



ANFÖRANDE

DATUM: 2018-04-13
TALARE: Martin Flodén
PLATS: Swedish House of Finance

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

Hur stor bör Riksbankens balansräkning vara i framtiden?*

Före finanskrisen hade Riksbanken en balansräkning på ungefär 200 miljarder kronor. Nu uppgår den till 870 miljarder kronor. Balansräkningen har därmed vuxit från 6 till 20 procent av BNP (se diagram 1). Att balansräkningen har vuxit de senaste åren är en erfarenhet vi delar med många andra centralbanker. Tillväxten är en främst en följd av att centralbanker har kompletterat lågräntepolitik med tillgångsköp för att göra penningpolitiken ännu mer expansiv.

Den expansiva penningpolitiken har fått effekt och bidragit till att konjunkturen nu är stark och att inflationen har stigit till nivåer som är förenliga med inflationsmålet. I Sverige närmar vi oss därför ett läge där den penningpolitiska expansionen kan börja avtrappas och räntan och balansräkningen kan börja normaliseras. Men hur kommer egentligen penningpolitiken att se ut i ett framtida "normalläge"? Det här är en fråga som många centralbanker och andra aktörer nu diskuterar flitigt. Riksbankens och andras analyser tyder på att genomsnittliga *räntor* i framtiden kommer att vara lägre än vad som bedömdes normalt under decennierna före finanskrisen.¹ Men vad ska vi förvänta oss av Riksbankens *balansräkning* i framtiden? Det är den frågan jag vill diskutera idag.

Min diskussion kommer att utgå från ett penningpolitiskt perspektiv vilket betyder att fokus är på det innehav av svenska statsobligationer Riksbanken har byggt upp under de senaste åren och på den monetära basen och det likviditetsöverskott som nu finns på balansräkningens skuldsida. Det finns andra komponenter som också har stor påverkan på Riksbankens balansräkning men som jag inte berör särskilt utförligt. Jag tänker då främst på valutareserven.

Jag kommer också att anknyta till den internationella diskussionen, där det har förts fram argument både för och emot "stora" balansräkningar hos centralbankerna. Argumenten rör två relaterade frågor: Bör köp och försäljningar av obligationer vara ett aktivt penningpolitiskt verktyg även i framtiden? Medför ett stort obligationsinnehav att centralbankernas styrräntor får ett starkare genomslag på marknadsräntorna?

* Tack till Henrik Erikson, Jesper Hansson, Björn Lagerwall, Marianne Sterner och Anders Vredin för diskussioner och synpunkter på tidigare versioner av texten.

Innan jag fördjupar mig i dessa frågor vill jag som bakgrund beskriva dels hur centralbankernas balansräkningar såg ut före krisen och hur de har utvecklats därefter, dels hur utformningen av penningpolitiken samspelar med balansräkningen. Den här bakgrunden är viktig för att kunna bedöma hur Riksbankens balansräkning bör utvecklas på längre sikt och dessutom för att kunna relatera till diskussionen i andra länder. Centralbankernas balansräkningar skilde sig nämligen åt ganska markant före finanskrisen, både i sammansättning och storlek. Vi kan förvänta oss att länder där penningpolitiken styr mot liknande inflationsmål framöver kommer att ha snarlika räntenivåer. Balansräkningarna kan däremot komma att se ganska olika ut.

Mitt huvudbudskap idag är att de penningpolitiska argumenten för en stor balansräkning enligt min mening inte är särskilt starka i den svenska kontexten. Däremot finns det risker förknippade med att hålla en stor balansräkning. Det mest troliga är därför att Riksbankens balansräkning i ett framtida normalläge kommer att vara betydligt mindre än den är idag.

Det finns ingen ”normal” balansräkning

Diagram 2 visar hur några olika centralbankers balansräkningar såg ut för ett drygt decennium sedan, före den globala finanskrisen. Det mest slående med diagrammet är att balansräkningarna såg så olika ut i olika länder.

I vissa länder, till exempel USA och Kanada, hade centralbanken en minimalistisk balansräkning vars storlek i praktiken bestämdes av ekonomins efterfrågan på sedlar. Tillgångssidan dominerades av inhemska statsobligationer medan skuldsidan dominerades av utgivna sedlar. Dessa minimalistiska balansräkningar innebar att de hade en nästan helt riskfri finansiell ställning eftersom centralbanken får räntebetalningar på tillgångarna medan skulderna är kostnadsfria. På så sätt kan centralbanken, om räntan är tillräckligt hög och sedelefterfrågan tillräckligt stor, finansiera sin egen verksamhet och dessutom leverera ett överskott till staten.

Även Riksbanken och Schweiz centralbank hade förhållandevis minimalistiska balansräkningar där skuldsidan dominerades av kostnadsfritt kapital, men förutom sedlar hade dessa centralbanker ackumulerat eget kapital på skuldsidan. Tillgångssidan dominerades av guld och valutareserv, och Riksbanken höll inga statsobligationer överhuvudtaget. Trots dessa likheter hade den schweiziska centralbanken en betydligt större balansräkning än Riksbanken. Detta både på grund av att efterfrågan på kontanter var betydligt högre i Schweiz och på grund av att den schweiziska centralbanken hade större eget kapital.

I andra länder, till exempel Japan och Nya Zeeland, hade centralbankerna balansräkningar som var större än vad som motiverades av det kostnadsfria kapitalet. Den japanska centralbanken hade redan före finanskrisen genomfört kvantitativa lättnader för att få upp inflationen. Som en följd av detta hade bankerna likviditetsreserver på centralbankens balansräkning. Centralbanken i Nya Zeeland hade en balansräkning med flera stora poster på skuldsidan. Där fanns inlåning från både banker och staten, och dessutom valutalån som finansierade en del av landets valutareserv.

Det finns flera förklaringar till att balansräkningarna sett olika ut i olika länder. Till viss del beror det på penningpolitisk regim. Till exempel kan behovet av att hålla en valutareserv bero på om landet har fast eller rörlig växelkurs. Till viss del beror det på historien och tidigare penningpolitiska regimer. Storleken på guldreserven kan ofta förklaras av tidigare kopplingar av valutan till guld, och valutareserven kan vara en kvarleva från tidigare regimer med fast växelkurs. Balansräkningens utseende påverkas även av vilka uppgifter centralbanken har och hur vinster och risker delas mellan banken och dess ägare.²

Diagram 3 visar att många centralbankers balansräkningar, bland annat Riksbankens, har vuxit snabbt efter finanskrisen. Men hur kommer balansräkningen att utvecklas när penningpolitiken normaliseras? Ska centralbanker sträva efter en minimalistisk balansräkning eller finns det skäl att låta balansräkningarna förbli stora? Den här genomgången visar att det inte finns någon "normal" balansräkning att se som ett självklart riktmärke. Utvecklingen kommer istället att avgöras av centralbankernas analys bland annat av hur balansräkningens storlek och sammansättning samspelar med räntepolitiken i normala tider.

Räntenivån påverkar inte Riksbankens balansräkning

Enligt traditionella läroboksmodeller styr centralbanken den korta räntan genom att ändra penningmängden genom köp och försäljningar av värdepapper, så kallade öppna marknadsoperationer. Utgångspunkten är att affärsbanker som tar emot inlåning från hushåll måste hålla en viss mängd likvida medel för att kunna betjäna kunder som vill ta ut pengar från sina konton. Dessa likvida medel utgör ekonomins monetära bas och kan antingen bestå av sedlar i bankernas kassavalv eller av reserver som bankerna håller på räntelösa konton hos centralbanken.

När marknadsräntan är positiv förlorar bankerna pengar på att tvingas hålla likviditetsreserver, och ju högre räntan är desto mindre villiga är bankerna att hålla reserver. Enligt den här läroboksmodellen finns det därför ett direkt negativt samband mellan storleken på den monetära basen och nivån på räntan. Centralbanken kan bedriva penningpolitik antingen genom att sätta en ränta och låta den monetära basen anpassa sig till räntan, eller genom att bestämma storleken på den monetära basen och därmed låta räntan anpassa sig.

Fram till finanskrisens utbrott var läroboksmodellen en ganska användbar beskrivning av penningpolitiken i USA. Federal Reserve fattade beslut om en styrränta och implementerade sedan denna genom öppna marknadsoperationer som ökade eller minskade mängden reserver som bankerna höll på konton i centralbanken tills marknadsräntan sammanföll med den beslutade räntenivån.

Det är dock länge sedan läroboksmodellen var användbar för att beskriva penningpolitiken i Sverige.³ Kontantanvändningen är liten och affärsbankernas kassareserver därmed försumbara. Dessutom finns det i Sverige inget krav på att affärsbankerna håller likviditet i Riksbanken i proportion till deras inlåning.⁴ Lite förenklat kan man säga att det i Sverige inte finns någon monetär bas.⁵ Riksbanken bedriver alltså inte penningpolitik genom att ändra "mängden pengar" i ekonomin. Istället bestämmer Riksbanken "priset på pengar" genom att direkt sätta räntan på vissa finansiella tillgångar.⁶ Dessa tillgångar är antingen in- eller utlåning från

Riksbanken till affärsbankerna beroende på hur mycket likviditet som finns i systemet.

Om det finns ett överskott av likviditet i ekonomin kommer bankerna att ha tillgodohavanden på Riksbankens balansräkning på samma sätt som när bankerna i läroboksmodellen är tvingade att hålla likviditetsreserver. Den stora skillnaden mot läroboksmodellen är att Riksbanken betalar marknadsränta på reserverna.⁷ Därmed har också kopplingen från monetär bas och storleken på centralbankens balansräkning till räntan brutits; bankerna får en marknadsmässig avkastning på sina reserver och Riksbanken kan därmed bestämma räntan oberoende av hur stora likviditetsreserverna i ekonomin är.⁸

Reporäntan är det huvudsakliga penningpolitiska verktyget ...

När styrräntorna under inledningen av den globala finanskrisen 2008–2009 hade sänkts till nivåer nära noll på flera håll i världen fanns det på många håll ett behov av ytterligare penningpolitisk expansion. Centralbanker som Federal Reserve och Bank of England köpte då stora kvantiteter obligationer. Dessa köp syftade både till att pressa ner ränteläget rent allmänt och till att stötta vissa delmarknader som fungerade dåligt under krisen, till exempel marknaden för bostadsobligationer i USA. I euroområdet och Sverige inledde centralbankerna sådana köpprogram några år senare.

Det teoretiska stödet för att obligationsköpen gör penningpolitiken mer expansiv är ganska svagt och omdebatterat. Men detta till trots menar många att erfarenheterna av obligationsköpen är goda.⁹ Vissa menar till och med att obligationsköpen har fungerat så väl att de bör förbli en del av den penningpolitiska verktygslådan även i normala tider.¹⁰ Detta är en slutsats som jag finner förhastad, åtminstone för Riksbankens del.

Att obligationsköpen verkar ha fungerat väl i vissa situationer och länder betyder inte att de kommer att fungera väl i normala tider. För att landa i den slutsatsen behöver man fundera på hur obligationsköpen kan ha bidragit till att göra penningpolitiken mer expansiv. Det finns åtminstone fyra olika sätt som brukar nämnas. För det första kan köpen ha fungerat som marknadsvård under finanskrisens mest akuta faser då marknaderna fungerade dåligt. Tillgångsköpen bidrog då till att hålla igång prissättningen på obligationer och till att räntor pressades ner.

För det andra kan det ha handlat om risköverföring. Det är vad det är frågan om när centralbanken köper privata tillgångar (till exempel bostadsobligationer) så att marknadsrisken för dessa tillgångar hamnar på den offentliga balansräkningen, eller på liknande sätt om en centralbank i en valutaunion köper statsobligationer från länder med olika kreditrisk. Även i detta fall kan marknadspriser upprätthållas så att vissa marknadsräntor pressas ner trots att den penningpolitiska räntan inte sänks.

För det tredje kan obligationsköpen vara ett sätt att påverka förväntningar om framtida styrräntor. Centralbanken förlorar pengar om den höjer styrräntan efter att den har köpt obligationer med lång löptid. Obligationsköp kan därför göra det

mer trovärdigt att centralbanken kommer att behålla styrräntan låg framöver. Det medför i så fall att marknadsräntorna på obligationer med lång löptid faller.

För det fjärde kan obligationsköpen påverka räntor med olika löptid genom en så kallad portföljbalanskanal. Det sker om marknadsaktörerna inte ser kort inlåning i centralbanken som ett perfekt substitut för de statsobligationerna som de sålt till centralbanken. Genom att centralbanken köper långa statsobligationer minskar utbudet av säkra tillgångar med långa löptider, vilket driver upp priset och ner räntan på långa statsobligationer.¹¹

Jag har dock svårt att tro att dessa kanaler kommer att vara särskilt verksamma i den svenska ekonomin i en framtida mer normal penningpolitisk miljö.

Som jag tidigare har sagt (Flodén, 2015) misstänker jag dessutom att effekterna via dessa kanaler inte har varit särskilt starka under de senaste åren, då Riksbanken har köpt stora volymer obligationer. Riksbankens köp har skett i en miljö där marknaderna fungerar väl. Köpen har dessutom endast avsett statsobligationer, vilka har samma riskprofil som de certifikat Riksbanken ger ut för att finansiera köpen. Till det kommer att portföljbalanskanalen delvis sätts ur spel genom Riksgäldens repofacilitet där marknadsaktörerna kan låna en obegränsad mängd statsobligationer med önskad löptid.

De positiva effekterna av Riksbankens obligationsköp har förmodligen istället uppnåtts främst på ett annat sätt. När Riksgäldens återförsäljare utnyttjar repofaciliteten och lånar obligationer sker det till en ränta över natten som ligger 0,40 procentenheter under Riksbankens reporänta. I takt med att Riksbankens innehav av statsobligationer har ökat har de *korta* marknadsräntorna på statspapper därför pressats ner mot -0,90 procent, alltså reporäntan minus kostnaden för faciliteten (se diagram 4). Via förväntningar har den låga nivån på dessa korträntor sedan pressat ner räntorna även på statsobligationer med längre löptider.¹²

I praktiken finns det alltså två nivåer på korträntemarknaden i Sverige, en runt reporäntan och en runt kostnaden för Riksgäldens facilitet. Min bedömning är att en lika expansiv penningpolitik i princip skulle kunna ha uppnåtts utan kvantitativa lättnader men med en reporänta någonstans mellan dessa två räntenivåer. Under de senaste åren hade det inte varit bekymmersfritt att sätta en lägre reporänta, men i en framtid med mer normala räntenivåer ser jag inget behov av att försöka påverka korta marknadsräntor med andra verktyg än reporäntan.

Och när det gäller förväntningsbildningen och spridningen från korträntor till räntor på längre löptider har Riksbanken en lång tradition av att använda en transparent kommunikation för att signalera framtida penningpolitiska planer, till exempel genom att publicera prognoser för reporäntans utveckling.¹³ Om det anses viktigt att påverka marknadens förväntningar på ett visst sätt tror jag att det vanligtvis är lättare att uppnå med en genomtänkt kommunikation, till exempel genom mer eller mindre starka uttalanden från direktionen om den framtida räntepolitiken, än genom obligationsköp.

... men ökad sannolikhet för okonventionell penningpolitik vid lågkonjunkturer

När finanskrisens akuta faser inleddes hösten 2008 ägde Riksbanken inga inhemskt obligationer. Riksbanken hade då svårt att snabbt ingripa på marknaden med lämpliga stödåtgärder. En lärdom från den episoden var att Riksbanken behöver ha beredskap för att kunna agera på obligationsmarknaden i särskilda situationer. En sådan beredskap förutsätter att Riksbanken håller åtminstone en liten portfölj med statsobligationer för att ha nödvändiga system, avtal och kunskaper på plats. Därför byggde Riksbanken upp en statsobligationsportfölj under 2012-2013.¹⁴

Det här motivet till att hålla en obligationsportfölj är fortfarande relevant. En framtida minskning av Riksbankens obligationsinnehav kommer således knappast att betyda att portföljen helt avvecklas. Men den obligationsportfölj som byggdes upp 2012-2013 var liten i förhållande till den som byggts upp i penningpolitiskt syfte. Obligationsköpen 2012-2013 summerade till 10 miljarder kronor, att jämföra med köpen i penningpolitiskt syfte sedan 2015 som summerar till mer än 300 miljarder kronor.

De stödåtgärder som kan bli aktuella i särskilda situationer kan antingen handla om marknadsvård, såsom under hösten 2008, eller om obligationsköp som ett komplement till penningpolitiken när styrräntan begränsas av sin nedre gräns.

Mycket talar för att de reala räntorna i Sverige och omvärlden kommer att vara lägre i framtiden än de var under decennierna före finanskrisen, bland annat till följd av demografiska förändringar och ett nytt sparmönster i världsekonomin.¹⁵ Som en följd har flera centralbanker, inklusive Riksbanken, reviderat ner sina bedömningar av vad som är en normal nivå på styrräntan. Med en större sannolikhet kommer vi därför vid konjunkturedgångar att tangera den nedre gränsen för reporäntan. Det gör att vi i framtiden oftare kan behöva använda obligationsköp som komplement till reporäntan och reporänteprognozen.

Även om jag har argumenterat för att en portfölj av statsobligationer har en begränsad roll att spela för penningpolitiken i ett normalläge förväntar jag mig alltså att Riksbanken, och andra centralbanker, oftare kommer att hamna i lägen där obligationsköp är motiverade som ett komplement till räntepolitiken.

Andra argument för ett stort obligationsinnehav

De argument för ett stort obligationsinnehav i normala tider som jag hittills har diskuterat förefaller alltså inte vara särskilt relevanta för Riksbankens penningpolitik i ett framtida normalläge.

Ett annat argument som vissa för fram är att ett stort obligationsinnehav, och därmed ett framtvingat likviditetsöverskott i ekonomin, kan förstärka den penningpolitiska transmissionsmekanismen.¹⁶ Argumenten handlar i grunden om att ett likviditetsöverskott – att banksystemet har gott om centralbanksreserver – kan minska risken för friktioner på penningmarknaden. Under finanskrisen fungerade interbankmarknaden dåligt, vilket innebar dels att marknadsräntorna blev mer volatila, dels att finansinstitut som inte hade direkt tillgång till centralbankernas faciliteter

fick sämre tillgång till likviditet. Med ett stort likviditetsöverskott blir ekonomin mindre beroende av en välfungerande interbankmarknad.

Oavsett riktigheten i dessa argument så leder de inte till några implikationer för Riksbankens obligationsinnehav. Likviditetsöverskottet i Sverige kommer nämligen med stor sannolikhet att vara stort oavsett hur obligationsportföljen utvecklas i framtiden. Redan innan Riksbanken inledde obligationsköpen 2015 hade vi ett strukturellt likviditetsöverskott i ekonomin, och överskottet har ökat därefter som ett resultat av minskad kontantanvändning och Riksbankens vinstutdelningar. Riksbankens obligationsinnehav uppgår nu till 363 miljarder kronor medan likviditetsöverskottet, alltså affärsbankernas fordran på Riksbanken, uppgår till 435 miljarder kronor. Likviditetsöverskottet skulle alltså vara ungefär 70 miljarder kronor även om hela obligationsportföljen avvecklades.¹⁷

Ytterligare ett argument för ett stort obligationsinnehav som ibland förs fram är att centralbankens köp skulle öka utbudet av säkra tillgångar i ekonomin, och att det annars finns en brist på sådana tillgångar.¹⁸ Riksbankens obligationsköp medför att statsobligationer med en viss löptid försvinner från marknaden och ersätts av riksbankscertifikat med en veckas löptid.¹⁹ Riksbanken tar då över en del av den löptidsomvandling som marknaden annars försöker uppnå på egen hand, och bidrar till att minska ränterisken i den utestående portföljen av statspapper. Inte heller det här argumentet är särskilt övertygande. Om man anser att det är viktigt att löptiden på statskulden i normala tider är kort bör det hanteras när statsobligationerna ges ut, och det är i så fall en fråga för Riksgälden.

Dessutom verkar inte omvandlingen från statspapper till riksbankstillgångar bidra till något ökat utbud av säkra tillgångar i Sverige; räntan på (korta) statspapper är lägre än reporäntan vilket innebär att marknadspriset på statsobligationer är högre än priset på riksbankscertifikat med samma löptid. Den här prissättningen indikerar snarast att marknaden hellre håller statsobligationer än centralbanksreserver och således att Riksbankens obligationsköp minskar utbudet av de säkraste tillgångarna. En annan indikation på detta är att löptidspremierna på statsobligationer har varit mycket låga, och förmodligen negativa, under de senaste åren.²⁰ Det tyder på att statsobligationer med lång löptid inte prissätts med riskpremier i förhållande till riksbankscertifikat eller statspapper med kort löptid.

Jag har nu diskuterat argument som skulle kunna tala för att Riksbanken bör hålla en stor obligationsportfölj även i framtiden, och jag ser inte dessa argument som särskilt starka. Men betyder det att storleken på balansräkningen är betydelselös eller finns det starka argument för att Riksbankens balansräkning bör vara liten?

Argumenten *mot* ett omfattande obligationsinnehav i normala tider

Att hålla en stor balansräkning kan vara förknippat med risker, men hur dessa risker ser ut beror både på vilka tillgångar centralbanken håller och hur dessa finansieras på skuldsidan. Riskerna kan handla dels om centralbankens finansiella ställning och förmåga att bedriva penningpolitik och samtidigt finansiera sin egen verksamhet, dels om anseende och möjligheterna att slå vakt om sin självständighet i penningpolitiska frågor.

Plosser (2018) diskuterar anseenderiskerna och menar att centralbanken måste ha ett snävt mandat för att kunna motivera en fortsatt självständighet gentemot den politiska sfären. De risker han diskuterar är främst kopplade till centralbanker som köper andra tillgångar än statsobligationer. Ju mer centralbanken blandar sig i risk- och kapitalallokeringen i ekonomin, desto större blir risken att centralbanken utsätts för politiska påtryckningar om hur den ska bedriva sin politik. Och mer generellt, ju större balansräkning centralbanken har desto större är risken att politiker vill utnyttja resurserna på ett visst sätt.

Plossers argument är viktiga, men de är inte särskilt tillämpliga på Riksbankens nuvarande situation. Riksbanken har endast köpt statsobligationer, och vi har spridit våra köp ganska jämnt på den utestående obligationsstocken med syfte att påverka det allmänna ränteläget snarare än specifika obligationspriser. Och trots att Riksbankens balansräkning har vuxit snabbt de senaste åren är den i förhållande till BNP betydligt mindre än i många andra länder.

För Riksbanken ser jag de finansiella riskerna som mer problematiska. Den stora obligationsportföljen innebär att ränterisken på balansräkningen har ökat. De obligationer vi har köpt har en genomsnittlig löptid på 5 år men finansieras med riksbankscertifikat med en veckas löptid. Om räntan stiger ökar därför finansieringskostnaden medan avkastningen på de redan köpta obligationerna är oförändrad. Dessutom är den förväntade avkastningen på Riksbankens obligationsportfölj låg. Det beror dels på att löptidspremier överlag har varit nedpressade de senaste åren, dels på att avkastningen på statsobligationer så att säga utgår från räntan i Riksgäldens facilitet (det vill säga 0,40 procentenheter under reporäntan) medan finansieringskostnaden utgår från reporäntan.

Centralbanker kan vanligen finansiera sin egen verksamhet och bedriva en oberoende penningpolitik genom avkastningen på sitt kostnadsfria kapital, det vill säga de tillgångar de håller som svarar mot de kostnadsfria skulderna. Dessa skulder utgörs av sedelmängden i ekonomin och centralbankens egna kapital.

Jämfört med andra centralbanker har Riksbanken sämre förutsättningar att bära risk. Detta eftersom kontantanvändningen är liten och sedelmängden därmed endast uppgår till ungefär en procent av BNP att jämföra med runt 10 procent i euroområdet, USA och Schweiz, och upp mot 20 procent i Japan. Visserligen har Riksbanken ett eget kapital som är större än vad centralbanker i vissa andra, främst anglo-saxiska, länder har. Men den sammantagna bilden är ändå att Riksbanken har mindre kostnadsfritt kapital än andra centralbanker och därmed sämre förutsättningar att hålla finansiell risk på sin balansräkning (se diagram 5). Den här bilden har förstärkts under senare år då sedelmängden har krympt snabbt. Dessutom har alla centralbanker sett sin intjäningsförmåga försvagas i takt med att underliggande räntor har sjunkit.²¹

Jag har tidigare redogjort för de finansiella risker som uppstår på Riksbankens balansräkning när vi har ett stort obligationsinnehav.²² De här riskerna i kombination med Riksbankens svaga intjäningsförmåga är ett argument för att på sikt sträva efter en mindre balansräkning. På så sätt slår vi bäst vakt om Riksbankens fortsatta möjlighet att finansiera sin egen verksamhet och bedriva en oberoende penningpolitik.²³

Rimligt att Riksbankens balansräkning krymper på sikt

Riksbankens balansräkning har vuxit snabbt de senaste åren, dels eftersom vi har köpt statsobligationer i penningpolitiskt syfte, dels eftersom valutareserven har förstärkts.

I andra länder har det förts fram argument för att centralbanken kanske bör behålla ett stort obligationsinnehav även i framtiden när penningpolitiken har normaliserats. Enligt min mening har dessa argument begränsad relevans för Sverige och Riksbanken.

Däremot finns det argument som talar för att Riksbanken bör begränsa sin finansiella risk genom att avveckla merparten av innehavet av statsobligationer i samband med att penningpolitiken normaliseras. Min bedömning är att en sådan avveckling görs bäst och med minst marknadspåverkan genom att vi håller obligationerna i portföljen till förfall. Riksbankens obligationsinnehav kommer då under det kommande decenniet att utvecklas ungefär som i diagram 6.

När penningpolitiken har normaliserats kommer alltså reporäntan och räntebanan att vara de huvudsakliga penningpolitiska verktygen. Men mycket tyder på att normala räntenivåer är lägre än vi tidigare trodde. Det är därför mer sannolikt att reporäntan vid framtida konjunkturedgångar tangerar sin nedre gräns, och då kan obligationsköp återigen behövas som komplement i penningpolitiken.

Referenser

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

Altavilla, Carlo, Giacomo Carboni och Roberto Motto (2015), "[Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area](#)", ECB Working Paper Series No 1864, European Central Bank

Archer, David och Paul Moser-Boehm (2013), "[Central bank finances](#)", BIS Papers No 71, Bank for International Settlements

Bernanke, Ben (2016), "[Should the Fed keep its balance sheet large?](#)", Brookings, 2 september

Blinder, Alan, Michael Ehrmann, Jakob de Haan och David-Jan Jansen (2017), "[Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis](#)", *Economic Policy* 32, 707-755

Costancio, Vitor (2017), "[The future of monetary policy frameworks](#)", anförande, 25 maj, Europeiska centralbanken

De Rezende, Rafael, David Kjellberg och Oskar Tysklind (2015), "[Effekter på finansiella priser av Riksbankens obligationsköp](#)", Ekonomiska kommentarer Nr 13, Sveriges Riksbank

Duffie, Darrell och Arvind Krishnamurthy (2016) "[Passthrough efficiency in the Fed's new policy setting](#)", Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City

- Flodén, Martin (2015), inlägg på penningpolitiskt möte i februari 2015, i Riksbanken (2015), [Penningpolitiskt protokoll, februari 2015](#)
- Flodén, Martin (2016), "[Riksbankens obligationsköp påverkar statens finanser](#)", anförande, 9 november, Riksbanken
- Goodfriend, Marvin (2011), "[Central banking in the credit turmoil: an assessment of Federal Reserve practice](#)", *Journal of Monetary Economics* 58, 1-12.
- Greenwood, Robin, Samuel Hanson och Jeremy Stein (2016), "[The Federal Reserves balance sheet as a financial-stability tool](#)", Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City
- Holston, Kathryn, Thomas Laubach och John Williams (2017), "[Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants](#)", *Journal of International Economics*, 108, S59-S75
- af Jochnick, Kerstin (2015), "[Måste Riksbanken gå med vinst?](#)", anförande, 23 januari, Riksbanken
- Krishnamurthy, Arvind (2018), "[The size of the Fed's balance sheet](#)", i M. Bordo, J. Cochrane och A. Seru: **The Structural Foundations of Monetary Policy**, Hoover Institution
- Nessén, Marianne, Peter Sellin och Per Åsberg Sommar (2011), "[Det penningpolitiska styrsystemet, Riksbankens balansräkning och den finansiella krisen](#)", Ekonomiska kommentarer Nr 1, Sveriges riksbank
- Plosser, Charles (2018), "[The risks of a Fed balance sheet unconstrained by monetary policy](#)", i M. Bordo, J. Cochrane och A. Seru: **The Structural Foundations of Monetary Policy**, Hoover Institution
- Rachel, Lukasz och Thomas Smith (2015), "[Secular drivers of the global real interest rate](#)", Bank of England Working Paper No 571
- Sims, Christopher (2016), "[Fiscal policy, monetary policy and central bank independence](#)", Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City
- Sveriges riksbank (2009), "[Den monetära basen – Riksbanken ändrar statistikdefinition](#)", promemoria, 16 april
- Sveriges riksbank (2012), "[Värdepappersportfölj i svenska kronor](#)", pressmeddelande, 10 maj
- Sveriges riksbank (2014), "[The Riksbank's operational framework for the implementation of Monetary Policy – a review](#)", Riksbank Studies
- Sveriges riksbank (2017a), "[Reporäntan på lång sikt](#)", fördjupning i Penningpolitisk rapport, februari
- Sveriges riksbank (2017b), "[Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprognoser](#)", Riksbanksstudier, juni
- Walsh, Carl (2017), **Monetary Theory and Policy**, fjärde upplagan, MIT Press

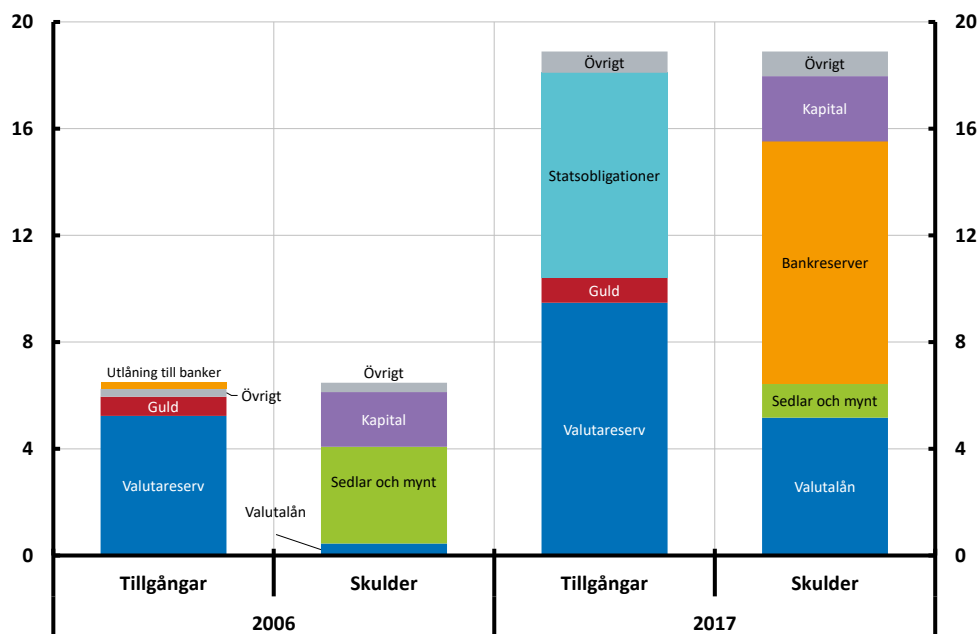


Woodford, Mark (2000), "[Monetary policy in a world without money](#)", *International Finance* 3, 229-260.

Yu, Edison (2016), "[Did quantitative easing work?](#)", Economic Insights, First Quarter 2016, Federal Reserve Bank of Philadelphia

Diagram

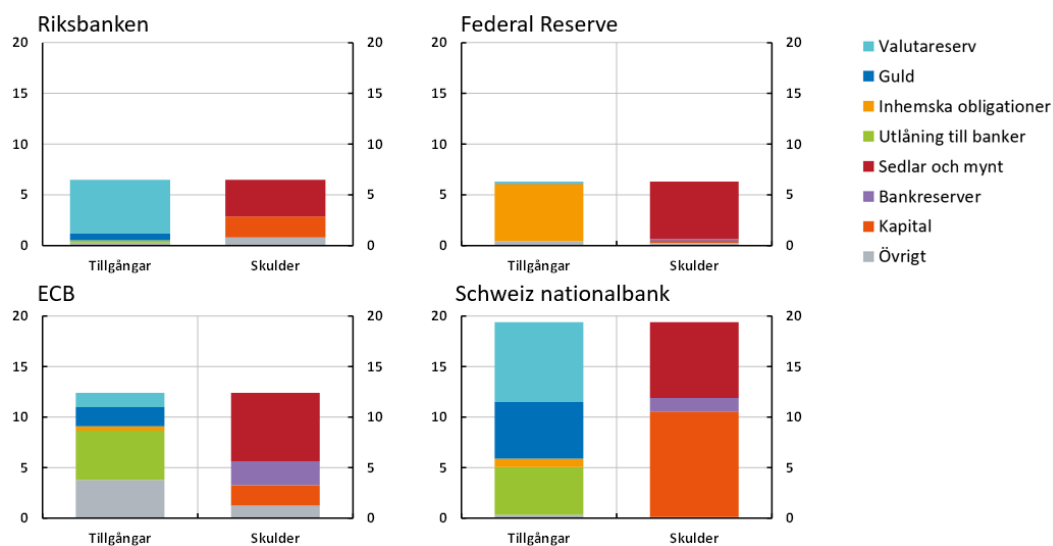
Diagram 1. Riksbankens balansräkning 2006 och 2017



Anm. Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

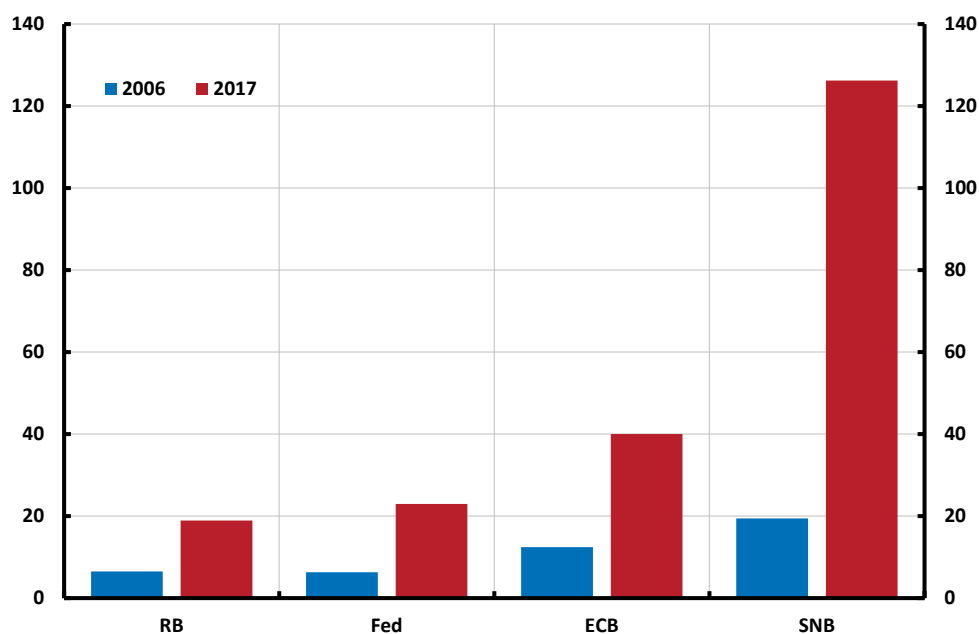
Diagram 2. Centralbankers balansräkningar före finanskrisen



Anm. Procent av BNP. Avser 2006. Indelningen i tillgångs- och skuldklasser ska ses som indikativ.

Källor: Respektive centralbank samt nationella statistikkällor.

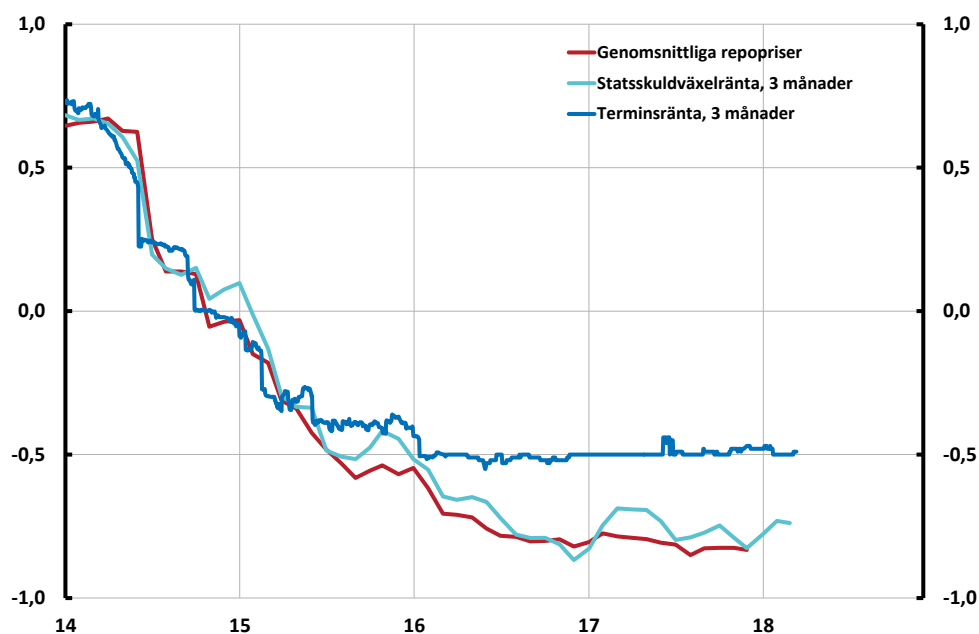
Diagram 3. Centralbankers balansräkningar 2006 och 2017



Anm. Procent av BNP

Källor: Respektive centralbank samt nationella statistikkällor

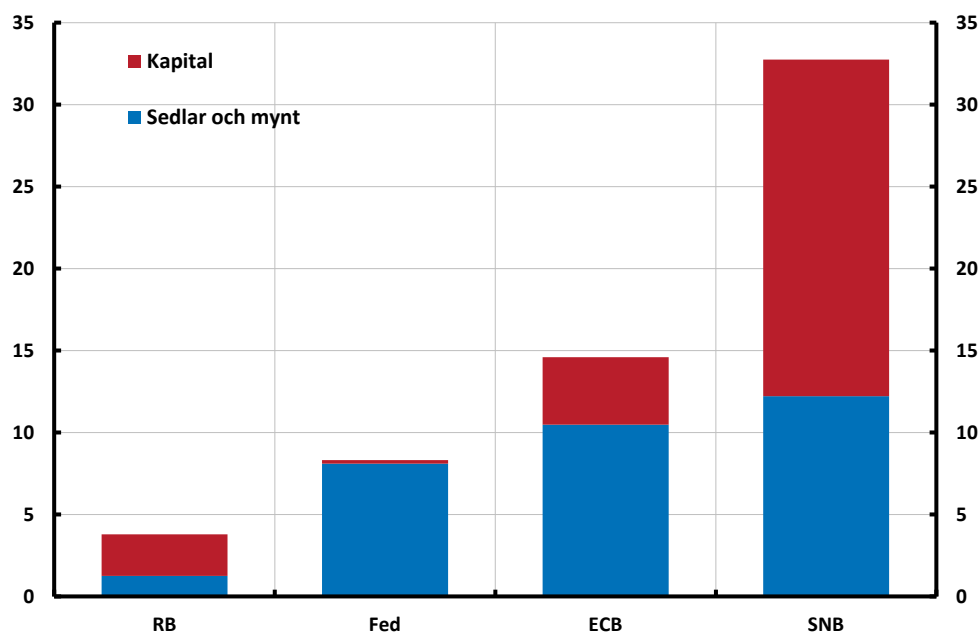
Diagram 4. Två nivåer på korta räntor



Anm. Procent. Terminsräntan avspeglar den förväntade nivån på reporäntan de kommande tre månaderna.

Källor: Macrobond och Riksbanken

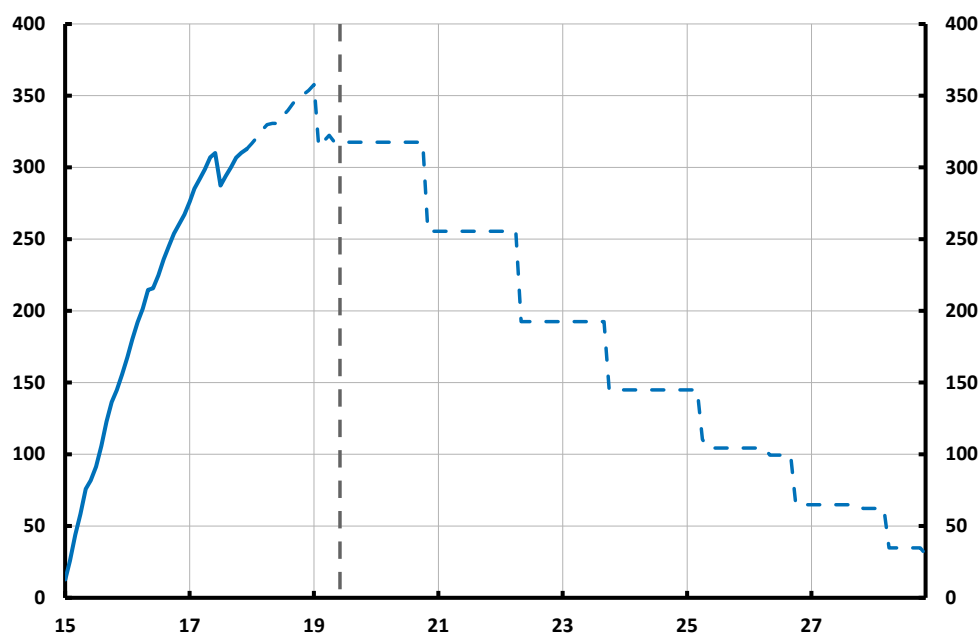
Diagram 5. Centralbankers kostnadsfria kapital



Anm. Procent av BNP.

Källor: Respektive centralbank samt nationella statistikkällor

Diagram 6. Riksbankens obligationsportfölj



Anm. Nominellt belopp, miljarder kronor. Prognos fram till juni 2019, därefter en teknisk framskrivning under antagandet att inga ytterligare återinvesteringar görs. Utvecklingen för innehavet påverkas också till viss del av obligationernas marknadspriser och vilka obligationer Riksbanken väljer att återinvestera i. Vertikala linjen markerar skiftet mellan prognos och teknisk framskrivning.

¹ Se Sveriges riksbank (2017a).

² Se Archer och Moser-Boehm (2013).

³ Det större dragen i det svenska styrsystemet är inte unika, utan gemensamma för penningpolitiken i de flesta länder.

⁴ Regelverken ställer andra likviditetskrav på bankerna, men likviditeten behöver inte utgöras av centralbankspengar.

⁵ Fram till 2009 räknades bankernas räntebärande likviditetsöverskott inte in i den monetära basen i Sverige, men 2009 ändrades definitionen till att inkludera likviditetsöverskottet (se Sveriges riksbank, 2009). Den nya definitionen stämmer bättre med internationella rekommendationer och praxis, men är enligt mig egentligen ett dåligt mått på det som avses med "monetär bas" i litteraturen.

⁶ Det här är en förenklad beskrivning av Riksbankens penningpolitiska styrsystem. Utförligare beskrivningar finns i Nessén, Sellin och Åsberg Sommar (2011) samt Sveriges riksbank (2014).

⁷ Goodfriend (2011) kallar detta sätt att bedriva penningpolitik "interest on reserves policy" vilket han särskiljer från läroboksmodellens "monetary policy". Se även Woodford (2000) för en analys av hur penningpolitiken fungerar i en värld utan monetär bas.

⁸ Före finanskrisen hade vi ett likviditetsunderskott i Sverige. Riksbanken tillförde då likviditet till marknaden genom utlåning till bankerna via repor (därav reporäntan). På sätt och vis skulle man – med dagens definition – kunna mena att vi i Sverige då hade en negativ monetär bas. Detta illustrerar att den definition som nu används av "monetära bas" egentligen är märklig. Likviditetsunderskottet har därefter skiftat till ett överskott. Riksbanken dränerar nu överskottslikviditeten genom att ge ut certifikat (och ibland via finjusterande transaktioner) med en veckas löptid till en ränta vi fortfarande kallar reporäntan. En bättre benämning skulle vara "certifikatsräntan".

⁹ Se Yu (2016) och kapitel 1 i Walsh (2017) för sammanfattningar av studier baserade på amerikanska data. Dessa studier undersöker vanligen det omedelbara genomslaget på tillgångspriser när nyheter om tillgångsköp meddelas. Det är svårare att undersöka om pris-effekterna är varaktiga och där är det empiriska stödet således svagare. Altavilla med flera (2015) finner att ECB:s köpprogram har pressat ner räntorna på ett ganska brett spektrum av europeiska tillgångar, och i synnerhet på statsobligationer i länder med höga räntor (till exempel Italien och Spanien). De Rezende med flera (2015) finner att de inledande stegen i Riksbankens köpprogram bidrog till räntenedgångar på ungefär samma sätt som tillgångsköp i andra länder.

¹⁰ I en enkätundersökning bland centralbankschefer och ledande forskare svarar en hög andel i båda grupperna att köp av statsobligationer och/eller andra tillgångar är redskap som bör finnas kvar i centralbankernas verktygslådor även efter finanskrisen (Blinder med flera, 2017).

¹¹ Alsterlind med flera (2015) beskriver signalerings- och portföljbalanskanalerna mer detaljerat.

¹² I Sverige är effekten på räntor med kort löptid förmodligen viktigare än effekten på räntor med lång löptid. Detta eftersom den mesta utlåningen till hushåll och företag sker till rörlig ränta. Enligt SCB:s Finansmarknadsstatistik hade 73 procent av utlåningen till hushåll och icke-finansiella företag en återstående räntebindningstid på 3 månader eller mindre i februari 2018.

¹³ Det främsta syftet med reporänteprognoserna har hittills inte varit att påverka marknadsräntorna, och periodvis har det funnits stora skillnader mellan Riksbankens prognoser och marknads förväntningar (se Sverige riksbank 2017b).

¹⁴ Se Sveriges riksbank (2012).

¹⁵ Se Rachel och Smith (2015) och Holston med flera (2017).

¹⁶ Se till exempel Duffie och Krishnamurthy (2016), Bernanke (2016) och Constancio (2017).

¹⁷ Riksbanken skulle kunna reducera likviditetsöverskottet ytterligare genom att sälja (obelånade) tillgångar i guld- och valutareserven. Men en sådan förändring är knappast aktuell; under det senaste decenniet har ju Riksbanken i stället förstärkt valutareserven med över 200 miljarder kronor finansierat med valutalån.

¹⁸ Se Greenwood m.fl. (2016), Constancio (2017) och Krishnamurthy (2018).

¹⁹ Det här är fortfarande en förenklad beskrivning av Riksbankens styrsystem. Se referenserna i fotnot 6 för en mer fullständig beskrivning.

²⁰ Se diagram 3 i Flodén (2016).

²¹ Se af Jochnick (2015).

²² Flodén (2016). Sims (2016) diskuterar mer generellt hur stora balansräkningar riskerar att försvaga centralbankers finansiella oberoende.

²³ Den här slutsatsen är dock inte självklar. Man skulle också kunna vända på argumentationen och mena att Riksbanken som en följd av låga räntor och ett litet kostnadsfritt kapital bör jaga avkastning. Och i normala tider kan man räkna med att statsobligationer med lång löptid ger en avkastning som är högre än den förväntade finansieringskostnaden via reporäntan. En sådan jakt på avkastning är förenad med risker och kommer ibland att lyckas, ibland att misslyckas. Det är därmed knappast en hållbar strategi för en institution som Riksbanken som nu firar 350-årsjubileum och strävar efter en lika lång framtida existens.