



Riksbanksstudie

Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022

Björn Andersson
Meredith Beechey Österholm
Peter Gustafsson

NR 2 2022, 21 december

Innehållsförteckning

| | |
|---|----|
| Sammanfattning | 1 |
| <hr/> | |
| 1 Köp av värdepapper som penningpolitiskt verktyg i Sverige | 7 |
| <hr/> | |
| 1.1 Köp av värdepapper och kvantitativa lättnader | 8 |
| 1.2 Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2019 | 9 |
| 1.3 Riksbankens köp av värdepapper 2020–2021 | 13 |
| 1.4 Riksbankens köp av värdepapper jämfört med andra centralbankers köp | 20 |
| 2 Hur fungerar köpen av värdepapper? | 24 |
| <hr/> | |
| 2.1 Den penningpolitiska transmissionen | 25 |
| 2.2 Transmissionen vid förändringar av styrräntan | 25 |
| 2.3 Transmissionen vid köp av värdepapper | 27 |
| 2.4 Potentiellt viktiga faktorer för transmissionen i Sverige | 32 |
| 3 Lärdomar av andra centralbankers värdepappersköp | 35 |
| <hr/> | |
| 3.1 Värdepappersköpens effekt på finansiella priser | 36 |
| 3.2 Värdepappersköpens effekt på makroekonomin | 39 |
| 3.3 Värdepappersköpens effekter i en liten öppen ekonomi och betydelsen av internationella spridningseffekter | 40 |
| 4 Effekterna av Riksbankens värdepappersköp | 43 |
| <hr/> | |
| 4.1 Värdepappersköpens effekter på finansiella priser | 43 |
| 4.2 Effekter på räntor till hushåll och företag och kreditvolym | 51 |
| 4.3 Värdepappersköpens effekter på BNP och inflationen | 54 |
| 4.4 Andra effekter av Riksbankens värdepappersköp | 55 |
| 5 Diskussion av effekter och erfarenheter av Riksbankens värdepappersköp | 62 |
| <hr/> | |
| Referenser | 70 |
| APPENDIX | 78 |

Uppdatering maj 2023:

Tabellerna i appendix kompletterade med uppgifter om köp under 2022.

Redaktionella ändringar på sidorna 4, 6, 34, 39, 48 och 49.

Riksbankstudier

Riksbanksstudier innehåller artiklar med kvalificerade analyser och utredningar i relevanta frågor. Syftet är att bidra med kunskap och förståelse för frågeställningar som är aktuella för Riksbanken. Riksbanksstudier är tjänstemannapublikationer. Publikationen godkänns av berörd avdelningschef. De åsikter som uttrycks i de enskilda artiklarna är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

Förord

I februari 2015 började Riksbanken köpa statsobligationer i ett osäkert läge där inflationen och inflationsförväntningarna var låga. Den europeiska centralbanken, ECB, hade också aviserat omfattande köp av statsobligationer under åtminstone ett år, vilket riskerade att bidra till att stärka den svenska kronan och därmed förlänga perioden med en inflation under målet. En sådan utveckling skulle ha gjort det betydligt svårare för Riksbanken att värna inflationsmålets roll som ett ankare för pris- och lönebildningen. Ytterligare penningpolitiska stimulans var därför nödvändig, men att endast sänka räntan något under noll var otillräckligt och att sänka räntan långt under noll bedömdes inte vara ett rimligt alternativ. Centralbanker i en liknande situation valde även de att köpa värdepapper snarare än att sänka styrräntan långt under noll.

Riksbanken fortsatte att köpa värdepapper de följande åren och ökade sina köp när pandemiutbrottet under våren 2020 bidrog till att delar av samhället stängdes ned. För Riksbanken gällde det att upprätthålla kreditgivningen för att undvika att den historiskt snabba och kraftiga konjunktturnedgången övergick i en finansiell kris. Värdepappersköpen var i kombination med andra åtgärder ett verktyg för att åstadkomma detta och samtidigt hålla ränteläget lågt.

När penningpolitiken nu har gått in i en ny fas är det lämpligt att sammanställa erfarenheterna av Riksbankens värdepappersköp, något som också har efterfrågats av Finansutskottet. Den här studien av tjänstemän på Riksbankens penningpolitiska avdelning rymmer, utöver en beskrivning av Riksbankens köp av värdepapper 2015–2022, även en sammanfattning av internationella erfarenheter kring värdepappersköpens effekter och en inventering av kunskapsläget om effekterna av Riksbankens köp. När Riksbanken började köpa värdepapper 2015 fanns vissa utländska erfarenheter av kvantitativa lättnader, som program för stora köp av värdepapper ofta kallas. Det fanns också en växande teoretisk och empirisk litteratur kring värdepappersköp. Sedan dess har centralbanker och den akademiska världen lagt stora resurser på att öka kunskaperna om vilka effekter värdepappersköpen har. Från att mest ha studerat effekterna på räntorna på långa statsobligationer har fokus skiftat allt mer till att bättre försöka förstå de mekanismer värdepappersköpen verkar igenom och de slutliga effekterna på den ekonomiska aktiviteten och inflationen.

Som framgår av denna Riksbanksstudie finns nu också en del analyser av vilka effekter Riksbankens värdepappersköp har haft under olika perioder. De visar att Riksbankens köp har bidragit till mer expansiva finansiella förhållanden bland annat genom att obligationsräntorna har blivit lägre och växelkursen svagare. Studier indikerar också att de mer expansiva finansiella förhållandena har bidragit till ett högre resursutnyttjande och en högre inflation. Studierna är dock få och bygger med nödvändighet på förenklande antaganden om hur köpen verkar genom ekonomin. Som diskuteras mer ingående i Riksbanksstudien tar dessa studier samtidigt i liten utsträckning hänsyn till förtroendeskapande effekter och effekter kopplade till att köpen förebyggde en betydligt sämre ekonomisk utveckling. Sådana motiv var centrala under stora delar av perioden när Riksbanken gjorde sina värdepappersköp.

Det är också angeläget att bättre förstå i vilka lägen köp av värdepapper är mest effektiva. I krislägen har värdepappersköp varit avgörande för att avhjälpa och förebygga stora problem – ett tydligt exempel på det är krishantering under pandemin när Riksbankens köp bidrog till att begränsa skadeverkningarna på ekonomin och att Sverige kunde undvika en finansiell kris. I mer normala tider bidrar köpen till en mer expansiv penningpolitik. Den internationella litteraturen om kvantitativa lättnader säger idag inget entydigt om vilka kanaler som köpen främst verkar genom och i vilka lägen de olika kanalerna har störst betydelse för ekonomin. Således finns det utrymme för olika synsätt om hur köpen fungerar och vad de har haft för effekter.

När inflationsmålets roll som nominellt ankare var hotat var det av yttersta vikt att Riksbanken agerade för att säkerställa förtroendet. Att inte agera skulle inte ha varit förenligt med Riksbankens lagstadgade uppdrag om prisstabilitet. Under pandemin var det också viktigt för Riksbanken att agera för att inte pandemin mer varaktigt skulle skada den svenska ekonomin och i förlängningen äventyra prisstabiliteten. Vilka penningpolitiska åtgärder Riksbanken vidtar är dock alltid en avvägning mellan de effekter man vill uppnå och andra effekter som samtidigt kan uppstå.

Värdepappersköp har bidragit till att Riksbankens och andra centralbankers finansiella risker har ökat. När räntorna nu stiger snabbt innebär detta att många centralbanker gör förluster på innehavet av värdepapper. Dessa förluster speglar dock inte det samhällsekonomiska resultatet av köpen av värdepapper. Förlusterna ska ställas mot lägre offentliga finansieringskostnader och en högre ekonomisk aktivitet med större skatteintäkter, men framförallt mot det mer övergripande värdet av ett trovärdigt inflationsmål som en garant för en välfungerande pris- och lönebildning.

Även om Riksbanken helt avslutar värdepappersköpen i slutet av 2022, inklusive återinvesteringar av förfallande obligationer, finns obligationsportföljen kvar i de penningpolitiska avvägningarna. En fråga är i vilken utsträckning värdepappersköp kommer att ha en framträdande roll bland centralbankers penningpolitiska verktyg framöver. Det är fullt möjligt att styrräntorna i många länder återigen hamnar på låga nivåer och periodvis närmar sig gränsen för hur lågt centralbankerna kan sänka dem. Nya kriser kommer dessutom att uppstå. Erfarenheterna av de tidigare köpen kommer att vara värdefulla när man tar ställning till eventuella köp i framtiden. Samtidigt kan utvecklingen under de närmaste åren, när innehaven hos många centralbanker sannolikt minskar, lära oss mer om värdepappersköp som penningpolitiskt verktyg.

Riksbankens direktion, december 2022

Sammanfattning

Författarna är verksamma på Riksbankens avdelning för penningpolitik.¹

Köp av statsobligationer 2015–2017 för att ge stöd åt inflationsuppgången och värna inflationsmålet

I inledningen av 2015 sänkte Riksbanken styrräntan under noll procent och började köpa statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv. Inflationen hade då varit en bit under inflationsmålet på 2 procent en längre tid. Det hade börjat sätta avtryck i de långsiktiga inflationsförväntningarna som sjunkit trendmässigt och var under 2 procent. Riksbanken bedömde att det fanns faktorer som ökade risken för att inflationen, och därmed inflationsförväntningarna, inte skulle stiga upp till målet tillräckligt snabbt. En sådan faktor var att den europeiska centralbanken, ECB, hade aviserat ett program med stora köp av statsobligationer. Dessa köp skulle sannolikt bidra till att den svenska kronan stärktes mot euron, vilket skulle hålla tillbaka importpriserna och dämpa inflationstrycket ytterligare i Sverige.

Under 2015 och de följande två åren präglades penningpolitiken av en låg tolerans för risker som kunde förlänga perioden som inflationen var under målet, eftersom detta riskerade att dämpa inflationsförväntningarna ytterligare. Utöver att sänka styrräntan ytterligare en bit under noll procent och gradvis justera ned prognosen för styrräntan utökade Riksbanken sitt innehav av statsobligationer. Syftet med den expansiva penningpolitiken var att stödja ekonomin i en osäker miljö och säkerställa att inflationen steg upp mot målet på 2 procent tillräckligt snabbt. Under perioden 2015–2017 beslutade Riksbanken om köp av nominella och reala statsobligationer för totalt 290 miljarder kronor.

Köp av olika värdepapper 2020–2021 en del av hanteringen av coronakrisen och ett stöd till ekonomin under återhämtningen

På våren 2020 bröt coronapandemin ut. Pandemin innebar ett stort mänskligt lidande världen över samtidigt som ekonomin försämrades snabbt och påtagligt för hushållen och företagen i alla länder. På kort tid försvann en stor del av företagets intäkter, samtidigt som de fasta kostnaderna var kvar, och många företag fann det svårt att hitta sätt att täcka dessa kostnader. Oron eskalerade på de finansiella marknaderna internationellt och i Sverige, och investerarna minskade snabbt sin efterfrågan på riskfyllda tillgångar till förmån för säkrare tillgångar. Riskpremierna på olika värdepapper och kreditinstrument steg kraftigt och parallellt fick bankerna svårare att säkra sin

¹ Tack till Emma Bylund, Paul Elger, Heidi Elmér, Henrik Erikson, Mattias Erlandsson, Jesper Hansson, Iida Häkkinen Skans, Jens Iversen, Caroline Jungner, Stefan Laséen, Marianne Nessén, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner, Ingvar Strid, Ulf Söderström, Tommy von Brömsen och Anders Vredin för kloka synpunkter och hjälp med denna studie. Ett särskilt tack till Bul Ekici för avsnittet som jämför Riksbankens köp av värdepapper med andra centralbankers köp.

finansiering. I det mest turbulenta skedet fanns det en risk att situationen skulle övergå i en finansiell kris.

Regeringen samt Riksbanken och andra myndigheter satte snabbt in åtgärder under våren 2020, likt andra beslutsfattare världen över. Riksbankens åtgärder var inriktade på att tillföra pengar till det finansiella systemet så att en brist på likviditet inte skulle påverka kreditgivningen till hushåll och företag. Riksbanken behövde dessutom säkerställa att räntorna hölls låga. Strategin var att agera snabbt, brett och i stor omfattning och majoriteten av åtgärderna sjuksattes på kort tid under mars och april 2020. Som en del i krishanteringen beslutade Riksbanken om ett program för köp av värdepapper med en ram på upp till 300 miljarder kronor fram till slutet av 2020. Syftet med köpen var att hålla ränteläget lågt, ge ett brett stöd till kreditförsörjningen och stödja den svenska ekonomin under en period med stor osäkerhet.

Riksbanken utökade rambeloppet med 200 miljarder vid två tillfällen och förlängde samtidigt programmet så att det sammantaget gällde köp för upp till 700 miljarder kronor till slutet av 2021. Syftet med att utöka köpen var att fortsätta hålla det allmänna ränteläget nere och bidra till en fungerande kreditförsörjning för att stödja återhämtningen och få inflationen att stiga mot målet. Programmet, som löpte ut den sista december 2021, kom att inkludera köp av stats- och kommunobligationer, säkerställda obligationer (bostadsobligationer), statsskuldväxlar samt företagsobligationer och företagscertifikat. I slutet av 2021 var storleken på Riksbankens innehav av värdepapper i nominellt belopp drygt 900 miljarder kronor som ett resultat av köpen 2015–2021. Innehavet minskade sedan något under 2022.² I jämförelse med andra centralbanker, som genomförde liknande program för köp av värdepapper både före 2020 och som en del av krishanteringen under pandemin, var Riksbankens innehav i förhållande till BNP i linje med centralbankerna i andra små, öppna ekonomier. Innehavet var dock betydligt mindre i jämförelse med stora centralbanker.

Köpen av värdepapper kan påverka realekonomin och inflationen genom olika kanaler

Den penningpolitiska transmissionen beskriver hur penningpolitiken sprider sig genom ekonomin för att i slutändan påverka realekonomin och inflationen. Transmissionen består av flera så kallade kanaler som penningpolitiken verkar genom. När Riksbanken köper värdepapper kan det påverka aktiviteten i ekonomin, växelkursen och hushållens och företagets förväntningar på ungefär samma sätt som när Riksbanken sänker sin styrränta, även om kanalerna då fungerar på ett litet annat sätt. Köpen kan bland annat sänka förväntningarna om styrräntans nivå framöver och minska premierna och därmed räntorna på de värdepapper centralbanken köper, men även räntorna på andra värdepapper. Köpen ökar också likviditeten i banksystemet vilket kan bidra till att stimulera kreditgivningen i ekonomin.

En stor del av litteraturen om transmissionen av värdepappersköp utgår från förhållandena i stora ekonomier. Det finns faktorer som åtminstone på förhand talar för att det kan se lite annorlunda ut i små, öppna ekonomier som den svenska, till exempel

² Marknadsvärdet på innehavet sjönk betydligt mer 2022 eftersom räntorna steg snabbt under året.

att köpens effekt på växelkursen kan vara relativt mer betydelsefull för transmissjonen. Andra faktorer kan också vara särskilt viktiga för Riksbankens köp även om det är svårt att avgöra i vilken utsträckning, till exempel att det svenska finansiella systemet är starkt integrerat med omvärldens, att den svenska statskulden är liten jämfört med många andra länders och att svenska hushåll är jämförelsevis mer känsliga för förändringar av de rörliga bolåneräntorna.

Internationella erfarenheter visar att köp av värdepapper sänkt marknadsräntor och ökat den ekonomiska aktiviteten

Vid det här laget har ett flertal centralbanker genomfört program för köp av värdepapper. Även om programmens storlek, utformning och genomförande har skiljt sig åt mellan olika länder har man i litteraturen om värdepappersköp dragit ett antal övergripande slutsatser baserat på de gemensamma erfarenheterna. En är att värdepappersköp har varit ett särskilt effektivt verktyg för att återställa marknadens funktion under perioder av finansiell stress och för att dämpa förhöjda premier på riskfyllda värdepapper. En annan slutsats är att storskaliga köp av statsobligationer och bostadsobligationer har sänkt marknadsräntorna, bidragit till mer expansiva finansiella förhållandena och en mer expansiv penningpolitik när styrräntorna har varit vid sin nedre gräns.

De internationella erfarenheterna ger starka bevis för att köp av värdepapper bidrar till mer expansiva finansiella förhållanden bland annat via lägre räntor på säkra värdepapper, minskade ränteskillnader mellan säkra och riskfyllda värdepapper och en svagare växelkurs. Även om det finns övertygande bevis för detta har effekterna på den ekonomiska aktiviteten och inflationen varit svårare att uppskatta. Studier baserade på olika metoder och data från ett antal stora ekonomier visar att köpen ökat den ekonomiska aktiviteten och, i mindre utsträckning, inflationen, men det är en stor spridning i de uppskattade effekterna. Majoriteten av studierna gäller stora ekonomier som USA och euroområdet. Det finns färre analyser av köpen i små, öppna ekonomier. Sådana ekonomier kan påverkas relativt mycket av värdepappersköpen i stora ekonomier och växelkursen kan vara en viktig kanal genom vilken köp av landets egen centralbank påverkar ekonomin.

Riksbankens köp bidrog till lägre räntor på statsobligationer och mer expansiva finansiella förhållanden i Sverige

De studier som fokuserar på vad som hände när Riksbanken aviserade sina köp av statsobligationer 2015–2017 indikerar att köpen bidrog till att sänka räntorna på statsobligationer med längre löptider. Aviseringar som motsvarade 1 procent av BNP sänkte räntan på en statsobligation med tio års löptid med i genomsnitt knappt 0,05 procentenheter. Fram till slutet av 2017 köpte Riksbanken statsobligationer för 290 miljarder kronor vilket motsvarade ungefär 6,5 procent av BNP. Det innebär alltså en total effekt på ungefär 0,3 procentenheter lägre ränta. Det finns också indikationer på köpens effekter på statsobligationsräntorna spred sig till räntorna på mer riskfyllda tillgångar och bidrog till att försvaga kronan.

Sammantaget tyder därmed studierna på att Riksbankens köp av statsobligationer bidrog till mer expansiva finansiella förhållanden under åren före pandemin. Enligt en studie motsvarade Riksbankens köp 2015–2017 ungefär 0,9 procentenheter lägre styrränta.³

Resultaten från en så kallad händelsestudie av Riksbankens köp av värdepapper under pandemin 2020–2021 tyder på att även dessa köp bidrog till mer expansiva finansiella förhållanden. Som man kan förvänta sig av inriktningen på de köpen var effekterna störst på räntorna på säkerställda obligationer och kommunobligationer. I takt med att marknadsaktörerna allt mer har börjat räkna med att värdepappersköp är en del av centralbankernas penningpolitik har det dock blivit svårare att identifiera effekterna i denna typ av studier eftersom köpen i stor utsträckning har varit förväntade i förväg.

Resultaten i studierna av de svenska värdepappersköpens effekter ligger generellt väl i linje med resultaten i internationella studier under och strax efter den globala finanskrisen.⁴ Sammanställningar av studier gjorda för USA, Storbritannien och euroområdet visar att medianen av statsobligationsköpens beräknade effekter på statsobligationsräntor med tio års löptid är cirka 0,05 procentenheter för ett köp motsvarande 1 procent av BNP. Samtidigt är resultaten mycket osäkra och spridningen i de uppskattade effekterna är stor mellan olika studier.

Svenska studier tyder på positiva effekter på realekonomin och inflationen

Det finns en del studier som visar vilka effekter värdepappersköpen fick på finansiella priser, men det finns färre studier som analyserar vilka effekter de har fått i de senare leden av den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Under perioden 2015–2017 följer utlåningsräntorna till hushåll och företag styrräntan väl, vilket talar för att köpen av statsobligationer inte haft någon större positiv effekt på bankutlåningen. Riksbankens köp under pandemin 2020–2021 hade som uttalat syfte att värna kreditförsörjningen och förhindra att de räntor som hushåll och företag möter skulle stiga. Men de små rörelserna i utlåningsräntorna under pandemin behöver inte nödvändigtvis innebära att värdepappersköpen inte hade effekt. För att utvärderingen ska bli rättvis behöver den faktiska ränteutvecklingen jämföras med ett kontrafaktiskt scenario där man utgår från hur räntorna skulle ha utvecklats om inga värdepappersköp hade aviserats.

Det förebyggande syftet med Riksbankens köp under pandemin gör det också svårt att analysera utvecklingen i kreditvolymen. Det finns såvitt vi vet inga studier som analyserar det orsakssambandet mellan Riksbankens köp av värdepapper och förändringar i kreditvolymen. Det finns också få svenska studier med mer direkta analyser av vilka effekter Riksbankens värdepappersköp har haft på den ekonomiska aktiviteten

³ De Rezende och Ristinieni (2018) finner att en oväntad avisering av statsobligationsköp för 10 miljarder kronor motsvarar 0,03 procentenheter lägre styrränta.

⁴ Se till exempel Gagnon (2016).

och inflationen. De som finns tecknar sammantaget bilden av vissa positiva men osäkra effekter på BNP och inflationen.

För en liten, öppen ekonomi som den svenska skulle värdepappersköpens effekter på växelkursen kunna spela en särskilt stor roll i transmissionen. Det finns dock få studier om det också och vilka effekter köpen har på växelkursen är osäkert. Studier indikerar att kronan blev svagare i samband med att Riksbanken aviserade köp av statsobligationer. Under perioden 2015–2017 verkar dock räntesänkningarna ha haft större betydelse för att kronan försvagades än statsobligationsköpen. Utländska investerare sålde en betydande del av de statsobligationer som Riksbanken köpte före pandemin men köpte samtidigt privata svenska värdepapper, vilket talar för att köpen endast fick små kapitalflödeseffekter på växelkursen. I en analys av värdepappersköpens effekter på kronan behöver man också tänka på att de svenska köpen till viss del aviserades som en respons på expansiva åtgärder i omvärlden. Det kan ha varit så att den svenska kronan skulle ha förstärkts om Riksbanken inte hade neutraliserat det genom att avisera sina köp.

Flera skäl att vara försiktig när man tolkar de uppskattade effekterna

Även om studierna av Riksbankens värdepappersköp tyder på att de haft den avsedda expansiva effekten på ekonomin och inflationen behöver vi bättre förstå hur effekterna uppstår. Detta gäller i synnerhet i små, öppna ekonomier, där samspelet med utländska tillgångsköp och påverkan på växelkursen blir viktiga inslag. Studierna av effekterna i sådana ekonomier är generellt få.

Studierna av värdepappersköpens effekter är inte enkla att genomföra. Värdepappersköp förekommer inte så ofta i ekonomiska modeller. I Sverige är erfarenheterna av omfattande värdepappersköp dessutom begränsade, vilket gör det svårare att bygga empiriskt tillförlitliga modeller. Det är också svårt att identifiera köpens effekter, i synnerhet när andra åtgärder med liknande påverkan satts in samtidigt. Under perioden 2015–2019 aviserade Riksbanken vid flera tillfällen statsobligationsköp samtidigt som man sänkte räntan, och under pandemin aviserade Riksbanken köp av olika värdepapper samtidigt med andra krisåtgärder som sannolikt också påverkade finansiella marknader och den ekonomiska aktiviteten.

Ett centralt motiv för Riksbankens värdepappersköp har varit att förebygga ogynnsamma scenarier och detta har präglat utformningen och omfattningen på köpen, i synnerhet under pandemin. Detta gör det svårt att uppskatta effekterna av köpen eftersom vi inte vet vad som hade hänt om Riksbanken inte hade aviserat några köp. Under perioden 2015–2017 var oron att inflationsförväntningarna skulle bli för låga och urholka trovärdigheten i inflationsmålet. Under pandemin handlade det mer omedelbart om att förhindra en finansiell kris, något som i förlängningen avsevärt skulle ha försvårat Riksbankens arbete med att varaktigt stabilisera inflationen nära inflationsmålet.

Riksbankens köp av privata värdepapper viktiga under pandemin men knappast huvudförklaringen till dagens höga inflation

Penningpolitiska beslut innebär alltid en avvägning mellan de effekter man vill uppnå och andra effekter som samtidigt kan uppstå. Eftersom köpen kan få effekter på områden som ligger utanför centralbankens mandat eller som andra politikområden har bättre möjligheter att påverka, är det viktigt för centralbanken att uppmärksamma sådana effekter. Men man måste också tydligt kommunicera syftet med köpen och hur de är kopplade till centralbankens mandat. Effekterna innefattar bland annat en potentiellt varaktig påverkan på funktionen på de marknader där Riksbanken köpt värdepapper, ökad risk för Riksbankens finansiella oberoende, en uppbyggnad av finansiella obalanser och förändringar i hushållens inkomst- och förmögenhetsfördelning.

Att Riksbanken köpte en stor andel privata värdepapper under pandemiåren aktualiserar frågorna om så kallad *moral hazard* och om Riksbanken på ett oönskat sätt har påverkat fördelningen av krediter i ekonomin. Köpen av företagsobligationer handlade primärt om att understödja den penningpolitiska transmissionen på en marknad som var viktig för den hårt drabbade företagssektorn och säkerställa Riksbankens beredskap att skala upp åtgärden ytterligare om så skulle krävas.

Köpen av säkerställda obligationer syftade initialt till att säkerställa att transmissionen skulle fortsätta fungera bra även på denna marknad, där bankerna finansierar en stor del av sin utlåning till hushåll. Köpen av dessa värdepappersslag bidrog, tillsammans med andra åtgärder, till att räntorna till hushåll och företag förblev låga och att bankerna inte tydligt stramade åt sin kreditgivning. En djupare lågkonjunktur kunde därigenom undvikas och goda förutsättningar skapades för återhämtningen efter pandemins mer akuta fas. Att aviserade köp genomfördes trots att räntorna på dessa marknader var nära eller lägre än nivån före pandemin kan främst ses som ett tecken på osäkerheten om hur pandemin skulle utveckla sig och vilka konsekvenser den skulle få för de finansiella marknaderna. Det var också ett sätt för Riksbanken att värna trovärdigheten kring sin förmåga att säkerställa en välfungerande penningpolitisk transmission även framöver.

De omfattande köpen av värdepapper under pandemin kan inte förklara den kraftiga inflationsuppgången under andra halvan av 2021 och 2022. Inflationen har stigit snabbt över stora delar av världen och uppgången är snarare en konsekvens av pandemirelaterade störningar och Rysslands invasion av Ukraina.

1 Köp av värdepapper som penningpolitiskt verktyg i Sverige

I början av 2015 började Riksbanken att köpa statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv. Syftet var att få upp den låga inflationen till 2 procent, bryta trenden med sjunkande långsiktiga inflationsförväntningar och värna inflationsmålet. Riksbanken gjorde penningpolitiken allt mer expansiv de kommande åren, bland annat genom att fortsätta köpa statsobligationer.

När coronapandemin bröt ut på våren 2020 genomförde Riksbanken flera åtgärder på kort tid för att undvika en finansiell kris och för att säkerställa att den expansiva penningpolitiken påverkade ekonomin som tänkt. Bland annat beslutade Riksbanken att skapa ett program för köp av värdepapper. Förutom statspapper inkluderade programmet också kommunobligationer, säkerställda obligationer samt företagspapper. Det utökades sedan och förlängdes för att ge ett fortsatt och långvarigt stöd till kreditförsörjningen och den ekonomiska återhämtningen. Programmet löpte ut den sista december 2021. Riksbankens innehav av värdepapper var då drygt 900 miljarder kronor. Som andel av BNP låg det i linje med innehavet hos centralbankerna i andra små, öppna ekonomier, men det var betydligt mindre än de stora centralbankernas. Jämfört med andra centralbanker köpte Riksbanken mindre statsobligationer och mer säkerställda obligationer under pandemin.

”Riksbankens direktion har beslutat att upprätta en värdepappersportfölj om 10 miljarder svenska kronor. Beslutet ska ses mot bakgrund av de erfarenheter som gjordes under den finansiella krisen. Genom att inrätta en värdepappersportfölj ser Riksbanken till att det finns nödvändiga system, avtal och kunskaper på plats om det i framtiden skulle bli nödvändigt att snabbt vidta extraordinära åtgärder.” Så inledde Riksbanken ett pressmeddelande i maj 2012 där man tillkännagav att banken hade för avsikt att bygga upp en portfölj med statsobligationer om 10 miljarder kronor av beredskapsskäl.⁵

Drygt tio år tidigare hade Riksbanken avvecklat en portfölj med värdepapper med motiveringen att den inte längre behövdes av penningpolitiska skäl.⁶ Efter den globala finanskrisen 2008–2009 drog dock Riksbanken slutsatsen att det var viktigt att snabbt kunna köpa värdepapper för att till exempel se till att penningpolitiken får avsedd effekt i en kris, eller för att göra penningpolitiken mer expansiv i ett läge där styrräntan

⁵ Sveriges riksbank (2012a). Se också Sveriges riksbank (2012b) för underlaget till beslutet.

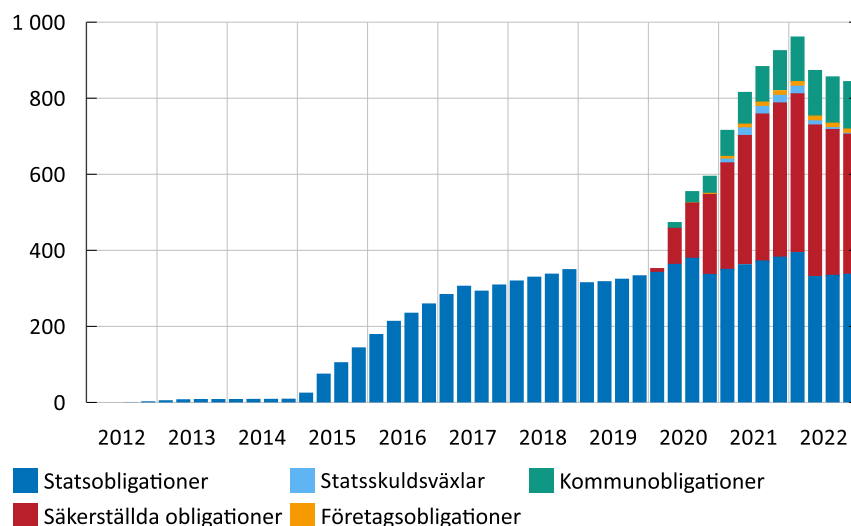
⁶ Se Sellin (2018) och Sveriges riksbank (1998).

inte kan sänkas mycket mer.⁷ Genom att ha en portfölj med statsobligationer som snabbt kunde skalas upp vid behov skaffade Riksbanken sig ett sådant verktyg.

Riksbanken skaffade alltså en portfölj med statsobligationer under 2012 som en beredskapsåtgärd. Vid den tidpunkten fungerade de finansiella marknaderna väl, styrrentan var 1,50 procent och Riksbanken såg inget penningpolitiskt behov av att köpa värdepapper, utöver beredskapsmotivet. Men redan tre år senare förändrades situationen och Riksbanken började då köpa statsobligationer för att göra penningpolitiken mer expansiv. Från 2015 och framåt utökade sedan Riksbanken sin portfölj, först med ett allt större innehav av statsobligationer och under pandemin även med andra typer av värdepapper (se diagram 1). Från en portfölj på 10 miljarder kronor växte Riksbankens innehav till drygt 900 miljarder kronor i slutet av 2021. Detta var inte unikt för Riksbanken. Även andra centralbanker köpte värdepapper i stor omfattning under den här perioden.

Diagram 1. Riksbankens innehav av värdepapper

Nominellt belopp, miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

I det här kapitlet beskriver vi denna utveckling av Riksbankens portfölj och motiven till köpen. För att få perspektiv på utvecklingen jämför vi också utvecklingen av Riksbankens innehav av värdepapper med motsvarande utveckling hos andra centralbanker.

1.1 Köp av värdepapper och kvantitativa lättnader

Målet för penningpolitiken är en låg och stabil inflation. För att nå det målet behöver centralbanken ett operationellt ramverk med verktyg för att genomföra penningpolitiken i praktiken – ett så kallat styrsystem. Det är vanligt att styrsystemet är inriktat på

⁷ Riksbanken genomförde en rad åtgärder under den globala finanskrisen 2008–2009 men köpte inte värdepapper, till skillnad från en del andra centralbanker. Det var dock ett alternativ som direktionen diskuterade.

att styra räntan på lån med en mycket kort löptid, till exempel räntan på lån mellan affärsbankerna från idag till i morgon. Förändringar av denna dagslåneränta sprider sig sedan till räntor på lån med längre löptider, inklusive räntor som hushåll och företag möter, vilket påverkar aktiviteten i ekonomin och inflationen.⁸

Det vanligaste verktyget som centralbankerna använder för att påverka den korta räntan är en styrränta. Köp av värdepapper beskrivs ofta som ett extraordinärt eller okonventionellt penningpolitiskt verktyg som centralbankerna har lagt till på senare tid som ett komplement till styrräntan. Det stämmer på sätt och vis, men bilden behöver nyanseras. Köp och försäljningar av värdepapper har funnits länge bland centralbankernas **operationella** verktyg, det vill säga som en del i styrsystemet för att påverka mängden centralbanksreserver i banksystemet och därigenom dagslåneräntan. Köpen kan då ske direkt på marknaden via öppna marknadsoperationer av centralbanken.

Att centralbanker köper värdepapper i stor skala för att få till stånd så kallade kvantitativa lättnader, eller QE (från engelskans *quantitative easing*), är dock en relativt ny företeelse.⁹ I princip handlar det då om köp av värdepapper i stor skala för att pressa ned ränteläget och öka kreditgivningen i ett läge då man bedömer att styrräntan inte kan sänkas mycket mer, eller i ett läge när stor oro på de finansiella marknaderna pressar upp räntorna på vissa värdepapper. Japans centralbank genomförde kvantitativa lättnader 2001 som ett sätt att stimulera ekonomin när styrräntan redan hade sänkts till nära noll procent utan att man fått bukt med deflationen som då rådde. Centralbankerna i USA och Storbritannien startade program för köp av obligationer under den globala finanskrisen 2008–2009 och den europeiska centralbanken, ECB, följde efter 2014 och utökade sitt program 2015. Samma år inledde Riksbanken sina köp.

1.2 Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2019¹⁰

Bakgrund: låg inflation under lång tid och sjunkande inflationsförväntningar

Under 2014 blev det svenska konjunkturläget bättre men inflationen som hade varit under inflationsmålet i flera år blev ännu lägre (se diagram 2). Samtidigt fortsatte de långsiktiga inflationsförväntningarna att sjunka trendmässigt och var under 2 procent. För att vända på utvecklingen sänkte Riksbanken styrräntan (som då kallades reporäntan) i två steg ned till noll procent i oktober 2014. I samband med det penningpolitiska

⁸ Mer detaljer om styrsystem generellt och Riksbankens system specifikt finns i Sveriges riksbank (2014), Sellin (2018) samt Sveriges riksbank (2022a).

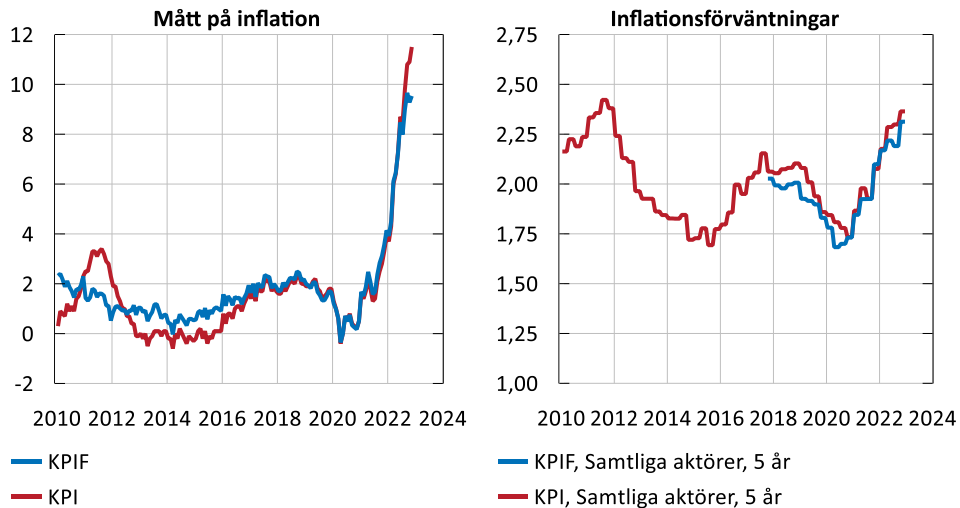
⁹ D'Amico m.fl. (2012) diskuterar Federal Reserves erfarenheter av köp och försäljningar av statsobligationer före den globala finanskrisen och Ferguson m.fl. (2015) studerar centralbankers balansräkningar sedan 1900 och beskriver episoder då balansomslutningarna ökade och minskade mycket.

¹⁰ För mer om bakgrunden och motiven till penningpolitiken hänvisar vi till pressmeddelandena, de penningpolitiska rapporterna och rapporten Redogörelse för penningpolitiken under dessa år. Detaljer om köpen finns i protokollsbilagor till respektive penningpolitiskt möte. Riksbankens värdepappersköp i beredskapssyfte före 2015 är inte i fokus för denna studie.

beslutet i december meddelade Riksbanken sedan att man förberedde ytterligare åtgärder för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv om det skulle behövas.

Diagram 2. Inflation och långsiktiga inflationsförväntningar

Årlig procentuell förändring respektive procent.



Källor: Kantar Prospera och SCB.

Vid det penningpolitiska mötet i februari 2015 konstaterade Riksbanken att den ekonomiska utvecklingen i omvärlden hade blivit mer osäker och att konjunkturen, och därmed penningpolitiken, gick i otakt i de stora valutaområdena. I USA var centralbanken på väg att göra penningpolitiken mindre expansiv medan den europeiska centralbanken, ECB, tvärtom ökade sina penningpolitiska stimulanser. ECB startade ett program för köp av privata värdepapper 2014 och hade i januari 2015 aviserat att man skulle utöka detta program med köp av statsobligationer under 2015. ECB planerade att köpa värdepapper för totalt 60 miljarder euro varje månad åtminstone fram till september 2016.

Riksbanken bedömde att det fanns tecken på att inflationen var på väg upp i Sverige. Men det fanns faktorer som ökade risken för att inflationen och inflationsförväntningarna skulle stiga långsammare än i Riksbankens prognos. Till exempel skulle kronan kunna bli starkare än i Riksbankens prognos, vilket skulle dämpa importpriserna (se diagram 3). Det skulle därmed kunna ta ännu längre tid för inflationen att nå tillbaka till målet. Prognosen för inflationen utgick visserligen från att kronan skulle stärkas. Men det var osäkert hur utvecklingen skulle bli i omvärlden och vilka konsekvenser ECB:s planerade köp av värdepapper skulle få, och det skapade osäkerhet om hur stor och hur snabb förstärkningen skulle bli.

Diagram 3. Nominell växelkurs, KIX

Index, 1992-11-18=100



Anm. KIX (kronindex) är ett viktat genomsnitt mot valutor i 32 länder som är viktiga för Sveriges handel med omvärlden. Sedan den 28 mars 2022 är indexet beräknat mot 31 länder sedan den ryska rubeln exkluderats ur indexet. Ett högre värde indikerar en svagare växelkurs.

Källa: Riksbanken.

Riksbankens direktion bedömde att penningpolitiken behövde bli mer expansiv för att stödja uppgången i inflationen och för att de långsiktiga inflationsförväntningarna skulle vara förenliga med inflationsmålet. Direktionen beslutade därför att sänka styrräntan till $-0,10$ procent.¹¹ Direktionen beslutade samtidigt att Riksbanken skulle köpa nominella statsobligationer till ett belopp av 10 miljarder kronor för att göra penningpolitiken mer expansiv. Med dessa åtgärder och ett tydligt budskap att man var beredd att snabbt göra penningpolitiken ännu mer expansiv för att säkerställa att inflationen steg mot målet ville direktionen understryka att Riksbanken värnade inflationsmålet roll som nominellt ankare för pris- och lönebildningen.

Låg tolerans för risker för fortsatt låg inflation

Under 2015 fortsatte Riksbanken att göra penningpolitiken mer expansiv genom att sänka styrräntan ytterligare, justera ned prognosen för styrräntan och köpa mer statsobligationer (se tabell A.1 i appendix). Fram till och med oktober hade Riksbanken beslutat att köpa nominella statsobligationer för totalt 190–200 miljarder kronor fram till halvårsskiftet 2016. Det skulle motsvara drygt 30 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer i svenska kronor. Penningpolitiken präglades av en låg tolerans för risker som kunde förlänga perioden som inflationen var under målet, eftersom detta kunde dämpa inflationsförväntningarna ytterligare. Syftet med att sänka styrräntan, köpa statsobligationer och justera ned räntebanan var att stödja

¹¹ Med detta blev Riksbanken en av de första centralbankerna att sänka styrräntan under noll procent, vilket länge setts som en lägsta gräns för styrräntan. Strax innan hade negativ styrränta införts i euroområdet, Danmark och Schweiz. Riksbankens erfarenheter av negativ styrränta finns beskrivna i Sveriges riksbank (2020a).

ekonomin i en osäker miljö och säkerställa att inflationen steg upp mot målet på 2 procent tillräckligt snabbt.¹²

Mer expansiv penningpolitik och fortsatta köp under 2016 och 2017

Den svenska konjunkturen stärktes och inflationen fortsatte att stiga men låg fortfarande under 2 procent (se diagram 2). Riksbankens bedömde i början av 2016 att uppgången ännu inte var säkrad och att inflationen under 2016 sannolikt skulle bli lägre än i Riksbankens tidigare prognos. Direktionen lyfte fram att det fanns argument både för att hålla fast vid penningpolitiken och för att göra den mer expansiv. För en majoritet vägde argumenten för att göra den mer expansiv över och styrräntan sänktes därför till -0,50 procent. För att behålla den expansiva effekten från innehavet av statsobligationerna beslutade direktionen också att Riksbanken tills vidare skulle återinvestera kupongbetalningarna och återbetalningarna när statsobligationerna förföll. Utan återinvesteringar skulle innehavet successivt ha minskat i förhållande till de beslutade köpen.

Ungefär samma avvägningar var aktuella under resten av 2016 och under 2017. Utsikterna för konjunkturen i omvärlden och i Sverige blev gradvis allt bättre, inflationen steg och var nära målet från början av 2017 och de långsiktiga inflationsförväntningarna låg kring 2 procent (se diagram 2). Samtidigt fanns det fortfarande en osäkerhet om utvecklingen i omvärlden – bland annat på grund av Storbritanniens beslut att lämna EU. Riskerna kopplade till kronans växelkurs och andra centralbankers penningpolitik, framför allt ECB:s, fanns också kvar. Det fanns argument för att både hålla fast vid penningpolitiken och för att göra den mer expansiv, och för olika medlemmar i direktionen vägde argumenten olika tungt.

I april 2016 beslutade en majoritet av direktionen att Riksbanken skulle utöka sitt innehav av statsobligationer med ytterligare köp som motsvarade 45 miljarder kronor. Köpen skulle ske under det andra halvåret 2016 och omfatta både nominella och reala statsobligationer för att få ett brett genomslag på olika räntor (se tabell A.1). I december 2016 utökades köpen med ytterligare 30 miljarder kronor under det första halvåret 2017.¹³ I april 2017 beslutade sedan en majoritet av direktionen att också utöka köpen med totalt 15 miljarder kronor under det andra halvåret 2017. Tillsammans med de tidigare besluten innebar detta att Riksbankens köp av statsobligationer vid slutet av 2017 uppgick till 290 miljarder kronor (252,5 miljarder nominella och 37,5 miljarder reala statsobligationer) (se diagram 1). Det motsvarade cirka 39 procent av den utestående volymen av nominella statsobligationer och cirka 20 procent av den utestående volymen reala statsobligationer i svenska kronor.

¹² Periodvis under våren 2015 stärktes kronan mot euron och andra valutor snabbare än i Riksbankens prognos och osäkerheten om konjunkturen i omvärlden ökade. Under året präglades riskbildningen bland annat av en oro för Grekland och euroområdet ekonomier och en avmattning i den kinesiska ekonomin. Den humanitära katastrofen av kriget i Mellanöstern och de stora flyktingströmmarna till Europa och Sverige bidrog till osäkerheten.

¹³ Samtidigt beslutade direktionen att inte vänta med att återinvestera ett belopp om cirka 30 miljarder kronor som Riksbanken skulle motta i augusti 2017, huvudsakligen bestående av återbetalningar vid förfall av statsobligationer. För att få en jämnare köpvolymer vid varje köptillfälle under 2017 beslutade man att återinvesteringen av de medlen skulle inledas direkt efter årsskiftet 2016/17 och fortgå under hela året.

Exitstrategi: minska portföljen när styrräntan höjts till en lämplig nivå

I slutet på 2017 konstaterade Riksbanken att det ekonomiska och penningpolitiska läget hade förbättrats. Konjunktoren fortsatte att förbättras i omvärlden, aktiviteten i den svenska ekonomin var hög och inflationen hade varit nära målet på 2 procent en tid. Det fanns dock kvar en osäkerhet kring penningpolitiken i omvärlden och risken att kronans växelkurs skulle stärkas för mycket och för snabbt. Penningpolitiken behövde därför fortfarande vara expansiv. Men tidpunkten för att göra penningpolitiken mindre expansiv började närma sig.

För att ge vägledning om hur Riksbanken skulle förändra sitt innehav av statsobligationer på sikt publicerade direktionen en strategi i december 2017.¹⁴ I korthet var strategin att Riksbanken efter att ha slutat utöka sin portfölj skulle behålla innehavet av statsobligationer på samma nivå, det vill säga fortsätta att återinvestera förfall och kupongbetalningar. När det var dags att göra penningpolitiken mindre expansiv skulle styrräntan höjas först. När den hade höjts till en lämplig nivå skulle återinvesteringarna sedan trappas ned eller avslutas helt så att portföljen minskade i takt med att obligationerna förföll. Strategin liknade den som andra centralbanker hade valt.

Mellan början av 2018 och mitten på 2019 skedde inga förändringar av Riksbankens innehav av statsobligationer. Ett beslut om att tidigarelägga återinvesteringar innebar visserligen att innehavet av statsobligationer tillfälligt var över det beslutade nominella beloppet om 290 miljarder kronor under 2018 och 2019.¹⁵ Men i princip höll Riksbanken innehavet konstant under perioden medan styrräntan höjdes till –0,25 procent i december 2018. I april 2019 ändrade Riksbanken formen för sina beslut om portföljen med statsobligationer. Istället för att skilja på beslut om att utöka innehavet och beslut om återinvesteringar började Riksbanken nu att besluta om totala köp under en viss period. En majoritet i direktionen beslutade att Riksbanken skulle köpa statsobligationer till ett nominellt belopp om 45 miljarder kronor under perioden juli 2019 till december 2020. Det motsvarade ungefär hälften av de betalningar från förfall och kuponger som Riksbanken skulle ta emot under den perioden.

1.3 Riksbankens köp av värdepapper 2020–2021¹⁶

Mot slutet av februari 2020 stod det klart att coronaviruset hade fått en stor spridning där flera länder i Europa och USA hade drabbats och den 11 mars deklarerade världshälsoorganisationen WHO covid-19 som en pandemi. Den snabba spridningen av viruset innebar ett stort mänskligt lidande världen över och medförde att ekonomin för

¹⁴ Sveriges riksbank (2017).

¹⁵ Under första halvåret 2019 skulle det ske förfall av obligationer på drygt 50 miljarder kronor och Riksbanken skulle få kupongbetalningar på totalt cirka 15 miljarder kronor från början på 2018 till mitten på 2019. För att behålla Riksbankens närvaro på marknaden och få en relativt jämn köptakt beslutade en majoritet i direktionen att inleda återinvesteringarna av dessa förfall och kupongbetalningar redan i januari 2018.

¹⁶ Detaljer om köpen av värdepapper under perioden finns i protokollsbilagorna till de penningpolitiska besluten. En summering av köpen under pandemin och Riksbankens erfarenheter finns i Hansson och Birging (2021), Gustafsson (2022) och i Sveriges riksbank (2022b). Beskrivningar av samtliga åtgärder som Riksbanken genomförde under pandemin finns bland annat i Gustafsson och von Brömsen (2021) och i kapitel 2 i Sveriges riksbank (2021a).

hushållen och företagen i alla länder försämrades snabbt och påtagligt. Regeringar införde olika typer av restriktioner på resor och sociala kontakter. Restriktionerna och det förändrade beteendet hos hushållen påverkade den ekonomiska utvecklingen på flera sätt. Bland annat föll efterfrågan kraftigt när resandet och besöken på hotell och restauranger i princip upphörde.

Även världshandeln minskade, vilket i hög grad påverkade små, öppna ekonomier som den svenska. Brist på insatsvaror i produktionen och en stor sjukfrånvaro slog också mot företagen. I synnerhet företag med nära kopplingar till besöksnäringen drabbades hårt. Särskilt utsatta var små och medelstora företag, som hade sämre möjligheter att hantera den låga efterfrågan. På kort tid försvann en stor del av företagets intäkter, samtidigt som de fasta kostnaderna var kvar. För de företag som inte hade möjlighet att täcka kostnaderna med egna medel, nya banklån eller marknadsfinansiering blev situationen snabbt kritisk.

Stor oro på de finansiella marknaderna

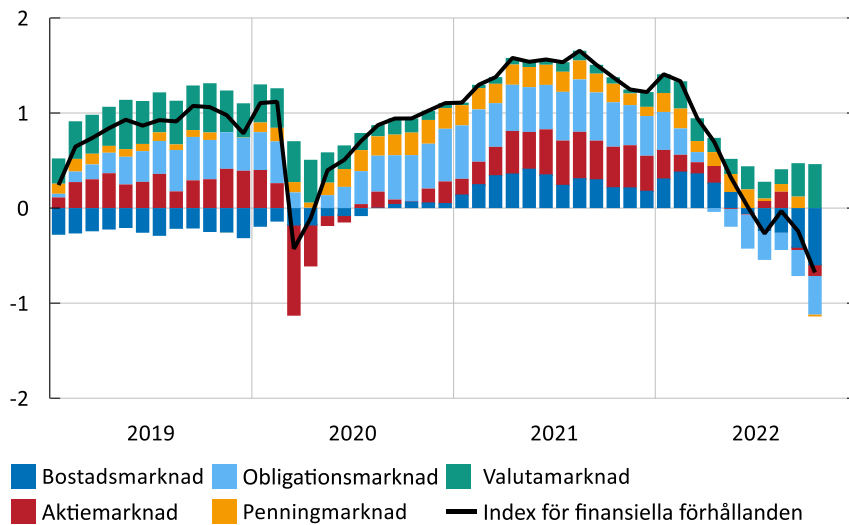
När det blev uppenbart att det inte skulle gå att hindra spridningen av coronaviruset eskalerade oron på de finansiella marknaderna både internationellt och i Sverige. Hur läget förändrades i Sverige kan illustreras av Riksbankens index för finansiella förhållanden som visar att förhållandena snabbt växlade från expansiva i februari till tydligt strama i mars (se diagram 4). Investerare sökte sig snabbt till säkrare tillgångar, vilket fick börserna att falla kraftigt. Företagens utsatta situation och oviljan hos investerare att hålla riskfyllda tillgångar gjorde att riskpremierna på olika värdepapper och kreditinstrument steg kraftigt. Det speglades i växande skillnader mellan räntorna på mer riskfyllda obligationer och räntan på statsobligationer (se diagram 12 i kapitel 4).

Företagen fick det svårare att finansiera sig genom att ge ut företagscertifikat och företagsobligationer, och parallellt fick bankerna svårare att säkra sin finansiering. I Sverige minskade bland annat investerarnas efterfrågan på bankernas mer långfristiga skuldebrev som till stor del består av säkerställda obligationer, det vill säga obligationer med bolån som säkerhet.¹⁷ Det stora trycket där många ville sälja riskfyllda värdepapper, framför allt företagspapper men även säkerställda obligationer, blev svårt att hantera på marknaderna. Det blev en allt större skillnad mellan priset som investerarna kunde tänka sig att köpa för och priset som utgivarna av företagsobligationer ville sälja till (se diagram 5).

¹⁷ Bostadsobligationer är den generella benämningen för värdepapper med bolån som säkerhet. Utformningen kan dock skilja sig åt mellan länder. Svenska bostadsobligationer utformas som säkerställda obligationer där investeraren har en förmånsrätt i en säkerhetsmassa som består av tillgångar, främst bolån. För vidare detaljer om hur svenska säkerställda obligationer fungerar se Hellström m.fl. (2019).

Diagram 4. Index för finansiella förhållanden i Sverige

Standardavvikelser. Ett högre värde anger mer expansiva finansiella förhållanden

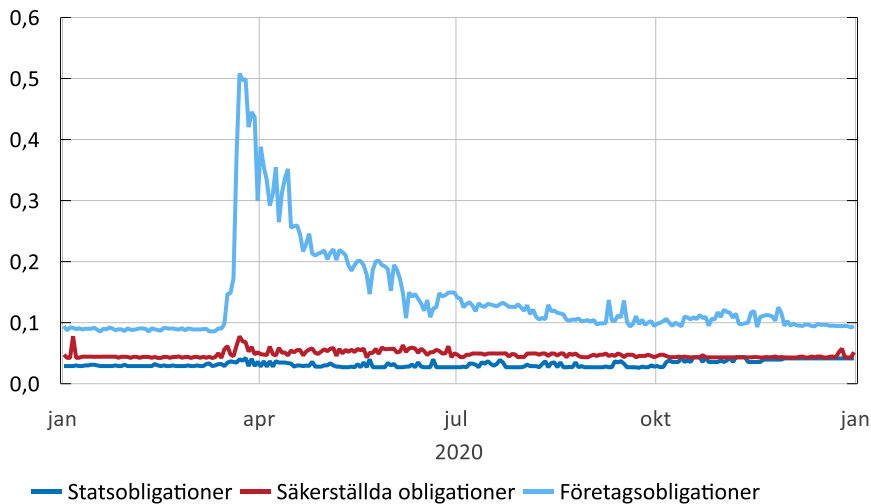


Anm. De färgade staplarna visar de olika delmarknadernas bidrag. Indexet är en modifierad version av indexet som beskrivs av Alsterlind m.fl. (2013).

Källa: Riksbanken.

Diagram 5. Skillnad mellan köp- och säljräntor på obligationer

Procentenheter



Anm. Genomsnittliga kvoterade räntor, baserade på samtliga tillgängliga nominella statsobligationer, ett urval av säkerställda obligationer utgivna av Stadshypotek och SBAB, samt drygt 50 företagsobligationer med varierande löptider och med kreditbetyg som motsvarar *Investment Grade*.

Källor: Refinitiv och Riksbanken.

Omfattande åtgärder från regeringar och centralbanker

Regeringen och Riksbanken vidtog snabbt åtgärder under våren 2020, precis som andra regeringar och centralbanker världen över.¹⁸ I det mest turbulenta skedet fanns det en risk att situationen skulle övergå i en finansiell kris. Bankerna kunde då tvingas strama åt sin kreditgivning till hushåll och företag så mycket att konjunkturnedgången blev ännu djupare och mer varaktig med ännu högre arbetslöshet och en inflation långt under målet. Riksbanken riktade därför in sina åtgärder på att tillföra pengar till det finansiella systemet så att kreditgivningen till hushåll och företag inte skulle påverkas av en brist på likviditet. Riksbanken behövde dessutom säkerställa genomslaget av penningpolitiken, det vill säga se till att räntorna som hushållen och företagen mötte inte skulle drivas av osäkerhet och riskpremier som gjorde att politiken inte fick avsedd effekt på aktiviteten i ekonomin och på inflationen.

Den 12 mars 2020 höll Riksbanken ett extrainsatt penningpolitiskt möte och fattade beslut om den första krisåtgärden: ett program för utlåning till företagen via bankerna. Under resten av 2020 fattade Riksbanken sedan ytterligare penningpolitiska beslut om åtgärder vid ett tjugotal tillfällen. Majoriteten av dessa sjösattes på kort tid under mars och april 2020. Strategin var att av förebyggande skäl agera snabbt, brett och i stor omfattning.

Riksbankens program för köp av värdepapper var en del av krishanteringen

Riksbankens direktion fattade ett beslut om ett program för köp av värdepapper med anledning av pandemin den 16 mars för att underlätta kreditförsörjningen och mildra nedgången i ekonomin (tabellerna A.2 till A.8 i appendix visar alla beslut om köp av värdepapper under perioden).¹⁹ Beslutet innebar en ram för köpen på sammanlagt upp till 300 miljarder kronor fram till december 2020 och direktionen specificerade att Riksbanken vid behov skulle köpa såväl stats- och kommunobligationer som säkerställda obligationer.²⁰ Syftet med köpen var att hålla ränteläget lågt, ge ett brett stöd till kreditförsörjningen och stödja den svenska ekonomin under en period med stor osäkerhet. I ett kompletterande beslut ett par dagar senare aviserade direktionen att även köp av företagscertifikat och företagsobligationer skulle inkluderas i köpprogrammet för att ge ytterligare stöd till svenska företags kreditförsörjning.

Köpen av nominella statsobligationer inleddes direkt i mitten på mars. Köpen av säkerställda obligationer och företagscertifikat startade en till två veckor efteråt och köpen av kommunobligationer kom igång i slutet av april (se tabellerna A.5, A.6 och A.8). Med undantag för de första köpen gällde besluten köp av ett visst värdepapper för ett visst belopp under en specifik period – ofta ett kvartal i taget – inom ramen för det totala beloppet för programmet.

¹⁸ I sin utvärdering av penningpolitiken 2015–2020 menar Flug och Honohan (2021) att det krävdes beslutssamma och snabba åtgärder i det läget och att Riksbanken uppvisade god krisberedskap och beslutsamhet när det gällde att snabbt ta fram penningpolitiska lösningar.

¹⁹ Styrräntan lämnades oförändrad på noll procent under pandemin.

²⁰ Rambeloppet för pandemiprogrammet och de köp av statsobligationer som skedde inom programmet var utöver de köp under 2020 som Riksbanken hade beslutat om före pandemin, se avsnitt 1.2.

Utökning och förlängning av programmet för att hålla ränteläget nere och stödja kreditgivningen

De finansiella förhållandena började bli mer stabila under april 2020 (se diagram 4). I slutet av juni konstaterade Riksbanken att oron på de finansiella marknaderna succesivt hade lättat – räntorna hade kommit ned och marknaderna fungerade bättre. Men Riksbanken bedömde att läget fortfarande var skört och beroende av att Riksbanken och andra centralbanker fortsatte att stödja likviditetsförsörjningen. Osäkerheten om hushållens och företagens möjligheter att få krediter fanns kvar och riskerade att förstärka den kraftiga konjunktur nedgången och leda till mer långvariga negativa konsekvenser för produktionen och sysselsättningen. Det skulle samtidigt göra det svårare att nå inflationsmålet.

Direktionen bedömde att penningpolitiken behövde fortsätta att hålla det allmänna ränteläget nere och bidra till en fungerande kreditförsörjning genom att köpa värdepapper även under det närmaste året. Programmet förlängdes därför till den 30 juni 2021 och utökades med 200 miljarder kronor så att Riksbanken kunde köpa värdepapper inom ramen för programmet till ett belopp upp till 500 miljarder kronor. I juni fattade direktionen också beslut om köpen av statsobligationer, som nu inkluderade re-ala statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer samt företagscertifikat för det fjärde kvartalet 2020 (se tabellerna A.2 till A.8).

Köpen av företagsobligationer började i september 2020

I juni beslutade direktionen också att börja köpa företagsobligationer i september och att Riksbanken till mitten av 2021 skulle köpa företagsobligationer för totalt 10 miljarder kronor. Marknaden hade visserligen återhämtat sig och räntorna på företagsobligationer låg bara något över nivåerna som rådde före pandemin (se diagram 12 i kapitel 4).²¹ Men direktionen bedömde att det ekonomiska läget snabbt kunde försämrats ytterligare och att Riksbanken därför behövde se till att man hade god beredskap för att snabbt ge ytterligare stöd till kreditförsörjningen för svenska företag och motverka störningar i penningpolitikens genomslag. Direktionen bedömde också att det var viktigt att faktiskt genomföra de köp som man tidigare hade aviserat. Det var rimligt att tro att Riksbanken hade bidragit till att lugna marknaderna med sitt besked i mars att man skulle börja köpa företagsobligationer. Att inte genomföra köpen kunde öka osäkerheten på marknaden igen och innebära att framtida signaler om köp av värdepapper riskerade att få mindre effekt.²²

Ytterligare utökning och förlängning av programmet till slutet på 2021

Efter det dramatiska fallet i den ekonomiska aktiviteten under våren 2020 började ekonomierna i Sverige och många andra länder att återhämta sig under sommaren (se diagram 6). Smittspridningen minskade då samtidigt som restriktionerna på sociala

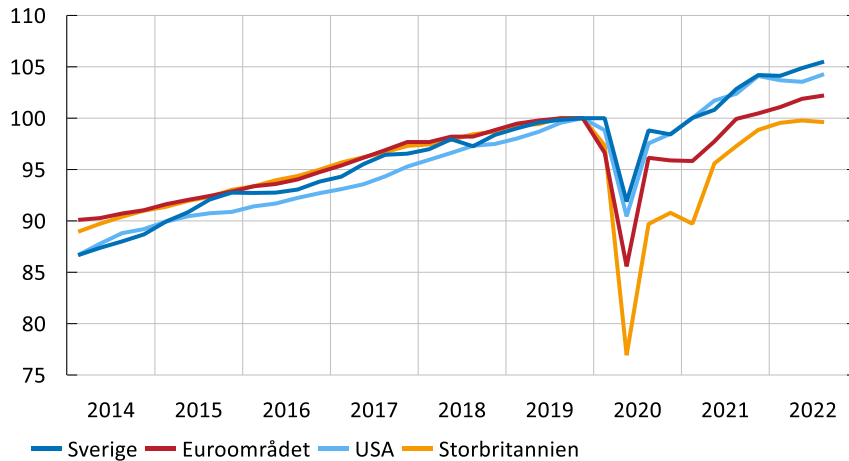
²¹ Wollert (2020) redogör för händelseutvecklingen på marknaden för företagsobligationer från mars 2020 och framåt och diskuterar orsaker till att marknaden drabbades hårt.

²² Vid beslutet i juni noterade direktionen att Riksbanken kunde ta hänsyn till hållbarhet i valet av företagsobligationer. Detaljerna kring detta utarbetades i samband med att direktionen under hösten beslutade om förutsättningarna för köpen. Det resulterade i att Riksbanken från och med 1 januari 2021 tillämpade en så kallad normbaserad negativ screening vid valet av företagsobligationer, se Andersson och Stenström (2021).

kontakter lättade något. Det omfattande ekonomisk-politiska stödet bidrog också till återhämtningen. Under hösten tog dock smittspridningen fart igen i Sverige och i länder som är viktiga för svensk handel och restriktioner och allmänna råd om sociala kontakter skärptes återigen.

Diagram 6. BNP i Sverige och omvärlden

Index, 2019 kv4=100, säsongrensade data



Källor: Eurostat, Office for National Statistics, SCB, U.S: Bureau of Economic Analysis.

I november bedömde Riksbanken att tillväxt- och inflationsutsikterna hade försämrats både i omvärlden och i Sverige och att osäkerheten om den ekonomiska återhämtningen hade ökat. Direktionen bedömde därför att penningpolitiken måste fortsätta att bidra till en låg räntenivå och en väl fungerande kreditförsörjning för att stödja återhämtningen och bidra till att inflationen steg mot målet. Det fanns dock olika uppfattningar i direktionen om hur köpen av värdepapper bäst skulle utformas under 2021 för att bidra till detta. En majoritet beslutade att utöka och förlänga programmet för köp av värdepapper från 500 upp till 700 miljarder kronor fram till sista december 2021 för att säkerställa att ekonomin skulle få ett långvarigt och tillräckligt omfattande stöd. Även statskuldväxlar och gröna stats- och kommunobligationer inkluderades nu i programmet för att köpen skulle få ett så brett genomslag på marknadsräntorna som möjligt. Dessutom ökade direktionen storleken på köpen av värdepapper under det första kvartalet 2021 med hänvisning till den ökade osäkerheten och risken för bakslag för den ekonomiska återhämtningen.

Programmet för köp av värdepapper löpte ut den sista december 2021

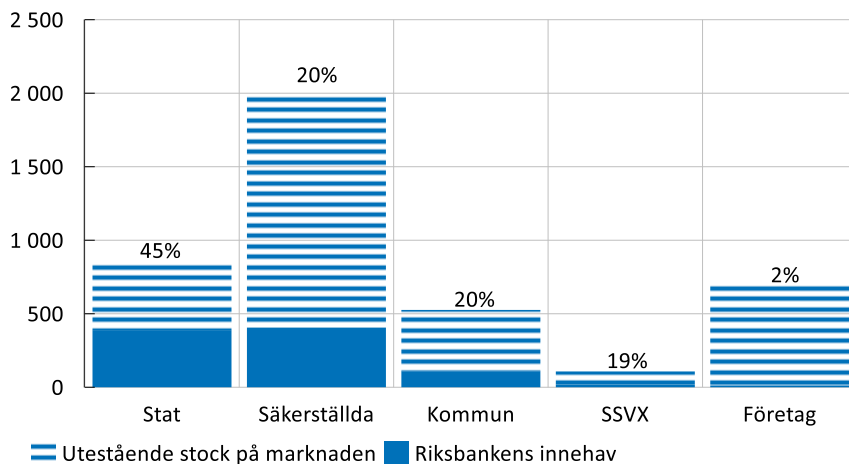
Under 2021 ljusnade konjunkturutsikterna. Vaccinationerna mot covid-19 tog fart och det blev tydligt att effekterna av den andra stora vågen av smittspridning och skärpta restriktioner inte fick lika stora effekter på ekonomin i Sverige och i omvärlden som den första vågen under våren 2020. Riksbanken, i likhet med många andra centralbanker, bedömde att penningpolitiken behövde vara uthållig för att underlätta återhämtningen och bidra till att inflationen skulle stiga mot målet. Risken var att om Riksbanken avecklade krisåtgärderna för tidigt och minskade stödet från penningpolitiken,

eller om det skapades förväntningar om att det skulle ske, kunde det bryta konjunkturuppgången.²³

I februari 2021 signalerade Riksbanken att hela ramen för programmet för värdepappersköpen sannolikt skulle utnyttjas fullt ut upp till 700 miljarder kronor. Besluten under första halvåret 2021 handlade om hur det återstående utrymmet skulle fördelas på olika värdepapper under årets tre sista kvartal där direktionen valde att successivt minska storleken på köpen. Programmet löpte ut den sista december 2021. Riksbankens innehav av värdepapper bestod då av statsobligationer för 383 miljarder, statsskuldväxlar för 20 miljarder, säkerställda obligationer för 406 miljarder samt kommun- och företagsobligationer för 105 respektive 12 miljarder kronor (se diagram 1).²⁴ I förhållande till hur mycket av respektive värdepapper emitterade i svenska kronor som fanns utestående på marknaden ägde Riksbanken då cirka 45 procent av statsobligationerna, cirka 20 procent av kommunobligationerna, de säkerställda obligationerna respektive statsskuldsväxlarna, samt knappt 2 procent av företagsobligationerna (se diagram 7).

Diagram 7. Riksbankens innehav av värdepapper jämfört med den utestående stocken på marknaden

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet visar Riksbankens innehav i statsobligationer, säkerställda obligationer, kommunobligationer, statsskuldsväxlar (SSVX) och företagsobligationer jämfört med den totala utestående stocken för respektive värdepapperstyp på svenska marknaden. Siffrorna visas i miljarder svenska kronor per den 2021-12-31. Innehavet som andel av den utestående stocken är avrundat till närmaste procentenhet.

Källor: SCB och Riksbanken.

²³ Ett antal krisåtgärder som sattes in i den akuta inledningen av krisen avvecklades dock under 2021. I oktober avslutade Riksbanken bland annat lånefaciliteter som det varit låg efterfrågan på och återställde kraven på säkerheter som bankerna måste lämna vid lån från Riksbanken.

²⁴ Innehavet av statsobligationer inkluderade också obligationer som köpts före pandemin. I slutet på december 2021 ägde Riksbanken inga företagscertifikat.

Under 2021 signalerade direktionen att Riksbanken sannolikt skulle upprätthålla innehavet av värdepapper under 2022 och i inledningen av 2022 inriktade Riksbanken köpen på att kompensera för förfall av värdepapper. I takt med att den ekonomiska återhämtningen fortsatte blev en allt mer aktuell fråga i Sverige och omvärlden när centralbankerna skulle börja trappa ned den expansiva penningpolitiken. Den dramatiska uppgången av inflationen under våren 2022 och de snabba höjningarna av centralbankernas styrräntor skiftade fokus till frågan om hur en ”kvantitativ åtstramning”, QT, skulle utformas och vilka effekter en sådan skulle få. I juni 2022 beslutade Riksbankens direktion att utforma köpen under andra halvåret så att Riksbankens innehav av värdepapper minskar under året och i november signalerade direktionen att innehavet av värdepapper kommer att minska i takt med att det förfaller efter årsskiftet.

1.4 Riksbankens köp av värdepapper jämfört med andra centralbankers köp

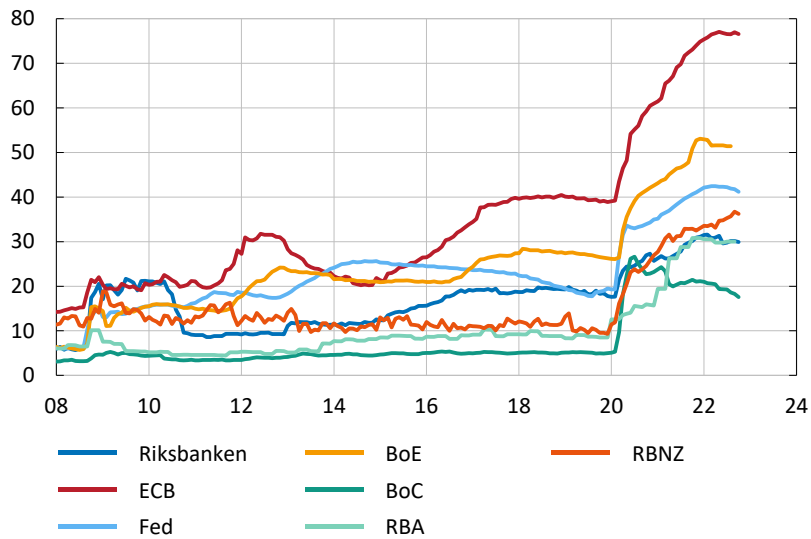
Centralbankers balansomslutningar har ökat mycket sedan finanskrisen

Den finansiella krisen som bröt ut 2008, den efterföljande perioden med låg inflation och låga styrräntor samt pandemin 2020–2021 medförde att flera centralbanker vidtog olika åtgärder som bidrog till att deras balansomslutningar ökade kraftigt i storlek (se diagram 8). Åtgärderna inkluderade olika lånemöjligheter för att förbättra finansieringsvillkoren och likviditetssituationen i banksystemet, funktionaliteten i olika marknader samt kreditförsörjningen till hushåll och företag. Storskaliga köp av värdepapper var också en av åtgärderna som fick balansräkningarna att expandera (se diagram 9). En del centralbanker, som amerikanska Federal Reserve, hade redan före finanskrisen en mindre portfölj med inhemska statsobligationer. Federal Reserve och andra centralbanker som Bank of England och ECB köpte värdepapper under den globala finanskrisen för att åtgärda problem på finansmarknaderna och för att stödja ekonomin med en mer expansiv penningpolitik.

Ett par år efter finanskrisen startade bland annat ECB, Bank of England och Federal Reserve nya program med köp av värdepapper vid olika tidpunkter. Ett av huvudsyftena var att göra penningpolitiken mer expansiv i ett läge där inflationen var kvar på en låg nivå trots att styrräntorna var på eller nära gränsen för hur lågt centralbankerna kunde sänka dem. En del av köpen syftade också till att stötta marknader som fungerade dåligt.

Diagram 8. Centralbankers balansomslutningar som andel av årlig BNP

Procent

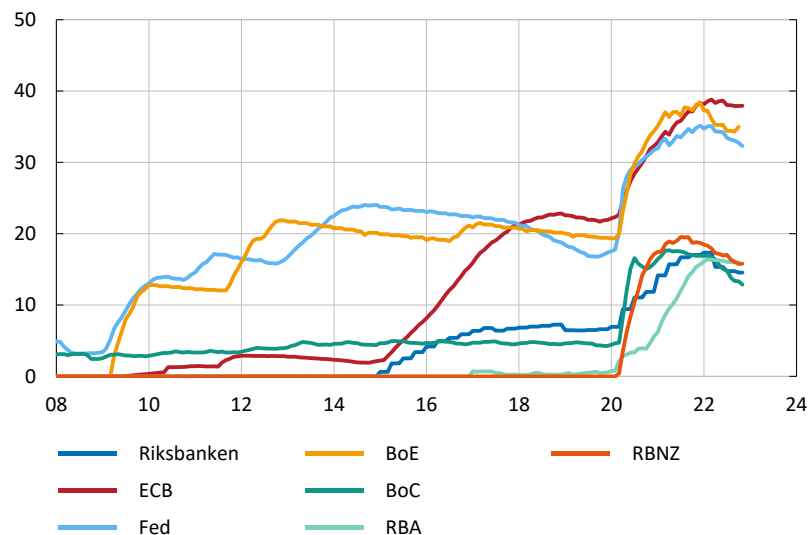


Anm. BNP beräknas som summan av innevarande kvartal och de tre föregående kvartalen. För de kvartal som BNP ännu inte har publicerats används den senast publicerade BNP-statistiken. Centralbankerna som ingår i diagrammet är Riksbanken, Federal Reserve (Fed), Bank of England (BoE), Europeiska centralbanken (ECB), Bank of Canada (BoC), Reserve Bank of Australia (RBA) samt Reserve Bank of New Zealand (RBNZ).

Källor: Nationella källor.

Diagram 9. Centralbankers innehav av värdepapper utgivna i nationell valuta som andel av årlig BNP

Procent



Anm. Se anmärkning till diagram 8.

Källor: Nationella källor.

När Riksbanken påbörjade köp av statsobligationer 2015 hade den amerikanska, brittiska och europeiska centralbanken redan flera olika program för köp av värdepapper i gång. Det fanns vissa skillnader mellan deras värdepappersportföljer under den här perioden. Riksbanken köpte enbart statsobligationer vilket också var huvudinriktningen för den brittiska centralbanken, även om den också inkluderade företagspapper. Federal Reserves olika så kallade LSAP-program inkluderade både statsobligationer och bostadsobligationer. ECB:s program för köp av värdepapper, APP, startade med köp av privata värdepapper 2014 som sedan utökades till köp av statsobligationer 2015. Vissa av programmen under denna period hade ett bestämt rambelopp och en fastställd sluttidpunkt. Andra var mer flexibla där köptakten i vissa fall kopplades till utsikterna för ekonomin och inflationen.²⁵

Stora köp av värdepapper under pandemin

De centralbanker som redan hade program för köp av värdepapper i gång utökade och utvidgade dem under pandemin 2020–2021. Dessutom startade ytterligare ett antal centralbanker köpprogram, bland annat centralbanker i andra små, öppna ekonomier som Bank of Canada, Reserve Bank of Australia och Reserve Bank of New Zealand. Syftet med köpen var att minska oron på de finansiella marknaderna och fortsätta stimulera ekonomin.

Jämfört med perioden före pandemin var köpen mycket större och genomfördes under kortare tid. Alla centralbankerna gjorde omfattande köp av statsobligationer och obligationer utgivna av regioner. En del av dem köpte även räntebärande värdepapper utgivna av den privata sektorn. ECB köpte till övervägande del statsobligationer både inom ramen för APP och inom det köpprogram som lanserades under pandemin, PEPP. I Federal Reserves fall utgjorde statsobligationer cirka två tredjedelar av innehavet av värdepapper. Riksbanken skilde sig här från andra centralbanker på så vis att Riksbankens köp till mindre del bestod av statsobligationer och till en större del av säkerställda obligationer. De flesta av centralbankerna hade avslutat sina nettoköp av värdepapper i mitten av 2022. De stora centralbankerna hade då ett innehav av värdepapper som motsvarade 35–40 procent av respektive lands BNP, medan portföljerna hos Riksbanken och centralbankerna i andra små, öppna ekonomier var 15–20 procent av BNP (se diagram 9).

Flera centralbanker hade ett innehav av exempelvis statsobligationer som var drygt 40–50 procent av den utestående stocken, inklusive Riksbanken, medan motsvarande siffra för Federal Reserve var närmare 30 procent. Den genomsnittliga löptiden varierar också mellan länderna, delvis beroende på vilken profil på statens upplåning som de olika länderna har valt (se tabell 1). En ungefärlig jämförelse av den återstående löptiden på innehavet av statsobligationer när köpen avslutades visar att Riksbanken hade den kortaste genomsnittliga löptiden av de centralbanker som vi jämför här: drygt fem år. Den återstående löptiden för Riksbankens totala innehav av värdepapper var i slutet av 2021 knappt fyra år.

²⁵ Detaljer om olika centralbankers köp av värdepapper under finanskrisen och de följande åren fram till 2017 finns i Bank for International Settlements (2019).

Detaljerna kring hur köpen har varit utformade skiljer sig en del mellan länderna, liksom även de institutionella arrangemangen beroende på vilka formella förhållanden centralbankerna har till ländernas regeringar och finansdepartement. I vissa länder, bland annat Kanada och Storbritannien, finns det till exempel överenskommelser på plats mellan centralbankerna och finansdepartementen som på olika sätt ska kompensera för och skydda centralbankerna från förluster förknippade med programmen för köp av värdepapper.

Tabell 1. Centralbankers köp av olika värdepapper

| | Obligationer utgivna av stat/regioner | | Bostadsobligationer | | Övriga privata värdepapper | | Löptid, statsobligationer |
|------|---------------------------------------|------------|---------------------|------------|----------------------------|------------|---------------------------|
| | Före 2020 | Efter 2020 | Före 2020 | Efter 2020 | Före 2020 | Efter 2020 | Genomsnitt |
| RB | x | x | - | x | - | x | 5,2 |
| ECB | x | x | x | x | x | x | 7,4 |
| Fed | x | x | x | x | x | x | 7,6 |
| BoE | x | x | x | - | x | x | 13,0 |
| BoC | - | x | - | x | - | x | 6,2 |
| RBA | - | x | - | - | - | - | 5,9 |
| RBNZ | - | x | - | - | - | - | 8,1 |

Anm. Löptid avser ungefärlig löptid (i år) vid den tidpunkt då köpen avslutades. Se anmärkning till diagram 8. För Sverige avser bostadsobligationer säkerställda obligationer.

Källor: Nationella källor.

2 Hur fungerar köpen av värdepapper?

Hur penningpolitiken verkar genom ekonomin för att i slutändan påverka inflationen kallas den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Transmissionen består av flera delar och man brukar beskriva det som att penningpolitiken påverkar inflationen genom olika kanaler. I praktiken finns det starka kopplingar mellan kanalerna och det är inte uppenbart hur man ska dela upp dem. I litteraturen om köp av värdepapper har man identifierat flera kanaler genom vilka köpen kan bidra till en svagare växelkurs, lägre räntor och mer kreditgivning. På så sätt kan köpen alltså bidra till högre ekonomisk aktivitet och en högre inflation. Köpen kan bland annat sänka förväntningarna på hur hög styrräntan kommer att vara framöver och minska premierna och därmed räntorna på de värdepapper centralbanken köper, men även räntorna på andra värdepapper. Köpen ökar också likviditeten i banksystemet vilket kan bidra till att stimulera kreditgivningen i ekonomin.

För en liten, öppen ekonomi som den svenska kan köpens effekter på växelkursen vara särskilt betydelsefulla i transmissionen. En annan viktig faktor som kan påverka transmissionen i Sverige relativt mycket är att hushållen är känsliga för förändringar av bolåneräntorna på grund av att hushållen har hög skuldsättning och korta räntebindningstider på sina bolån.

När centralbankerna startade program för stora köp av värdepapper för att göra penningpolitiken mer expansiv i samband med den globala finanskrisen 2008–2009 fanns det få praktiska erfarenheter av sådana köpprogram. Det fanns begränsat med empiriska studier och även begränsat med vägledning i den moderna teoretiska ekonomilitteraturen. I den var penningpolitik för det mesta likställt med att förändra centralbankens styrränta. Vissa teoretiska resultat indikerade till och med att köp av värdepapper inte kunde ersätta sänkningar av styrräntan, eftersom köpen inte skulle få någon effekt på ekonomin. Dessa resultat bygger dock på förenklade antaganden om hur ekonomin och de finansiella marknaderna fungerar.²⁶

Efter den globala finanskrisen har forskningen av naturliga skäl intresserat sig allt mer för kvantitativa lättnader och värdepappersköp som penningpolitiskt verktyg. I litteraturen har man identifierat ett flertal sätt som centralbanker kan påverka ekonomin och inflationen på genom att köpa värdepapper istället för, eller som ett komplement

²⁶ Se till exempel Deutsche Bundesbank (2016). Detta är bakgrunden till ett ofta upprepat citat av Ben Bernanke, tidigare chef för den amerikanska centralbanken. Ett antal år efter den globala finanskrisen fick han en fråga om hur säker han hade varit på att teorin bakom centralbankens åtgärder skulle fungera under krisen. Med hänvisning till dessa förenklade modeller svarade Bernanke skämtsamt "tja, problemet med QE är att det fungerar i praktiken, men det fungerar inte i teorin" (Brookings, 2014).

till, att sänka styrräntan. I detta kapitel beskriver vi dessa olika sätt. I de kommande kapitlen diskuterar vi vilken betydelse de ser ut att ha i praktiken.

2.1 Den penningpolitiska transmissionen

Syftet med penningpolitiken är att hålla inflationen låg och stabil. Konkret är målet för Riksbanken liksom många andra centralbanker att inflationen ska vara kring 2 procent. Centralbanker har olika penningpolitiska verktyg för att styra inflationen, där det vanligaste verktyget är styrräntan. Hur de förändringar man gör via verktygen överförs till förändringar av inflationen brukar kallas **den penningpolitiska transmissionen** eller transmissionsmekanismen. Denna mekanism består av flera delar och ofta beskriver man det som att penningpolitiken påverkar inflationen genom olika **kanaler**.

Det är viktigt att komma ihåg att uppdelningen i olika kanaler är ett försök att beskriva en komplicerad process där olika mekanismer hakar in i och påverkar varandra. För att förenkla beskriver man ofta kanalerna på ett sätt som gör att man kan uppfatta dem som självständiga. Men i praktiken finns det starka kopplingar mellan kanalerna och det är därför inte uppenbart hur man ska dra gränserna mellan dem.

Även om penningpolitiken verkar genom alla kanaler samtidigt kan det variera hur lång tid det tar att påverka inflationen genom olika kanaler. Via en del kanaler påverkas inflationen ganska direkt medan det tar längre tid via andra. Hur betydelsefulla olika kanaler är kan dessutom skilja sig mellan länder, eftersom strukturen på de finansiella marknaderna och på ekonomin i stort ser olika ut.

Innan vi beskriver transmissionen av värdepappersköp kan det vara nyttigt att först ha en bild av hur penningpolitiken påverkar inflationen ”i vanliga fall”, det vill säga när penningpolitiken går via styrräntan.

2.2 Transmissionen vid förändringar av styrräntan

Vad inflationen blir på kort eller medellång sikt, säg ett till två år framåt, kommer till stor del att bero på hur aktiviteten i ekonomin och växelkursen utvecklas och på hur hushållen och företagen förväntar sig att inflationen ska utvecklas. Om inflationen är lägre än målet kan centralbanken bidra till att den stiger genom att föra en mer expansiv penningpolitik som under en tid höjer aktiviteten i ekonomin och bidrar till att växelkursen blir svagare. Det vanligaste sättet att göra det är att sänka styrräntan. På motsvarande sätt höjer centralbanken styrräntan om inflationen behöver dämpas.

På vilka sätt påverkar förändringar av styrräntan aktiviteten i ekonomin? Låt oss ta en sänkning av styrräntan som exempel. Till att börja med påverkar det den korta ränta som centralbanken försöker styra. I Riksbankens fall är det dagslåneräntan, som är räntan på lån mellan bankerna över natten. Marknadsräntor med längre löptider påverkas av förväntningar om vad de korta räntorna kommer att vara framöver. Det gör att en sänkning av dagslåneräntan sprider sig och pressar ned längre räntor.

Eftersom effekten till stor del går via förväntningar kan längre räntor sjunka redan **innan** Riksbanken sänker styrräntan om marknadsaktörerna förväntar sig en sänkning. Så länge Riksbanken sedan gör precis som aktörerna hade förväntat sig kan effekten på andra räntor bli liten eller ingen alls när Riksbanken väl sänker styrräntan. Impulsen från en mer expansiv penningpolitik via lägre räntor har då redan börjat fortplanta sig i ekonomin.

För hushållen blir det mindre attraktivt att spara när räntorna blir lägre. Hushållen behöver dessutom använda en mindre del av sina inkomster till räntebetalningar på lån. Båda dessa faktorer bidrar till att hushållen konsumerar fler varor och tjänster och också ökar sin efterfrågan på bostäder, vilket pressar upp bostadspriserna. För företagen innebär lägre räntor att det blir billigare att finansiera investeringar och de investerar därför mer i maskiner och fastigheter. Lägre räntor innebär också att efterfrågan på finansiella tillgångar med högre avkastning ökar. Det får priset på till exempel aktier att öka. Även detta bidrar till en högre konsumtion, eftersom det gör att hushåll som äger sådana tillgångar blir mer villiga att konsumera. Banker, som använder tillgångarna som säkerheter, kan också bli mer villiga att ge krediter till hushåll och företag.²⁷

Lägre räntor stimulerar alltså efterfrågan i ekonomin. Eftersom hushållens och företagens konsumtion och investeringar i dag påverkas av vad de tror om ekonomin i framtiden kan efterfrågan även stimuleras om de **förväntar sig** lägre räntor. Att centralbanken sänker styrräntan och också kommunicerar kring styrräntans nivå framöver, till exempel då Riksbanken justerar ned sin prognos för styrräntan, kan därför få en stimulerande effekt på ekonomin genom att förväntningarna ändras.²⁸

Förutom att den inhemska efterfrågan ökar blir även efterfrågan på exportvaror större. När inhemska räntor sjunker jämfört med räntorna utomlands, till exempel när svenska räntor sjunker jämfört med räntorna i utlandet, blir utländska aktörer mindre intresserade av att investera i Sverige och det blir mindre efterfrågan på kronor. Det bidrar till att kronans växelkurs blir svagare, vilket gör att svenska varor blir billigare för utländska hushåll och företag. Samtidigt blir priserna på importerade varor dyrare i kronor, vilket bidrar till att pressa upp inflationen.²⁹

Sammantaget ökar alltså konsumtionen, investeringarna och exporten. Företagen producerar varor och tjänster i snabbare takt och efterfrågar mer arbetskraft. I takt med att allt fler får jobb och det blir svårare att hitta personal ökar lönerna snabbare. Företagen höjer också sina priser i större utsträckning för att kompensera för högre lönekostnader och högre priser på insatsvaror, vilket gör att inflationen stiger.

²⁷ Detta stycke beskriver i korthet mekanismer som ofta kallas för en räntekanal, en tillgångspriskanal och en kreditkanal i den penningpolitiska transmissionen.

²⁸ Detta beskrivs ibland som att penningpolitiken också verkar via en förväntningskanal, utöver de kanaler som nämnts tidigare.

²⁹ Den så kallade växelkurskanalen.

2.3 Transmissionen vid köp av värdepapper

Det föregående avsnittet beskrev alltså transmissionen av en mer expansiv penningpolitik när centralbanken sänker styrräntan. Hur ser transmissionen ut när centralbanken köper värdepapper? Modellerna som man använder för att analysera hur penningpolitiken påverkar ekonomin byggdes framför allt med styrräntan i åtanke, inte värdepappersköp. Men nya teoretiska tillvägagångssätt och en ny generation modeller har utvecklats för att fånga mekanismer som är relevanta för att studera hur värdepappersköp påverkar finansiella priser och makroekonomin. Även om modellerna behöver utvecklas ytterligare har det skett landvinningar som fördjupat förståelsen av transmissionen av värdepappersköp.³⁰

Precis som när centralbanken sänker styrräntan finns det kanaler som bidrar till en svagare växelkurs och högre aktivitet i ekonomin via lägre marknadsräntor, förväntningar om lägre räntor och mer kreditgivning. Marknadsräntorna påverkas dock på ett delvis annorlunda sätt. Till detta kommer kanaler som inte nödvändigtvis bara ger en effekt via räntorna, utan också kan påverka ekonomin via den extra volym av pengar som centralbanken skapar när den betalar för värdepapperna.

Nedan beskriver vi kanaler som ofta lyfts fram som betydelsefulla för transmissionen av värdepappersköp.³¹ Precis som för transmissionen av styrräntan är det inte självklart hur man ska dela upp dessa kanaler och hur betydelsefulla de är kan variera mellan länder. Dessutom varierar betydelsen av vissa kanaler beroende på tillståndet i ekonomin, framför allt om det är störningar på de finansiella marknaderna eller inte.

Signaler om penningpolitiken framöver kan sänka förväntningarna om styrräntans nivå

Marknadsräntan på ett värdepapper med längre löptid, till exempel en statsobligation med tio års återstående löptid, speglar bland annat vad investerare tror att en kort marknadsränta kommer att vara i genomsnitt under de tio åren. Det är naturligt eftersom ett alternativ till att hålla statsobligationen kan vara upprepade investeringar i ett värdepapper med kort löptid. Det finns alltså en länk mellan förväntningarna på den korta räntan och långa marknadsräntor. När centralbanken köper värdepapper kan det stimulera ekonomin via en kanal där köpen skickar signaler om en låg styrränta framöver, vilket gör att marknadsaktörerna förväntar sig lägre korta räntor. Längre räntor sjunker då på motsvarande sätt som när centralbanken sänker styrräntan och kommunicerar om penningpolitiken framåt.

³⁰ Krishnamurthy (2022) ger en översikt av den senaste teoretiska utvecklingen på området.

³¹ De kanaler som vi beskriver nedan och som köp av värdepapper verkar genom utgår ofta från att det finns finansiella friktioner som innebär att värdepappersköp påverkar finansiella priser och makroekonomin. Bland dessa märks bland annat investerares preferenser för specifika löptider eller tillgångar, begränsningar i investerarnas möjligheter till arbitragehandel mellan tillgångar och marknader samt kostnader förknippat med att anpassa portföljsammansättningen. Vayanos och Vila (2021) presenterar en modell med de två förstnämnda friktionerna och i studien av Kabaca (2016) finns exempel på det sistnämnda. För mer om transmissionen av köp av värdepapper, se till exempel Krishnamurthy och Vissing-Jorgensen (2011), Alsterlind m.fl. (2015), De Graeve och Lindé (2015) och Busetto m.fl. (2022).

Hur mycket räntorna påverkas via denna signaleringskanal beror på hur marknadsaktörernas förväntningar ser ut. Effekten beror också på i vilken utsträckning aktörerna tolkar köpen som en signal om centralbankens åtagande att hålla styrräntan låg. En tänkbar mekanism för detta skulle kunna vara att marknadsaktörerna tolkar köpen som ett löfte från centralbanken att hålla styrräntan låg, eftersom stigande räntor påverkar centralbankens resultat och kan leda till att den gör förluster på sitt innehav av värdepapperna.³² Bernanke (2020) menar att signaleringseffekten i praktiken verkar gå via förväntningarna om ordningsföljden på centralbankens åtgärder. En vanlig uppfattning hos marknadsaktörerna, en uppfattning som centralbanker kan uppmuntra, är att styrräntan sannolikt inte kommer att höjas förrän köpen av värdepapper har avslutats. Med den uppfattningen kan aktörernas förväntningar på styrräntan påverkas av att köp startar, att centralbanken informerar om fortsatta köp eller att den förändrar storleken på köpen.

Kanaler går även via premierna på längre räntor

Signaleringskanalen som vi har beskrivit ovan är en bred kanal på så sätt att den påverkar räntor på flera värdepapper samtidigt. Det finns också smalare kanaler som startar med en effekt på räntan på den eller de specifika värdepapper som centralbanken köper. Det har för det mesta varit statsobligationer med olika löptider men också bland annat bostadsobligationer och företagsobligationer. Köpen verkar då främst via **premierna** på värdepappernas marknadsräntor.

Premierna innebär att längre räntor inte bara speglar förväntningar om framtida korta räntor.³³ En orsak till att det uppstår en premie är att korta räntor kan utvecklas på ett annat sätt än förväntat. För att investera i till exempel en obligation med en fast kupongränta och lång löptid kan investerare vilja ha kompensation för den osäkerheten i form av en premie. En premie kan också vara en kompensation för att ett värdepapper är svårare att snabbt omvandla till pengar. Utöver det kan premier spegla risken att aktören som har utfärdat obligationen får problem att betala det denne är skyldig innehavaren av obligationen. Det är mindre aktuellt för obligationer utgivna av stater, men kan periodvis utgöra en relativt stor del av premien för till exempel en företagsobligation.

Storleken på en premie kan också påverkas av om ett värdepapper har en speciell egenskap som marknadsaktörer har nytta av. Det tydligaste exemplet är statsobligationer. Eftersom de är jämförelsevis säkra värdepapper har de ytterligare användningsområden som gör att marknadsaktörer kan vilja ha dem i sina portföljer. Till exempel kan banker använda dem som säkerheter när de gör transaktioner med varandra och med Riksbanken. Försäkringsbolag kan också efterfråga statsobligationer för att uppfylla regelverk som innebär att de behöver hålla tillgångar med viss löptid och med

³² Under 2022 har dock Riksbanken och många andra centralbanker höjt sina styrräntor kraftigt, trots konsekvenserna för resultaten. Se också kapitel 4.4.

³³ I praktiken är det inte uppenbart hur stor del av en längre ränta som beror på förväntade korta räntor och hur stor del som är en premie. Eftersom detta inte går att observera direkt görs uppdelningar via statistiska beräkningar.

viss riskprofil. Att låna ut statsobligationer via repotransaktioner på andrahandsmarknaden för obligationer är dessutom ett vanligt sätt för marknadsaktörer att skaffa sig likviditet med kort varsel.³⁴

Köpen kan påverka räntor via sammansättningen av olika värdepapper i investerarnas portföljer

Vissa marknadsaktörer kan alltså vilja ha statsobligationer och andra specifika värdepapper med specifika löptider i sina portföljer av andra skäl än avkastningen på värdepapperna. De är då ovilliga att byta mellan olika typer av värdepapper och löptider. När centralbanken till exempel köper en viss statsobligation minskar volymen av den obligationen hos marknadsaktörerna. Det gör att konkurrensen om de kvarvarande obligationerna ökar, speciellt om de har en egenskap som är svår att ersätta med något annat. Det gör att priset på obligationen ökar. Samtidigt minskar premien för att hålla obligationen och marknadsräntan på obligationen blir lägre. Ju fler aktörer som vill hålla just denna obligation, och ju större volym som centralbanken köper, desto större bör effekten bli på premien och därmed på räntan.

Hur påverkar detta då aktiviteten i ekonomin? Att marknadsräntan på en specifik obligation sjunker kan i någon mån påverka räntorna som hushåll och företag möter genom att sänka finansieringskostnaderna för banker, bostadsinstitut och företag. Det är också möjligt att räntorna på vissa obligationer har större betydelse för växelkursen än andra räntor. Generellt sett bör effekten på aktiviteten och inflationen vara större ju bredare genomslaget är på olika marknadsräntor. Centralbanken kan bidra till ett bredare genomslag genom att köpa statsobligationer med olika löptider och även andra typer av obligationer. Men det finns också kanaler som kan göra att köp av en statsobligation med lång löptid inte bara sänker räntan på just den obligationen – köpen kan även få spridningseffekter och bidra till att andra marknadsräntor sjunker.

När centralbanken till exempel köper en stor volym av en viss statsobligation med lång löptid blir alltså konkurrensen större om volymen som är kvar, som vi har beskrivit ovan. Samtidigt bör konkurrensen om värdepapper med en liknande egenskap också öka, till exempel statsobligationer med liknande löptider. Det kan resultera i att även priserna på dessa tillgångar stiger och att räntorna sjunker.³⁵ Effekten kan dessutom bli ännu bredare och påverka priserna och räntorna på andra typer av värdepapper, till exempel bostadsobligationer och företagsobligationer. Sammantaget påverkar köpen räntorna på olika sätt beroende på hur villiga aktörer är att byta mellan olika slag av värdepapper och löptider samt vad de som säljer statsobligationerna till centralbanken gör efter försäljningen – om de väljer att investera i andra värdepapper

³⁴ En repa är ett avtal där den ena parten förbinder sig att sälja ett värdepapper till en motpart i utbyte mot likvida medel. Samtidigt kommer parterna överens om att värdepappret ska köpas tillbaka till ett bestämt pris vid en viss tidpunkt i framtiden. Repan fungerar alltså i stort sett som ett lån mot säkerhet med en ränta som utgörs av skillnaden mellan priset vid sälj- respektive köptillfället.

³⁵ När centralbanken köper långa statsobligationer av marknadsaktörerna tar banken över en stor del av den risk som är förknippad med statsobligationer, det vill säga risken att korta räntor kan ändras på ett oväntat sätt under löptiden. För marknadsaktörerna minskar därför den risken totalt sett. Det kan medföra att premierna – och således räntorna – sjunker på statsobligationer över alla löptider, inte bara på obligationerna med mest närliggande löptider. Se till exempel D'Amico m.fl. (2012).

istället och vilka de i så fall väljer. Ju mindre benägna marknadsaktörer är att balansera om sina portföljer, desto större blir effekten på räntorna på de värdepapper som centralbanken köper.

Värdepappersköp kan ha större effekt när det är oro på finansiella marknader

Startpunkten för kanalerna som vi beskrev i det föregående avsnittet är att centralbankens köp av värdepapper alltså kan minska den del av marknadsräntorna som består av premier. Storleken på premierna varierar beroende på vad det är för typ av värdepapper och vilken löptid den har, men de varierar också med tillståndet i ekonomin. Premierna kan pressas upp om marknadsaktörerna upplever en allt högre risk för att ett värdepapper kan bli svårt att sälja samt om många vill sälja samtidigt. Om det går långt kan det bli så stort avstånd mellan priset som säljare och köpare är villiga att acceptera att marknaden får problem att fungera. Genom att köpa värdepapperet kan centralbanken minska risken genom att göra tydligt att det finns en aktör att sälja till, vilket sänker premien, och bidrar till att nödvändig handel hålls i gång. Villigheten och förmågan hos marknadsaktörer att balansera om sina portföljer kan också vara mindre i tider av osäkerhet och då kan effekterna på räntorna bli större.

I extrema situationer med stor oro kan centralbankens köp få en större effekt på de finansiella marknaderna. Köpen kan då pressa ned premier som har stigit men också förhindra att problem på en marknad spillover till andra marknader. På så sätt kan man förhindra att det blir ett allmänt problem för aktörer att få tag i krediter, inklusive för hushåll och företag. Marknadsräntorna skulle då riskera att pressas upp på bred front, vilket skulle innebära att centralbankens expansiva penningpolitik via en låg styrränta inte får så stort genomslag på räntorna som hushåll och företag möter. Genom köp av värdepapper kan centralbanken då bidra till att upprätthålla transmissionen av styrräntan. Vid stor oro på de finansiella marknaderna, när marknadsaktörer är ännu mindre benägna att balansera om sina portföljer, kan centralbankens köp alltså ha stora effekter på räntebildningen. Att centralbanken agerar kan också ha en allmänt stabiliserande effekt genom att det tydligt visar att centralbanken kommer att minska risken för en mycket negativ utveckling. Det bidrar till att företag och hushåll inte drar ned på sina investeringar och konsumtion lika mycket som de annars skulle ha gjort.

Ökad likviditet i banksystemet kan stimulera kreditgivningen

Hittills har beskrivningen av de olika kanalerna mest fokuserat på de värdepapper som centralbanken övertar från marknadsaktörerna och vilken effekt det får på marknadsräntorna. Lite har sagts om hur centralbanken betalar för värdepapperna. Ett annat sätt att säga samma sak är att fokus mest har varit på tillgångssidan av centralbankens balansräkning och mindre på skuldsidan. Men även förändringen på skuldsidan kan påverka aktiviteten i ekonomin. Det gör det genom en delvis annan kanal än de som går via signaler om korta räntor eller premierna på längre räntor, nämligen just via

sättet som centralbanken betalar för värdepapperna. Vanligtvis är det genom att öka volymen av centralbanksreserver.³⁶

När en affärsbank säljer värdepapper till Riksbanken, för sin egen eller för en kunds räkning, sker betalningen genom att Riksbanken ökar saldot på kontot som affärsbanken har i Riksbanken. Då ökar den totala volymen av centralbanksreserver, ibland också kallat centralbankspengar. När likviditeten i banksystemet ökar på det sättet kan det göra bankerna mer villiga att ge lån till hushåll och företag. Det beror bland annat på att när bankernas innehav av reserver ökar så minskar risken och avkastningen på deras tillgångar. Ökad utlåning till hushåll och företag är då ett sätt att öka avkastningen.³⁷ När likviditeten i banksystemet ökar så minskar också risken för en enskild bank att hamna i ett alltför stort underskott mot de andra bankerna i slutet av dagen. Det kan leda till att bankerna på marginalen är beredda att öka utlåningen till hushåll och företag något. Det är rimligt att tro att denna kanal är betydligt viktigare om bankerna har problem med sin likviditet.³⁸

Kanaler går både via innehavet av värdepapper och köpen i sig

En viktig fråga är om det är centralbankens **innehav** av värdepapper som i förlängningen bidrar till att höja aktiviteten och inflationen eller om det är själva **köpen**, det vill säga förändringen av innehavet. Med andra ord: Går effekterna via stocken eller flödet av värdepapper? Man kan konstatera att de olika kanalerna som vi har beskrivit ovan ger stöd för båda möjligheterna.

Kanalen som innebär att marknadsaktörer balanserar om sina portföljer när centralbanken köper värdepapper utgår från att det framför allt är centralbankens innehav i förhållande till den utstående stocken av värdepapper som spelar roll. Ju större andel av värdepapperna som centralbanken äger, desto större bör effekten bli på räntorna och därmed på aktiviteten, växelkursen och inflationen, allt annat lika. När det gäller kanalen som innebär att köpen skickar signaler om den framtida styrräntan är det inte lika tydligt, eftersom effekten till stor del avgörs av vilka förväntningar marknadsaktörerna har och hur de tolkar centralbankens agerande. Det är möjligt att både storleken på innehavet, eller aviseringar om planerna för det, och själva köpen och förändringar i hur stora de blir kan påverka aktörernas förväntningar och därmed räntebildningen. Det gäller inte minst när det oroligt på de finansiella marknaderna. Då kan

³⁶ Se Kjellberg och Vestin (2019) för detaljer om hur Riksbankens balansräkning är uppbyggd och Armelius m.fl. (2020) för en beskrivning av vad som händer på Riksbankens balansräkning vid olika transaktioner, bland annat när Riksbanken köper värdepapper.

³⁷ När reserverna ökar kan det förstärka kanalen som beskrivits tidigare där marknadsaktörerna balanserar om sina portföljer. Att reserverna ökar innebär att den totala portföljen av värdepapper hos affärsbankerna får en kortare genomsnittlig löptid. För att kompensera för detta vill bankerna öka sitt innehav av värdepapper med längre löptider. Det får räntorna på dessa värdepapper att sjunka. Denna effekt kan uppstå oberoende av om centralbanken själv köper värdepapper med längre löptid, se Christensen och Krogstrup (2018).

³⁸ Centralbanksreserver kan spela särskilt stor roll om premierna på statsobligationer börjar stiga på grund av en oro för att statens finanser inte är hållbara på sikt. Då minskar möjligheterna att använda statsobligationer som säkerheter, vilket försämrar bankernas finansiella ställning och gör att deras kreditgivning till hushåll och företag minskar. Om centralbanken då köper statsobligationer tar den över risk från affärsbankerna och ökar volymen av en säker tillgång, det vill säga reserver, i banksystemet. Se Reis (2017).

både kommunikation om att centralbanken planerar att köpa värdepapper och faktiska köp bidra till att lugna situationen.

En viktig skillnad mellan effekterna från innehavet och effekterna från köpen i sig är att effekterna via innehavet sannolikt verkar under en längre tid – i princip så länge centralbanken äger värdepapperna. Men effekten kan också avta över tiden, till exempel om centralbankens andel av en viss obligation minskar i takt med att nya ges ut och volymen som är tillgänglig för marknadsaktörerna ökar igen. Även om centralbanken köper nya obligationer för att upprätthålla sin andel kan pressen nedåt på marknadsräntorna avta jämfört med effekten när centralbanken gjorde de första köpen ifall de finansiella marknaderna var i ett mer stressat läge då.

2.4 Potentiellt viktiga faktorer för transmissionen i Sverige

I inledningen av det här kapitlet noterade vi att transmissionen av penningpolitiken generellt sett kan se olika ut i olika länder och att det kan variera hur betydelsefulla olika kanaler är. Det gäller både hur väl penningpolitiken slår igenom på marknadsräntorna och växelkursen, vilket är det första steget i transmissionen, liksom det andra steget där förändringen av marknadsräntor påverkar hushållens och företagens beslut och därmed den ekonomiska aktiviteten och inflationen.

Effekten på räntorna av att aktörer balanserar om portföljer kan vara mindre i en liten, öppen ekonomi...

Att Sverige är en liten, öppen ekonomi är en viktig faktor som påverkar transmissionen av den svenska penningpolitiken i flera dimensioner. Vårt finansiella system är högt integrerat med omvärldens och svenska banker och företag verkar i stor utsträckning på internationella finansiella marknader. Vad som händer internationellt har därför stor betydelse för de svenska finansmarknaderna. Det innebär bland annat att åtgärder från ECB och Federal Reserve som påverkar räntor internationellt också får en effekt på svenska marknadsräntor.

En sida av den starka kopplingen till internationella finansiella marknader är att det för marknadsaktörer finns en större mängd värdepapper som kan fylla ett specifikt behov och som de därför kan betrakta som likvärdiga. Volymen av svenska statsobligationer är till exempel en liten andel av den totala volymen av obligationer med liten risk på den internationella marknaden. Riksbanken kan inte påverka denna totala volym på samma sätt som de stora centralbankerna kan göra när de köper värdepapper. Det skulle tala för att kanalen där marknadsaktörerna balanserar om sina portföljer kan vara svagare i Sverige och andra små, öppna ekonomier än i stora ekonomier.³⁹ Men i vilken utsträckning marknadsaktörer väljer att ersätta svenska statsobligationer med andra svenska typer av tillgångar eller andra länders värdepapper spelar också roll för ränteeffekten.

³⁹ Se vidare Johnson m.fl. (2020) som diskuterar transmissionen av en centralbanks köp av värdepapper i små, öppna ekonomier.

... men effekterna på växelkursen kan vara större

En annan aspekt på hur beroende Sverige är av omvärlden är att en stor andel av det som svenska företag producerar säljs till utlandet, samtidigt som en stor andel av företagens insatsvaror och de varor svenska hushåll konsumerar importeras. Det innebär att växelkursens utveckling är en viktig kanal för transmissionen av penningpolitiken generellt. Det innebär också att köp av värdepapper, via en försvagning av växelkursen, kan ge jämförelsevis större effekter på aktiviteten och inflationen i Sverige än i stora ekonomier. Om marknadsaktörer ersätter svenska värdepapper som Riksbanken köper med utländska värdepapper bidrar det till att kronan försvagas och det kan förstärka effekten genom den här kanalen. Det skulle i så fall motverka att effekten via räntorna kan vara mindre i Sverige som vi beskrev ovan.

Hög skuldsättning och korta bindningstider gör hushållen mer känsliga för förändringar av bolåneräntorna

En viktig faktor som påverkar transmissionen av penningpolitiken i Sverige är att de svenska hushållens konsumtion är särskilt känsliga för förändringar av boräntorna. Denna räntekänslighet har ökat i takt med att hushållen har lånat allt mer till sina bostadsköp. Dessutom har hushållen i stor utsträckning korta bindningstider för räntorna på bolånen. Det gör att den andel av hushållens disponibla inkomster som läggs på boendet påverkas relativt snabbt och mycket om boräntorna ändras. Hushåll med stora lån tenderar dessutom att reagera mer på att deras inkomster ändras och anpassar sin konsumtion i större utsträckning än mindre skuldsatta hushåll. En mer expansiv penningpolitik kan därför bidra till att öka konsumtionen relativt mycket under förutsättning att boräntorna sjunker. På motsvarande sätt kan en mer restriktiv penningpolitik dämpa konsumtionen relativt mycket.⁴⁰

Genomslaget på konsumtionen kan också förstärkas av den effekt som penningpolitiken har på bostadspriserna, eftersom värderingen av bostäderna påverkar hushållens möjlighet att konsumera genom att ta lån med bostaden som säkerhet. Denna effekt blir större om låntagarna är högt skuldsatta i förhållande till bostadens värde.

Den svenska statsskulden är förhållandevis liten jämfört med andra länder

Ytterligare två faktorer som är speciella för Sverige och som kan påverka transmissionen av Riksbankens värdepappersköp är att Sverige har en förhållandevis liten utestående volym svenska statsobligationer i förhållande till svensk BNP samt Riksgäldens marknadsvårdande faciliteter. Den jämförelsevis lilla volymen av statsobligationer beror på att den svenska staten har litet lånebehov. Jämfört med USA och euroområdet, där den utestående stocken statsobligationer uppgår till närmare 100 procent av BNP, är volymen svenska statsobligationer tämligen modest och uppgår till

⁴⁰ Detta brukar kallas för en kassaflödeskanal för penningpolitiken. Kopplingen mellan penningpolitiken och hushållens skuldsättning, räntebindningstider och kassaflöden beskrivs bland annat i Gustafsson m.fl. (2017) och Flodén m.fl. (2020). Di Casola och Iversen (2019) visar i en allmän-jämviktsmodell bland annat hur penningpolitiken blir mer potent när hushållens skuldsättning är högre.

knappt 20 procent av svensk BNP.⁴¹ Om marknadsaktörer inte enkelt kan ersätta svenska statsobligationer med andra mer riskfyllda värdepapper eller investeringar i andra länder kan förhållandevis små statsobligationsköp av Riksbanken i kronor räknat därför ha stor ränteeffekt – tvärtemot den mekanism som talade för en mindre effekt i små, öppna ekonomier av att marknadsaktörer balanserar sina portföljer som vi beskrev ovan.

Samtidigt kan den lilla utestående volymen av svenska statsobligationer vara en begränsning. Vid slutet av 2019 ägde Riksbanken 45 procent av de utestående svenska statsobligationerna som Riksgälden hade emitterat i svenska kronor.⁴² Det påverkade utrymmet för Riksbanken att köpa statsobligationer när penningpolitiken behövde göras mer expansiv under pandemin.⁴³

Riksgälden ansvarar för den svenska statens upplåning och främjar funktionssättet på marknaderna för statsobligationer. Bland annat lånar Riksgälden kortfristigt ut statsobligationer genom så kallade repor till de marknadsaktörer som har åtagit sig att vara återförsäljare av svenska statsobligationer.⁴⁴ Repofaciliteten har varit viktig för att säkerställa att marknaden fungerar väl och faciliteten har stundtals använts mycket. Att kortfristigt tillhandahålla statsobligationer vid behov till marknadsaktörer i marknadsvårdande syfte är vanligt i andra länder där centralbanken har köpt stora mängder statsobligationer. Räntan som återförsäljarna får för att placera pengar i repofaciliteten är 0,40 procentenheter lägre än Riksbankens styrränta. Det går därför inte att med enbart penningpolitik sänka korta marknadsräntor lägre än så.⁴⁵

⁴¹ För Sverige inräknas nominella, reala, gröna statsobligationer samt publika obligationer i utländsk valuta per utgången av 2021.

⁴² Riksbankens ägarandel av nominella svenska statsobligationer uppgick till 52 procent. Ägarandelen av reala statsobligationer var 23 procent.

⁴³ Utgångspunkten för Riksbankens köpprogram var att Riksbanken inte bör inneha en övervägande del av den totala utestående stocken värdepapper utgivna av svenska staten, svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB och offentligt ägda bolag.

⁴⁴ I ekonomisk mening är en repa ett kortfristigt lån medan den i Sverige juridiskt sett utgörs av ett par transaktioner där den ena parten säljer ett värdepapper för att kort därefter köpa tillbaks det.

⁴⁵ Merparten av facilitetsutlåningen sker från imorgon till påföljande dag (så kallad T/N) med räntevillkor som är 0,40 procentenheter lägre än Riksbankens styrränta. Utlåningen är blygsam i faciliteten för lån över natten (så kallad O/N) med räntevillkor som är 0,45 procentenheter lägre än styrräntan.

3 Lärdomar av andra centralbankers värdepappersköp

Det finns övertygande empirisk evidens för att finansiella förhållanden blir mer expansiva via bland annat lägre räntor på säkra värdepapper, att räntedifferenserna blir mindre mellan säkra och riskfyllda värdepapper och att växelkursen blir svagare när en centralbank köper värdepapper. Riktade köp har varit särskilt effektiva för att få marknader att fungera väl igen i tider av finansiell stress. Storskaliga värdepappersköp har också kunnat användas för att stimulera ekonomin penningpolitiskt när det inte har funnits utrymme att sänka styrräntan.

Värdepappersköp har ökat den ekonomiska aktiviteten och i mindre utsträckning höjt inflationen i stora ekonomier men det är osäkert hur stora effekterna har varit. Det finns ännu färre analyser om erfarenheter av värdepappersköp i små, öppna ekonomier. Vi vet dock att inhemska värdepappersköp påverkar inhemska räntor och har potentiellt större effekt på växelkursen. Spridningseffekter av värdepappersköp utomlands påverkar också finansiella och makroekonomiska förhållanden i små, öppna ekonomier och ger en ytterligare dimension till penningpolitiska överväganden där.

Värdepappersköp har kommit att bli ett standardverktyg i centralbankernas verktygs-låda. Det var ett centralt inslag i den penningpolitiska responsen på den globala finanskrisen 2008–2009 och dess efterverkningar samt de omvälvande finansiella och ekonomiska störningarna som orsakades av pandemin. Många centralbanker har gjort storskaliga värdepappersköp för att göra sin penningpolitik mer expansiv när styrräntorna har sänkts till eller legat nära sin effektiva nedre gräns. I krislägen har mindre omfattande värdepappersköp riktade till särskilda marknader stabiliserat marknadsförhållanden och förbättrat det penningpolitiska genomslaget.

Gemensamma teman växer fram

Även om det finns stora skillnader i hur centralbankernas program för värdepappersköp har sett ut sett till storlek, utformning och genomförande så växer ett antal gemensamma teman fram. Ett tema är att värdepappersköp har varit ett särskilt effektivt verktyg för att återställa marknadens funktion under perioder av finansiell stress och för att dämpa förhöjda premier på riskfyllda värdepapper.⁴⁶ Ett annat tema är att

⁴⁶ Se en artikel publicerad av Bank for International Settlements (2019) för en sammanfattning och utvärdering av olika centralbankers erfarenheter av värdepappersköp.

storskaliga köp av statsobligationer och bostadsobligationer har sänkt marknadsräntor, bidragit till mer expansiva finansiella förhållandena och ökat det penningpolitiska genomslaget när styrräntorna låg på sin nedre gräns.

Både studier baserade på olika metoder och data från ett antal stora ekonomier visar att värdepappersköp ökar den ekonomiska aktiviteten och i mindre utsträckning även höjer inflationen.⁴⁷ Det finns dock en stor spridning i de uppskattade effekterna på grund av den komplexa transmissionen av värdepappersköp till den bredare ekonomin och utmaningarna att kontrollera för andra faktorer som samtidigt påverkar den ekonomiska aktiviteten. Dessutom är det svårt att skilja effekten av värdepappersköpen från andra åtgärder som implementerades samtidigt, vilket gör att de skattade effekterna ska tolkas försiktigt.

Färre studier om effekter av värdepappersköp i små, öppna ekonomier

Litteraturen som analyserar utländska centralbankers erfarenheter av värdepappersköp har vuxit enormt under det senaste decenniet och många olika datakällor och metoder har använts. Huvuddelen av litteraturen fokuserar på vilka effekter värdepappersköp har fått på finansiella marknader i större ekonomier, särskilt i euroområdet, Storbritannien, och USA. Det finns färre studier på vilka effekter de har haft på realekonomin och inflationen. Särskilt forskningsresultat om effekterna i små, öppna ekonomier är mindre omfattande.

Små, öppna ekonomier har starka internationella kopplingar till omvärlden genom handel och finansiella marknader. Effekten av inhemska värdepappersköp, och de kanaler genom vilka de fungerar, kan skilja sig från stora ekonomier. Särskilt växelkurskanalen kan spela en viktigare roll för små öppna ekonomier. Dessutom påverkar värdepappersköp i större ekonomier de finansiella och makroekonomiska förhållandena även i mindre ekonomier. Dessa internationella dimensioner komplicerar bedömningen av effekterna av inhemska värdepappersköp (Di Casola och Stockhammar 2021).

3.1 Värdepappersköpens effekt på finansiella priser

Det internationella beviset visar tydligt att värdepappersköp har sänkt räntor på säkra och riskfyllda värdepapper i samband med att en centralbank har aviserat köpen och att effekterna består över tid. Uppskattningarna skiljer sig åt beroende på vilken tidsperiod man studerar och med vilken empirisk metod men pekar i samma riktning. Även växelkursen tenderar att försvagas i samband med värdepappersköp.⁴⁸

Den konsensus som har vuxit fram bland akademiska forskare och hos centralbanker är att värdepappersköp fungerar via de kanalerna som vi beskrev i kapitel 2: Köpen kan signalera lägre framtida styrräntor, sänka löptidspremier och minska likviditetspremier genom att återställa marknadens funktion under tider av finansiell stress. Att

⁴⁷ Se studien av Bhattarai och Neely, (2022) för en översikt av den internationella litteraturen om de makroekonomiska effekterna av värdepappersköp.

⁴⁸ Se studier av Bank for International Settlements (2019) och Dedola m.fl. (2021).

köpen kan ha bidragit till att minska osäkerhet bland ekonomins aktörer, öka kreditutgivning och försvaga växelkursen nämns också som tänkbara kanaler. Centralbankerna rapporterar själva att de tror att flera kanaler har spelat roll men det finns olika syn på vilka mekanismer har varit mest betydelsefulla i olika lägen.

Två metoder är vanliga för att mäta vilken effekt värdepappersköp har haft på finansiella priser. Händelsestudier mäter effekten på finansiella priser i ett smalt fönster runt aviseringen.⁴⁹ Tidsseriemetoder analyserar det dynamiska förhållandet mellan räntor och värdepappersköp på lägre frekvens, och tar hänsyn till andra faktorer som också kan driva finansiella priser.⁵⁰

Riktade värdepappersköp ett viktigt verktyg i krislägen

Riktade köp av värdepapper har varit särskilt effektiva för att få marknaden att fungera väl igen och minska räntedifferenserna mellan säkra och riskfyllda tillgångar under perioder av finansiell stress. Genom att erbjuda sig att köpa i marknader där säljare har svårt att hitta köpare till rimliga priser stävjar centralbanken en negativ spiral med stigande riskpremier och en allt sämre fungerande marknad. Riktade köp har vanligtvis handlat om att centralbanken köper privata värdepapper som bostadsobligationer och företagspapper men tidvis även statsobligationer. Köpen brukar pågå under relativt kort tid och programmets utformning är viktig för att effekten ska blir rätt. Köpen samspelar ofta med andra krisåtgärder som utlåning till viktiga finansiella intermediärer. Om flera sådana åtgärder samtidigt lanseras kan det ha en förstärkande effekt.

Ett exempel på riktade värdepapperköp är turbulensen vid början av den globala finanskrisen när Federal Reserve och ECB köpte bostadsobligationer och Bank of England köpte företagsobligationer. Efter det förbättrades marknadens funktionssätt. Skillnaderna mellan priset som köpare och säljare kunde acceptera minskade, och räntedifferenserna föll.⁵¹ Federal Reserves köp av bostadsobligationer hade större inverkan på räntedifferensen mot statsobligationsräntor än senare köp av statsobligationer. Även ECB:s och Bank of Englands köp av företagsobligationer från 2016, som skedde under normala marknadsförhållanden, minskade räntedifferenser för företagsobligationer och stimulerade emissioner av företagsobligationer.⁵² Riktade köp

⁴⁹ Händelsestudier fångar finansmarknadens reaktion på den nya informationen från policyåtgärden och kräver få modelleringsantaganden. Men uppskattningar är känsliga för fönstrets bredd och i vilken utsträckning marknadsaktörerna förväntade sig den aviserade åtgärden, om flera politiska åtgärder aviseras samtidigt och om aviseringen också innehåller information om de makroekonomiska utsikterna.

⁵⁰ Tidsseriemetoder förlitar sig på mer explicita modellsantaganden än händelsestudier men är bättre lämpade för att bedöma hur länge de initiala effekterna vid aviseringar kvarstår. Förutom händelsestudier och tidsserieanalyser använder vissa studier det historiska sambandet mellan utbudet av värdepapper och räntor på värdepapper för att bedöma effekterna på obligationsköp.

⁵¹ Se studien av Kozicki m.fl. (2011) som beskriver erfarenheterna av bland annat dem tidigaste riktade värdepappersköpen och studien av Bank for International Settlements (2019).

⁵² Se till exempel studien av D'Amico och Kaminska (2019).

kan också ha gynnsamma spridningseffekter till andra marknadsräntor men i vilken utsträckning är omdebatterat.⁵³

Under den så kallade "*dash for cash*" som uppstod under mars 2020 när investerare snabbt sökte sig till mycket likvida placeringar hade till exempel Federal Reserves köp av statsobligationer en stabiliserande effekt på marknadsfunktion och prissättning. Federal Reserve lanserade sina köp snabbt och köpte sedan statsobligationer i stor skala och rask takt. Även köp av företagspapper motverkade eskaleringen av dysfunktionalitet och stigande räntedifferenser som höll på att ske.⁵⁴

Storskaliga värdepappersköp har sänkt statsobligationsräntorna

Metastudier som har kartlagt och sammanställt ett stort antal forskningsartiklar rapporterar betydande effekter av storskaliga värdepappersköp på statsobligationsräntor.⁵⁵ Dessa metastudier baseras på erfarenheter av värdepappersköp före pandemin. Medianestimat för köpprogram i USA, Storbritannien och euroområdet mellan 2009 och 2015 är att statsobligationsköp motsvarande en procent av BNP tryckte ner tioåriga statsobligationsräntor med cirka 0,05 procentenheter. Men det finns en betydande spridning i punktskattningarna över studier med uppskattningar som sträcker sig från 0,025 till 0,175 procentenheter.

De tidigaste köpprogrammen som lanserades i USA och Storbritannien strax efter den globala finanskrisen ger de största uppmätta effekterna på finansiella variabler. Att de fick så stor respons beror troligtvis på att de fungerade genom alla de kanaler som vi har nämnt ovan – de gav bättre marknadsfunktionssätt som mildrade riskpremierna, fick aktörerna att ombalansera sina portföljer vilket tryckte ner riskpremier samt signalerade centralbankens avsikt att behålla styrräntan låg längre.

De uppmätta effekterna blev sedan mindre vid senare rundor, och det har väckt frågan om köpen fortsätter att vara effektiva även i normala tider på finansiella marknader. Studier som kontrollerar för att aktörerna förväntade sig de senare köpprogrammen i större utsträckning indikerar dock att deras effekt på finansiella priser är jämförbara med de tidigare programmen.⁵⁶ Marknadsreaktionerna på köpens sammansättning av värdepapper med olika löptid tyder också på att riskpremiekanalen har varit lika verksam även i normala tider.⁵⁷ Bernanke (2020) tolkar dessa resultat som att värdepappersköp inte har tappat effektivitet över tid. Däremot menar vissa

⁵³ Krishnamurthy och Vissing-Jorgensen (2011) argumenterar att statsobligationsköp av Federal Reserve före 2011 inte hade stor inverkan på räntor på bostadsobligationer.

⁵⁴ Federal Reserves köp av företagspapper bidrog till minskade räntedifferenser på såväl *investment grade* värdepapper som papper med sämre kreditbetyg (Gilchrist m.fl. 2022). ECB:s köp av företagscertifikat förbättrade finansieringsvillkor och möjlighet till emissioner i företagscertifikatsmarknaden i euroområdet (Breckenfelder och Schepens 2022).

⁵⁵ Studier av Gagnon (2016) och Andrade m.fl. (2016) sammanställer och jämför resultaten av många olika studier av vilka effekter statsobligationsköp har haft på statsobligationsräntor.

⁵⁶ Se studien av Weale och Wieladek (2016).

⁵⁷ D'Amico och King (2013) studerar hur räntor på obligationer med olika löptider har reagerat på information om vilka löptider centralbanken avser att köpa.

studier att persistensen i de uppskattade effekterna av Federal Reserves värdepappersköp är överskattat och att de initiala effekter på finansiella priser som observerats i händelsestudier avtar relativt snabbt.⁵⁸

Bailey med flera (2020) menar att storskaliga värdepappersköp snarare kan ha varit **särskilt** effektiva under tider av finansiell stress. Dels kan de minska likviditetspremier på ansträngda marknader genom att återställa marknadsfunktionen, dels kan de ha varit särskilt verksamma när stressade marknadsförhållanden gjorde marknadsaktörerna mindre benägna att balansera om sina portföljer och göra arbitrage.

När en centralbank köper värdepapper sänker man upplåningskostnaderna för dem som har tillgång till de finansiella marknaderna genom att sänka kostnaden för marknadsfinansiering. Men det finns också vissa bevis för att värdepappersköp är förknippade med lägre bankräntor och blygsamma ökning av bankutlåningen.⁵⁹ Dessa effekter beror dock på enskilda bankers finansiella ställning och balansräkningsammansättning.

3.2 Värdepappersköpens effekt på makroekonomin

Även om det finns övertygande empirisk evidens för att värdepappersköp sänker marknadsräntor och bidrar till mer expansiva finansiella förhållanden, är effekterna på den ekonomiska aktiviteten och inflationen svåra att uppskatta. Det är inte förvånande med tanke på den komplexa transmissionen av värdepappersköpen och utmaningarna med att identifiera och separera effekterna från andra krafter som också påverkar makroekonomin.

Värdepappersköp har stöttat den ekonomiska aktiviteten ...

Internationell forskning tyder på att värdepappersköp har stöttat den ekonomiska aktiviteten, vilket har ökat både produktionen och inflationen. Även här har litteraturen fokuserat på USA, Storbritannien och euroområdet. Enligt en sammanställning av mer än femtio studier på dessa tre ekonomier ligger medianeffekten på produktionen av värdepappersköp motsvarande 1 procent av BNP på 0,16 procent; den genomsnittliga effekten på inflationen är 0,11 procentenheter.⁶⁰

... men uppskattningarna spretar

De genomsnittliga effekterna vi nämnde ovan döljer en stor mångfald i resultat, mellan 0 och drygt 1,4 procent för BNP och mellan -0,2 och knappt 0,6 procentenheter för inflationen, beroende på analysmetod och vilken ekonomi som studeras. Dessutom är punkttestimaten i varje enskild studie omgivna av osäkerhet. De uppskattade

⁵⁸ Se till exempel studier av Greenlaw m.fl. (2017), Wright (2012) och Swanson (2021).

⁵⁹ Se studier av Hartmann och Smets (2018) för euroområdet och Rodnyanski och Darmouni (2017) för USA.

⁶⁰ Dessa siffror rapporteras i Fabo m.fl. (2020) och avser medianen av den maximala effekten på variabeln i fråga i varje enskild studie.

effekterna på BNP och inflationen tenderar att vara störst för USA. Men valet av metod och identifieringsstrategi spelar också roll. Studier förlitar sig vanligtvis antingen på multivariat tidsserieanalys eller kalibrerade dynamiska allmän-jämviktsmodeller (DSGE).⁶¹ Di Casola (2021) finner att studier som baseras på datadrivna tidsseriemetoder i genomsnitt ger något lägre estimat av den effekt som värdepappersköp har på produktionen och inflationen, men visar mindre variation mellan studier och länder än estimat från kalibrerade DSGE-modeller.⁶²

De analytiska metoder som används för att mäta de makroekonomiska effekterna fångar inte heller alla kanaler genom vilka värdepappersköp påverkar den ekonomiska aktiviteten. Till exempel är det svårt att fånga positiva effekter på förtroende, bankernas balansräkningar och kreditflöden med rådande modeller. Dessutom bör de uppmätta makroekonomiska effekterna bedömas i förhållande till en okänd kontrafaktisk utveckling ifall värdepappersköpen lanserades som en försäkringsåtgärd mot sämre utfall.

3.3 Värdepappersköpens effekter i en liten öppen ekonomi och betydelsen av internationella spridningseffekter

Värdepappersköp sker i ett internationellt sammanhang vilket kan ha särskilt stor betydelse för små, öppna ekonomier. Dessutom ger värdepappersköp i större ekonomier spridningseffekter till mindre ekonomier som kan påverka deras finansiella förhållanden och ekonomiska utveckling. Liksom räntepolitiken i omvärlden kan värdepappersköp i större ekonomier alltså också ha betydelse för penningpolitiken i mindre länder.

Värdepappersköpens effekt i små, öppna ekonomier

Före pandemin var det få små, öppna, avancerade ekonomier vars centralbanker köpte värdepapper, bland dem Schweiz och Sverige.⁶³ Denna grupp växte dock under pandemin till att omfatta Australien, Kanada och Nya Zeeland. Sammantaget pekar deras erfarenheter på att värdepappersköp i små, öppna ekonomier trycker ner riskpremier på köpta och närbesläktade tillgångar och framkallar en försvagning av växelkursen.

Det finns färre studier av dessa länder än av de stora ekonomierna som vi har diskuterat ovan, och de ger blandade resultat. Vissa studier rapporterar effekter på obligationsräntorna som ligger i linje med de i stora ekonomier medan andra finner effekter som är något mindre, med hänsyn tagen till programmets storlek. I Kanada sjönk till

⁶¹ DSGE-modeller är byggda utifrån mikroekonomiska principer med explicita ekonomiska samband och är väl lämpade för att illustrera transmissionsmekanismer. De brukar vara kalibrerade för att spegla huvuddragen i en viss ekonomi. Tidsseriemetoder är datadrivna, mindre specifika om ekonomisk struktur och mäter de dynamiska effekterna av värdepappersköp.

⁶² Fabo m.fl. (2020) gör en annan skärning och menar att forskare knutna till centralbanker i genomsnitt finner större effekter av värdepappersköp på produktion och inflation än kollegor på andra institutioner.

⁶³ Den schweiziska centralbanken köpte i huvudsak värdepapper och tillgångar i utländskt valuta i syfte att motverka förstärkningstryck på den schweiziska francen.

exempel räntorna på obligationer med längre löptid mindre än för jämförbara amerikanska köpprogram, och Australien rapporterar också en mindre minskning av statsobligationsräntorna än i större ekonomier.⁶⁴

Värdepapper i små, öppna ekonomier är lätta att byta ut mot en stor pool av internationella investeringsalternativ. Detta kan begränsa i vilken utsträckning program för värdepappersköp påverkar inhemska riskpremier.⁶⁵ Riskpremiekanalen förefaller också vara något dämpad i Kanada, Sverige och Schweiz medan signaleringskanalen anses vara effektiv.⁶⁶ Mer generellt är det svårare att identifiera effekterna av värdepappersköp i små ekonomier när centralbanker i utlandet genomför värdepappersköp samtidigt.

Växelkursen spelar också roll för vilket genomslag värdepappersköpen får och kan vara särskilt viktig för små, öppna ekonomier.⁶⁷ Växelkursen tenderar att försvagas som svar på värdepappersköp, både i stora ekonomier som USA och euroområdet och i små, öppna ekonomier.⁶⁸ Men effekten sker i båda riktningarna. Till exempel ledde ECB:s värdepappersköp som började hösten 2014 till att växelkurserna i EU-länder utanför euroområdet stärktes.⁶⁹ Hur en centralbank svarar penningpolitiskt på att utländska centralbanker köper värdepapper komplicerar också bedömningen av växelkursens roll.

Spridningseffekter av värdepappersköp i stora ekonomier

Värdepappersköp i stora ekonomier har spridningseffekter på de finansiella förhållandena och den ekonomiska aktiviteten i mindre ekonomier. Lägre förväntningar på framtida styrräntor och sänkta riskpremier utomlands påverkar finansiella förhållanden i små, öppna ekonomier. Särskilt riskpremier samvarierar starkt internationellt. När globala riskpremier pressas neråt internationellt överförs den effekten till inhemska finansmarknader.⁷⁰

⁶⁴ Arora m.fl. (2021) redovisar hur finansiella priser i Kanada ändrades när Bank of Canada aviserade värdepappersköp; Reserve Bank of Australia (2022) rapporterar effekter på statsobligationsräntor i Australien av sina pandemiköp.

⁶⁵ Kabaca (2016) presenterar en teoretisk modell som illustrerar hur substituerbarheten i värdepapper mellan länder kan tänkas påverka effekten av värdepappersköpen. Diez de los Rios och Shamloo (2017) finner i en empirisk studie att värdepappersköpen i små, öppna ekonomier inte har tryckt ner löptidspremier i samma utsträckning som i större ekonomier.

⁶⁶ Ter Ellen m.fl. (2019) finner att sett även till ECB:s styrränteförändringar är spridningseffekter till små, öppna ekonomier som Norge och Sveriges särskilt stora för räntor med längre löptid. Dock påverkar styrränteförändringar i Norge och Sverige i högre grad inhemska räntor med kortare löptid.

⁶⁷ Till exempel betonar Johnson m.fl. (2020) att värdepappersköpen i små, öppna ekonomier kan ha verkat särskilt genom växelkurskanalen.

⁶⁸ Haldane m.fl. (2016) och Dedola m.fl. (2021) redovisar växelkurseffekter i Storbritannien, USA och euroområdet medan Melander (2021) och Reserve Bank of Australia (2022) redovisar förändringen av växelkursen i Sverige respektive Australien i samband med värdepappersköp.

⁶⁹ Se studien av Varghese och Zhang (2018).

⁷⁰ Bauer och Neely (2014) dokumenterar effekter av Federal Reserves värdepappersköp på obligationsräntor och riskpremier i andra länder. Utöver att påverka den globala riskpremierna uppmuntrade värdepappersköp i stor skala i USA kapitalinflöden till vissa tillväxtmarknadsekonomier och snabba utflöden när Federal Reserve kommunicerade att takten för köp av värdepapper skulle bromsas. Det finns mindre bevis för sådana flödeseffekter till avancerade små, öppna ekonomier.

När centralbanker i större ekonomier köper värdepapper kan det få till exempel Riksbanken att svara med penningpolitik på hemmaplan. Det makroekonomiska samspelet mellan internationella och inhemska värdepappersköp är komplext. Värdepappersköp i stora ekonomier ökar den ekonomiska aktiviteten utomlands och höjer exportefterfrågan för små, öppna ekonomier. Men de kan också leda till växelkursförstärkning hos den lilla, öppna ekonomin. Om inte centralbanken i den lilla, öppna ekonomin svarar penningpolitiskt på det kan växelkursförstärkningen urholka den ökade efterfrågan och minska inflationstrycket. På grund av detta kan värdepappersköpsprogram utomlands vara ett starkt motiv för att göra penningpolitiken på hemmaplan mer expansiv, genom att sänka styrräntan, köpa värdepapper eller vidta andra åtgärder som mildrar växelkursförstärkning (se kapitel 1 om Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2017). Det pågår ett arbete med att utöka modeller för penningpolitisk analys med de här internationella aspekterna av värdepappersköp.⁷¹

⁷¹ Till exempel utvecklar Akkaya m.fl. (2023a) en allmänjämviktsmodell som lämpar sig för analys av värdepappersköp i små, öppna ekonomier.

4 Effekterna av Riksbankens värdepappersköp

Sedan Riksbanken började köpa statsobligationer i penningpolitiskt syfte 2015 har flera studier publicerats kring vilka effekter köpen har fått. Studierna har tenderat att rikta in sig på antingen hur aviseringarna av köpen omedelbart påverkat priser på de finansiella marknaderna eller den bredare påverkan på den ekonomiska aktiviteten och inflationen. Vad gäller effekter på de finansiella marknaderna stödjer de svenska erfarenheterna bilden att köpen har bidragit till att göra penningpolitiken mer expansiv. Storleken på effekterna tycks inte skilja sig väsentligt från utländska erfarenheter av värdepappersköp. Det finns få studier som analyserar köpens effekter på den ekonomiska aktiviteten och inflationen, men i de studier som finns är effekterna sammantaget positiva.

Under perioden 2015–2017, när styrräntan var nära sin nedre effektiva gräns, köpte Riksbanken statsobligationer i syfte att säkerställa en varaktig inflation nära målet. Köpen kom att uppgå till 290 miljarder kronor under denna period, eller ungefär motsvarande 6,5 procent av BNP. Under hotet om en finansiell kris var motiven för värdepappersköpen under pandemin delvis annorlunda och köpen var större, 700 miljarder kronor eller knappt 14 procent av BNP. Köpen hade dessutom en annan sammansättning och kom till stor del att utgöras av säkerställda obligationer.

Studierna av de olika köpens effekter fokuserar i många fall på effekterna på finansiella priser, medan analyser av effekterna på den ekonomiska aktiviteten och inflationen är få och mer komplicerade. I detta kapitel diskuteras, utöver befintliga studier, också andra effekter av värdepappersköpen som till exempel hur köpen har påverkat statsobligationsmarknadens funktionssätt och Riksbankens finansiella resultat.

4.1 Värdepappersköpens effekter på finansiella priser

Flera av de studier där man analyserar effekterna av Riksbankens värdepappersköp på finansiella priser är så kallade händelsestudier. I dessa försöker man att uppskatta hur de finansiella priserna förändrades i samband med Riksbankens aviseringar av köpen, och tolkar dessa förändringar som ett mått på köpens effekter. Som vi beskrev i kapitel 2 om transmissionen går en av kanalerna för penningpolitiken via de ekonomiska aktörernas förväntningar. Det innebär bland annat att marknadsräntor och andra finansiella priser kan förändras redan innan Riksbanken aviserar ett köp av värdepapper om aktörerna förväntar sig detta. Om de inte förväntar sig ett köp, eller om till exempel beloppet som Riksbanken aviserar är oväntat högt eller lågt, bör det speglas i att de finansiella priserna ändras strax efter det att Riksbanken har aviserat köpet. Det är den effekten som en händelsestudie mäter.

Men för att få den totala effekten av köpen behöver man därför också uppskatta hur stor del av det köpbelopp som Riksbanken aviserade som aktörerna inte hade väntat sig och hur stor del som de hade räknat med före aviseringen och som därför redan hade påverkat de finansiella priserna. När Riksbanken påbörjade sina köp 2015 var köpen ofta oväntade. En relativt stor del av den totala effekten kunde därför uppskattas utifrån rörelser i de finansiella priserna vid aviseringstillfällena. I takt med att marknadsaktörerna började internalisera värdepappersköpen som en del av den systematiska penningpolitiken kom dock en större del av priseffekterna redan före själva aviseringarna. Det har gjort det svårare att identifiera effekterna av köpen, och i senare händelsestudier är därför effektuppskattningarna mer osäkra.

Riksbankens inledande köp av statsobligationer bidrog till mer expansiva finansiella förhållanden

Diez de los Rios och Shamloo (2017) studerar aviseringseffekter av statsobligationsköp i ett antal länder, däribland Sverige. De konstaterar att det är svårt att separera effekterna från förändringar i styrräntan som aviserades samtidigt som värdepappersköpen och tolkar resultaten som att Riksbankens köp under 2015 och början av 2016 hade små effekter på finansiella priser. Författarna pekar specifikt på tre faktorer. För det första minskade statsobligationsräntorna förhållandevis lite eller ökade till och med vid de aviseringar när räntan inte samtidigt sänktes. För det andra tycks de sammantagna effekterna främst ha verkat genom signaleringskanalen, och den effekten kan i stor utsträckning förväntas komma från förändringarna i styrräntan. Slutligen sammanföll nedgångar i löptidspremien vid aviseringarna med nedgångar i den globala löptidspremien.

Studien anger en tänkbar förklaring till att köpen verkar ha mindre effekter i Sverige och Schweiz än i till exempel i USA. Statsobligationsköpen i dessa länder är små i förhållande till hur många närliggande substitut det finns, inklusive utländska obligationer (se diskussionen i kapitel 2.4 och 3.3). Om vi utgår från det författarna antyder och antar att köpen inte hade någon effekt via signaleringskanalen utan bara hade effekter på inhemska terminspremier, uppgår den normaliserade effekten av köp motsvarande 1 procent av BNP enligt studien till i genomsnitt 0,016 procentenheter lägre statsobligationsränta med tio års löptid (se tabell 2).⁷²

I en tidig studie som analyserar Riksbankens köp av statsobligationer diskuterar De Rezende m.fl. (2015) vilka effekter köpen hade på finansiella priser i en händelsestudie. De studerar där Riksbankens aviseringar av statsobligationsköp motsvarande sammanlagt 135 miljarder kronor i februari, mars, april och juli 2015. Till skillnad från Diez de los Rios och Shamloo (2017) tar de sig an utmaningen att separera effekterna från de olika penningpolitiska instrumenten som användes under denna period. Vid flera av de undersökta aviseringstillfällena sänkte Riksbanken samtidigt styrräntan och ändrade sin publicerade styrränteprognos, något som i varierande grad förväntades bland marknadsaktörerna (se tabell A.1 i appendix). Författarna förlitar sig därför på hur sambandet mellan styrräntan och statsobligationsräntor har sett ut tidigare för att

⁷² Detta kan jämföras med De Rezende (2017) som finner att i genomsnitt drygt hälften av effekten via signaleringskanalen förklaras av obligationsköpen vid Riksbankens aviseringar 2015. Skulle vi istället använda detta antagande uppgår effekten till ungefär 0,04 procentenheter.

identifiera vilken ytterligare effekt obligationsköpen kan ha haft på statsobligationsräntorna. Vidare kontrollerar författarna för statsobligationernas historiska samvariation med förändringar i styrränteprognosen och ränteutvecklingen i omvärlden. Resultaten indikerar att Riksbankens köp bidrog till att sänka statsobligationsräntorna och att effekterna var något större än i studien av Diez de los Rios och Shamloo (2017) (se tabell 2). Ränteskillnaden mot andra länder tycktes också ha blivit lägre och kronan svagare, än vad de bedömdes ha blivit om inga statsobligationsköp hade genomförts.

I en närliggande analys kombinerar De Rezende (2017) en händelsestudie med en regressionsanalys för att analysera Riksbankens fem penningpolitiska beslut som involverade statsobligationsköp under 2015. De Rezende konstaterar att såväl förändringar i styrräntan som obligationsköpen bidrog till att sänka ränteläget. Medan sänkningarna av styrräntan framförallt bidrog till lägre korta räntor bidrog obligationsköpen till att sänka längre räntor, både via signalering om låga korta räntor framöver, men också genom att dämpa löptidspremier på längre räntor när marknadsaktörerna svarade på köpen genom att balansera om sina portföljer. Författaren drar slutsatsen att det är möjligt att implementera räntesänkningar tillsammans med statsobligationsköp för att påverka räntor med olika löptider och därmed göra penningpolitiken mer expansiv än den hade blivit om Riksbanken endast hade använt sig av styrräntan. Tabell 2 återger de standardiserade effekterna när Riksbanken köper statsobligationer för motsvarande 1 procent av BNP.

Sammantaget expansiva effekter av köpen 2015–2017

Melander (2021) kompletterar den tidigare analysen av aviseringseffekterna genom att även studera hur de finansiella priserna förändrades när Riksbanken aviserade sina köp av statsobligationer under 2016 och 2017 och därmed fortsatte utöka sin värdepappersportfölj. Dessa köp var sammantaget väl förväntade och bidrar därmed inte till att ändra slutsatserna i studien av De Rezende (2017). Köpen kan därmed förväntas ha bidragit till att sänka statsobligationsräntorna med tio års löptid med drygt 0,3 procentenheter. Men i förhållande till studierna som vi gått igenom ovan vidgar Melander analysen något genom att diskutera vilka effekter köpen har på en större mängd finansiella priser, däribland reala räntor, och inflationsförväntningar.

Den övergripande slutsatsen, att Riksbankens köp av statsobligationer har bidragit till mer expansiva förhållanden på de finansiella marknaderna, kvarstår dock. De har gjort det genom att sänka räntorna på såväl statsobligationer som andra mer riskfyllda obligationer, göra kronan svagare och höja aktiepriserna. De reala räntorna föll mer än de nominella räntorna när Riksbanken aviserade obligationsköpen, vilket tyder på att inflationsförväntningarna steg. Detta var centralt under tidsperioden med varaktigt låg inflation eftersom lägre reala räntor kan förväntas bidra till högre inflation genom att de får konsumtionen och investeringarna att öka snabbare och därigenom gör det lättare för Riksbanken att förankra inflationsförväntningarna nära inflationsmålet.

I en kommande studie undersöker Beechey och Gustafsson (2023) hur Riksbankens köp av statsobligationer har påverkat utvecklingen i den svenska löptidspremien

2015–2021.⁷³ Riksbankens köp har under den här perioden varit viktiga för att förstå hur den handlade volymen på andrahandsmarknaden för statsobligationer har varierat. I analysen kontrollerar författarna för konjunkturella variationer och både inhemska och utländska finansiella faktorer och finner att löptidspremien sjönk när volymen statsobligationer som var tillgängliga för handel minskade. Resultaten från olika modellspecifikationer indikerar att när Riksbanken köpte statsobligationer för motsvarande 7 procent av BNP under denna period, pressade det ned löptidspremien i storleksordningen 0,40–1,25 procentenheter.

De Rezende och Ristiniemi (2018) kombinerar en terminsstrukturmodell och en händelsestudie för att konstruera en ”skuggränta”. Den mäter hur expansiv Riksbankens samlade penningpolitik var, och inkluderar utöver faktiska ränteförändringar även effekter av både statsobligationsköpen och förändringar i Riksbankens prognoser för styrräntan. Detta gör att man kan separera effekterna av dessa faktorer. Resultatet tyder på att om Riksbanken gör oförväntade obligationsköp motsvarande 10 miljarder kronor har det en expansiv effekt som motsvarar att Riksbankens sänker reporäntan med drygt 0,03 procentenheter. Enligt denna analys motsvarade alltså Riksbankens statsobligationsköp på 290 miljarder kronor under perioden 2015–2017 en sänkning av styrräntan med ungefär 0,9 procentenheter.

Tabell 2. Effekter på statsobligationsräntor med olika löptider av statsobligationsköp motsvarande 1 procent av BNP

Procentenheter

| | De Rezende m.fl. (2015) | De Rezende (2017) | Diez de los Rios och Shamloo (2017) | Beechey och Gustafsson (2023) |
|------------------------------|-------------------------|-------------------|-------------------------------------|-------------------------------|
| Statsobligationsränta, 2 år | | –0,025 | | |
| Statsobligationsränta, 5 år | | –0,048 | | |
| Statsobligationsränta, 10 år | –0,048 till –0,088 | –0,050 | –0,016 | –0,06 till –0,18 |

Anm. De Rezende m.fl. (2015) avser effekt av aviseringarna av köp i mars och juli 2015. De Rezende (2017) avser genomsnittlig effekt för samtliga aviseringar av köp 2015. BNP avser 2014. Diez de los Rios och Shamloo (2017) och Beechey och Gustafsson (2023) avser effekter på den inhemska löptidspremien. Effekterna har standardiserats utifrån antagandet att de är linjärt proportionella till de aviserade köpvolymer.

Källa: De Rezende m.fl. (2015), De Rezende (2017), Diez de los Rios och Shamloo (2017), Beechey och Gustafsson (2022) och egna beräkningar.

Statsobligationsköpen bidrog även till lägre korta marknadsräntor

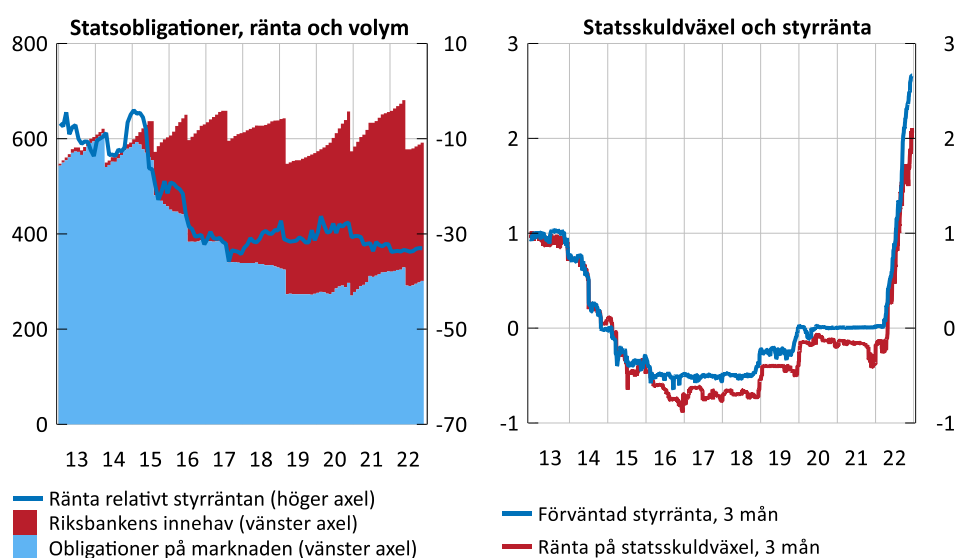
Utöver att sänka obligationsräntor med längre löptid bidrog statsobligationsköpen även till att sänka korta räntor. Erikson (2021) studerar räntor i mycket kortfristiga svenska repotransaktioner med statsobligationer som den underliggande säkerheten. Studien tyder på att Riksbankens statsobligationsköp bidrog till att dessa räntor föll i förhållande till styrräntan 2015–2017. Räntorna på repotransaktionerna var visserligen något lägre än styrräntan redan innan Riksbanken påbörjade sina köp, men de sjönk ytterligare med nära 0,3 procentenheter för att under andra halvan av 2017

⁷³ Analysen utgår från löptidspremier som estimeras i terminsstrukturmodellen i Adrian m.fl. (2013).

vara nära $-0,9$ procent jämfört med $-0,5$ procentens styrränta (se diagram 10). Som vi har diskuterat i kapitel 2 sjönk inte marknadsräntor på repotransaktioner ytterligare för att Riksgälden tillhandahöll obegränsat med i statsobligationer via sin repofacilitet till en ränta som motsvarade styrräntan minus $0,4$ procentenheter. Under samma period fanns tecken på att räntor i statsobligationer med längre löptid sjönk ungefär lika mycket i förhållande till styrräntan som räntor på korta repotransaktioner. Även räntor på statsskuldväxlar med kort återstående löptid föll i samband med att Riksbanken påbörjade sina köp och var lägre än styrräntan.⁷⁴

Diagram 10. Riksbankens innehav av statsobligationer, räntor och förväntad styrränta

Miljarder kronor respektive räntepunkter (vänster) samt procent (höger)



Anm. Det blå fältet visar volymen nominella statsobligationer som ägs av annan än Riksbanken. Ränta på repotransaktioner för nominella statsobligationer relativt styrräntan. Räntan på repotransaktioner som går över årsskifte kan påverkas av årsskifteseffekter. Dessa räntenoteringar är borttagna.

Källor: Nordea Markets, Riksgälden och Riksbanken.

Utländsk portföljbalansering mellan olika svenska tillgångar

Beechey (2022) studerar vilka aktörer som har sålt obligationer till Riksbanken under de perioder då Riksbanken har byggt upp sitt innehav av värdepapper. Enligt studien sålde utländska aktörer svenska statsobligationer i samma utsträckning som inhemska investerare, och det utländska kapitalet stannade i Sverige och sökte sig till andra mer riskfyllda tillgångar som till exempel säkerställda obligationer och företagsobligationer. Det gick till på ett liknande sätt under pandemiåren när utländska investerare generellt lämnade svenska obligationsmarknader, men de kompenserade för detta genom att köpa obligationer utgivna av svenska icke-finansiella företag samt ge lån till

⁷⁴ Räntan på statsskuldsväxlar med en respektive tre månader kvar till förfall var i genomsnitt ungefär $0,16$ procentenheter lägre än styrräntan under perioden 2015–2021.

och köpa aktier i svenska icke-finansiella företag. Studien talar därigenom för att utländska investerare balanserade om sina portföljer med svenska tillgångar och därmed bidrog till ett lägre ränteläge.

Värdepappersköpen under pandemin skiljde sig i flera avseenden från de tidigare köpen

Jämfört med köpen 2015–2017 var motiven för köpen, men framförallt deras sammansättning, annorlunda under pandemiåren 2020–2021 (se kapitel 1). Medan de tidigare köpen hade motiverats med att de fungerade som en mer allmänt stimulerande penningpolitisk åtgärd var köpen under pandemin 2020–2021 till betydande del inriktade på att säkerställa kreditförsörjningen och att transmissionen av Riksbankens styrränta till ekonomin skulle fortsätta att fungera väl i en mycket osäker tid på de finansiella marknaderna.⁷⁵ Köpen skulle därigenom förhindra en utveckling där utlåningen till ekonomin minskade kraftigt. Om ett sådant scenario skulle bli verklighet kunde det kraftigt förvärra det ekonomiska läget i den redan utsatta situationen. Syftet med köpen var därför primärt att hindra att utbudet av krediter skulle minska kraftigt och att räntorna skulle gå upp, inte att tydligt sänka utlåningsräntorna till hushåll och företag.

Riksbanken hade vid pandemins utbrott redan ett betydande innehav av statsobligationer. Tillsammans med problemen på företagsobligationsmarknaden och oron kring utvecklingen på marknaden för säkerställda obligationer bidrog detta till att Riksbanken aviserade köp med en annan sammansättning av värdepapper än tidigare. Köpen, som totalt kom att uppgå till nära 14 procent av BNP, omfattade, utöver nominella och reala statsobligationer som man tidigare hade köpt, även säkerställda obligationer, kommunobligationer och företagscertifikat, och i ett senare skede även företagsobligationer och statsskuldsväxlar. Om man inte tar hänsyn till Riksbankens köp av statsskuldsväxlar och företagscertifikat, utgjordes köpen av 67 procent säkerställda obligationer, ungefär 17 procent kommunobligationer, 14 procent statsobligationer och 2 procent företagsobligationer.

Det är något lättare att analysera vilka effekter värdepappersköpen fick på grund av att Riksbanken inte använde styrräntan eller signalerade några betydande ändringar av styrräntebanan parallellt med aviseringarna av köpen. Det finns dock flera andra faktorer som gör det svårt att identifiera köpens effekter, utöver att perioden präglas av stor volatilitet på de finansiella marknaderna.⁷⁶ För det första vidtog Riksbanken en mängd åtgärder parallellt med aviseringarna av värdepappersköp under några intensiva veckor i mars och april 2020.⁷⁷ För det andra vidtog andra centralbanker och regeringar, både i Sverige och i omvärlden, en rad andra åtgärder under samma period som påverkade såväl finansiella marknader som den ekonomiska aktiviteten. För det tredje användes köpen i betydande utsträckning till att förhindra en oönskad utveckling. Detta komplicerar analysen eftersom vi inte vet hur utvecklingen på de finansiella

⁷⁵ Se Sveriges riksbank (2020b).

⁷⁶ Se diskussion i Gustafsson (2022).

⁷⁷ För en översikt av åtgärderna i Sverige och omvärlden, se till exempel Gustafsson och von Brömsen (2021).

marknaderna och ekonomin hade sett ut i avsaknad av Riksbankens aviseringar av värdepappersköp.

Effekterna av Riksbankens pandemiköp tycks återspegla köpens sammansättning

I en händelsestudie finner Gustafsson (2022) att Riksbankens köp bidrog till mer expansiva finansiella förhållanden under pandemin. Då köp av flera typer av värdepapper aviserades samtidigt är det svårt att separera effekterna utifrån de olika typerna. Den samlade rörelsen i långa statsobligationsräntor som följde Riksbankens aviseringar av köp av stats- och kommunobligationer samt säkerställda obligationer var sammantaget liten. Effekten var dock sannolikt större eftersom globala ränteuppgångar sammanföll med några av aviseringarna. Standardiserat skulle köp av värdepapper, med denna sammansättning motsvarande 1 procent av BNP, ha inneburit att ränteskillnaden mellan den svenska och tyska tioåriga statsobligationsräntan minskade med 0,014 procentenheter.⁷⁸

Att köpen till relativt stor del kom att omfatta säkerställda obligationer och kommunobligationer återspeglades i att effekterna tycks ha blivit större på räntorna på dessa värdepappersslag. Ränteskillnaden mellan såväl säkerställda obligationer som kommunobligationer med en löptid på fem år och den förväntade korträntan för motsvarande period var drygt -0,02 procentenheter. Studien indikerar vidare att Riksbankens köp försvagade kronan något och höjde aktiepriserna, vilket inte hade skett om inga köp hade genomförts.

I analysen av Beechey och Gustafsson (2023) framstår effekten av Riksbankens köp under pandemin som måttlig med en cirka 0,1 procentenhet lägre löptidspremie. Det reflekterar att köpen av statsobligationer som Riksbanken gjorde under 2020 och 2021 var relativt små, men sannolikt också att studien inte tar hänsyn till hur köpen av övriga värdepapper påverkade löptidspremien.

Riskpremier på marknaden för säkerställda obligationer föll tydligt under 2020 efter att Riksbanken aviserat sina värdepappersköp

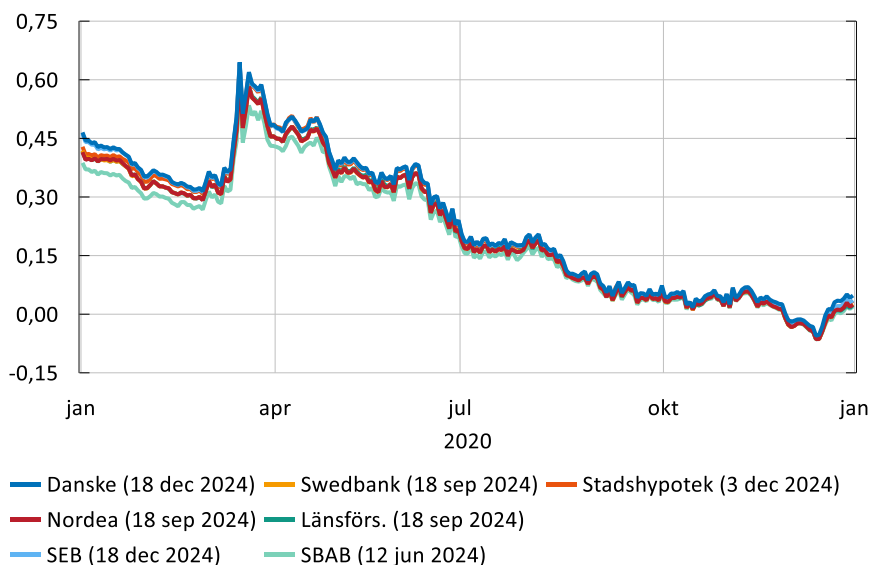
För att undersöka vilka tänkbara effekter de omfattande köpen av säkerställda obligationer kan ha haft konstruerar Alsterlind (2021) ett mått på ränteskillnader för att belysa den ränteutveckling som var specifik för marknaden för säkerställda obligationer. Alsterlind gör det genom att kontrollera för både hur marknadsaktörers förväntningar om penningpolitiken förändrades och hur mer generella riskpremier som till exempel löptidspremien utvecklades. Enligt detta mått ökade räntedifferensen mellan säkerställda obligationer med en löptid mellan tre och fem år och motsvarande obligationer som diskonterats med marknadens prissättning av förväntad kortränta till 0,5–0,6 procentenheter när pandemin bröt ut i mars 2020. Redan i slutet av mars, efter att Riksbanken erbjöd sig att köpa värdepapper, började dock denna ränteskillnad minska och följdes av en kraftig nedgång till nära 0 procentenheter under

⁷⁸ De aviserade värdepappersköpen under pandemin motsvarade 700 miljarder kronor, knappt 14 procent av 2019 års BNP.

resten av 2020, vilket var betydligt lägre än ränteskillnaden före pandemin (se diagram 11). Ränteskillnaden mellan de olika bolåneinstitutens obligationer minskade också och räntorna sjönk även på säkerställda obligationer som Riksbanken inte hade köpt. Men det är svårt att fastställa precis hur mycket av utvecklingen som orsakades av Riksbankens aviserade köp. Det beror bland annat på att situationen på de finansiella marknaderna var så pass osäker och att både Riksbanken och andra vidtog många åtgärder mer eller mindre samtidigt såväl i Sverige som utomlands.⁷⁹

Diagram 11. Riskpremien på marknaden för säkerställda obligationer

Procentenheter



Anm. Riskpremien beräknas som skillnaden mellan räntan på riktmärkesobligationer, utgivna av de sju stora bolåneinstituten, med löptid till 2024 och motsvarande obligationer som diskonterats med genomsnittlig förväntad styrränta under återstående löptid enligt marknadens pris-sättning. Räntorna för de säkerställda obligationerna avser genomsnittet mellan köp- och säljkurs.

Källa: Alsterlind (2021).

Perspektiv på effekternas magnitud

För att sätta de uppskattade effekterna i ytterligare perspektiv kan vi jämföra dessa med hur finansiella priser utvecklades under de två perioder när Riksbanken byggde upp sitt värdepappersinnehav. Ur studierna ovan noteras att statsobligationsköpen under 2015–2017 motsvarande knappt 7 procent av BNP sammantaget uppskattas ha bidragit till ungefär 0,3 procentenheter lägre tioåriga statsobligationsräntor. Detta kan jämföras med den faktiska utvecklingen av statsobligationsräntorna som innebar en nedgång i ungefär samma storleksordning (se diagram 12).

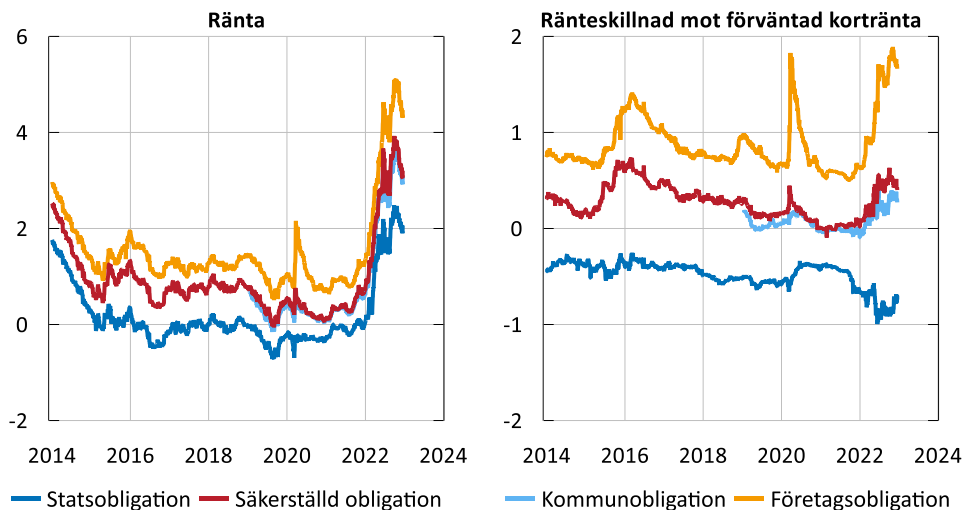
Under perioden 2020–2021 köpte Riksbanken främst andra värdepapper motsvarande nära 14 procent av BNP, varav köpen av säkerställda och kommunobligationer tillsammans uppgick till ungefär 85 procent av dessa köp. Uppskattningar av effekten

⁷⁹ Även Riksbankens köp av stats- och kommunobligationer kan förväntas ha bidragit till nedgången i räntorna på säkerställda obligationer via portföljbalansering bland investerare.

på riskpremierna på dessa värdepappersslag uppgår enligt händelsestudien i Gustafsson (2022) också till ungefär 0,3 procentenheter, samtidigt som Alsterlind (2021) visar att riskpremien på säkerställda obligationer föll från topp till botten med ungefär 0,6 procentenheter även om denna förändring inte uteslutande ska kopplas till köpen (se diagram 11). Ränteskillnaden mellan säkerställda obligationer med fem års löptid och den förväntade korträntan föll också i snarlik utsträckning mellan mitten av mars 2020 och slutet av 2020. Det är dock viktigt att komma ihåg att även om de uppskattade effekterna i betydande utsträckning motsvarar de observerade rörelserna i räntor respektive räntedifferenser betyder det inte att värdepappersköpen är den enda faktorn som förklarar utvecklingen.

Diagram 12. Svenska räntor på olika obligationslag, 5 års löptid

Procent (vänster) respektive procentenheter (höger)



Anm. Statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer och företagsobligationer avser nollkupongränta. Företagsobligationer avser obligationer/företag med kreditbetyg motsvarande *investment grade*. Säkerställda obligationer avser obligationer utgivna av Stads-hypotek och kommunobligationerna är utgivna av Kommuninvest i Sverige AB.

Källa: Bloomberg, Macrobond, Refinitiv och Riksbanken.

4.2 Effekter på räntor till hushåll och företag och kreditvolymer

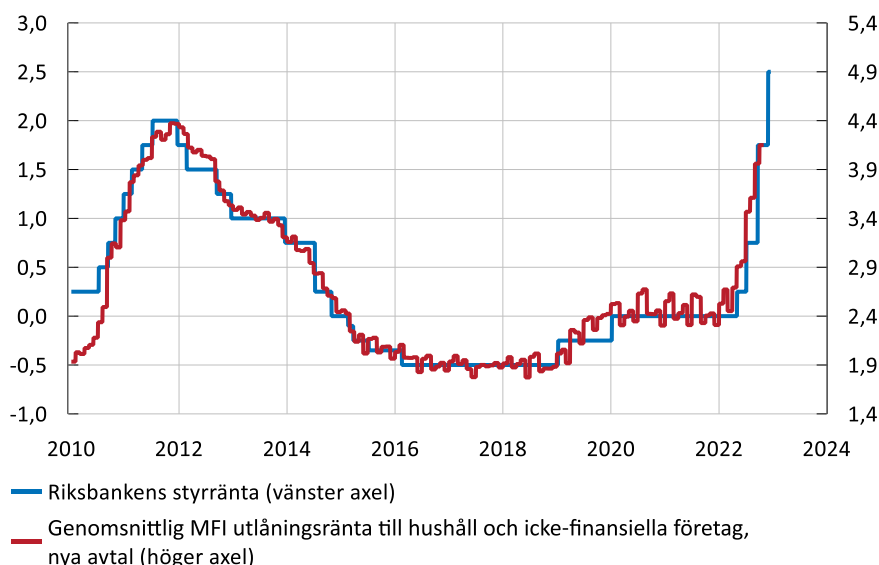
Effekterna på värdepappersräntor tyder på en expansiv effekt i senare delar av transmissionen

Genom att köpa statsobligationer ville Riksbanken sänka längre räntor generellt i ekonomin. Ett allmänt lägre ränteläge gör att finansieringskostnaderna för banker också minskar, och det är en förutsättning för att de lägre marknadsräntorna också ska avspeglas i bankernas utlåningsräntor. Det finns en begränsad mängd studier som beskriver och analyserar de här senare leden i den penningpolitiska transmissionen.

De analyser vi har diskuterat tidigare där man har studerat statsobligationsköpen under perioden 2015–2017 tyder på att köpen har bidragit till mer expansiva finansiella förhållanden genom att bland annat sänka statsobligationsräntorna. Detta tycks i sin tur även ha påverkat räntorna på mer riskfyllda obligationer och minskade därigenom finansieringskostnaderna för banker och företag.⁸⁰ Men när man tittar på data över utlåningsräntor ser det ut som att utlåningsräntor till hushåll och företag har följt styrräntan förhållandevis nära även när Riksbanken gjorde omfattande värdepappersköp (se diagram 13), vilket talar för att köpen fick begränsat genomslag via räntekanalerna.⁸¹

Diagram 13. Styrränta och genomsnittlig utlåningsränta till hushåll och företag

Procent



Anm. Genomsnittlig utlåningsränta från monetära finansiella institut till hushåll och icke-finansiella företag, nya och omförhandlade avtal.

Källa: SCB och Riksbanken.

Under pandemin tyder studierna som vi har diskuterat ovan främst på att värdepappersköpen bidrog till att minska riskpremierna på de värdepapper som Riksbanken köpte. Riskpremien på säkerställda obligationer sjönk till exempel till nära noll, vilket är betydligt lägre än vad den var före pandemin.⁸² Mot bakgrund av att de stora bolåneinstitutens enskilt största finansieringskälla för att ge ut bolån är säkerställda obligationer, estimerar Emanuelsson m.fl. (2022) sambandet mellan förändringar i räntorna på säkerställda obligationer när Riksbanken aviserade sina köp och förändringar i bolåneräntor ett antal månader framåt i tiden.⁸³ De finner att Riksbankens köp av säkerställda obligationer bidrog till att sänka hushållens bolåneräntor, framförallt de med en räntebindningstid mellan 1 och 2 år. Mer specifikt uppskattas en ränta som är

⁸⁰ Se Melander (2021).

⁸¹ Se Erikson och Vestin (2021).

⁸² Se Alsterlind (2021).

⁸³ För en beskrivning av hur de svenska bankernas finansiering påverkar bolåneräntorna, se Eidedstedt m.fl. (2020). De säkerställda obligationerna utgör ungefär 70 procent av den totala finansieringen för svenska bolån. Återstående 30 procent finansieras genom en blandning av andra skulder och eget kapital.

0,10 procentenheter lägre på säkerställda obligationer ha inneburit att bolåneräntor med en bindningstid på mellan ett och två år blev ungefär 0,10 procentenheter lägre efter ett drygt halvår. Effekten inträffade något senare och var svagare på de rörliga bolåneräntorna med räntebindingstider upp till tre månader.

När Riksbanken aviserade sina köp av företagscertifikat och företagsobligationer bidrog det sannolikt till att många stora företag fick tillbaka sitt förtroende för marknadsfinansieringen.⁸⁴ Ett tecken på det var att skillnaderna mellan sälj- och köppriser på obligationerna föll tillbaka från kraftigt förhöjda nivåer efter Riksbankens avisering (se diagram 5 i kapitel 1). Utlåningsräntor förblev sammantaget också låga, vilket låg väl i linje med att Riksbanken delvis försökte förebygga en negativ utveckling (se diagram 13). Detta gör det givetvis svårt att identifiera vilka effekter tillgångsköpen hade på utlåningsräntor och kreditvolymerna under denna period eftersom man skulle behöva jämföra den faktiska utvecklingen med ett scenario där räntorna stiger tydligt.

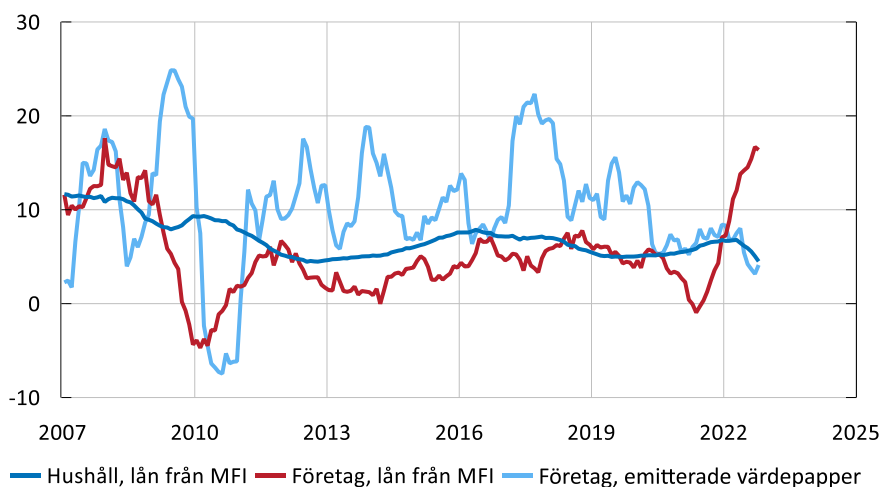
Ingen omfattande kreditåtstramning under pandemin

Om man tittar på hur kreditvolymerna utvecklades under pandemin tecknar det också bilden av att kreditförsörjningen sammantaget fungerade väl och det blev ingen omfattande kreditåtstramning under pandemin (se diagram 14). Doherty med flera (2022) studerar mikrodata över företagens bankkrediter och finner att utvecklingen i bankutlåningen främst förklarades av utvecklingen i stora företag, som bland annat tillfälligt ersatte lån som de tidigare tagit upp på marknaden med banklån. Det skedde under en period våren 2022 när företagsobligationsmarknaden inte fungerade särskilt väl. De mindre företagens upplåning låg samtidigt på en relativt hög nivå under stora delar av pandemin, även om det finns tecken på att de allra minsta företagen kan ha haft något svårare att få lån. Företagen i de branscher som drabbades hårdast av pandemin hade samtidigt mer eller mindre samma lånevolymer som tidigare.

⁸⁴ Se Gustafsson och von Brömsen (2021).

Diagram 14. Hushållens och företagens upplåning

Årlig procentuell förändring



Anm. Monetära finansiella institut (MFI) utlåning till hushåll och icke-finansiella företag justerad för omklassificeringar samt köpta och sålda lån. De icke-finansiella företagens emitterade värdepapper avser nettoemissioner och är valutajusterade. Lån från MFI utgör cirka två tredjedelar av den totala utlåningen till företag medan emitterade värdepapper utgör cirka en tredjedel.

Källa: SCB.

4.3 Värdepappersköpens effekter på BNP och inflationen

Det finns begränsade erfarenheter av värdepappersköp och ont om studier som analyserar påverkan på produktionen och inflationen i en liten öppen ekonomi som den svenska där växelkursen kan ha en framskjutet roll. Det gäller i synnerhet köp av privata värdepapper, som Riksbanken gjorde i stor utsträckning under pandemin.

Positiva effekter på realekonomin och inflationen av köpen, men få studier och osäkra resultat

De Rezende och Ristinemi (2020) estimerar en skugggränta utan en nedre gräns för att mäta hur expansiv penningpolitiken var om man inte bara beaktar förändringar i styrräntan utan även förändringar i Riksbankens publicerade styrräntebana och förändringar i värdepappersköpen. Med hjälp av skugggräntan och effekterna av en förändring i styrräntan i en makroekonomisk modell beräknar de att statsobligationsköpen 2015–2019 bidrog till att höja inflationen med en halv procentenhet.

Di Casola och Stockhammar (2021) använder en så kallad BVAR-modell för att estimerar vilka effekter statsobligationsköpen hade på BNP och inflationen 2015–2018 där de också kontrollerar för ECB:s värdepappersköp. Resultaten tyder på att Riksbankens köp hade en positiv påverkan på BNP och försvagade kronan, men samtidigt fick växelkursförsvagningen ett begränsat genomslag på inflationen. Analysen tyder också på att ECB:s värdepappersköp hade tydliga positiva spridningseffekter till svensk BNP och inflation.

Akkaya med flera (2023a) analyserar effekterna av köpen av statsobligationer i en allmän-jämviktsmodell som kan förklara övergripande förändringar i växelkursen och prissättningen på obligationsmarknaderna. Modellen tar, till skillnad från många andra modeller som har använts för analyser av större ekonomier, hänsyn till aspekter som är viktiga för en liten, öppen ekonomi. I simuleringar finner de att statsobligationsköpen bidrog till högre BNP, en svagare krona och högre inflation under perioden 2015–2019. Mer specifikt tyder resultaten på att statsobligationsköp som motsvarade 1 procent av BNP bidrog till som mest 0,02 procent högre BNP och 0,03 procentenheter högre inflation (se tabell 3). Sammantaget innebar Riksbankens köp att BNP blev 0,2 procent högre, kronan blev 2,5 procent svagare och inflationen blev 0,2 procentenheter högre i genomsnitt under perioden. Akkaya med flera (2023b) analyserar Riksbankens värdepappersköp under pandemin, som även inkluderade köp av kommunobligationer och säkerställda obligationer, och finner att dessa bidrar till i genomsnitt 0,2 procent högre BNP och 0,25 procentenheter högre inflation under 2020–2023.

Tabell 3. Effekter på BNP, arbetslöshet och inflation av statsobligationsköp motsvarande 1 procent av BNP

Procent respektive procentenheter

| | De Rezende och Ristiniemi (2020) | Di Casola och Stockhammar (2021) | Akkaya m.fl. (2023a) |
|-------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------|
| BNP (procent) | | 0,16 till 0,41 | 0,02 |
| Arbetslöshet (procentenheter) | 0,13 | | |
| Inflation (procentenheter) | 0,07 | –0,06 till 0,17 | 0,03 |

Anm. De Rezende och Ristiniemi (2020) avser en nerskalad effekt utifrån resultatet att köpen motsvarande ungefär 6,5 procent av BNP 2015–2019 bidrog till knappt en halv procentenhet högre inflation i slutet av perioden och drygt 0,8 procentenheter lägre arbetslöshet. Di Casola och Stockhammar (2021) avser maximal effekt för BNP och total effekt för inflationen. Akkaya m.fl. (2023a) avser maximal effekt för BNP och inflationen.

Källa: De Rezende och Ristiniemi (2020), Di Casola och Stockhammar (2021) och Akkaya m.fl. (2023a).

4.4 Andra effekter av Riksbankens värdepappersköp

Hittills har vi fokuserat på syftet med köpen av värdepapper och vad olika studier har kommit fram till när det gäller köpens avsedda effekter på olika finansiella priser, på räntor till hushåll och företag och i slutänden realekonomin och inflationen. Framställningen har alltså hittills i princip fokuserat på hur köpen har bidragit till att nå Riksbankens penningpolitiska måluppfyllelse.

Vilka penningpolitiska åtgärder som vidtas är dock alltid en avvägning mellan de effekter man vill uppnå och andra effekter som samtidigt kan uppstå. Köpen kan till exempel få effekter på områden som ligger utanför centralbankens mandat eller som andra politikområden har bättre möjligheter att påverka. För centralbanken är det viktigt att

uppmärksamma sådana effekter men också att tydligt kommunicera syftet med köpen och hur de är kopplade till centralbankens mandat.⁸⁵

Den internationella litteraturen diskuterar flera olika effekter som kan uppstå när centralbanker köper värdepapper, bland annat på marknadens funktionssätt, centralbankens finansiella resultat, den finansiella stabiliteten samt på samhällets inkomst- och förmögenhetsfördelning. I det här avsnittet beskriver vi dessa i den svenska kontexten. Få studier analyserar dock specifikt dessa effekter.

Värdepappersköpens transmission kan bidra till att mer varaktigt påverka marknadernas funktionssätt

Välfungerande marknader är en förutsättning för att den penningpolitiska transmissionen ska fungera. Riksbanken köpte till exempel företagscertifikat under pandemin för att upprätthålla transmissionen av styrräntan till denna marknad. En tänkbar konsekvens av att Riksbankens började köpa olika värdepapper, som till exempel statsobligationer och säkerställda obligationer där Riksbanken nu äger en betydande andel av de utestående volymerna, är samtidigt att det på olika sätt mer varaktigt kan påverka marknadernas funktionssätt. Den övergripande risken är att köpen har en negativ påverkan som i förlängningen skulle kunna innebära att statens och bolåneinstitutens upplåning försvåras eller blir dyrare. Det finns dock ännu inte några tydliga tecken på att primärmarknaden för statsobligationer skulle fungera sämre. Intresset vid Riksgäldens emissioner på primärmarknaden har tvärtom varit högt och räntorna låga.

En viktig kanal för värdepappersköpens transmission går genom att Riksbanken minskar utbudet av handlade värdepapper och därigenom minskar löptidspremien, något som får investerarna att balansera om sina portföljer. Samtidigt behöver finansiella aktörer tillgång till statsobligationer för att sköta den dagliga handeln på marknaden. För att upprätthålla funktionaliteten på marknaden har Riksbanken utformat köpprogrammen på ett sätt som skapar förutsägbarhet och till exempel begränsar Riksbankens innehav i enskilda obligationsutgåvor. Riksgäldens marknadsvårdande repofacilitet, som utifrån efterfrågan kortfristigt tillhandahåller obegränsade volymer statsobligationer till ett pris motsvarande 0,4 procentenheter under styrräntan, har också varit viktig för att säkerställa en välfungerande marknad (se kapitel 2.4). Även om Riksgäldens facilitet är utformad för att kunna hantera en stor efterfrågan på statsobligationer, kan en varaktig och omfattande användning av faciliteten innebära att Riksgälden behöver minska sin övriga upplåning.

Marknadsaktörer har samtidigt under en längre tid gett uttryck för att likviditeten på flera andrahandsmarknader har försämrats i såväl Riksgäldens som Riksbankens enkäter. Viktiga förklaringar till den utvecklingen innefattar sannolikt att reglerna har förändrats på de finansiella marknaderna och gjort det mindre attraktivt att agera intermediär, men också det minskade utbudet av värdepapper som varit tillgängliga för handel till följd av ett minskat statligt lånebehov och Riksbankens köp. Ett sätt att undersöka marknadernas funktionssätt är att studera marknadslikviditeten. Blix Grimaldi med flera (2021) analyserar hur en uppsättning olika transaktionsbaserade mått på

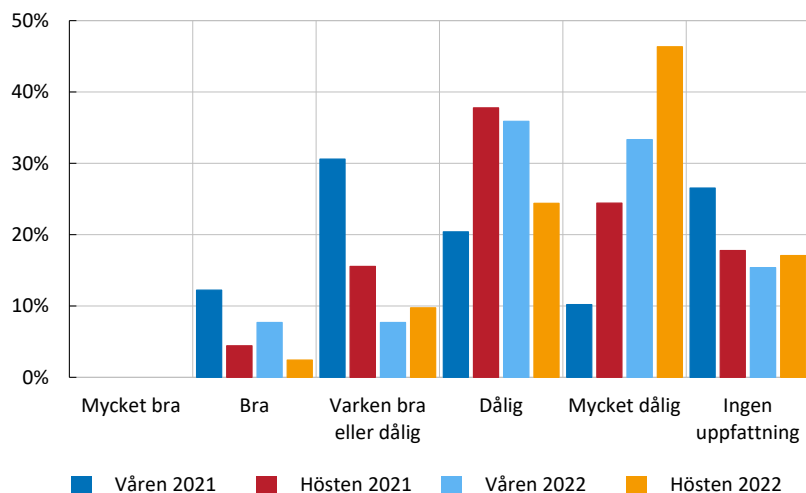
⁸⁵ Se till exempel Bank for International Settlements (2019).

marknadslikviditet förhåller sig till hur Riksbankens köp respektive innehav utvecklades under perioden 2012–2020. Resultaten tyder på att Riksbankens köp initialt förbättrade likviditeten på statsobligationsmarknaden, men att Riksbankens stora innehav sedan ledde till en brist på obligationer som försämrade likviditeten på marknaden. Den senare effekten tycks vara icke-linjär i och med att likviditeten försämrades tydligt när Riksbankens innehav översteg 40 procent av marknaden.

I Riksbankens finansmarknadsenkät tyckte respondenterna att likviditeten förbättrades i andrahandsmarknaden för nominella statsobligationer efter att köpen inleddes våren 2020, men att den därefter har försämrats under en period där Riksbanken ägt en betydande del av den utestående volymen (se diagram 15). En ytterligare tänkbar förklaring till det senaste årets utveckling är den volatila utvecklingen på internationella finansiella marknader som sannolikt har bidragit till att göra affärer mindre attraktiva på denna marknad. En risk är att den negativa utvecklingen påverkar sammansättningen och minskar mängden aktörer på marknaden, något som skulle kunna försvåra statens upplåning i tider då upplåningsbehovet är större och mer akut.

Diagram 15. Hur bedömer respondenterna i Riksbankens finansmarknadsenkät för närvarande marknadslikviditeten på sekundärmarknaden för nominella statsobligationer?

Andel av antal svar, procent



Anm. 41 svar totalt (hösten 2022).

Källa: Riksbanken.

Ett stort innehav av värdepapper kan innebära att centralbanker gör förluster när räntorna stiger snabbt

Centralbankernas stora köp av värdepapper de senaste femton åren har medfört att deras balansslutningar har ökat i storlek, som vi visat i kapitel 1. En konsekvens av att centralbanker bygger upp ett stort innehav av obligationer och andra värdepapper på detta sätt är att de kan göra finansiella förluster eller vinster om räntorna stiger eller sjunker snabbt. Detta är en oundviklig del av transmissionen av värdepappersköp

som Riksbanken och andra centralbanker har varit väl medvetna om och kommunicerat.⁸⁶

Under perioden när Riksbanken köpte värdepapper var räntorna låga både i Sverige och globalt. Räntorna har därefter stigit, vilket innebär att marknadsvärdet på Riksbankens värdepapper har minskat. Om Riksbanken håller värdepapperna tills de förfaller så är dock avkastningen känd. Riksbanken har betalat för värdepapperna med nyskapade centralbankspengar som har hamnat på de konton som affärsbankerna och andra motparter har hos Riksbanken. Röntan som Riksbanken betalar för pengarna på dessa konton varierar med styrräntan, vilket alltså innebär att när styrräntan stiger får Riksbanken högre räntekostnader.⁸⁷ Att ha ett så stort innehav av obligationer med lång löptid och som är finansierat med ökad inlåning i Riksbanken medför därför en betydande osäkerhet kring Riksbankens finansiella resultat. Det märks tydligt under 2022 när Riksbanken kommer att göra en betydande finansiell förlust på sitt värdepappersinnehav.⁸⁸ Detsamma gäller andra centralbanker med stora innehav av värdepapper som Federal Reserve, Bank of England och ECB.⁸⁹

Vad innebär det att en centralbank gör en förlust?⁹⁰ Centralbanker har inte som mål att gå med vinst och det har inte heller varit syftet med att köpa av värdepapper. Beror på period har syftet istället varit att se till att penningpolitiken får önskad effekt, stimulera efterfrågan i ekonomin, få upp inflationen och upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. En förlust innebär visserligen att Riksbanken får sämre möjlighet att dela ut vinst till staten. Den expansiva penningpolitiken har dock samtidigt stärkt de offentliga finanserna via olika kanaler. Bland annat ger den högre ekonomiska aktiviteten större skatteintäkter och mindre utgifter för bland annat arbetslöshetsersättningar. Statens kostnader för att låna pengar är också mindre eftersom räntorna har hållits låga. Framförallt måste dock förlusterna ställas mot att köpen bidrog till att förebygga en betydligt sämre ekonomisk utveckling under pandemin och att inflationsmålets trovärdighet bevarats.

Om centralbanken gör en stor förlust kan det medföra att centralbankens egna kapital minskar. Det behöver inte påverka centralbankens förmåga att genomföra penningpolitiken, men det kan få negativa konsekvenser om det leder till spekulationer om att den har minskat. Ett lågt eget kapital kan under vissa förutsättningar dessutom försämra centralbankens möjlighet att själv finansiera sin verksamhet, vilket kan göra att bankens finansiella oberoende blir svagare. För Riksbanken utgör den låga efterfrågan på kontanter en försvårande omständighet. Överskottet från monopolet på att ge ut

⁸⁶ Se bland annat af Jochnick (2015) och Flodén (2016) som noterar att obligationsköpen ökar riskerna på centralbankens balansräkningar i allmänhet och på Riksbankens balansräkning i synnerhet. Förluster av den storlek som väntas året 2022 har även nämnts tidigare av Riksbanken som ett tänkbart men mycket osannolikt scenario med stora ränteuppgångar (se Sveriges riksbank, 2020c).

⁸⁷ För mer detaljer om Riksbankens kommande resultat och konsekvenser av att Riksbanken gör förluster, se Sveriges riksbank (2022c) och Kjellberg och Åhl (2022).

⁸⁸ Redovisningsprincipen som Riksbanken följer innebär att förlusten blir förhållandevis stor det år då förändringen av räntor och marknadsvärde inträffar. Åren efter utvecklas resultatet mer normalt. Se vidare Kjellberg och Åhl (2022).

⁸⁹ Se Levin m.fl. (2022).

⁹⁰ För en diskussion kring detta, se Nordström och Vredin (2022).

pengar är mycket litet och försämrar Riksbankens förutsättningar att själv bygga upp det egna kapitalet.

Andra åtgärder viktiga för att motverka uppbyggnad av stabilitetsrisker

Riksbanken och andra centralbanker gjorde sina köp av värdepapper som under pandemin bland annat för att säkerställa att problem med likviditetsförsörjningen och kreditgivningen inte skulle leda till en finansiell kris som skulle förvärra konjunkturedgången ytterligare. Köpen bidrog på så vis till att upprätthålla den finansiella stabiliteten i ekonomin. Å andra sidan kan köp av värdepapper och andra så kallade okonventionella åtgärder av centralbanker dock ha effekter som i mer normala tider bidrar till att bygga upp stabilitetsrisker.⁹¹

Riskerna bottnar då främst i att åtgärderna bidrar till att pressa ner ränteläget, eventuellt under långa perioder. Det kan till exempel medföra att affärsbankernas resultat och finansiella ställning påverkas negativt och att marknadsaktörer och finansiella institutioner i allt större utsträckning söker sig till mer riskfyllda värdepapper för att få en högre avkastning som gör att priser på olika tillgångar ökar mycket.

Man kan vidta åtgärder för att motverka den här typen av stabilitetsrisker, inte minst mikro- och makrotillsynsåtgärder. Det kan till exempel handla om åtgärder för att begränsa hushållens skulduppbyggnad, och skärpningar av värden på kapitalbuffertar i banker. När Riksbanken under 2015 gjorde penningpolitiken mer expansiv genom att sänka styrräntan under noll och påbörja köpen av statsobligationer poängterades att låga räntor samtidigt bidrar till att trenderna med stigande bostadspriser och större skuldsättning hos svenska hushåll skulle fortsätta. Riksbanken noterade därför att det var angeläget att regeringen och andra myndigheter skulle vidta åtgärder för att minska riskerna med hushållens skuldsättning och öka hushållens motståndskraft. Detta har Riksbanken upprepat under hela perioden 2015–2022, bland annat i sina stabilitetsbedömningar.⁹² Finansinspektionen har under denna period också i två steg infört amorteringskrav för hushållen, 2016 och 2018.

Stora köp av privata värdepapper aktualiserar diskussionen om *moral hazard* och effekter på kreditallokeringen

Under den globala finanskrisen och pandemin köpte många centralbanker betydande volymer privata värdepapper. I många fall motiverade de köpen med att de ville värna den penningpolitiska transmissionen på dessa marknader. Men genom att centralbankerna tog över risk från investerare i ett kritiskt läge ökade sannolikt förekomsten av

⁹¹ Se till exempel Dell’Ariccia med flera (2018), Bank for International Settlements (2019) och Bernanke (2020).

⁹² Den växande skuldsättningen hos de svenska hushållen har gått hand i hand med stigande bostadspriser. Att bostadspriserna har stigit trendmässigt beror på flera faktorer, bland annat det låga ränteläget men också en dåligt fungerande bostadsmarknad. Den grundläggande orsaken till det låga ränteläget är en trendmässig nedgång i det globala ränteläget som Riksbanken och andra centralbanker inte kan påverka men som man har behövt anpassa penningpolitiken till.

så kallad *moral hazard*, det vill säga att kreditgivare och låntagare tar större risker utan att det nödvändigtvis reflekteras i ökade riskpremier.

Under pandemin kom Riksbankens värdepappersköp att till en betydande del att avse privata värdepapper, främst säkerställda obligationer men i mindre utsträckning också företagsobligationer. Utöver *moral hazard*-problematiken som vi har beskrivit ovan fanns en annan risk med dessa köp. Eftersom de pågick under en längre tid riskerade de att påverka marknadernas prissättningsmekanismer mer varaktigt, något som i förlängningen kan förväntas leda till att kreditallokeringen i ekonomin blir mindre effektiv.⁹³

Riskpremierna på säkerställda obligationer kom också att sjunka tillbaka kraftigt efter Riksbankens aviseringar av köpen i mars, för att i slutet av 2020 vara nära noll. Det var avsevärt lägre än vad de var innan pandemin.⁹⁴ Detta gjorde det allt billigare för bankerna att finansiera sin utlåning till bostadsköp. Bankerna vittnade också om en mycket god likviditetssituation under sommaren och hösten 2020.⁹⁵ Denna utveckling tycks också ha gjort ett visst avtryck i lägre korta bolåneräntor, något som talar för att köpen av säkerställda obligationer kan ha bidragit till en större utlåning till hushållen och därigenom indirekt understött prisuppgången på bostäder under pandemin.⁹⁶ Varken bolåneräntorna eller hushållens ränteförväntningar minskade dock särskilt mycket under pandemiåren och köpen av säkerställda obligationer framstår inte som en särskilt viktigt drivkraft för efterfrågan på bostäder under denna period.⁹⁷

Penningpolitiken påverkar inkomst- och förmögenhetsfördelningen, men nettoeffekten är oklar

En annan fråga som har diskuterats både internationellt och i Sverige är om centralbankernas köp av värdepapper har bidragit till att spridningen i hushållens inkomster och förmögenheter har ökat.⁹⁸ En expansiv penningpolitik stimulerar nämligen ekonomin, oavsett om det är via låga styrräntor eller köp av värdepapper, och bidrar bland annat till att priserna på aktier och andra finansiella tillgångar stiger. Eftersom det framför allt är personer i toppen av inkomst- och förmögenhetsfördelningen som äger sådana tillgångar blir fördelningen ännu mer ojämn när de priserna stiger.⁹⁹

⁹³ Bank for International Settlements (2019) diskuterar både *moral hazard* och ineffektiv allokering av krediter som tänkbara sideoffekter. Teoretiskt kan en ineffektiv allokering leda till en strukturellt lägre produktivitet och lägre jämviktsränta.

⁹⁴ Se Alsterlind (2021).

⁹⁵ Se Gustafsson och von Brömsen (2021).

⁹⁶ Se Emanuelsson m.fl. (2022).

⁹⁷ I Sveriges riksbank (2021b) analyserade Riksbanken utvecklingen på bostadsmarknaden under pandemin. I fördjupningen konstaterar man att blygsamma nedgångar i bolåneräntorna och små förändringar i hushållens ränteförväntningar inte var centrala för att förstå den kraftiga prisuppgången på bostäder som ägde rum efter pandemins utbrott. En större del av prisuppgången tillskrevs istället ett preferensskifte bland hushållen till följd av att en större andel av arbetet i framtiden förväntades ske från hemmet.

⁹⁸ Se till exempel Andersson m.fl. (2021) för en diskussion om penningpolitikens fördelningseffekter.

⁹⁹ Det gäller framför allt förmögenhetsfördelningen, men även inkomstfördelningen om man inkluderar vinsterna vid försäljningar av tillgångarna i inkomsterna. Det är också viktigt att notera att de flesta hushåll i Sverige äger aktier via offentliga och privata pensionsfonder. Om man inkluderar de tillgångarna är förmögenheterna jämnare fördelade mellan hushållen.

Men en expansiv penningpolitik har också andra effekter. Lägre räntor bidrar till att priserna stiger på reala tillgångar som villor och bostadsrätter. Där är fördelningseffekten inte lika uppenbar, eftersom reala tillgångar är jämnare fördelade bland hushållen. En expansiv penningpolitik påverkar dessutom annat än tillgångspriser. När den ekonomiska aktiviteten ökar blir fler personer sysselsatta och får löner istället för stöd och bidrag. Det gör att inkomsterna ökar relativt mycket för personer i den nedre delen av inkomstfördelningen. Vad den sammantagna effekten är på inkomst- och förmögenhetsfördelningen är därför inte uppenbart och resultaten från studier av detta är blandade.

Det är alltså inte uppenbart om en expansiv penningpolitik bidrar till en jämnare eller mer ojämn fördelning av inkomster och förmögenheter. I ett längre perspektiv, sett över en hel konjunkturcykel med både expansiv och restriktiv penningpolitik, bör effekterna på fördelningen dessutom till stor del ta ut varandra. Det är bland annat av dessa skäl som fördelningspolitik normalt inte har varit en uttalad uppgift för centralbanker, utan den anpassas bättre inom ramen för finanspolitiken.

5 Diskussion av effekter och erfarenheter av Riksbankens värdepappersköp

I det föregående kapitlet redovisade vi resultaten från olika uppsatser som har studerat effekterna av Riksbankens köp av värdepapper. Sammantaget tyder studierna på att köpen bidragit till mer expansiva förhållanden på de finansiella marknaderna och att detta även inneburit högre ekonomisk aktivitet och inflation. Det behövs dock mer analys för att bättre förstå effekterna av värdepappersköp i små, öppna ekonomier som den svenska. Detta gäller i synnerhet hur värdepappersköpen verkar genom det finansiella systemet och i slutändan påverkar den ekonomiska aktiviteten och inflationen. Uttalanden om storleksordningen på köpens makroekonomiska effekter är osäkra. Studierna är få och bygger med nödvändighet på förenklade antaganden om hur köpen verkar genom ekonomin. Det finns dessutom faktorer som komplicerar beräkningarna men som samtidigt är viktiga att ta hänsyn till för att man ska kunna uttala sig om den faktiska effekten av köpen.

I slutet av 2020 och 2021 genomförde Riksbanken de tidigare aviserade köpen av säkerställda obligationer och företagsobligationer trots att räntorna på dessa marknader var nära eller lägre än vad de var innan pandemin. Detta gjordes bland annat mot bakgrund av den fortsatta osäkerhet som präglade pandemins utveckling och dess konsekvenser för finansiella marknader.

Det behövs fler studier av små, öppna ekonomier

På sensommaren 2012 höll den dåvarande chefen för Federal Reserve, Ben Bernanke, ett inledningsanförande på den årliga konferensen i Jackson Hole.¹⁰⁰ Han talade om penningpolitiken och den amerikanska centralbankens erfarenheter av att köpa värdepapper och andra så kallade okonventionella åtgärder under och efter den globala finanskrisen. Vid starten av köpen var den penningpolitiska kommittén på Federal Reserve vägled av några grundläggande principer och visst insiktsfullt akademiskt arbete, men – med ett viktigt undantag från Japan – begränsade historiska erfarenheter. Bernanke menade därför att penningpolitiken i USA varit präglad av ett visst mått av *”learning by doing”*, precis som den hade varit i andra länder där centralbankerna hade genomfört liknande åtgärder.

Femton år efter finanskrisen kan vi konstatera att litteraturen om centralbankers köp av värdepapper har vuxit avsevärt och att de historiska erfarenheterna av det nu är betydligt fler, gäller fler centralbanker och också inkluderar en ny typ av kris. I den här

¹⁰⁰ Bernanke (2012).

studien har vi försökt sammanfatta kunskapsläget kring sådana värdepappersköp med särskilt fokus på erfarenheterna av Riksbankens köp. En första reflektion kring detta är att den teoretiska och empiriska litteraturen om värdepappersköp visserligen har vuxit, men vi saknar fortfarande en del kunskap om hur köpen verkar genom ekonomin och vilka effekter de har. Det gäller i synnerhet för Sverige och andra små, öppna ekonomier.

Fortsatt stor osäkerhet kring värdepappersköpens transmission

Ett exempel på något vi behöver förstå bättre är när köp av värdepapper kan förväntas vara mest effektiva och hur de i så fall bör användas. När Riksbanken började köpa statsobligationer 2015 talade erfarenheterna från andra centralbanker för att värdepappersköp kunde fungera som ett substitut för att ändra styrräntan. Det fanns dock olika uppfattningar om hur effektiva köpen var. Erfarenheterna från pandemin och de stora köpprogram som olika centralbanker genomförde har påvisat att effekterna av köpen inte är oberoende av tillståndet på de finansiella marknaderna. I ljuset av de erfarenheterna finns det nu en bred diskussion om värdepappersköp framför allt ska ses som ett krisverktyg, eller om det är ett verktyg som är effektivt i normala tider men **särskilt** effektivt i kristider. Bernanke (2020) drar slutsatsen att effekterna av värdepappersköp inte avtar i takt med att oro på de finansiella marknaderna avtar medan till exempel Bailey med flera (2020) menar att erfarenheterna kan tala för att deras effekter är tillståndsberoende.

Att döma av de studier som finns av Riksbankens värdepappersköp har Riksbankens aviseringar av köpen bidragit till lägre obligationsräntor, en svagare växelkurs och mer expansiva finansiella förhållanden generellt. Kvalitativt, och till viss del storleksmässigt, är resultaten lika de som man har funnit i studier av andra centralbankers köp. Det finns alltså förutsättningar för att köpen ska ha haft effekter på produktionen, sysselsättningen och inflationen. Men, i brist på studier, är det betydligt svårare att uttala sig om hur genomslaget går från finansiella priser vidare genom det finansiella systemet. För att få en bättre uppfattning om vilka slutliga effekter köpen har fått på real ekonomin och inflationen skulle det behövas mer analys av hur de påverkar räntor som hushåll och företag möter och kreditvolymen. De få studier som finns indikerar att köpen sammantaget har haft positiva effekter på ekonomin och inflationen, men resultaten är osäkra.

Att beräkna de totala effekterna av köpen är svårt av flera skäl

Det är av flera skäl komplicerat att uppskatta vilka makroekonomiska effekter Riksbankens köp av värdepapper har haft. Till att börja med behöver modellerna som används för beräkningarna vara ändamålsenliga. Det innebär att de, förutom de traditionella kanalerna som gäller styrräntan, självklart också behöver inkludera kanaler som är specifika för värdepappersköpen. Utvecklingen har gått framåt, men ännu är inte värdepappersköp särskilt vanligt förekommande i ekonomiska modeller. I Sverige är erfarenheterna av omfattande värdepappersköp dessutom begränsade, vilket gör det svårare att bygga empiriskt tillförlitliga modeller.

Det finns också praktiska svårigheter. En sådan är att separera effekterna av köpen från andra åtgärder som genomförs samtidigt. Det tydligaste exemplet är under pandemin när Riksbanken under några intensiva veckor i mars och april 2020 vidtog en mängd åtgärder parallellt med att avisera sina värdepappersköp.¹⁰¹ Utöver det vidtog andra centralbanker, regeringar och myndigheter i såväl Sverige som världen över en rad åtgärder under samma period, vilket påverkade såväl finansiella marknader som den ekonomiska aktiviteten. En allmän utmaning med att modellera värdepappersköpens effekter är dessutom att veta i vilken utsträckning köpen är oväntade respektive förväntade och en del av den systematiska penningpolitiken. Betraktar aktörerna i ekonomin köpen som tillfälliga eller mer varaktiga stimulanser? De här antagandena kan spela roll för resultaten i modellernas effektberäkningar.

Förebyggande motiv har varit viktiga för Riksbankens värdepappersköp

Under pandemin vidtog Riksbanken de åtgärder som den gjorde för att minska riskerna för att den stora konjunkturedgången skulle bli ännu djupare och mer långvarig i ett läge då osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen och effekterna av olika åtgärder var stora.¹⁰² Det gällde också för köpen av värdepapper. I grunden gällde osäkerheten hur pandemin skulle utveckla sig och riskerna som nya vågor med smittspridning förde med sig.

Utän att dra paralleller i övrigt är det tydligt att Riksbanken även 2015 och framåt köpte värdepapper utifrån ett förebyggande motiv för att försöka minska risken för en mycket negativ utveckling. Som vi beskrev i kapitel 1 bedömde Riksbanken att den internationella konjunkturen och växelkursens utveckling kunde hålla tillbaka den svenska inflationen som redan var låg. Perioden med en inflation under 2 procent skulle då bli ännu längre, vilket ökade risken att hushållen och företagen skulle sluta förvänta sig att inflationen skulle komma upp till målet på 2 procent ens på lång sikt. En sådan utveckling skulle kunna urholka det grundläggande syftet med inflationsmålet, vilket skulle vara mycket allvarligt.¹⁰³ Under 2015 och 2016 var penningpolitiken därför till stora delar inriktad på att motverka riskerna för en sådan utveckling.

För att fånga alla effekter av köpen bör man också inkludera effekterna kopplade till de här förebyggande motiven. Men det är svårt att beräkna effekten av en åtgärd som delvis vidtas och utformas så att något **inte** ska inträffa – om åtgärden lyckas finns ju inget sämre utfall att jämföra med. För att få en rättvisande bild behöver man då

¹⁰¹ Bedömningen av effekterna av Riksbankens köp av värdepapper 2015–2019 har en liknande svårighet, men i betydligt mindre skala, eftersom Riksbanken i flera fall sänkte styrräntan samtidigt som man aviserade köpen.

¹⁰² I sitt slutbetänkande om Sverige under pandemin uttrycker Coronakommissionen det som att både penning- och finanspolitiken i det akuta läget präglades av en försiktighetsprincip där politiken inriktades på att minimera riskerna för en mycket negativ ekonomisk utveckling, se SOU 2022:10.

¹⁰³ Att se till att det finns ett nominellt ankare, det vill säga att det finns ett förtroende för inflationsmålet på 2 procent, är penningpolitikens främsta uppgift. Det innebär inte att syftet med penningpolitiken är att inflationen alltid ska vara exakt 2,0 procent. Även om penningpolitiken kunde bedrivas med en sådan precision, vilket den inte kan, bör penningpolitiken i normala fall inte motverka att inflationen avviker från målet om avvikelsen sannolikt är tillfällig. Det är också möjligt att tillåta avvikelser från målet under en något längre tid om det kan ge en bättre utveckling av produktionen och sysselsättningen. Men förutsättningen för att penningpolitiken ska kunna se igenom tillfälliga avvikelser och ta hänsyn till realekonomin är att hushåll och företag har förtroende för att avvikelser från målet inte blir alltför långvariga.

skapa så kallade kontrafaktiska scenarier för att försöka avgöra hur stora förebyggande effekter som till exempel köpen av värdepapper hade. Det kräver bland annat att man sätter siffror både på sannolikheten för och storleken på det sämre utfallet som aldrig inträffade. Det är också svårt att på ett heltäckande sätt till exempel fånga riskerna med att hushåll och företag skulle tappa förtroendet för inflationsmålet. Det är ju möjligt att köpen har varit viktiga för deras förtroende för Riksbanken och för inflationsmålet även om köpens uppmätta effekter på inflationen i slutändan inte blev så stor.

Svårigheten att göra förebyggande motiv konkreta och mätbara gör det naturligtvis inte bara svårt att analysera effekterna i efterhand. Det påverkar även beslutsfattandet i realtid när Riksbanken ska avgöra hur stora åtgärder man ska vidta och hur man ska kommunicera kring åtgärder och program så att man skapar förtroende och påverkar de ekonomiska aktörernas förväntningar på ett önskvärt sätt. Det ligger i motivets natur att man kalibrerar åtgärder så att man hellre gör för mycket än för lite och hellre under för lång period än för kort. Det är därför orimligt att förvänta sig att kalibreringen skulle förefalla perfekt med facit på hand. Men man kan naturligtvis diskutera om direktionen gjorde rätt bedömning gällande hur stora riskerna för det mycket dåliga scenariot var i praktiken.

Köpen av säkerställda obligationer delvis en försäkring mot stigande bolåneräntor i ett känsligt läge

Under pandemin bestod Riksbankens värdepappersköp mest av säkerställda obligationer. De köpen har mött viss kritik bland annat mot bakgrunden att Riksbanken riskerade att påverka ekonomins kreditallokering. Det skulle i så fall ha kunnat bidra till att bostadspriserna gick upp för mycket under pandemin.

När pandemin bröt ut fanns det en utbredd oro att om det blev svårare och dyrare att låna samtidigt som bostadspriserna föll skulle nedgången i den ekonomiska aktiviteten kunna bli betydligt värre. I värsta fall skulle utvecklingen även kunna hota den finansiella stabiliteten.¹⁰⁴ Det skulle i förlängningen kunna leda till en mycket djup lågkonjunktur och en långvarigt svag prisutveckling, inte minst eftersom pandemin inträffade efter en lång period med förhållandevis låg inflation. För att förhindra ett sådant scenario och säkerställa att bankerna även fortsatt skulle kunna låna ut pengar till hushållens bostadsköp till en ränta något över styrräntan aviserade Riksbanken i mars 2020 omfattande köp av säkerställda obligationer, som en av flera åtgärder.

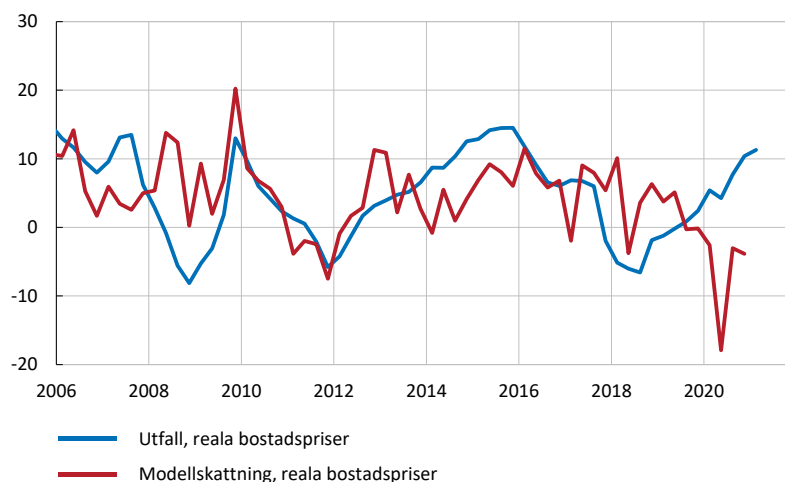
I takt med att läget på de finansiella marknaderna stabiliserades började bostadspriserna att stiga efter att ha fallit något i början av pandemin. Den ökade smittspridningen och de skärpta restriktionerna under hösten 2020 innebar dock ett bakslag för återhämtningen. Oron för vilka de långsiktiga effekter som krisen kunde medföra som varaktig arbetslöshet intensifierades och osäkerheten om de ekonomiska utsikterna

¹⁰⁴ Bostadspriserna föll enligt Valueguards bostadsprisindex HOX i mars och april 2020, vilket bidrog till oron bland många bedömare att pandemin skulle ge upphov till betydande bostadsprisfall, se till exempel Konjunkturinstitutet (2020).

och motståndskraften på de finansiella marknaderna var fortsatt stor. Mot denna bakgrund utökade och förlängde Riksbanken sina värdepappersköp, inklusive köp av säkerställda obligationer, men nu med en tydligare intention att underlätta den ekonomiska återhämtningen, stabilisera inflationsförväntningarna och föra inflationen mot målet.¹⁰⁵

Hushållen och bostadsmarknaden är viktiga för transmissionen av penningpolitiken i Sverige och den expansiva politiken kunde förväntas understödja inte bara återhämtningen i särskilt utsatta sektorer med mycket lågt kapacitetsutnyttjande utan även sektorer som inte var särskilt hårt drabbade, som den svenska bostadsmarknaden. Under våren 2021 konstaterade Riksbanken i en fördjupning till den penningpolitiska rapporten att traditionella bestämningsfaktorer för bostadspriser såsom hushållens inkomster och bolåneräntor var otillräckliga för att förstå bostadsprisernas kraftiga uppgång under pandemin (se diagram 16). Slutsatsen blev istället att prisutvecklingen sannolikt till stor del förklarades av att hushållen förväntade sig mer hemarbete i framtiden och därför var villiga att lägga en större andel av sin inkomst på sin bostad.

Diagram 16. Utvecklingen i faktiska och modellestimerade bostadspriser
Årlig procentuell förändring



Anm. I modellen förklaras bostadspriserna av hushållens disponibla inkomster och 3-månaders bolåneränta efter skatt samt fastighetskatt. Alla variabler är uttryckta i inflationsjusterade termer. Modellen är en modifierad version av den som används i Claussen (2013).

Källa: Valueguard och Riksbanken.

Även om Riksbankens köp sannolikt bidrog till att förhindra att bolåneräntorna steg och på marginalen även bidrog till att räntor på vissa löptider sjönk, var detta alltså knappast en viktig förklaring till att priserna steg så kraftigt. Att räntorna var låga och tillgången till krediter god underlättade dock för att hushållens nya preferenser skulle få genomslag på bostadspriserna. Det låga ränteläget berodde samtidigt inte bara på Riksbankens expansiva penningpolitik utan förklaras till stor del också av en långvarig nedgång i globala realräntor som generellt hade bidragit till stigande tillgångspriser.

¹⁰⁵ Se till exempel Sveriges riksbank (2020d, 2021c).

En förklaring till att svenska bostadspriser steg så mycket även i ett internationellt perspektiv finns bland annat i de mer specifika utmaningar som präglar den svenska bostadsmarknaden.¹⁰⁶

En fråga som återstår är emellertid hur stor betydelse köpen av säkerställda obligationer under 2021 hade för att Riksbanken skulle nå sitt penningpolitiska mål när den ekonomiska återhämtningen tog ordentlig fart. Riksbankens direktion beslutade visserligen att minska återinvesteringstakten under 2022, men vad skulle ha hänt om Riksbanken hade skalat ner köpen av säkerställda obligationer tidigare och mer påtagligt i takt med att de värsta pandemirelaterade scenarierna verkade allt mer osannolika? Det är svårt att dra några tydliga slutsatser bara utifrån resultaten i studierna av värdepappersköpens effekter. Konsekvenserna för den ekonomiska aktiviteten och inflationen kan förväntas ha varit begränsade utifrån resultaten i de studier vi diskuterat här. Samtidigt var inflationen och de långsiktiga inflationsförväntningarna under målet under 2020 och inledningen av 2021. En mindre penningpolitisk stimulans riskerade också att dra ut mer på den ekonomiska återhämtningen med större risk för att skadeverkningar från pandemin skulle bli större på ekonomins funktionssätt. Om Riksbanken hade justerat ner de aviserade köpen alltför kraftigt riskerade man också att minska sin trovärdighet vid framtida aviseringar.

Osäkerheten och pandemieffekternas karaktär viktiga för att förstå köpen av företagsobligationer

Även om Riksbanken var långt ifrån ensam om att köpa företagspapper under pandemin har köpen av företagsobligationer mött viss kritik. Bland annat menar Honohan och Flug (2021) i sin utvärdering av Riksbankens penningpolitik mellan åren 2015 och 2020 att det var motiverat för Riksbanken att avisera köp av företagsobligationer i pandemins tidiga fas men att behovet av köpen var överspelat vid implementeringen i september 2020. Dessutom är de tveksamma till att fördelarna med köp av företagsobligationer under lång tid överväger riskerna.

Direkta statliga interventioner på företagspappersmarknaderna aktualiserar riskerna för välkända problem som så kallad *moral hazard* och oönskad påverkan på marknadens prissättningsmekanism.¹⁰⁷ Samtidigt behövde man ställa dessa oönskade konsekvenser mot att pandemin slog mycket hårt och direkt på den ekonomiska aktiviteten i företagssektorn. Många företag behövde förhålla sig till att efterfrågan på deras produkter eller tjänster antingen minskade eller försvann helt på mycket kort tid. Företagens marknadsfinansiering har blivit allt viktigare under det senaste decenniet och uppgick i början av pandemin till ungefär en tredjedel av företagets totala kreditvolym eller en dryg fjärdedel av svensk BNP. Därför fann Riksbanken det nödvändigt att vidta åtgärder för att understödja marknadens funktionssätt och därigenom säkerställa att företagen kunde få krediter via denna marknad.

¹⁰⁶ Se till exempel Sveriges riksbank (2011).

¹⁰⁷ Riksbankens inträde på marknaderna för privata värdepapper ökar också vissa anseenderisker för Riksbanken. Krav ställs på Riksbanken som ägare av skulden till enskilda företag och etiska regler för Riksbankens medarbetare behöver ta hänsyn till Riksbankens innehav.

Riksbankens köp av företagscertifikat, som syftade till att säkerställa företagens korta marknadsfinansiering, kunde implementeras relativt snabbt.¹⁰⁸ Men köp av företagsobligationer innebar en större kreditrisk än såväl företagscertifikaten som Riksbankens övriga värdepappersköp. Som en konsekvens av detta och marknadens bristande mognad behövde Riksbanken en längre operativ startsträcka för att bygga upp den kompetens som krävdes och en välfungerande infrastruktur för att kunna genomföra de aviserade köpen.¹⁰⁹

Tack vare flera åtgärder riktade mot företagen, däribland Riksbankens aviseringar av värdepappersköp, och att smittspridningens konsekvenser verkade mildras något, hade räntorna på företagsobligationer i stor utsträckning återgått till de nivåer de låg på innan pandemin bröt ut när Riksbanken implementerade köpen under hösten 2020. Riksbanken genomförde ändå de aviserade, relativt små, köpen med start i september för att det fortfarande rådde stor osäkerhet kring hur pandemin skulle utvecklas och hur motståndskraftigt det finansiella systemet var mot en mer ogynnsam utveckling. Dessutom bedömde Riksbanken att den gynnsamma ränteutvecklingen i betydande mån var beroende av de köp Riksbanken tidigare aviserat. Om de finansiella förhållandena stramades åt mer riskerade det att skjuta på återhämtningen i den ekonomiska aktiviteten och därigenom försvåra arbetet med att föra inflationen upp till målet. Att Riksbanken synliggjorde sin operativa kapacitet i en marknad där man tidigare inte intervenerat kunde dessutom öka trovärdigheten vad gällde interventioner på denna marknad i ett längre perspektiv.¹¹⁰

Mer allmänt är en förutsättning för att kunna stabilisera marknader i krislägen och förhindra att kreditvillkor och kredittillgången stramas åt att centralbanken har en trovärdig operationell beredskap. Vilka åtgärder som är mest lämpade beror på krisens natur, men värdepappersköp har visat sig vara ett effektivt verktyg bland andra. Att i förväg säkerställa att centralbanken kan köpa olika typer av värdepapper vid behov på ett ändamålsenligt sätt är avgörande för att centralbanken snabbt ska kunna vidta stabiliserande åtgärder.

Riksbankens värdepappersköp inte en huvudorsak till den höga inflationen 2021–2022

Internationella och svenska studier tyder på att centralbankernas värdepappersköp haft en positiv effekt på inflationen genom de olika transmissionskanaler som vi diskuterar i kapitel 2. För svensk del uppskattas effekterna ha varit relativt blygsamma i förhållande till den internationella litteraturen, men även om effekterna hade varit betydligt större är det svårt att utifrån de kanaler som den internationella forskningslitteraturen identifierat, argumentera för att köpen skulle kunna förklara en betydande del av inflationsuppgången under andra halvåret 2021 och 2022. Resursutnyttjandet

¹⁰⁸ Köpen av företagscertifikat utformades så att det endast skulle vara attraktivt att sälja till Riksbanken i en stressad situation på marknaden och präglades av förhållandevis låg kreditrisk med tanke på instrumentens löptid.

¹⁰⁹ Angående behoven att reformera marknaden för företagsobligationer, se Sveriges Riksbank (2021d) och Ingves m.fl. (2022).

¹¹⁰ Köpen i september 2020 motiverades bland annat utifrån perspektivet att Riksbanken skulle ha beredskap att skala upp köpen av företagsobligationer om ett ogynnsamt scenario skulle realiseras. Se kapitel 1.

är visserligen ansträngt i flera ekonomier, men inte i närheten av vad som enligt historiska samband skulle vara förenligt med en inflation nära 10 procent. En betydande del av uppgången är däremot kopplad till pandemirelaterade utbudsstörningar och Rysslands invasion av Ukraina.¹¹¹

¹¹¹ Se Shapiro (2022).

Referenser

Adrian, Tobias, Richard K. Crump och Emanuel Moench (2013), "Pricing the term structure with linear regressions," *Journal of Financial Economics* vol. 110, nr 1, s. 110–138.

af Jochnick, Kerstin (2015), "Måste Riksbanken gå med vinst? Utmaningar för Riksbankens finansiering", anförande 23 januari, Sveriges riksbank.

Akkaya Yildiz, Carl-Johan Belfrage, Paola Di Casola och Ingvar Strid (2023a), "Effects of foreign and domestic central bank government bond purchases in a small open economy DSGE model: evidence from Sweden before and during the Corona pandemic", kommande Working paper, Sveriges riksbank.

Akkaya Yildiz, Carl-Johan Belfrage, Paola Di Casola och Ingvar Strid (2023b), "The macroeconomic effects of Riksbank asset purchases during the pandemic: simulations using a DSGE model", kommande Staff memo, Sveriges riksbank.

Alsterlind, Jan (2021), "Utvecklingen av riskpremierna på säkerställda obligationer under coronapandemin", *Ekonomiska kommentarer*, nr 13, Sveriges riksbank.

Alsterlind, Jan, Henrik Erikson, Maria Sandström och David Vestin (2015), "Hur kan köp av statsobligationer göra penningpolitiken mer expansiv?" *Ekonomiska kommentarer*, nr 12, Sveriges riksbank.

Alsterlind, Jan, Magnus Lindskog och Tommy von Brömsen (2020), "Ett index för de finansiella förhållandena i Sverige", Staff memo, Sveriges riksbank.

Andersson, Björn, Mikael Apel, och Iida Häkkinen (2021), "10 frågor och svar om fördelningseffekterna av penningpolitiken", *Ekonomiska kommentarer*, nr 11, Sveriges riksbank.

Andersson, Magnus och Mikael Stenström (2021), "Hållbarhetshänsyn vid köp av företagsobligationer", *Ekonomiska kommentarer*, nr 3, Sveriges riksbank.

Andrade, Philippe, Johannes Breckenfelder, Fiorella De Fiore, Peter Karadi och Oreste Tristani (2016), "The ECB's asset purchase programme: an early assessment", Working paper series nr 1956, European Central Bank.

Armeliuss, Hanna, Carl-Andreas Claussen och David Vestin (2020), "Pengar och penningpolitik i kristider", *Ekonomiska kommentarer*, nr 4, Sveriges riksbank.

Arora, Rohan, Sermin Gungor, Joe Nesrallah, Guillaume Ouellet Leblanc och Jonathan Witmer (2021), "The impact of the Bank of Canada's government bond purchase program", Staff Analytical Note 2021-23, Bank of Canada.

Bailey, Andrew, Jonathan Bridges, Richard Harrison, Josh Jones och Aakash Mankodi (2020), "The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future", Staff working paper No. 899, Bank of England.

Bank for International Settlements (2019), Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis, Committee for Global Financial Stability Papers nr 63.

Bauer, Michael och Christopher Neely (2014), "International channels of the Fed's unconventional monetary policy." *Journal of International Money and Finance*, vol. 44, s. 24–46.

Beechey, Meredith (2022), "The Riksbank's bond purchases: who sold bonds to the Riksbank?", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 79–104, Sveriges riksbank.

Beechey och Gustafsson (2023), "Estimating the effect of the Riksbank's government-bond purchases on bond yields and term premia", kommande Staff memo, Sveriges riksbank.

Bernanke, Ben (2012), "Opening Remarks: Monetary policy since the onset of the crisis", *Jackson Hole Economic Symposium Proceedings*, 1–22, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Bernanke, Ben (2020), "The new tools of monetary policy", *American Economic Review*, vol 110, s. 943–983.

Bhattarai, Saroj och Christopher Neely (2022), "An analysis of the literature on international unconventional monetary policy", *Journal of Economic Literature*, vol. 60, nr 2, s. 527-597.

Blix Grimaldi, Marianna, Alberto Crosta och Dong Zhang (2021), "The liquidity of the government bond market – what impact does quantitative easing have? Evidence from Sweden", Working paper nr 402, Sveriges riksbank.

Breckenfelder, Johannes och Glenn Schepens (2022), "Non-bank liquidity provision to firms: Fund runs and central bank interventions", stencil, SSRN.

Brookings (2014), "Central banking after the great recession: lessons learned and challenges ahead. A discussion with Federal Reserve's chairman Ben Bernanke on the Fed's 100th anniversary. (Excerpt)", January 16, The Brookings Institution.

Busetto, Filippo, Matthieu Chavaz, Maren Froemel, Michael Joyce, Iryna Kaminska och Jack Worlidge, J. (2022), "QE at the Bank of England: a perspective on its functioning and effectiveness", *Quarterly Bulletin* 2022 Q1, s. 1–57, Bank of England.

Christensen, Jens och Krogstrup, S. (2018), "A portfolio model of quantitative e", Working paper 2016:12, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Claussen, Carl-Andreas (2013), "Are Swedish houses overpriced?", *International Journal of Housing Markets and Analysis*, vol. 6, nr 2, s. 180–196.

D'Amico, Stefania, William English, David López-Salido och Edward Nelson (2012), "The Federal Reserve's large-scale asset purchase programmes: rationale and effects", *The Economic Journal*, 122, s. F415–F446.

D'Amico, Stefania och Iryna Kaminska (2019), "Credit easing versus quantitative easing: evidence from corporate and government bond purchase programs", Staff working paper nr 825, Bank of England.

D'Amico, Stefania, and Thomas B. King (2013), "Flow and stock effects of large-scale Treasury purchases: evidence on the importance of local supply", *Journal of Financial Economics*, vol. 108, nr 2, s. 425–448.

De Graeve, Ferre och Jesper Lindé (2015), "Effects of unconventional monetary policy: theory and evidence", *Penning- och valutapolitik* 2015:1, 41–72, Sveriges riksbank.

De Rezende, Rafael B. (2017), "The interest rate effects of government bond purchases away from the lower bound", *Journal of International Money and Finance*, vol. 74, juni, s. 165–186.

De Rezende, Rafael B., David Kjellberg och Oskar Tysklind (2015), "Effekter på finansiella priser av Riksbankens statsobligationsköp", *Ekonomiska kommentarer*, nr 13, Sveriges riksbank.

De Rezende, Rafael B. och Annukka Ristiniemi (2018), "A shadow rate without a lower bound constraint", Working paper nr 355, Sveriges Riksbank.

Dedola, Luca, Goergios Gerorgiadis, Johannes Gräb och Arnaud mehl (2021), "Does a big bazooka matter? Quantitative easing policies and exchange rates", *Journal of Monetary Economics*, vol. 117, s. 489-506.

Dell'Ariccia, Giovanni, Pau Rabanal och Damiano Sandri (2018), "Unconventional monetary policies in the Euro area, Japan, and the United Kingdom", *Journal of Economic Perspectives*, 32, s. 147–172.

Deutsche Bundesbank (2016), "The macroeconomic impact of quantitative easing in the euro area", *Monthly Report*, June.

Di Casola, Paola (2021), "What does research say about the effects of central bank balance sheet policies?", *Ekonomiska kommentarer* nr 2, Sveriges riksbank.

Di Casola, Paola och Jens Iversen (2019), "Monetary policy with high household debt and low interest rates", Staff memo, Sveriges riksbank.

Di Casola, Paola och Pär Stockhammar (2021), "When domestic and foreign QE overlap: evidence from Sweden", Working paper nr 404, Sveriges riksbank.

Diez de los Rios, Antonio och Maral Shamloo (2017), "Quantitative easing and long-term yields in small open economies", Working paper WP/17/212, International Monetary Fund.

Doherty, Kimberly, Maria Eriksson och Daniel Hansson (2022), "Välfungerande kreditförsörjning för flertalet företag under pandemin – En analys av mikrodata", Staff memo, Sveriges riksbank.

Eidestedt, Richard, David Forsman och Emre Ünlü (2020), "Storbankernas finansiering och dess påverkan på hushållens bolåneräntor", *Ekonomiska kommentarer*, nr 14, Sveriges riksbank.

Emanuelsson, Robert, Erik O. Andersson och Tamás Vasi (2022), "Riksbankens köp av säkerställda obligationer och genomslaget på bolåneräntorna", *Ekonomiska kommentarer*, nr 12, Sveriges riksbank.

Erikson, Henrik (2021), "Central bank bond purchases and premiums—the Swedish experience", Staff memo, Sveriges riksbank.

Erikson, Henrik och David Vestin. (2021), "Genomslaget av negativa styrräntor", *Ekonomiska kommentarer* nr 9, Sveriges riksbank.

Fabo, Brian, Martina Jančoková, Elisabeth Kempf och Ľuboš Pástor (2021), "Fifty shades of QE: comparing findings of central bankers and academics", Working paper series nr. 2584, European Central Bank.

Ferguson, Niall, Andreas Schaab och Moritz Schularick (2015), "Central bank balance sheets: Expansion and reduction since 1900", *CEPR Discussion Paper* nr 10635, Centre for Economic Policy Research.

Hellström, Susanna, Hanna Stenbacka Köhler och Carl Lönnbark (2019), "Hur fungerar säkerställda obligationer?", FI-analys nr 16, Finansinspektionen.

Flodén, Martin (2016), "Riksbankens obligationsköp påverkar statens finanser", anförande 9 november, Sveriges riksbank.

Flodén, Martin, Matilda Kilström, Josef Sigurdsson och Roine Vestman (2020), "Household debt and monetary policy: revealing the cash-flow channel", *The Economic Journal*, vol. 131, s. 1742–1771.

Flug, Karnit och Patrick Honohan (2021), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik 2015–2020, 2021/22:RFR4*, Riksdagens finansutskott.

Gagnon, Joseph (2016), "Quantitative easing: An underappreciated success", *Policy Brief*, PB16-4, Peterson Institute for International Economics.

Gilchrist, Simon, Bin Wei, Vivian Z Yue och Egon Zakrajšek (2021), "The Fed takes on corporate credit risk: an analysis of the efficacy of the SMCCF", Working paper nr 963, Bank for International Settlements.

Greenlaw, David, James Hamilton, Ethan Harris och Kenneth West (2018), "A skeptical view of the impact of the Fed's balance sheet", Working paper nr 24687, National Bureau of Economic Research.

Gustafsson (2022), "En händelsestudie av värdepappersköpens effekter på finansiella priser under pandemin", Staff memo, Sveriges riksbank.

Gustafsson, Peter, Marie Hesselman och Björn Lagerwall (2017), "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", Staff memo, Sveriges riksbank.

Gustafsson, Peter och Tommy von Brömsen (2021), "Coronapandemin: Riksbankens åtgärder och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 51–88, Sveriges riksbank.

Haldane, Andrew, G., Matt Roberts-Sklar, Tomasz Wieladek och Chris Young (2016), "QE: the story so far", Staff working paper nr 624, Bank of England.

Hansson, Denise och Joel Birging (2021), "Riksbankens värdepappersköp under coronapandemin", *Ekonomiska kommentarer* nr 12, Sveriges riksbank.

Hartmann, Philipp och Frank Smets (2018), "The first 20 years of the European Central Bank: Monetary policy", Working Paper Series nr 2219, European Central Bank.

Ingves, Stefan, Erik Thedéen och Hans Lindblad (2022), "Dags för en svensk benchmarkstandard för företagsobligationer", debattartikel 27 januari, Dagens Industri.

Johnson, Grahame, Sharon Kozicki, Romanos Priftis, Lena Suchanek, Jonathan Witmer och Jing Yang (2020), "Implementation and effectiveness of extended monetary policy tools: Lessons from the literature", Staff discussion paper 2020-16, Bank of Canada.

Kabaca, Serdar (2016), "Quantitative easing in a small open economy: An international portfolio balancing approach", Staff working paper 2016-55, Bank of Canada.

Kjellberg, David och David Vestin (2019), "Riksbankens balansräkning och finansiella oberoende", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 5–41, Sveriges riksbank.

Kjellberg, David och Magnus Åhl (2022), "Riksbankens finansiella resultat och kapital påverkas av högre räntor", *Ekonomiska kommentarer*, nr 8, Sveriges riksbank.

Konjunkturinstitutet (2020), *Konjunkturläget*, juni.

Kozicki, Sharon, Eric Santor och Lena Suchanek (2011), "Unconventional monetary policy: The international experience with central bank asset purchases", *Bank of Canada Review*, s. 13-25.

Krishnamurthy, Arvind (2022), "Lessons for QE policy from research", anförande 2 september på konferensen Evaluating the monetary-policy toolkit: Lessons for the future, Sveriges riksbank.

Krishnamurthy, Arvind och Annette Vissing-Jorgensen (2011), "The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, s. 215–287.

Levin, Andrew, Brian Lu och William Nelson (2022), "Quantifying the costs and benefits of quantitative easing", stencil, The Hoover Institution, Stanford University.

Melander, Ola (2021), "Effekter på finansiella marknader av Riksbankens köp av statsobligationer 2015–2017", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s. 89–112, Sveriges riksbank.

Nordström, Amanda och Anders Vredin (2022), "Har centralbankens eget kapital någon betydelse för penningpolitiken?", Staff memo, Sveriges riksbank.

Reis, Ricardo (2017), "QE in the future: The central bank's balance sheet in a fiscal crisis", *IMF Economic Review*, vol. 65, nr 1, s. 72–112.

Reserve Bank of Australia (2022), "Review of the bond purchase program", *Monetary Policy Reviews*, September.

Rodnyansky, Alexander och Olivier Darmouni (2017), "The effects of quantitative easing on bank lending behavior" *Review of Financial Studies*, vol. 30, s. 3858–87.

Sellin, Peter (2018), "Riksbankens räntestyrningssystem 1885–2018", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 48–79, Sveriges riksbank.

Shapiro, Adam (2022), "How much do supply and demand drive inflation?", *FRBSF Economic Letter*, 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco.

SOU 2022:10, *Sverige under pandemin. Volym 1 Samhällets, företagens och enskildas ekonomi*, slutbetänkande av Coronakommissionen.

Sveriges riksbank (1998), "Minskar statspappersinnehavet med nominellt 20 mdr", pressmeddelande nr 11 9 mars.

Sveriges riksbank (2011), *Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden*.

Sveriges riksbank (2012a), "Värdepappersportfölj i svenska kronor", pressmeddelande nr 9, 10 maj.

Sveriges riksbank (2012b), "Upprättande av en värdepappersportfölj i svenska kronor", PM, diariernr 2012-396.

Sveriges riksbank (2014), *Riksbankens penningpolitiska styrsystem – en översyn*, Riksbanksstudier, mars.

Sveriges riksbank (2015a), "Riksbanken sänker reporäntan till –0,10 procent, köper statsobligationer för 10 miljarder och har beredskap att snabbt göra mer", pressmeddelande nr 4, 12 februari.

Sveriges riksbank (2015b), "Köp av statsobligationer", beslutsunderlag, diariernr 2015-00398.

Sveriges riksbank (2017), "Riksbankens strategi för en gradvis normalisering av penningpolitiken", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, december.

Sveriges riksbank (2020a), "Riksbankens erfarenheter av negativ reporänta", fördjupning, *Redogörelse för penningpolitiken 2019*.

Sveriges riksbank (2020b), *Penningpolitisk rapport*, april.

Sveriges riksbank (2020c), "Beslut om avsättningar för finansiell risk 2020", beslutsunderlag, diariernr 2020-01285.

Sveriges riksbank (2020d), *Penningpolitisk rapport*, november.

Sveriges riksbank (2021a), *Redogörelse för penningpolitiken 2020*.

Sveriges riksbank (2021b), "Snabbt stigande bostadspriser trots coronakris", fördjupning i *Penningpolitisk rapport*, april.

Sveriges riksbank (2021c), *Penningpolitisk rapport*, februari.

Sveriges riksbank (2021d), *Vägen till en bättre fungerande företagsobligationsmarknad*, Riksbanksstudier nr 3, december.

Sveriges riksbank (2022a), "Förändringar av Riksbankens penningpolitiska styrsystem – Steg 2", Bilaga 1 PM, diariernr 2019-00786.

Sveriges riksbank (2022b), "Coronakrisen och Riksbankens köp av värdepapper", fördjupning i *Redogörelse för penningpolitiken 2021*.

Sveriges riksbank (2022c), "FAKTA – Riksbankens ekonomiska resultat påverkas av ränteförändringar", faktaruta i *Penningpolitisk rapport*, april.

Sveriges riksbank (2022d) Finansmarknadsenkäten, hösten 2022.

Swanson, Eric (2021), "Measuring the effects of Federal Reserve forward guidance and asset purchases on financial markets", *Journal of Monetary Economics*, vol. 118, s. 32–53.

Ter Ellen, Saskia, Edvard Jansen och Nina Larsson Midthjell (2019), "ECB spillovers and domestic monetary policy effectiveness in small open economies", *European Economic Review*, vol. 121, s. 1-17.

Varghese, Richard och Yuanyan Zhang (2018), "A new wave of ECB's unconventional monetary policies: domestic impact and spillovers", Working paper WP/18/11, International Monetary Fund.

Vayanos, Dimitri och Jean-Luc Vila (2021), "A preferred-habitat model of the term structure of interest rates", *Econometrica*, vol. 89, nr 1, s. 77-112.

Weale, Martin och Tomasz Wieladek (2016), "What are the macroeconomic effects of asset purchases?" *Journal of Monetary Economics*, vol. 79, s. 81–93.

Wollert, S. (2020), "Svenska företagsobligationer under coronapandemin", Staff memo, Sveriges riksbank.

Wright, Jonathan (2012), "What Does Monetary Policy Do to Long-Term Interest Rates at the Zero Lower Bound?", *The Economic Journal*, vol. 122, s. 447–466.

APPENDIX

Tabell A.1. Riksbankens beslut om köp av statsobligationer 2015–2019

Nominella belopp, miljarder kronor

| Datum | Storlek | Obligations- slag | Köpperiod | Samtidiga beslut |
|------------|--|----------------------|---|---|
| 2015-02-11 | 10 | Nominella | feb–mar 2015 | Sänkt styrränta till –0,10 %, nedjustering av räntebanan ^a |
| 2015-03-18 | 30 | Nominella | mar–maj 2015 | Sänkt styrränta till –0,25 % ^b |
| 2015-04-28 | 40–50 | Nominella | maj–sep 2015 | Påtaglig nedjustering av räntebanan |
| 2015-07-01 | 45 | Nominella | sep–dec 2015 | Sänkt styrränta till –0,35 %, nedjustering av räntebanan |
| 2015-10-27 | 65 | Nominella | dec 2015–jun 2016 | Senareläggning av första höjning av räntan i prognosen |
| 2016-02-10 | Återinvestering av mottagna kuponger från och återbetalningar vid förfall av nominella statsobligationer | | I nära anslutning till mottagande av medel som ska återinvesteras | Sänkt styrränta till –0,50 %, nedjustering av räntebanan, förlängning av delegeringsmandat att intervensera på valutamarknaden ^c |
| 2016-04-20 | 30 + 15 | Nominella + reala | jul–dec 2016 + påbörjas i juni | Återinvestering av mottagna kuponger från och återbetalningar vid förfall av reala statsobligationer |
| 2016-12-20 | 15 + 15 | Nominella + reala | jan–jun 2017 | Tidigareläggning av återinvesteringar |
| 2017-04-26 | 7,5 + 7,5 | Nominella + reala | jul–dec 2017 | Senareläggning av första höjning av räntan i prognosen |
| 2017-12-19 | | | Tidigareläggning av återinvesteringar | |
| 2019-04-24 | 40 + 5 | Nominella + reala | jul 2019–dec 2020 | Räntehöjningar i långsamare takt i prognosen, upphävande av besluten om återinvesteringar ^d |

Anm. ^a Även beslut att återställa räntorna för de finjusterande transaktionerna i Riksbankens styrsystem till styrräntan $\pm 0,10$ procentenheter. ^b Riksbanken kommunicerade också en nedjustering av räntebanan, men publicerade ingen ny siffrasatt prognos. ^c I januari 2016 beslutade en majoritet i direktionen att uppdraga åt riksbankschefen och förste vice riksbankschefen att besluta om närmare detaljer för eventuella interventioner på valutamarknaden som vid behov kunde komplettera penningpolitiken. ^d I april 2019 upphävde Riksbanken besluten att tills vidare återinvestera medel och förfall och valde istället att börja fatta beslut om totala köp för en viss period. Beslutet är därför inte helt jämförbart med tidigare beslut.

Vid samtliga tillfällen beslutades om köp av statsobligationer med upp till 25 års löptid, förutom beslutet i februari 2015 som gällde statsobligationer med löptid från 1 år upp till cirka 5 år.

Källa: Riksbanken.

Tabell A.2. Riksbankens rambeslut om program för köp av värdepapper 2020–2021

Nominella belopp, miljarder kronor

| Beslutsdatum | Belopp | Tidsperiod | Värdepapper som inkluderas i programmet |
|--------------|---------|-----------------------|---|
| 2020-03-16 | max 300 | mar 2020– dec 2020 | <ul style="list-style-type: none"> Svenska nominella och reala statsobligationer Obligationer utgivna av svenska kommuner och Kommuninvest i Sverige AB Säkerställda obligationer utgivna av svenska institut |
| 2020-03-19 | | | Utöver tidigare beslutade värdepapper: <ul style="list-style-type: none"> Certifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag Obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag |
| 2020-06-30 | max 500 | –jun 2021 | |
| 2020-11-25 | max 700 | –dec 2021 | <ul style="list-style-type: none"> Svenska nominella och reala statsobligationer samt svenska statens gröna obligationer Svenska statsskuldväxlar Obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest i Sverige AB, även gröna kommunobligationer Säkerställda obligationer utgivna av svenska institut Företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag Obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag som bedöms leva upp till internationella standarder och normer för hållbarhet |

Anm. Klicka här för att ange anmärkning.

Källa: Riksbanken.

Tabell A.3. Beslut om köp av svenska statsskuldväxlar 2020–2022

Nominella belopp, miljarder kronor

| Beslutsdatum | Belopp | Köpperiod |
|--------------|--------|-------------------|
| 2020-11-25 | 10 | 1 jan–31 mar 2021 |
| 2021-02-09 | 20 | 1 apr–30 jun 2021 |
| 2021-04-26 | 20 | 1 jul–30 sep 2021 |
| 2021-06-30 | 20 | 1 okt–31 dec 2021 |
| 2021-11-24 | 20 | 1 jan–31 mar 2022 |
| 2022-02-09 | 20 | 1 apr–30 jun 2022 |
| 2022-04-27 | | Köp upphör |

Anm. Köpen avsåg statsskuldväxlar som utgjorde omsättningsbara skuldebrev och hade en återstående löptid om minst 70 dagar vid tidpunkten för köpet. Från och med den 9 februari 2020 utformades besluten inte som köp under en viss period, utan på ett sätt som innebar att innehavet av växlar skulle rymmas inom programmets rambelopp. Besluten innebar alltså att Riksbankens totala innehav av statsskuldväxlar vid slutet av den angivna perioden skulle uppgå till 20 miljarder kronor. Programmet för köp av värdepapper löpte ut vid årsskiftet 2021/2022.

Källa: Riksbanken.

Tabell A.4. Beslut om köp av svenska statsobligationer 2020–2022

Nominella belopp, miljarder kronor

| Beslutsdatum | Belopp | Köpperiod | Typ av svenska statsobligationer |
|--------------|--------|--------------------|--|
| 2020-03-17 | 2,5 | 18 mar 2020 | Nominella |
| 2020-03-27 | 5 | 30 mar–30 apr 2020 | Nominella |
| 2020-04-27 | 18 | 1 maj–30 sep 2020 | Nominella |
| 2020-06-30 | 20 | 1 okt–31 dec 2020 | Nominella och reala |
| 2020-11-25 | 13,5 | 1 jan–31 mar 2021 | Nominella och reala samt svenska statens gröna obligationer |
| 2021-02-09 | 12 | 1 apr–30 jun 2021 | Nominella och reala samt svenska statens gröna obligationer ^a |
| 2021-04-26 | 10 | 1 jul–30 sep 2021 | Nominella och reala samt svenska statens gröna obligationer |
| 2021-06-30 | 10 | 1 okt–31 dec 2021 | Nominella och reala samt svenska statens gröna obligationer |
| 2021-11-24 | 12 | 1 jan–31 mar 2022 | Nominella och reala samt svenska statens gröna obligationer |
| 2021-02-09 | 12 | 1 apr–30 jun 2022 | Nominella och reala samt svenska statens gröna obligationer |
| 2022-04-27 | 12 | 1 jul–31 dec 2022 | Nominella och reala samt svenska statens gröna obligationer |
| 2022-06-29 | 6 | 1 jul–31 dec 2022 | Nominella och reala samt svenska statens gröna obligationer |

Anm. ^a I samband med detta beslut aviserade Riksbanken att köpen tills vidare skulle förläggas till statsobligationer med längre löptider än 10 år, eftersom innehavet vid den tidpunkten till stor del bestod av nominella statsobligationer med löptid under 10 år och Riksbankens strävan var att ha en relativt jämn fördelning mellan olika obligationer.

Köpen av statsobligationer som gjordes inom ramen för programmet för köp av värdepapper var utöver köpen av statsobligationer under 2020 som beslutats tidigare, se avsnitt 1.2. Programmet för köp av värdepapper löpte ut vid årsskiftet 2021/2022. Beslutet i juni 2022 ändrade det tidigare beslutet i april 2022.

Källa: Riksbanken.

Tabell A.5. Beslut om köp av kommunobligationer 2020–2022

Nominella belopp, miljarder kronor

| Beslutsdatum | Belopp | Köpperiod |
|--------------|--------|--------------------|
| 2020-04-21 | 15 | 27 apr–30 jun 2020 |
| 2020-05-15 | 15 | 1 jul–30 sep 2020 |
| 2020-06-30 | 15 | 1 okt–31 dec 2020 |
| 2020-11-25 | 23,5 | 1 jan–31 mar 2021 |
| 2021-02-09 | 15 | 1 apr–30 jun 2021 |
| 2021-04-26 | 13 | 1 jul–30 sep 2021 |
| 2021-06-30 | 12,5 | 1 okt–31 dec 2021 |
| 2021-11-24 | 12 | 1 jan–31 mar 2022 |
| 2022-02-09 | 12 | 1 apr–30 jun 2022 |
| 2022-04-27 | 12 | 1 jul–31 dec 2022 |
| 2022-06-29 | 6 | 1 jul–31 dec 2022 |

Anm. Köpen av obligationer utgivna av svenska kommuner och regioner samt Kommuninvest AB. Från och med beslutet 25 november 2020 fick köpen också omfatta gröna obligationer utgivna av dessa emittenter. Programmet för köp av värdepapper löpte ut vid årsskiftet 2021/2022. Beslutet i juni 2022 ändrade det tidigare beslutet i april 2022.

Källa: Riksbanken.

Tabell A.6. Beslut om köp av säkerställda obligationer (bostadsobligationer) 2020–2022

Nominella belopp, miljarder kronor

| Beslutsdatum | Belopp | Köpperiod |
|--------------|--------|---------------------------------|
| 2020-03-20 | 10 | 25 mar 2020 |
| 2020-03-27 | 50 | 30 mar–30 apr 2020 ^a |
| 2020-04-27 | 85 | 1 maj–30 sep 2020 |
| 2020-06-30 | 65 | 1 okt–31 dec 2020 |
| 2020-11-25 | 70 | 1 jan–31 mar 2021 |
| 2021-02-09 | 60 | 1 apr–30 juni 2021 |
| 2021-04-26 | 50 | 1 jul–30 sep 2021 |
| 2021-06-30 | 45 | 1 okt–31 dec 2021 |
| 2021-11-24 | 12 | 1 jan–31 mar 2022 |
| 2022-02-09 | 12 | 1 apr–30 jun 2022 |
| 2022-04-27 | 12 | 1 jul–31 dec 2022 |
| 2022-06-29 | 6 | 1 jul–31 dec 2022 |

Anm. ^a Av dessa 50 miljarder skulle köp för 20 miljarder kronor ske den 1 april.

Köp av säkerställda obligationer med löptider över ett år. Programmet för köp av värdepapper löpte ut vid årsskiftet 2021/2022. Beslutet i juni 2022 ändrade det tidigare beslutet i april 2022.

Källa: Riksbanken.

Tabell A.7. Beslut om köp av företagsobligationer 2020–2022

Nominella belopp, miljarder kronor

| Beslutsdatum | Belopp | Köpperiod | Modificeringar av köpbesluten |
|--------------|--------|----------------------------|--|
| 2020-06-30 | 10 | 1 sep 2020– 30 jun 2021 | |
| 2020-08-31 | | | Förutsättningarna för köpen: begränsningsregler, köpförfarande med mera. |
| 2020-11-06 | | | Ytterligare förutsättningar för köpen: minsta återstående löptid, precisering av definitionen av icke-finansiella företag med mera. ^a |
| 2020-11-25 | | 1 jan 2021– | Endast köp av obligationer utgivna av företag som bedöms leva upp till internationella standarder och normer för hållbarhet. |
| 2021-04-26 | 2 | 1 jul–30 sep 2021 | |
| 2021-06-30 | 1 | 1 okt–31 dec 2021 | |
| 2021-11-24 | 1 | 1 jan–31 mar 2022 | |
| 2022-02-09 | 1 | 1 apr–30 jun 2022 | |
| 2022-04-27 | 1 | 1 jul–31 dec 2022 | |
| 2022-06-29 | 0,5 | 1 jul–31 dec 2022 | Endast köp av obligationer utgivna av företag som redovisar sina årliga direkta och indirekta utsläpp av växthusgaser (scope 1 och scope 2) i enlighet med rekommendationer från Task Force for Climate-related Financial Disclosures, |

Anm. ^a Vissa av dessa beslut hade även implikationer för köpen av företagscertifikat.

Köpen innebar att Riksbanken erbjöd sig att från penningpolitiska motparter köpa obligationer utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag, inklusive gröna företagsobligationer. Köpen omfattade icke-eftersälda obligationer med en återstående löptid om minst 6 månader och upp till 5 år. Vid respektive köptillfälle tillämpade Riksbanken reglerna att Riksbanken inte fick äga mer än 50 procent av en enskild emittents totala utestående volym av företagsobligationer i svenska kronor samt inte heller äga mer än 50 procent av en enskild obligationsutgåva. Endast köp av obligationer utgivna av företag med kreditbetyg motsvarande Baa3/BBB– eller högre och där det på köpdagen inte fanns indikationer på att kreditbetygen skulle komma att underskrida den lägst accepterade nivån. Från och med januari 2021 köpte Riksbanken endast obligationer utgivna av företag som Riksbanken, baserat på extern hållbarhetsdata, bedömde leva upp till internationella standarder och normer för hållbarhet. Beslutet innebar att Riksbanken tillämpade en normbaserad negativ screening vid valet av företagsobligationer, se vidare Andersson och Stenström (2021). Programmet för köp av värdepapper löpte ut vid årsskiftet 2021/2022. Beslutet i juni 2022 ändrade det tidigare beslutet i april 2022.

Källa: Riksbanken.

Tabell A.8. Beslut om köp av företagscertifikat 2020–2022

Nominella belopp, miljarder kronor

| Beslutsdatum | Belopp | Köpperiod | Modificeringar av köpbesluten |
|--------------|--------|--------------------------------|--|
| 2020-03-26 | 4 | 2 april 2020 | |
| 2020-04-03 | 32 | 8 apr–31 maj 2020 ^a | |
| 2020-05-08 | ≤ 32 | 1 jun–30 sep 2020 | <ul style="list-style-type: none"> Företagscertifikat med återstående löptid upp till sex månader vid respektive anbudstillfälle aktuella för köp. Tidigare gräns var 3 månader. Beslut övergick till att gälla maximal storlek på innehavet under perioden (senare vid varje köptillfälle) – se anmärkning. |
| 2020-06-30 | ≤ 32 | 1 okt–31 dec 2020 | <ul style="list-style-type: none"> Från och med 1 juli tillämpades regeln att Riksbanken vid köp av företagscertifikat vid respektive köptillfälle inte skulle äga mer än 70 procent av en enskild emittents totala utestående volym av företagscertifikat i svenska kronor. |
| 2020-11-25 | ≤ 32 | 1 jan–31 mar 2021 | |
| 2021-02-09 | ≤ 32 | 1 apr–30 juni 2021 | |
| 2021-04-26 | ≤ 32 | 1 jul–30 sep 2021 | |
| 2021-06-30 | ≤ 32 | 1 okt–31 dec 2021 | |

Anm. ^a Av dessa 32 miljarder skulle köp för 4 miljarder ske den 8 april.

Köpen innebar att Riksbanken erbjöd sig att från sina penningpolitiska motparter köpa företagscertifikat utgivna i svenska kronor av svenska icke-finansiella företag till ett visst belopp under den angivna perioden. Köpen omfattade certifikat utgivna av företag med ett kreditbetyg motsvarande Baa3/BBB– eller högre. Från och med den 8 maj 2020 utformades besluten på ett sätt som innebar att innehavet av företagscertifikaten skulle rymmas inom programmets rambelopp. Besluten innebar alltså att Riksbankens totala innehav av certifikat vid varje köptillfälle under den angivna perioden inte skulle överstiga 32 miljarder kronor. Programmet för köp av värdepapper löpte ut vid årsskiftet 2021/2022.

Källa: Riksbanken.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK)