



RIKSREVISIONEN

---

## **Bilagor**

Datum: 2023-11-14

Diarienummer: 2022/0854

RiR 2023:21

# Riksbankens tillgångsköp

– dyrköpta erfarenheter

## **Bilagor**

**Bilaga 1.** Kunskapsöversikt över tillgångsköpens effekter

**Bilaga 2.** Metodbilaga och beslutsprocessen

**Bilaga 3.** Tabeller och diagram

## Bilaga 1. Kunskapsöversikt över tillgångsköpens effekter

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

effektiviteten av tillgångsköpen. Flera andra studier drar slutsatsen att kvantitativa lättnader kan ha en stor betydelse som krisverktyg.<sup>211</sup>

## Tillgångsköpens effekter på tillväxt och inflation är mindre tydliga

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

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

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

---

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

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

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

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

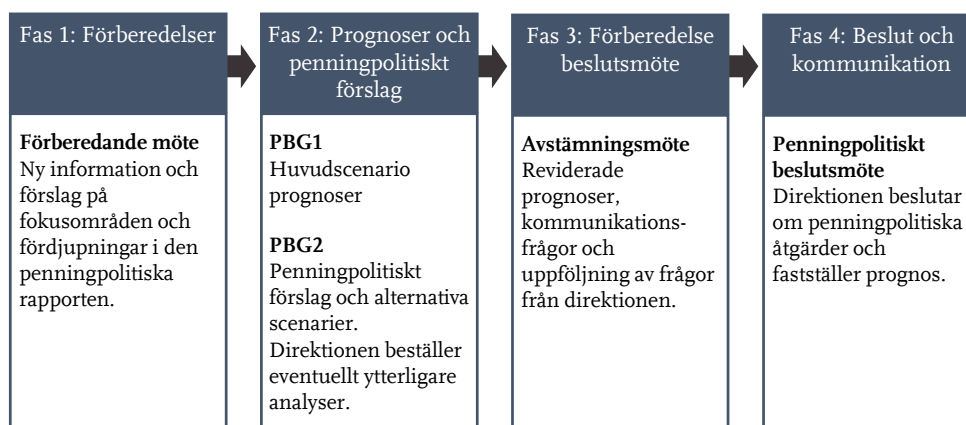
<sup>215</sup> Fabo B. m.fl., "Fifty shades of quantitative easing: Comparing findings of central bankers and academics", 2021.

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

## Bilaga 2. Metodbilaga och beslutsprocessen

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

**Figur 2** Den penningpolitiska beslutsprocessen



Källa: Riksbanken.

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

## Granskning av Riksbankens beslutsunderlag

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

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

## Intervjuer

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

### Intervjuer med direktionen

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

Intervjuerna med direktionsledamöterna har tagit utgångspunkt i en intervjuguide. Vi använde samma intervjuguide till direktionsledamöterna och ställde samma

frågor till samtliga, i syfte att få en samstämmighet i svaren. Följdfrågor kunde dock anpassas i intervjun.

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

## Intervjuer med tjänstepersoner

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

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



## Forskare och andra aktörer

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

### Intervjuer med forskare

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

### Intervjuer med andra aktörer

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

## Bilaga 3. Tabeller och diagram

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

Besluts- datum	Total köpvolymer	Varav nominella stats- obligationer	Varav reala stats- obligationer	Förändring styrränta	Nivå styrränta	Reservationer
2015-02-11	10	10	0	-0,10	-0,10	1
2015-03-18	30	30	0	-0,15	-0,25	0
2015-04-28	40–50	40–50	0	-	-0,25	0
2015-07-01	45	45	0	-0,1	-0,35	0
2015-10-27	65	65	0	-	-0,35	0
2016-04-20	45	30	15	-	-0,5	1
2016-12-20	30	15	15	-	-0,5	3
2017-04-26	15	7,5	7,5	-	-0,5	3

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

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

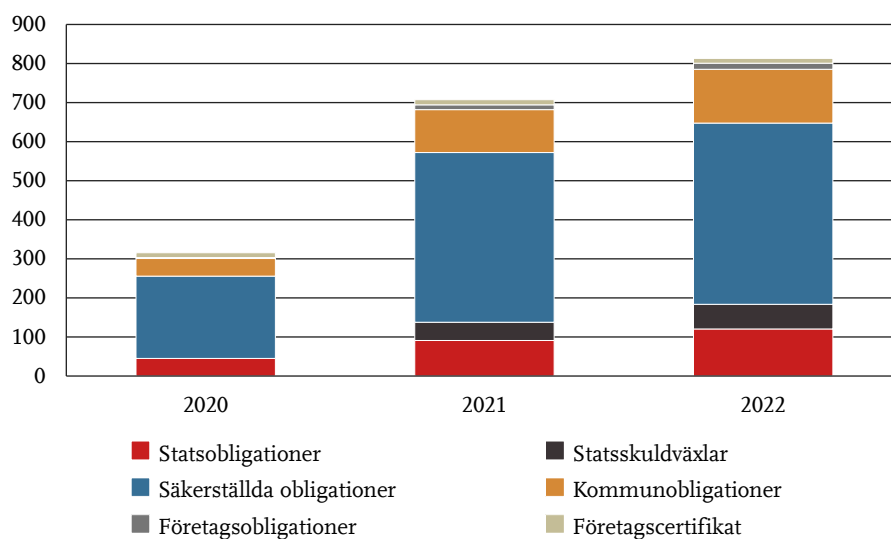
Beslutsdatum	Belopp	Rambelopp	Värdepapper som beslutades ingå i köp	Reservationer
2020-03-16	300	300	Statsobligationer, kommunobligationer, säkerställda obligationer	0
2020-03-19	-	300	Företagscertifikat och företagsobligationer	0
2020-06-30	200	500	-	0
2020-11-25	200	700	Gröna stats- och kommunobligationer,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

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

*Källa: Riksbanken.*

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

Miljarder kronor



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

*Källa: Riksbanken.*