



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

ANFÖRANDE

DATUM: 2019-11-13
TALARE: Vice riksbankschef Martin Flodén
PLATS: Örebro universitet och Kommuninvest, Örebro

Uppdaterad version 2019-11-15.

Förtydligande sid. 5, stycke ett [1].

Penningpolitiken i en föränderlig värld*

Under det senaste året har det blivit allt tydligare att den ekonomiska tillväxten dämpas både internationellt och i Sverige. Att tillväxten skulle bli lite lägre än de starka åren 2014–2018 är inte överraskande. Men den senaste tiden har det kommit allt fler tecken på att dämpningen blir större och sker snabbare än vad vi på Riksbanken har väntat.

För att avgöra hur penningpolitiken bör förhålla sig till detta behöver vi förstå varför tillväxten sjunker. Handlar det om en svagare konjunktur, eller beror inbromsningen också på djupare, strukturella förändringar i ekonomin?

Jag tänker idag först kortfattat diskutera några strukturella förändringar som kan ha haft betydelse för de senaste årens ekonomiska utveckling. Det är förändringar som kan ha medfört lägre underliggande räntor och tillväxt och lägre inflationstryck, och som kommer att påverka förutsättningarna för Riksbankens arbete framöver.

Därefter kommer jag säga några ord om vilka möjligheter penningpolitiken nu har att reagera om konjunkturutvecklingen blir betydligt svagare än i våra prognoser. Avslutningsvis vill jag säga några ord om klimatförändringar, en av de strukturella förändringar som påverkar hur ekonomin fungerar. Hur påverkas Riksbankens arbete av klimatförändringarna och hur kan Riksbanken bidra till grönare finansmarknader?

Ekonomin förändras

Den internationella ekonomiska spelplanen har förändrats på många sätt de senaste åren. Låt mig ge några exempel:

- **Det geopolitiska läget** har försämrats och nationalistiska strömningar har blivit vanligare. Detta har medfört ökad protektionism och nya handelshinder.

* Många medarbetare har bidragit med värdefulla kommentarer på ett utkast till det här talet. Jag vill särskilt tacka Iida Häkkinen Skans, Björn Lagerwall, Åsa Olli Segendorf, Rebecka Hallerby och Marianne Sterner.

Efter många decennier med ökad internationell handel och allt större internationella kapitalflöden har globaliseringen nu tagit ett steg tillbaka.¹

- **Kina** har vuxit fram som en allt viktigare aktör på världsmarknaden. Det har till exempel medfört ökat sparande i världsekonomin och bidragit till lägre räntor.²
- **Livslängden har ökat** och vi förväntar oss att tiden som pensionär blir längre. Befolkningstillväxten sjunker i de stora ekonomierna. Som en följd blir BNP-tillväxten och investeringsbehoven lägre, men vi vill spara mer. Allt detta bidrar till lägre räntor.
- **Digitaliseringen** gör att vi sköter våra inköp på nya sätt. E-handel blir allt vanligare och prisjämförelsesajter utnyttjas flitigt. Konsumtionen skiftar från varor mot tjänster och upplevelser, ofta med låga marginalkostnader i produktionen. Detta bidrar till att priskonkurrensen ökar och till att inflationstrycket tillfälligt blir lägre. Men trots de snabba teknologiska förändringarna har den uppmätta produktivitetstillväxten fallit i både Sverige och omvärlden.³
- Vi blir alltmer medvetna om problemen med **klimatförändringar**. Även detta bidrar till att vi ändrar våra konsumtions- och produktionsmönster. Anpassningen till sådana förändringar kan vara svår och bland annat leda till att den uppmätta BNP-tillväxten blir lägre. Men anpassningen kan på många sätt också leda till att nya marknader och möjligheter öppnas upp och att nya stora investeringsbehov uppstår.

Varför bromsar ekonomierna nu in?

Vanligtvis skulle vi nog tro att strukturella förändringar sker långsamt och att de därför inte borde ligga bakom en snabb förändring i det ekonomiska stämningläget. Men en hel del talar ändå för att den dämpade ekonomiska tillväxten och det snabba fallet i förtroende som indikatorerna visat under det senaste året har flera kopplingar till de strukturella förändringarna.

När handelshindren blir fler minskar möjligheterna att utnyttja skalfördelar och internationell specialisering. Osäkerheten om spelreglerna för internationell handel dämpar investeringsviljan. Osäkerheten kring framtida regler för och beskattning av, till exempel, diesel- och bensindrivna bilar sänker efterfrågan på sådana. Den intensiva diskussionen om flygets klimatpåverkan kan dämpa efterfrågan på flygresor. I Sverige har till exempel resandet med inrikesflyg minskat.

Penningpolitiken kan inte påverka de här strukturella förändringarna eller säkerställa att vi får en viss nivå på den ekonomiska tillväxten. En del av förändringarna är oundvikliga, till exempel på grund av teknologisk utveckling. Andra förändringar handlar om politiska val och prioriteringar.

Men de strukturella förändringarna påverkar förutsättningarna för penningpolitiken. De låga realräntorna har minskat penningpolitikens utrymme att hantera

¹ Se Sveriges riksbank (2019).

² I Storbritannien har räntorna på 10-åriga reala statsobligationer sjunkit från 3,5 procent i genomsnitt 1985-1999 till -0,9 procent 2010-2019. Utvecklingen har varit liknande i andra länder, inklusive USA och Sverige.

³ I Sverige har den årliga produktivitetstillväxten minskat från i genomsnitt 2,6 procent per år 1998-2007 till 1,0 procent 2010-2018.

konjunktursvängningar. Styrräntorna kan i många länder inte sänkas särskilt mycket från dagens nivåer. Även möjligheterna att pressa ner räntorna med ytterligare kvantitativa lättnader är begränsade. Om stabiliseringspolitiken inte kan göras mer expansiv på andra sätt kan därför de strukturella förändringarna i kombination med en vanlig konjunkturförsvagning medföra att ekonomierna fastnar i ett läge med onödigt låg tillväxt.⁴

Finanspolitiken kommer att få större roll i stabiliseringspolitiken

I debatten, främst internationellt, finns det många förslag på hur man skulle kunna göra penningpolitiken mer expansiv med andra medel. Det talas om samordning av finans- och penningpolitik, "helikopterpengar", "modern monetary theory" och köp av specifika privata tillgångar.⁵ Mer konkret menar man att centralbanker ska dela ut pengar till enskilda hushåll, till statskassan, eller att de ska subventionera det privata näringslivet, uppgifter som vanligen faller på finanspolitiken snarare än penningpolitiken.

För att avgöra om det är en bra idé att centralbanker träder in på finanspolitikens område behöver vi reda ut vad skillnaden är mellan statens och centralbankens finanser. Är det skillnad på pengar utgivna av centralbanken och obligationer utgivna av staten? Är det skillnad på centralbankens och regeringens tillgång till likvida medel?

Visserligen är både centralbankspengar och statsobligationer en sorts fordran på samma motpart i samma valuta, men det finns ändå några skillnader som i vissa situationer kan vara viktiga. Den första skillnaden gäller just likviditeten. Centralbanker skapar likviditet på egen hand genom att ge ut sedlar eller genom att öka affärsbankernas tillgodohavanden på centralbankens konton. En centralbank kan därför alltid "betala" om den vill. I ett land med en oberoende centralbank har regeringen däremot inte tillgång till ett skuldkonto som kan ökas fritt. För att få tillgång till mer likviditet måste regeringen istället ge ut obligationer och sälja dessa på en marknad.

Den andra skillnaden gäller den kreditrisk man exponeras mot när man innehar centralbankspengar respektive statsobligationer. Såväl centralbanken som staten kan ställa in betalningarna på två sätt: genom att inte återbetala skulden eller genom att inflatera bort skulden. Det händer att länder inte betalar tillbaka sina skulder. Om skulden finns hos centralbanken är det mer troligt att den inflateras bort.

Finns det då, baserat på dessa resonemang, tillfällen när centralbanker bör träda in på områden som liknar de finanspolitiska? Ja, sådana tillfällen kan finnas. En

⁴ I ett anförande 2013 talade Larry Summers om "secular stagnation". Se Rachel och Summers (2019).

⁵ Se exempelvis Bartsch m.fl. (2019), Bernanke (2016), Bernanke (2019), Eichenbaum (2019), Reichlin m.fl. (2019) och Shirai (2019).

kan vara om det uppstår en akut brist på likviditet, till exempel under en finanskris. Centralbanker är ju bättre än regeringar på att snabbt skapa likviditet.⁶ En annan situation är om marknaden börjar prissätta en högre kreditrisk i statsobligationer än i centralbankspengar. Om man vill att kreditrisken omvandlas till en inflationsrisk kan det vara önskvärt att centralbanken träder in och stöttar statens finansiering, till exempel genom att köpa statsobligationer eller genom direkta transfereringar till statsbudgeten. En liknande situation kan uppstå i en valutauktion om det inte finns en finanspolitik på unionsnivå.

Men vi är inte nära någon av dessa situationer i Sverige idag. De offentliga finanserna är i gott skick. Statsskulden är låg. Finanspolitiken sköts då bäst av regeringen, inte av Riksbanken.

Riksbankens penningpolitik är redan expansiv och bidrar till att hålla efterfrågan uppe i svensk ekonomi. Men möjligheterna att göra penningpolitiken ännu mer expansiv är enligt mig begränsade. Det finns däremot goda möjligheter att göra finanspolitiken mer expansiv. Jag tror därför att finanspolitiken kommer att få en större roll i stabiliseringspolitiken om konjunkturen försvagas ytterligare de kommande åren.

Klimatförändringarna medför nya ekonomiska och finansiella risker

Klimatförändringarna är en av de strukturella förändringar jag har talat om idag. Jag har noterat att Örebro var en av de första kommunerna i Sverige som gav ut en grön obligation. Här på Kommuninvest, i Örebro, tycker jag att det som avslutning kan vara lämpligt med en utveckling kring hur jag ser på Riksbankens roll i arbetet för grönare finansmarknader.

Klimatförändringarna påverkar hur ekonomin fungerar. Allra tydligast är påverkan i försäkringssektorn som en direkt följd av riskerna för klimatrelaterade skador. Riskerna kan också öka på de finansiella marknaderna när olika branscher tvingas till stora omställningar på grund av att efterfrågan, beskattningen eller reglerna ändras.⁷ Penningpolitiken kan också påverkas mer direkt, till exempel om ekonomiska data blir svårare att tolka när effekter av vädret leder till större svängningar i priser och produktion.⁸

Det är viktigt att Riksbanken förstår den här omställningen, dels för att kunna bedriva en effektiv penningpolitik, dels för att kunna identifiera risker på de finansiella marknaderna. Uttryckt lite annorlunda: Riksbanken måste kunna hantera de ekonomiska följderna av klimatförändringarna.

⁶ Vissa talar om centralbankers roll att inte enbart agera "lender of last resort" utan även "market-maker of last resort". Se till exempel Bank for International Settlements (2014).

⁷ NGFS (2019) kallar detta fysisk risk respektive omställningsrisk.

⁸ Se Cœuré (2018).

Ska Riksbanken köpa gröna obligationer?

En annan fråga som ibland diskuteras är om inte centralbankerna dessutom bör försöka påverka själva klimatutvecklingen. Här brukar två olika vägar diskuteras. Den första handlar om att reglera finansmarknaderna för att styra investeringarna i en mer hållbar riktning. I många länder ansvarar centralbanken för sådan reglering, men i Sverige ligger ansvaret för att reglera finansmarknaderna hos Finansinspektionen. Riksbanken förfogar alltså inte över några sådana verktyg.

Den andra vägen handlar om centralbankernas egna investeringar. Efter finanskrisen har många centralbanker, inklusive Riksbanken, genom tillgångsköp byggt upp stora balansräkningar. Borde inte köpen premiera hållbara tillgångar, till exempel genom att inriktas på gröna obligationer?

Det här är en fråga som centralbanker idag brottas med och där svaret inte är självklart. Jag ska försöka redogöra för mina åsikter kring det här. Men jag vill poängtera att det är preliminära åsikter. Jag lyssna gärna på motargument.

Riksbankens tillgångar kan grovt indelas i två delar. Vi har en portfölj med svenska värdepapper (knappt 400 miljarder kronor) som har byggts upp genom kvantitativa lättnader i penningpolitiskt syfte. Och vi har en valutareserv (drygt 500 miljarder kronor) som vi håller i beredskapssyfte.⁹

Den svenska portföljen består enbart av statsobligationer. Detta dels för att hålla nere våra finansiella risker, dels för att penningpolitiken, utöver att bestämma den allmänna räntenivån, ska störa prisbildningen på de finansiella marknaderna så lite som möjligt. Staten är Riksbankens huvudman och uppdragsgivare. Det skulle därför för mig vara olämpligt om Riksbanken genom att välja bland statens obligationer försökte ge regeringen incitament att arbeta för en mer hållbar klimatutveckling. Jag tycker därför att Riksbanken inte ska behandla gröna svenska statsobligationer annorlunda än andra svenska statsobligationer.¹⁰

Förutsättningarna för ett aktivt klimatarbete är lite bättre i vårt arbete med valutareserven. För att valutareserven ska fylla sitt beredskapssyfte behöver den bestå av tillgångar som snabbt kan omsättas i pengar även när marknaderna fungerar dåligt. Vår bedömning är att valutareserven bäst svarar mot det behovet om den består av 75 procent amerikanska statsobligationer, 20 procent tyska och 5 procent brittiska, danska och norska statsobligationer.

Men för att uppnå högre avkastning och minska de finansiella riskerna har direktionen beslutat att en begränsad del av valutareserven kan placeras i andra tillgångar. Förutsättningen är att det är tillgångar med hög kreditvärdighet och god likviditet, utgivna av stater, provinser eller mellanstatliga organisationer.¹¹

⁹ Därtill äger Riksbanken 125,7 ton guld (värt knappt 60 miljarder kronor).

¹⁰ Regeringen har gett Riksgälden i uppdrag att ge ut gröna obligationer. Se Finansdepartementet (2019) och SOU (2017:115).

¹¹ Våra regler tillåter även placeringar i US-agencies och i obligationer emitterade av lokala myndigheter eller statsgaranterade organisationer.

Riksbanken tar hänsyn till klimatet i sina placeringar

Förra året slog vi fast i vår risk- och investeringspolicy att vi dessutom ska ta hänsyn till hållbarhetsaspekter vid valet av tillgångar. Riksbanken har ännu inte fullt ut landat i hur hållbarhetsaspekter bör vägas in i placeringsbesluten. Det finns två huvudsakliga spår att välja mellan: antingen väljer vi vilka tillgångar eller vilka emittenter vi vill ha i valutareserven.

Val mellan olika tillgångar skulle innebära att vi försöker placera en del av valuta-reserven i särskilt klimatvänliga tillgångar, till exempel gröna obligationer. Jag är tveksam till en sådan strategi, främst eftersom våra placeringar huvudsakligen sker i obligationer utgivna av stater och delstater. Det är svårt att i en statsbudget öronmärka pengar för särskilda projekt.

Riksbanken väljer bort emittenter med ett stort klimatavtryck

Jag tror att det är bättre att i stället fokusera på emittenterna och göra en helhetsbedömning av hur de arbetar för ett hållbart klimat. Indikatorer på detta kan till exempel vara hur deras utsläpp av växthusgaser ser ut. Det är just på det här sättet hänsynen till hållbarhet i vår nya risk- och investeringspolicy nu börjar implementeras. Vi ska inte placera i tillgångar utgivna av emittenter med ett stort klimatavtryck när vi väljer andra tillgångar än de som bäst svarar mot vårt beredskapsbehov.

Det här får vissa konsekvenser för innehaven i vår valuta-reserv. Riksbanken har placerat cirka 8 procent av valuta-reserven i australiska och kanadensiska stats- och delstatsobligationer eftersom de ger förhållandevis hög avkastning och god riskspridning samtidigt som de handlas på likvida marknader.

Men Australien och Kanada är länder som inte utmärker sig för sitt goda klimatarbete. Utsläppen av växthusgaser per capita är bland de högsta i världen, men varierar ganska mycket mellan olika delstater. Till exempel är växthusgasintensiteten mer än tre gånger högre i Albertas produktion jämfört med Ontarios och Quebecs. Som en följd av den nya investeringspolicyen sålde vi i våras innehavet i obligationer utgivna av Alberta. Av samma anledning har vi nyligen även sålt innehaven i obligationer utgivna av de australiska delstaterna Queensland och Western Australia.

Riksbanken behöver utveckla arbetet med klimathänsyn i tillgångsförvaltningen. Bland annat behöver vi bredda och fördjupa vår analys av emittenternas påverkan på klimatet. Samtidigt måste man komma ihåg att valuta-reserven oundvikligen domineras av amerikanska och tyska statsobligationer. Riksbankens bidrag till en bättre klimatutveckling kommer därför att förbli litet. Och det är helt naturligt. De viktiga besluten om hur klimatförändringarna ska motverkas i Sverige är politiska och ska fattas av regering och riksdag.

Referenser

Bank for International Settlements (2014), "[Re-thinking the lender of last resort](#)", BIS Papers no 79, Monetary and Economic Department, September 2014.

Bartsch, Elga, Jean Boivin, Stanley Fischer, Philipp Hildebrand (2019), "[Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination](#)", Macro and market perspectives, August 2019, BlackRock Investment Institute.

Bernanke, Ben S. (2016), "[What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money](#)", blogginlägg, Brookings.

Bernanke, Ben S. (2019), "[Monetary Policy in a New Era](#)", in Evolution or Revolution: Rethinking Macroeconomic Policy After the Great Recession, O. Blanchard and L. H. Summers (eds.), Cambridge, The MIT Press.

Cœuré, Benoît (2018), "[Monetary Policy and Climate Change](#)", Speech at a conference on "Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks", Berlin, 8 November 2018.

Eichenbaum, Martin S. (2019), "[Rethinking Fiscal Policy in an Era of Low Interest Rates](#)", mimeo, Department of Economics, Northwestern University.

Finansdepartementet (2019), "[Uppdrag till Riksgäldskontoret att genomföra en emission av gröna obligationer](#)", Regeringsbeslut, Fi2019/02708/S.

NGFS (2019), "[A call for action. Climate change as a source of financial risk](#)", Network for Greening the Financial System, First comprehensive report, April 2019.

Rachel, Łukasz och Laurence H. Summers (2019), "[On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation](#)", Brookings Papers on Economic Activity, spring 2019.

Reichling, Lucrezia, Adair Turner och Michael Woodford (2019), "[Helicopter money as a policy option](#)", VoxEU kolumn.

Shirai, Sayuri (2019), "[Modern money theory and its implementation and challenges: The case of Japan](#)", VoxEU kolumn.

SOU (2017:115), "[Att främja gröna obligationer](#)", Betänkande av Utredningen om gröna obligationer, Statens offentliga utredningar.

Sveriges riksbank (2019), [Peningpolitisk rapport](#), oktober 2019.