket påverkat inflationen. Forskningsrapporten av Christensen och Zhang lyfter fram växelkurskanalen.

⁷ Se förordet till översikten av Andersson med flera som nämns ovan.

⁸ Analyserna av Christensen och Zhang talar för positiva effekter av värdepappersköp på inflationsförväntningar. Pågående arbete av M. Klein och X. Zhang talar för positiva effekter på

pandemin, följdverkningarna av den och den kraftiga uppgången i inflationen 2022, var inflationsförväntningarna anmärkningsvärt stabila. Riksbankens tydliga fokus på inflationsmålet och inflationsförväntningarna har med stor sannolikhet bidragit till detta.

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

Påverkan på risktagande

Effekterna av tillgångsköp är också olika beroende på vilka tillgångar som köpen avser. Fler aspekter tillkommer vid köp av privata värdepapper i förhållande till köp av statspapper. En är problemet med så kallad moral hazard, det vill säga att kreditgivare och låntagare tar större risker om de räknar med att centralbanken alltid träder in om problem uppstår. Problemet med moral hazard bör vägas in när centralbanken vidtar denna typ av åtgärder, men att avstå från att stötta de finansiella marknaderna i ett krisläge kan också bli mycket kostsamt för ekonomin som helhet. Det är ett starkt argument för behovet av andra åtgärder för att förhindra att risker byggs upp, t.ex. inom finansiell tillsyn och makrotillsyn. Synen på risk kan också påverkas om finansmarknaderna betraktar centralbanken som en säker köpare av värdepapper även utanför direkta kristider. Köp av privata värdepapper som pågår under lång tid riskerar att påverka marknadernas prissättningsmekanismer mer varaktigt, något som i förlängningen kan förväntas leda till att kreditallokeringen i ekonomin blir mindre effektiv. Sett över tid är det viktigt att de risker som finns under mer normala omständigheter återspeglas i rättvisande riskpremier på de finansiella marknaderna. Det visar på vikten av gedigen analys inte bara av frågan om när värdepappersköp ska inledas, men också hur länge de bör fortgå, och när och i vilken takt de innehav som har byggts upp bör avvecklas.

Direktionen anser mot denna bakgrund att det kan uppstå situationer i framtiden där både Riksbanken och andra centralbanker kan behöva göra värdepappersköp. Värdepappersköp har varit ett viktigt instrument för centralbanker världen över, särskilt efter den globala finanskrisen 2008 – 2009. Många centralbanker ser nu värdepappersköp som ett viktigt verktyg i den penningpolitiska verktygslådan. Vilka kriterier som ska avgöra när det ena eller andra penningpolitiska verktyget ska användas är långt ifrån uppenbart, men Riksbanken kommer att använda de verktyg som behövs och som finns inom bankens mandat. Enligt den

producentpriser: Se "The Inflationary Effects of Quantitative Easing", manuskript, 18 december, 2023.

nya riksbankslagen och dess förarbeten ska Riksbanken vid beslutstillfället ta ställning till om en åtgärds huvudsakliga syfte är att främja finansiell stabilitet eller prisstabilitet. Tröskeln för köp av privata värdepapper kommer att vara hög, bland annat som ett resultat av den nya riksbankslagen. Konsekvenser för de finansiella marknadernas funktionssätt måste också beaktas.⁹ Riksbanken kommer att fortsätta utvärdera erfarenheterna från tillgångsköpen 2015 – 2021 och nya kunskaper kommer att påverka hur penningpolitiken utformas.

Ränteuppgången var osannolik men inte förbisedd

Riksrevisionen menar att Riksbanken i sina kostnadsberäkningar 2020-2021 riskerade att underskatta kostnaderna (sid. 41) och att det inte var rimligt att anta att det skulle dröja 17 år innan inflation och obligationsräntor skulle återgå till mer normala nivåer (sid. 42). Detta är emellertid en missvisande beskrivning av Riksbankens prognoser och riskbedömningar. För det första har det under lång tid rått stor osäkerhet om vad som bör betraktas som ett normalt ränteläge och om det överhuvudtaget skulle komma att stiga.¹⁰ För det andra var siffrorna för ränteutvecklingen bortom treårshorisonten inga prognoser, utan så kallade tekniska framskrivningar som gjordes för att det över huvud taget skulle vara möjligt att beräkna förväntade förluster. Hur det finansiella resultatet skulle bli under olika antaganden har redovisats regelbundet. Redan i beslutsunderlaget från februari 2015 fanns bland annat ett huvudscenario med en nivå på styrräntan 2022 som inte ligger så långt från vad som sedan blev utfallet. Uppskattningen var då att Riksbanken skulle göra en förlust på drygt 4 miljarder kronor vid köp av statsobligationer för 100 miljarder kronor. Konsekvenser för Riksbankens balansräkning av olika ränte- och växelkursscenarier presenteras löpande i rapporter från Riksbankens riskenheter (riskrapporter). Sådana analyser fanns också i Riksbankens remissvar på utredningen om ny riksbankslag.¹¹ Scenarier och simuleringar som visade riskerna för förluster under olika antaganden presenterades exempelvis också inför beslut om riskavsättningar 2020 och 2021.

I de beslutsunderlag som direktionen har fått har huvud- och alternativscenarier, och risker, förstås varierat under åren, men det har hela tiden varit tydligt att en så kraftig ränteuppgång som sedan skedde skulle vara förenad med mycket stora förluster. En snabb och kraftig ränteuppgång var samtidigt inte huvudscenariot för vare sig Riksbanken eller andra prognosmakare, så i den meningen kan man säga att riskerna underskattades. Men det faktum att det gjordes ett tekniskt antagande om ränteutvecklingen bortom prognoshorisonten (17 år framåt) i en del beräkningar kan inte användas som ett argument för att Riksbanken varit omedveten om riskerna eller som något belägg för att detta antagande skulle varit väsentligt för riskbedömningarna.

Naturligt att penningpolitik påverkar bostadsmarknad, skuldsättning och resursallokering

Direktionen har till viss del en lite annan syn än Riksrevisionen när det gäller så kallade sideeffekter av tillgångsköp. Riksrevisionen lyfter bland annat fram att köpen fick effekter på bostadsmarknaden, hushållens skuldsättning och resursallokeringen mera allmänt. Men att penningpolitiken påverkar bostadsmarknaden, priset på risk, allmänhetens risktagande och resursfördelningen i ekonomin ingår i transmissionsmekanismen för hur en centralbanks

⁹ En effekt av centralbankens tillgångsköp kan som sagt vara att aktörer på de finansiella marknaderna tar överdrivet stora risker i förvisningen om att centralbankerna ska gripa in om den finansiella stabiliteten hotas. Se översikten av Andersson m.fl. (sid. 59 – 60).

¹⁰ Se H. Lundvall, "[Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan](#)", SOU 2023:87. Även rapporten av Christensen och Zhang innehåller uppskattningar av den långsiktiga realräntan.

¹¹ Se [Bilaga 2 till remissvar angående En ny riksbankslag](#), SOU 2019:46.

åtgärder påverkar makroekonomin. Det är oundvikligt att penningpolitik också får effekter på andra faktorer i den ekonomiska utvecklingen än inflation och resursutnyttjande. Det gäller såväl vid tillgångsköp som vid normal räntepolitik och som nämnts bör hänsyn till effekter på risktagande tas med i bedömningen, inte minst vid köp av privata värdepapper.

Direktionen anser också att den stora osäkerhet som effekterna av penningpolitik generellt är förknippad med även gäller de så kallade sidoeffekterna, något som Riksrevisionen inte fäster någon större vikt vid i sina bedömningar. Riksbanken har exempelvis diskuterat olika sidoeffekter i fördjupningar i penningpolitiska rapporter och tal. Direktionen håller likväl med om att man kan följa upp alla effekter av penningpolitiken mer systematiskt.

Riksbanken drar lärdomar av både egna och andras analyser

Utöver att det görs externa granskningar av Riksbankens verksamhet, som Riksrevisionens, är det förstås nödvändigt att Riksbanken själv bedriver ett löpande arbete med att utvärdera sina åtgärder, såväl analyser som beslut och extern kommunikation.¹² Direktionen vill ta tillfället i akt att informera om en del av det arbete som görs och som är relevant för de frågor som lyfts i Riksrevisionens granskning.

Modeller och analyser behöver utvecklas

Sedan tillgångsköpen inleddes 2015 har Riksbanken gjort flera analyser, med metoder baserade på internationellt tillgänglig forskning. Eftersom det råder stor osäkerhet om effekterna av tillgångsköp behöver de analyserna fördjupas. Ett problem är att de modeller som används för analys av penningpolitik ofta bortser från en hel del av de friktioner och andra imperfektioner i det finansiella systemet som just har gjort att tillgångsköp är verkningsfulla. Vanliga modeller kan till exempel bygga på antaganden om att korta och långa statsobligationer är perfekta substitut och att detsamma gäller statsobligationer utgivna i olika valutor liksom statsobligationer i förhållande till andra värdepapper. Det är också vanligt att inte modellera banksektorns roll explicit. En lärdom är därför att Riksbanken behöver utveckla sina analyser av och sin förståelse för hur imperfektioner i det finansiella systemet påverkar de penningpolitiska verktygen och transmissionsmekanismen. En annan lärdom är att analyser av penningpolitik i högre grad måste beakta att effekterna delvis uppstår på grund av att olika grupper i samhället har olika behov av krediter, och även olika möjligheter att få dem. Utöver teoretiska modeller, behövs empirisk analys där tillgång till bättre mikrodata exempelvis över hushållens tillgångar och skulder är avgörande.¹³

Centralbankers balansräkningar behöver ses över

I och med att storleken på centralbankernas balansräkningar har ökat kraftigt i många länder har frågor väckts om hur balansräkningarna framöver kommer att se ut (i förhållande till BNP, och exempelvis i jämförelse med tiden före den finansiella krisen 2008 – 2009).¹⁴

¹² Se till exempel översikten av Andersson med flera (2022) som nämns ovan.

¹³ Se [Remissvar om betänkandet En ny statistik över hushållens tillgångar och skulder](#) SOU 2022:51.

¹⁴ Se till exempel I. Schnabel, "[Back to normal? Balance sheet size and interest rate control](#)", anförande, 2023-03-27, A. Vissing-Jorgensen, "[Balance sheet policy above the ELB](#)" och [M. Flodén: Rimligt att Riksbankens balansräkning krymper på sikt | Sveriges Riksbank](#), anförande 2018-04-13.

Riksbanken genomför analyser för att få en bättre bild av denna frågeställning och gör jämförelser med andra centralbankers motsvarande analyser. Frågan handlar bland annat om hur balansräkningen bör se ut för att det ska finnas operativ beredskap för att kunna vidta åtgärder vid framtida kriser.¹⁵ Men den handlar också om det finansiella systemets behov av reserver (inlåning) i centralbanken.¹⁶ Direktionens nuvarande planer på en normalisering av balansräkningen innebär en kraftig minskning av tillgångsportföljen, både i form av statsobligationer och privata värdepapper.

Uppdaterad policy för finansiell risk och investeringar

Som ovan konstaterats ska Riksbanken tydliggöra finansiella risker och kopplingarna till penningpolitiken bättre framöver. Riksbanken har under 2023 gjort en grundläggande översyn av sin finansiella risk- och investeringspolicy. Det har bland annat handlat om att ta ställning till graden av valutasäkring, att lyfta fram andra risker än de förknippade med valutareserven (som historiskt har varit de dominerande) och att se på hur samspelet mellan tillgångs- och skuldsidan på balansräkningen påverkar den totala risken. Översynen kommer att fortsätta under ett antal år.

Bättre kunskap om Riksbankens behov av eget kapital

Enligt den nya riksbankslagen, som gäller från och med 2023, ska Riksbanken göra en framställning till riksdagen om återställning av sitt egna kapital om det understiger en tredjedel av målnivån.¹⁷ Riksbanken har under det senaste året gjort analyser som kan ligga till grund för en sådan framställning. De handlar bland annat om Riksbankens intjäningsförmåga och möjligheter att bygga upp önskvärda buffertar.¹⁸ Även andra centralbanker har gjort stora finansiella förluster (i vissa fall avsevärt större än Riksbankens, i förhållande till respektive lands BNP) till följd av tillgångsköp när ränteläget har stigit, men står bättre rustade än Riksbanken att hantera dem.¹⁹ Riksbanken har ovanligt små intäkter i form av seignorage på grund av den låga kontantanvändningen i Sverige. Detta påverkar hur stort eget kapital Riksbanken behöver för att anses vara tillräckligt finansiellt oberoende. Men behovet av eget kapital påverkas också av balansräkningens storlek och sammansättning, och av fluktuationerna i räntor, växelkurser, makroekonomin, etcetera. Riksbanken har under flera år fördjupat sina teoretiska och kvantitativa analyser på detta område.²⁰ Utöver att lägga grund för välunderbyggda beslut om Riksbankens kapitalbehov,

¹⁵ Riksbanken beslutade i maj 2012 att inrätta en portfölj med värdepapper i svenska kronor för att ha operativ beredskap. Se [Värdepappersportfölj i svenska kronor](#). Det tidigare innehavet avvecklades i samband med extra överföringar av vinstmedel, 40 miljarder kronor, till statsbudgeten 2000-2001.

¹⁶ Se till exempel A. Hauser, ["Less is more' or 'Less is a bore'? Re-calibrating the role of central bank reserves"](#), anförande, 2023-11-03.

¹⁷ Enligt riksbankslagen är målnivån för det egna kapitalet 60 miljarder kronor, men målnivån ska varje år räknas om i enlighet med förändringen av konsumentprisindex.

¹⁸ Som Riksrevisionen noterar, har Riksbanken sedan några år gjort analyser av behovet av buffertar och kommunicerat om detta. Se till exempel [Beslutsunderlag Beslut om avsättningar för finansiell risk 2020](#).

¹⁹ Alla centralbanker bokför inte sina tillgångar till marknadsvärde och redovisade förluster inkluderar därför inte alltid orealiserade förluster, som i Riksbankens fall. Detta försvårar jämförelser mellan länder. För en översikt, se S. Bell, med flera, [Why are central banks reporting losses? Does it matter? \(bis.org\)](#).

²⁰ Se till exempel D. Kjellberg och D. Vestin, ["Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende"](#), Penning- och valutapolitik 2019:2, Sveriges riksbank, s. 5-41.

kommer sådana analyser att kunna bidra till Riksbankens analyser av finansiella risker och till den tydligare redovisning till allmänhet och riksdag som Riksrevisionen efterlyser. Det är också en del av den proportionalitetsbedömning som ska göras vid penningpolitiska beslut.

Större fokus på samspelet mellan penning- och finanspolitik

Samspelet mellan penning- och finanspolitik har inte stått i fokus för diskussionerna om stabiliseringspolitiken i Sverige efter reformerna på 1990-talet, och har inte gjort det i andra länder heller. Men samspelet har väckt större intresse på senare år, av flera olika skäl.²¹ Penningpolitikens handlingsfrihet minskade när ränteläget var nära noll. Stora balansräkningar begränsar möjligheterna att öka dem ytterligare och kan som nu varit fallet leda till stora förluster. Penningpolitikens utformning har bland annat av detta skäl konsekvenser för statsfinanserna, som Riksrevisionen påpekar, men det omvända gäller också.²² Finanspolitikens och statskulds politikens utformning påverkar både ränteläget och makroekonomin i övrigt, och därmed centralbankens möjligheter att uppnå sina lagstadgade mål. Riksbanken kommer att fördjupa sina analyser av dessa samband, vilket förhoppningsvis kommer att kunna bidra till ett ökat kunskapsutbyte mellan berörda myndigheter.

På direktionens vägnar:

Erik Thedéen

Anne Mattila Wass

Beslutet har fattats av direktionen (riksbankschefen Erik Thedéen, förste vice riksbankschefen Anna Breman samt vice riksbankscheferna Per Jansson, Martin Flodén och Aino Bunge) efter föredragning av senior rådgivare Anders Vredin. I den slutliga handläggningen har enhetschef Jens Iversen och avdelningschef Åsa Olli Segendorf medverkat.

²¹ Se till exempel P. Jansson ["Är det dags att se över rollfördelningen i den makroekonomiska politiken"](#), anförande, 2021-12-08.

²² Riksrevisionen tar upp såväl (1) samhällsekonomiska konsekvenser av penningpolitiken, som (2) konsekvenser för statens samlade finanser och (3) för statsbudgeten. Det är viktigt att vara medveten om att detta är tre olika frågor. IMF har analyserat effekter på samhälls ekonomin och offentliga finanser av värdepappersköpen gjorda av centralbanken i Nya Zeeland, se Annex IX i [New Zealand: 2023 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for New Zealand](#).