

# ■ Beslutsprocessen – hur går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan

KERSTIN HALLSTEN OCH SARA TÄGTSTRÖM<sup>1</sup>

Författarna är verksamma vid avdelningen för penningpolitik.

Kerstin Hallsten är filosofie doktor i nationalekonomi och har arbetat på Riksbanken sedan 1989.

Sara Tägtström är pol.mag i nationalekonomi och har arbetat på Riksbanken sedan 1999.

---

*Riksbanken har enligt lag som mål att stabilisera priser. I förarbetena till lagen angavs dessutom att Riksbanken ska stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken: en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Riksbanken bedriver därmed vad som brukar kallas en flexibel inflationsmålspolitik. För att stabilisera priserna beslutar Riksbanken om vilken nivå den så kallade reporäntan ska vara på. Syftet med denna artikel är att beskriva hur Riksbanken går till väga när ett beslut om reporäntan ska fattas. Syftet är dessutom att beskriva vilka faktorer som har betydelse för beslutsprocessens utformning.*

## Oberoende centralbank

Grunden till hur Riksbankens beslutsprocess ser ut idag lades år 1999. Då lagstodgades målet om prisstabilitet och Riksbanken fick en mer självständig roll gentemot sin uppdragsgivare, Sveriges riksdag. Sedan dess leds Riksbanken av en direktion som består av sex heltidsanställda ledamöter, varav en är riksbankschef och ordförande i direktionen. Ledamöterna utses av riksbanksfullmäktige för en period på vanligtvis sex år i taget. Normalt överlappar perioderna för de olika ledamöterna varandra för att det ska bli kontinuitet i verksamheten. Fullmäktige består i sin tur av 11 ledamöter och lika många suppleanter som alla utses av riksdagen. Före 1999 var det riksbanksfullmäktige som tillsammans med riksbankschefen styrde banken. Fullmäktige har idag en mer kontrollerande funktion.

---

<sup>1</sup> Vi vill tacka Jesper Hansson, Kerstin Mitlid, Marianne Nessén och Anders Vredin för värdefulla kommentarer.

Bild 1



Direktionen fattar numera självständigt beslut om reporäntan och har därmed vad som brukar kallas ett instrumentellt oberoende. Målet för penningpolitiken – att stabilisera priserna – är direktionen i och för sig bunden till eftersom det är fastlagt i riksbankslagen. Men den exakta formuleringen av målet och hur räntan ska sättas för att nå detta mål bestäms av direktionen.

Direktionen har valt att organisera sig som en individualistisk kommitté.<sup>2</sup> Det innebär att besluten fattas gemensamt men att varje ledamot har ett individuellt ansvar. Räntebesluten fattas genom majoritetsomröstning där ordföranden har utslagsröst. I protokollet som publiceras cirka två veckor efter ett penningpolitiskt möte framgår det hur var och en av ledamöterna resonerat och röstat. Därefter kan ledamöterna offentligt ge uttryck för sina egna ståndpunkter. Därigenom tydliggörs det individuella ansvaret och det underlättar också en utvärdering av penningpolitiken.

Hur en centralbank har valt att organisera sitt arbete avspeglas i hur den sedan kommunicerar sin penningpolitik till allmänheten. I många andra centralbanker fattas besluten av en kollegial kommitté.<sup>3</sup> I en sådan enas ledamöterna om ett beslut som sedan alla ställer sig bakom offentligt. Eventuella åsiktsskillnader hålls inom gruppen, utåt talar de med en röst. Den europeiska centralbanken (ECB) är ett exempel på en sådan kommitté. ECB publicerar följaktligen inget protokoll efter ett penningpolitiskt möte.

## Krav på öppenhet och tydlighet

Det faktum att Riksbanken är oberoende gentemot riksdagen gör att det finns ett extra stort behov av att Riksbanken är öppen och tydlig, det vill säga transparent, med vilka beslut direktionen fattar och på vilka grunder

<sup>2</sup> För en genomgång av olika penningpolitiska beslutsmodeller se Blinder och Wyplosz (2004).

<sup>3</sup> Se till exempel Pollard (2004).

dessa beslut har fattats. En del i transparensen är att riksbankschefen två gånger per år utfrågas i finansutskottet om den penningpolitik Riksbanken fört under de närmast föregående åren. I anslutning till den ena utfrågningen sammanställer Riksbanken ett särskilt underlag för utvärdering av penningpolitiken.

En annan del i transparensen är att Riksbanken i anslutning till de penningpolitiska mötena, vilka vanligtvis hålls sex gånger per år, publicerar en rapport som sammanfattar det beslutsunderlag som direktionen använt vid beslutet och den syn på den ekonomiska utvecklingen som en majoritet i direktionen står bakom.<sup>4</sup> I samband med att ett räntebeslut offentliggörs publiceras dessutom ett pressmeddelande. Där anges de viktigaste skälen till och avvägningarna bakom majoritetens beslut. Dessutom hålls en presskonferens där journalister ges möjlighet att ställa frågor. Två veckor efter mötet publiceras sedan ett protokoll där det återges i detalj hur var och en av ledamöterna har resonerat och röstat. Om en ledamot i direktionen har en annan syn på penningpolitiken än majoriteten kan denna reservera sig dels mot räntebeslutet, dels mot rapporten och prognoserna som presenteras i den. Reservationen finns då återgiven i protokollet.

Ett steg Riksbanken tagit för att ytterligare öka transparensen är att sedan i början av 2007 publicera en egen prognos för reporäntan. Tanken är bland annat att denna ska underlätta för allmänheten att förstå dels hur direktionen resonerar när de fattar sina penningpolitiska beslut, dels hur avvägningarna som ligger bakom dessa beslut ser ut. Den egna prognosen har också fått betydelse för hur det interna arbetet är upplagt. För att direktionen ska kunna göra en prognos för reporäntan måste de bilda sig en uppfattning om vilken reporäntebana som ger en väl avvägd penningpolitik under prognosperioden. Det innebär att direktionen deltar i prognosarbetet på ett mer konkret sätt än tidigare.

## Krav på underlag

För att direktionen ska kunna fatta ett beslut om reporäntebanan behöver de ett underlag som beskriver hur läget i ekonomin ser ut för närvarande. Eftersom räntan påverkar ekonomin med en viss fördröjning behöver de också ha en beskrivning av hur utsikterna ser ut framöver. En annan anledning till att göra prognoser för ett antal år framöver är att Riksbanken vill att inflationen och realekonomin, det vill säga produktionen och sysselsättningen, ska utvecklas stabilt över tiden. För att komma fram till

<sup>4</sup> Vid tre av mötena publiceras en penningpolitisk rapport och vid de övriga en kortare version som kallas en penningpolitisk uppföljning.

en lämplig reporäntebana behöver direktionen se hur olika reporäntebanor och olika antaganden om till exempel tillväxten i omvärlden påverkar den framtida ekonomiska utvecklingen i Sverige. Underlaget tas fram av Avdelningen för penningpolitik (APP) i samarbete med direktionen. Nedan ges en detaljerad beskrivning av hur det interna arbetet med att ta fram underlag till direktionens räntebeslut är upplagt under en process där i slutändan en penningpolitisk rapport publiceras. I det fall en penningpolitisk uppföljning publiceras är processen kortare.

## Prognoserna är ett samspel mellan modeller och bedömningar

För att skapa sig en bild av hur ekonomin förväntas utvecklas framöver använder sig Riksbanken av en verktygslåda bestående av bedömningar, teori och empiriska studier. Dessa redskap kompletterar varandra och har olika roller i prognosarbetet. Alla är viktiga och behövs för att göra så bra prognoser som möjligt.

Eftersom ekonomin är oerhört komplex tar Riksbanken hjälp av olika makroekonomiska modeller för att skapa en sammanhängande bild av hur ekonomin utvecklas och hur ny information som kommer in ska tolkas. Modellerna bygger på modern ekonomisk teori, empiriska studier och på praktiska erfarenheter av hur olika samband i ekonomin ser ut. Om man bara studerar enskilda samband missar man det korsberoende som finns mellan ekonomins olika delar och sektorer. Risken är då stor att analysens olika delar inte hänger ihop.

Men modeller – hur sofistikerade de än är – är bara förenklingar av verkligheten. De måste kompletteras med analyser och bedömningar av experter som besitter viktiga insikter om verkligheten som modellerna inte förmår fånga. Prognoser baserade på modeller ger en bra utgångspunkt och hjälper till att strukturera diskussionerna. Experterna justerar sedan modellernas prognoser utifrån sina specifika kunskaper och bedömningar. Särskilt viktiga blir bedömningarna när ovanliga händelser och strukturella förändringar som ändrar ekonomins funktionssätt inträffar i ekonomin. Modeller som bara bygger på historiska samband har svårt att hantera sådana förändringar.

Modeller har under senare år fått en allt viktigare roll i prognosarbetet. En liknande utveckling har även skett på många andra centralbanker. Bakgrunden är att metoderna har förbättrats mycket snabbt när det gäller stora strukturella makromodellers empiriska egenskaper och prognosförmåga. Stora framsteg har också gjorts när det gäller tidsseriemodeller, det vill säga modeller som fokuserar på regelbundenheter i ekonomiska data och i mindre grad grundar sig på ekonomisk teori. I det sammanhanget

har allt kraftfullare datorer haft en stor betydelse. De gör det lättare att göra avancerade och tidskrävande beräkningar.<sup>5</sup>

Riksbanken har utvecklat en egen makromodell för svensk ekonomi som går under namnet Ramses och som numera har en mycket viktig roll i prognosarbetet.<sup>6</sup> Det är en så kallad allmän jämviktsmodell och tillhör gruppen DSGE-modeller av ny-keynesiansk typ.<sup>7</sup> Med allmän menas att den försöker förklara stora delar av ekonomin och inte bara en viss del såsom den privata konsumtionen eller arbetsmarknaden. Ändras en viss variabel anpassas hela systemet i modellen simultant till det som hänt. Att det är en jämviktsmodell betyder att den utgår från att marknadsmekanismerna efter en störning skapar balans mellan utbud och efterfrågan på ekonomins olika marknader.

Ramses används bland annat till att göra prognoser, att tolka den ekonomiska utvecklingen, att studera alternativa scenarier och till att beräkna effekter av penningpolitiken. En del områden, till exempel kreditmarknaden, är ännu inte så väl utvecklade i allmänna jämviktsmodeller av Ramses typ.<sup>8</sup> Därför kompletteras Ramses med partiella modeller, som fokuserar på vissa enskilda variabler. Även så kallade bayesianska VAR-modeller används i prognosarbetet. En VAR-modell är ett system av ekvationer som fångar den genomsnittliga variationen i data. I en bayesiansk VAR-modell har man på förhand lagt på en bedömning, en så kallad prior, exempelvis av hur hög den långsiktigt hållbara tillväxttakten i ekonomin är.<sup>9</sup>

Generellt gäller att ju längre fram man blickar, desto större vikt läggs vid ekonomisk teori och antaganden om långsiktig jämvikt. För att bilda sig en uppfattning om var ekonomin befinner sig i utgångsläget använder man istället olika tidsseriemodeller och indikatormodeller. Dessa används för att göra prognoser 1–2 kvartal framåt i tiden. Kortsiktsprognoserna används sedan som startvärden i de stora makromodellerna.

## Beslutsprocessen utvecklas

Som poängterats inledningsvis har beslutsprocessen påverkats av det faktum att Riksbanken har en oberoende ställning och att direktionsmedlemmarna har ett individuellt ansvar för penningpolitiken. Under de senaste åren har processen och även utformningen av den penningpolitiska rapporten dessutom påverkats av att Riksbanken redovisar sin syn på den

<sup>5</sup> För en genomgång av resultat från modellerna och deras prognosförmåga se Adolfson m.fl. (2007a).

<sup>6</sup> Adolfson m.fl. (2007b).

<sup>7</sup> DSGE står för Dynamic Stochastic General Equilibrium Models.

<sup>8</sup> Ett omfattande arbete pågår för närvarande på Riksbanken för att även inkludera finansiella störningar i Ramses. Se till exempel Christiano, Trabandt och Walentin (2007).

<sup>9</sup> Se till exempel Villani (2005).

framtida reporäntan och att direktionens ränteprognos ligger till grund för övriga prognoser. Därtill har det skett en relativt snabb metod- och modellutveckling på Riksbanken. Detta har förbättrat underlaget till direktionen och strukturen på direktionens möten om prognosen.

Då direktionen är relativt liten och sammansättningen av ledamöterna ändras över tid är det dessutom naturligt att processen påverkas av vilka personer som för närvarande ingår i direktionen. Medlemmarna i direktionen har till exempel inte alltid exakt samma syn på vad som är ett relevant underlag för det aktuella penningpolitiska beslutet.

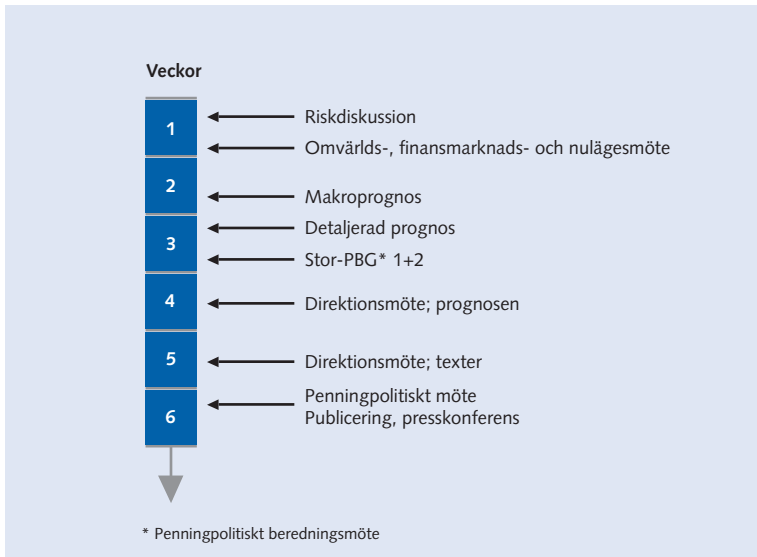
## Processen inleds med en diskussion om alternativa scenarier

Underlagen till de penningpolitiska mötena arbetas i huvudsak fram på Avdelningen för penningpolitik (APP) i nära samarbete med direktionen. Bild 2 visar vilka möten som hålls under en normal process och ungefär när i tiden de ligger. Processen brukar som regel pågå under cirka sex veckor. Som framgår av bilden inleds arbetet oftast med en diskussion om olika risker och vilka alternativa utvecklingsvägar för ekonomin som bedöms som tänkbara. Redan vid detta första möte deltar direktionen tillsammans med medarbetare från APP, en del medarbetare från andra avdelningar och ett antal rådgivare till direktionen. Syftet med mötet är att i ett tidigt skede diskutera vilka möjliga framtida förlopp som direktionen och medarbetarna på Riksbanken ser framför sig vad gäller den ekonomiska utvecklingen i Sverige och omvärlden.

Det är på detta möte som de alternativa scenarierna, som beskrivs i kapitel två i den penningpolitiska rapporten, börjar få sin form. Dessa scenarier visar hur utvecklingen kan tänkas bli om speciella händelser inträffar i ekonomin. Det kan till exempel handla om alternativa scenarier för produktiviteten, oljepriset eller tillväxten i omvärlden. Dessa scenarier kan sedan användas vid framtagningen av huvudscenariot. De kan vidare användas för att spegla ett scenario som en enskild ledamot föredrar som huvudscenario.

Scenarierna fungerar också som vägledning för externa bedömare om hur penningpolitiken kan komma att anpassas om den ekonomiska utvecklingen inte blir som Riksbanken har förutsett. I den penningpolitiska rapporten i februari 2007 analyserades till exempel ett alternativt scenario med en snabbare löneutveckling än i huvudscenariot. Det bidrog till att marknadsförväntningarna på reporäntan justerades upp under våren när avtalsförhandlingarna såg ut att leda till större löneökningar än vad Riksbanken hade förutsett. Riksbanken justerade också upp reporäntebanan i följande rapporter. I den första och den andra penningpolitiska rapporten

**Bild 2. Processen då en penningpolitisk rapport publiceras**



2008 fungerade alternativa scenarier för olje- och råvarupriser på motsvarande sätt.

Erfarenheterna tyder på att arbetet med de alternativa scenarierna stramar upp diskussionerna under prognosprocessen och underlättar arbetet med att ta fram ett huvudscenario som en majoritet av direktionen kan ställa sig bakom.

Diskussionerna på detta första möte är relativt förutsättningslösa och perspektivet är brett. Vanligtvis inleds mötet med en genomgång av de scenarier som beskrivits i den föregående penningpolitiska rapporten eller som redovisats internt. I slutet av mötet försöker APP sammanfatta diskussionen genom att formulera ett antal möjliga alternativscenarier. Mötet kan också komma fram till att det behövs ett antal fördjupningar inför det kommande räntebeslutet. Man kan till exempel vilja ha ett alternativscenario där produktiviteten blir lägre än i det tidigare huvudscenariot och då behöver man reda ut frågor av typen

- Vad är det som skulle kunna leda till en lägre produktivitet?
- Hur länge ska produktiviteten vara lägre?
- När i tiden ska produktiviteten antas bli lägre?
- Är produktiviteten lägre bara i Sverige eller även i andra länder?
- Hur kommer Riksbanken att reagera?
- Går det att ta fram scenarierna i Riksbankens allmänna jämviktsmodell för svensk ekonomi (Ramses) eller ska någon annan modell användas?

## Den internationella prognosen och nuläget i Sverige läggs fast

Efter det inledande riskmötet hålls ett antal möten där ny statistik och nya händelser som inträffat i ekonomin sedan det föregående penningpolitiska mötet presenteras och analyseras – stämmer utvecklingen överens med den tidigare bedömningen och var befinner sig ekonomin i utgångsläget? Det är de exogena förutsättningarna för prognosen som går igenom, det vill säga det som händer oberoende av den penningpolitik som förs i Sverige. En exogen faktor är det som händer i omvärlden. En annan är det som händer på kort sikt i Sverige. Eftersom penningpolitiken verkar med viss fördröjning är utvecklingen i Sverige på mycket kort sikt tämligen oberoende av vilka beslut direktionen tar om räntan vid nästa penningpolitiska möte. Mötena är ofta på en detaljerad och teknisk nivå. Det är nu som prognoserna i huvudscenariot börjar ta sin form.

Inledningsvis hålls ett *omvärldsmöte* vars syfte är att komma fram till en preliminär prognos för omvärlden. Mötet inleds med en genomgång av vilken viktig ny information för omvärlden som inkommit sedan det förra penningpolitiska mötet och vilken viktig information som väntas inkomma fram tills dess att prognosen läggs fast. På mötet diskuteras de avvikelser från huvudscenariot som uppkommit sedan förra bedömningen och vilka revideringstendenser ny information pekar på. Resultaten från ett antal indikatormodeller och modellkörningar presenteras. Prognoser gjorda av till exempel OECD och IMF redovisas också.

Därefter hålls ett *finansmarknadsmöte*. Syftet med detta möte är bland annat att ta fram en preliminär reporäntebana som ska användas i inledningen av prognosomgången. Ofta är det samma bana som i föregående prognos, men revideringar görs självklart om ny information talar för det. Förslag till alternativa räntebanor presenteras också. På mötet analyseras och diskuteras vad som har hänt på de finansiella marknaderna sedan det förra penningpolitiska mötet, bland annat analyseras de förändringar som skett i den implicita termräntebanan som antas spegla marknadens förväntningar om reporäntebanan. På mötet redogörs även för utvecklingen i huspriser, krediter, börskurs, penningmängd, växelkurs och omvärldsräntor.

Sedan hålls ett *nulägesmöte*. Syftet med nulägesmötet är att bestämma var svensk ekonomi befinner sig i utgångsläget. Definitionen av nuläget är förhållandevis bred. Nationalräkenskaperna, som är den viktigaste statistikskällan när det gäller den reala ekonomin, publiceras med fördröjning. Utfallet under det föregående kvartalet är därför som regel inte känt i utgångsläget. En bedömning av nuläget innebär därför ofta både en bedömning av vad som hände föregående kvartal och vad som kom-



mer att hända innevarande kvartal. En viktig aspekt är hur högt resursutnyttjandet bedöms vara för närvarande. I likhet med vid omvärldsmötet görs först en genomgång av vilken viktig ny information om Sverige som inkommit sedan föregående penningpolitiska möte och vilken viktig information som väntas inkomma fram tills dess att prognosen läggs fast. Förutom ny information om den nuvarande ekonomiska situationen diskuteras även annan information som kan vara av vikt för prognosen på lite längre sikt.

Även på detta möte visas resultaten från ett antal indikatormodeller och modellkörningar.<sup>10</sup> När det gäller modellkörningarna är fokus framförallt på nuläget, till exempel studeras och analyseras hur utfallet har blivit jämfört med vad Ramses förväntade sig skulle inträffa.

Direktionen är inbjuden till dessa möten som dock framförallt är tänkta att vara arbetsmöten för tjänstemännen på APP. De i direktionen som inte har möjlighet att gå på dessa möten eller som föredrar att få en mer sammanfattande bild av ny information kan välja att enbart gå på det första stora penningpolitiska beredningsmötet (Stor-PBG1) vilket beskrivs längre fram i artikeln.

## APP lägger fast sin prognos

Efter dessa tre inledande möten lägger APP fast sin syn på den makroekonomiska utvecklingen. Fokus är till att börja med på några nyckelvariabler som inflation, ränta, BNP, arbetade timmar, växelkurs och resursutnyttjande. Tanken är att inledningsvis ha en "top-down"-ansats på prognosen. Det innebär alltså att man först bildar sig en uppfattning om den övergripande makrobilden. Prognoserna tas fram utifrån de exogena förutsättningarna, det vill säga givet synen på nuläget och prognosen för omvärlden, och med hjälp av Ramses och så kallade bayesianska VAR-modeller. Som påpekats ovan är en del områden ännu inte så väl utvecklade i Ramses varför även partiella modeller, som fokuserar på vissa enskilda variabler, används i prognosarbetet. Slutligen görs en hel del olika bedömningar för att komma fram till den slutliga makroprognosen.

Därefter mejslas de olika delarna i prognosen fram mer i detalj. Bland annat görs en fullständig prognos för efterfrågekomponenterna i försörjningsbalansen och på arbetsmarknaden. Detta är mer av en "bottom-up"-ansats och den fungerar därmed som en avstämning av makrobilden. Syftet är att se till att alla delarna i prognosen hänger samman och summerar ihop rätt. Vanligtvis leder detta endast till vissa mindre revideringar av makroprognosen.

<sup>10</sup> För en översikt av dessa se Andersson och Löf (2007).

## APP:s räntebana är ingen rekommendation

De räntebanor som presenteras i Riksbankens penningpolitiska rapporter och uppföljningar representerar den syn på penningpolitiken som majoriteten i direktionen vid varje tillfälle ansluter sig till. De är emellertid slutresultatet av hela prognosprocessen. När APP startar sitt prognosarbete används vanligen inledningsvis räntebanan från det föregående penningpolitiska mötet. Efterhand som prognosarbetet fortlöper justeras sedan prognosen för reporäntan. Ambitionen är att den bana som tas fram i detta skede ska spegla direktionens normala, historiska beteende.

Ett alternativ till att ta fram en räntebana som speglar direktionens historiska beteende skulle vara att ta fram en räntebana som staben tycker är en lämplig bana. Vilken typ av räntebana man här ska välja är dock inte självklart. Naturligtvis är det värdefullt för direktionen att få höra vad staben har för syn på penningpolitiken. Det faktum att Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålspolitik innebär att Riksbanken vid sidan av inflationsmålet också har till uppgift att ta hänsyn till utvecklingen i produktion och sysselsättning. Om inflationen avviker kraftigt från målet är det inte självklart hur snabbt inflationen ska föras tillbaka till två procent. För att avgöra om och hur reporäntan behöver ändras måste man analysera orsakerna till att inflationen avviker från målet och även hur ränta, inflation och den reala ekonomin samverkar. Det är därmed inte självklart vad som för tillfället kan anses vara en väl avvägd penningpolitik. Detta är en bedömningsfråga och syftet med att ha flera personer i direktionen är just att de ska tillföra olika perspektiv och kompetens. Att lägga fram en prognos – inklusive en bana för reporäntan – som är en renodlad tjänstemannaprodukt kan då vara problematiskt. Vad ska den representera för åsikt? Det kan dessutom finnas olika synsätt inom staben – vems räntebana ska då presenteras? Avdelningschefens räntebana? Eller en genomsnittlig syn av alla på APP?

Även om mycket talar för att staben inte ska ge direktionen en rekommendation måste man dock konstatera att det i slutändan är svårt att undvika att räntebanan och övriga prognoser till viss del påverkas av stabens egna bedömningar. Och det är dessutom inte helt ovanligt att direktionen vid de olika mötena explicit frågar olika personer i staben vad de anser vara en för tillfället väl avvägd penningpolitik. Det viktiga är dock inte att direktionen får reda på vad olika personer på APP anser om ränteprognosen, utan att det görs klart hur de olika prognoserna kommit till. Det bör till exempel framgå så tydligt som möjligt vilka resultat olika modeller ger och vilka olika bedömningar som gjorts vid sidan av modellerna.

## Det första beredningsmötet sammanfattar ny information och prognosen

När arbetet med prognosen är klart på APP hålls det första penningpolitiska beredningsmötet (Stor-PBG1). Mötet består av två delar. Under den första delen uppdateras direktionen om vilken ny information som inkommit och dessutom presenteras den internationella prognosen. Under den andra delen presenteras olika fördjupningar samt prognosen för Sverige. Syftet med detta möte är att ge direktionen ett sådant underlag att de kan börja forma en gemensam syn på den framtida ekonomiska utvecklingen och den framtida penningpolitiken.

Längden på mötet kan variera beroende på vad som har hänt sedan sist och hur många fördjupningar som är beställda. I tabell 1 nedan visas ett mötesschema till ett sådant möte som är cirka fem timmar långt. Dessa möten är öppna för större delen av APP och direktionen. Det brukar även delta personer från Avdelningen för finansiell stabilitet och informationssekretariatet samt vissa rådgivare till direktionen.

**TABELL 1. EXEMPEL PÅ AGENDA VID STOR-PBG1.**

Agenda	Tid – antal min	Föredragande
Del 1		
Inledning och sammanfattning	5	Chefen för PRE
Marknadsdragning	30	MAO
Bostadspriser m.m.	30	AFS
Synen på omvärlden	60	EPA
Nuläget i Sverige	55	PRE
Del 2		
Fördjupningar	40	
Prognosen	80	ME

Anm. MAO = Enheten för marknadsanalys och operationer, AFS = Avdelningen för finansiell stabilitet, EPA = Enheten för ekonomisk-politisk analys, PRE = Prognosenheten och ME = Modellenheten.

Under den första delen av mötet presenteras inledningsvis den nya information som har inkommit sedan det föregående penningpolitiska mötet. Under den andra delen av mötet presenteras prognoserna och hur man har kommit fram till dessa. Till att börja med visas de prognoser som kommer från Ramses och BVAR-modellen. Dessa är betingade på den bedömning som har gjorts för omvärlden och den nya informationen som finns om innevarande kvartal. Sedan visas modellernas revideringstendenser, det vill säga hur modellprognoserna har ändrats mellan denna omgång och föregående prognosomgång. Ibland viktas även modellernas revideringstendenser samman.

Om andra modeller har använts för att ta fram huvudscenariot visas resultaten även från dessa modeller. Detta skedde till exempel under hösten 2007 i inledningen av den finansiella krisen. Konsekvenserna av den

finansiella turbulensen kunde då inte fångas upp i Ramses. Därför gjordes en prognos i en annan modell. Stora inslag av bedömningar krävdes också.

Därefter görs en sammanfattning där den föregående prognosen, modellprognoserna och prognosen i huvudscenariot presenteras. Slutligen visas olika konsistenscheckar. Till exempel lyfter man in hela den reala prognosen (BNP, sysselsättning etc.) i Ramses för att se vilken inflations- och ränteprognos som då kommer ut ur modellen.

Syftet med Stor-PBG1 är att försöka tydliggöra för direktionen vilka prognoser olika modeller genererar, hur modellerna reagerar på den nya information som inkommit och, inte minst viktigt, vilka bedömningar som staben på APP gjort när man kommit fram till den slutliga prognosen. Direktionen har på detta möte också möjlighet att ställa detaljfrågor om prognosen direkt till sektorsexperterna.

## Det andra beredningsmötet ger mer utrymme för diskussioner

Dagen efter hålls det andra beredningsmötet med direktionen (Stor-PBG2). Även detta möte är uppdelat i två delar. Den första delen av mötet tar cirka en timme och den andra delen cirka två timmar. Tabell 2 visar agendan vid ett sådant möte. Under den första delen presenteras de scenarier som beställdes vid det inledande riskmötet. Här ges utrymme till att diskutera hur olika faktorer påverkar den ekonomiska utvecklingen. Hur påverkas till exempel BNP och inflation i Sverige om den internationella utvecklingen blir svagare än vad som antas i huvudscenariot? Och hur kan penningpolitiken i Sverige behöva anpassas till detta? Tjänstemännen stämmer också av med direktionen om de alternativa scenarierna fångar de risker som direktionen ser framför sig och om direktionen tycker att den penningpolitiska responsen verkar vara rimlig.

Till den första delen bjuds samma personer in som deltog på Stor-PBG1. Under den andra delen deltar enbart direktionen, ett mindre antal personer från APP:s ledning, ett par rådgivare och representanter för informationssekretariatet. Anledningen till att deltagandet på det senare mötet är begränsat är att direktionen ska kunna ha en så öppen och bra diskussion sinsemellan som möjligt. Det är nu som direktionen diskuterar och framför synpunkter på huvudscenariot utifrån sina egna bedömningar.

**TABELL 2. EXEMPEL PÅ AGENDA VID STOR-PBG2**

Agenda	Tid – antal min	Föredragande
Del 1		
Alternativa scenarier	60	ME
Del 2		
Diskussion om prognosen – olika viktningar	60	ME
Olika reporäntebanor	60	ME

Anm. ME = Modellenheten.

## Direktionen diskuterar sig samman

Under del 2 av Stor-PBG2 har direktionen en mer aktiv roll. De olika medlemmarna i direktionen redovisar då hur de ser på prognosen. En ledamot kan till exempel uttrycka en oro för att prognosen för produktiviteten är för hög. Om ett alternativscenariot för produktiviteten har tagits fram kan huvudscenariot justeras direkt vid sittande bord genom att det liggande scenariot viktas ihop med scenariot med en sämre tillväxt för produktiviteten. Direktionen kan då direkt se vilka konsekvenser det får för prognosen för reporäntan, inflationen och till exempel BNP-tillväxten. Olika räntebanor visas också, vilket avspeglar olika avvägningar mellan inflationen och den reala utvecklingen.

Direktionen försöker utifrån detta material komma fram till en räntebana som det verkar troligt att en majoritet kan komma att ställa sig bakom. Det kan vara så att direktionen vid detta tillfälle kommer fram till att de vill se flera alternativscenarier eller en annan räntebana än den som hittills utgjort huvudscenariot. Detta tas i så fall fram till dagen efter då ett uppföljningsmöte hålls med direktionen och några få från APP.

Baserat på detta material kan direktionsmedlemmarna vanligtvis bilda sig en uppfattning om vilken räntebana de föredrar. Men det finns fortfarande möjlighet för direktionen att göra ändringar i prognoserna om det behövs även efter detta. Alla prognoser kan ändras i samband med direktionens penningpolitiska möte någon vecka senare.

## Direktionsmöten om prognoserna och texterna

Efter Stor-PBG2 fortsätter APP sitt arbete och sammanställer ett första utkast till den penningpolitiska rapporten. Det sker i nära samarbete med direktionen. Ett formellt direktionsmöte hålls några dagar efter Stor-PBG2 då prognoserna redovisas.

Som underlag till mötet får direktionen ett första utkast av den penningpolitiska rapporten. Prognoserna är de som direktionen bestämde sig för vid mötet dagen efter Stor-PBG2. På mötet fortsätter direktionen

att diskutera prognoserna och hur dessa ska presenteras i den penningpolitiska rapporten. Därefter fortsätter det redaktionella arbetet med den penningpolitiska rapporten och texten stäms löpande av med direktionen.

Några dagar senare har direktionen ytterligare ett formellt möte. Under detta möte ligger fokus framförallt på texterna som går igenom i detalj. Därefter är det slutligen dags för det penningpolitiska mötet.

## Det penningpolitiska mötet

Direktionen håller normalt sex penningpolitiska möten per år. Vid behov kan direktionen dock sammanträda oftare. Antalet möten är inte fastställt i lag utan bestäms av direktionen. Förutom direktionen deltar ett antal personer från APP, Avdelningen för finansiell stabilitet och informationssekretariatet samt några rådgivare och jurister på mötet. Dessutom deltar riksbanksfullmäktiges ordförande och vice ordförande regelmässigt i direktionens sammanträdanden och får därigenom insyn i direktionens arbete. De har yttranderätt men inte förslags- eller beslutsrätt. Totalt brukar ett tjugotal personer närvara under mötet.

Det penningpolitiska mötet inleds ofta med en kort uppdatering av hur de finansiella marknaderna utvecklats, bland annat hur marknadens penningpolitiska förväntningar ser ut inför mötet, och annan ny information som kommit in sedan textmötet några dagar tidigare. Sedan följer en sammanfattning av huvuddragen i den penningpolitiska rapporten eller uppföljningen.

Därefter övergår direktionen till att diskutera den ekonomiska utvecklingen de kommande åren. Först behandlas konjunkturen och inflationen i omvärlden och sedan behandlas utvecklingen i Sverige. Var och en i direktionen får nu framföra sin syn på det aktuella ekonomiska läget och hur penningpolitiken bör utformas. Det finns ingen förutbestämd ordning för vem som ska inleda diskussionen. Även om ledamöterna under processens gång har bildat sig en egen uppfattning är det nu som det slutgiltiga beslutet om reporäntan fattas och en majoritet formas om en syn på den framtida reporäntan och den ekonomiska utvecklingen.

Arbetsprocessen är utformad så att prognoserna och den penningpolitiska rapporten kan ändras efter mötet. Alternativscenarierna och modellresultaten gör att det är praktiskt möjligt att revidera prognoserna på ett konsekvent sätt i samband med det penningpolitiska mötet om en majoritet i direktionen så önskar. Direktionens ordförande brukar avslutningsvis sammanfatta de diskussioner som förts och vilka förslag som finns angående den aktuella räntenivån. Därefter går ledamöterna till beslut och röstar.

Efter det formella mötet färdigställs pressmeddelandet liksom den Penningpolitiska rapporten. Formuleringarna ska avspegla diskussionen på mötet. Beslutet om reporäntan offentliggörs normalt dagen efter mötet då pressmeddelandet publiceras. Samtidigt publiceras den penningpolitiska rapporten på Riksbankens hemsida. Den tryckta versionen av rapporten publiceras något senare. Ungefär två veckor efter det penningpolitiska mötet publiceras protokollet där det återges i detalj hur de olika ledamöterna i direktionen resonerat och röstat. Avdelningen för penningpolitik tar fram ett utkast till protokollet som direktionen får lämna sina synpunkter på.

Sammanfattningsvis har artikeln belyst och diskuterat de senaste årens förändringar av hur underlagen till räntebesluten tas fram. En del av förändringarna har drivits av att metoderna att göra prognoser har utvecklats. Andra förändringar har tillkommit av de specifika villkor som gäller i Sverige där Riksbankens oberoende ställning ställer höga krav på öppenhet och tydlighet, dvs. transparens. Att Riksbanken börjat publicera en egen prognos för reporäntan är ett led i arbetet med att öka transparensen och förbättra analysen ytterligare. Det har också medfört att direktionen har blivit mer involverad i prognosprocessen. Riksbanken utvärderar kontinuerligt sina prognoser för att se hur pass väl de lyckas fånga utvecklingen. Det leder också till att Riksbanken ständigt försöker förbättra sitt sätt att arbeta.

## Referenser

- Adolfson, M., M. Andersson, J. Lindé, M. Villani och A. Vredin, (2007a), "Modern Forecasting Models in Action: Improving Macroeconomic Analyses at Central Bank", *International Journal of Central Banking*, vol. 3, December, p.111–144.
- Adolfson, M., S. Laséen, J. Lindé och M. Villani, (2007b), "RAMSES – en ny allmän jämviktsmodell för penningpolitisk analys", *Penning- och valutapolitik*, nr 2.
- Andersson, M. och M. Löf, (2007), "Riksbankens nya indikatorprocedurer", *Penning- och valutapolitik*, nr 1.
- Blinder, A.S. och C. Wyplosz, (2004), "Central Bank Talk: Committee Structure and Communication Policy", Working Paper, prepared for the ASSA meeting, Philadelphia, January 7–9, 2005.
- Christiano, L., M. Trabandt och K. Walentin, (2007), "Introducing Financial Frictions and Unemployment into a Small Open Economy Model", Working Paper No. 214, Sveriges riksbank.
- Pollard, P., (2004), "Monetary Policy-Making around the World", Powerpoint presentation, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Villani, M., (2005), "Inference in Vector Autoregressive Models with an Informative Prior on the Steady State", Working Paper No. 181, Sveriges riksbank.