



Ekonomisk kommentar

Vägen till ett penningpolitiskt beslut

Maria Sjödin

NR 3 2022, 7 april

Innehållsförteckning

1	En oberoende centralbank med ambition om hög transparens	4
1.1	Lagstadgat mål om stabila priser	4
1.2	Oberoende som förutsätter möjlighet att utvärdera	4
1.3	Riksbankens penningpolitiska verktyg	5
2	Strukturerad men flexibel process	6
2.1	Att ta fram underlag inför ett penningpolitiskt beslut	6
2.2	Beredning före PBG-möte – förslag till huvudscenario och penningpolitik	7
2.3	Möten i den penningpolitiska beredningsgruppen (PBG)	9
2.4	Fortsatt arbete efter PBG-möte – en penningpolitisk rapport blir till	10
2.5	Det penningpolitiska mötet	11
3	Penningpolitik i coronakrisen	12
3.1	Att snabbt skifta fokus till nuet – ekonomi i fritt fall och behov av tidigare oprövade åtgärder	12
3.2	Utökad insamling av realtidsdata och nya metoder	12
3.3	Nya åtgärder och tätare samarbete mellan olika avdelningar på Riksbanken	14
3.4	Viktigt med flexibel process även framöver	15
	Referenser	16

Ekonomiska kommentarer

Ekonomiska kommentarer är korta analyser om relevanta frågor för Riksbanken. Den kan författas av både enskilda direktionsledamöter och medarbetare på Riksbanken. Medarbetares kommentarer godkänns av avdelningschef medan direktionsledamöterna själva ansvarar för innehållet i sina kommentarer.

Sammanfattning

I normalfallet fattar Riksbankens direktion fem penningpolitiska beslut per år och den penningpolitiska beredningsprocessen pågår i cirka fem veckor. Beredningen kan grovt delas in i fyra steg. Fasen innan avdelningen för penningpolitik (APP) presenterar underlaget för direktionen, själva mötena med direktionen i den penningpolitiska beredningsgruppen (PBG), fasen efter dessa möten och slutligen det penningpolitiska beslutsmötet och kommunikationen i samband med det. Den här ekonomiska kommentaren beskriver översiktligt hur processen för att ta fram det penningpolitiska beslutsunderlaget går till.

Beredningsprocessen är strukturerad men behöver samtidigt vara flexibel. Kommentaren beskriver också hur coronakrisen testat just flexibiliteten - Riksbankens beredskap och förmåga att agera snabbt och på flera olika sätt. Det har varit nödvändigt att tänka i nya banor, inte bara vad gäller arbetsmetoder och beslutsprocesser men också när det gäller åtgärder. Fokus har legat på att förstå utvecklingen i realtid och reagera med lämpliga, men i vissa fall oprövade, verktyg för att åtgärda akuta problem i ekonomin. Krishanteringen under pandemin innebar sammantaget att det i Riksbankens beslutsprocesser behövdes ett ännu tätare samarbete mellan avdelningen för penningpolitik, avdelningen för finansiell stabilitet, avdelningen för marknader och även avdelningen för betalningar.

Efter det mycket turbulenta 2020 är hanteringen av pandemins konsekvenser nu snarare en del i det normala, löpande arbetet på Riksbanken. Strukturen för beredningsprocessen är i stort sett densamma nu som före krisen men innehållet i beredningen är förändrat på flera sätt, bland annat till följd av Riksbankens omfattande innehav av värdepapper. Penningpolitiken möter ständigt nya utmaningar och det kommer även fortsättningsvis att vara viktigt att processen är flexibel och bidrar till Riksbankens förmåga att agera snabbt och på olika sätt.

Författare: Maria Sjödin¹, verksam vid Riksbankens avdelning för penningpolitik.

¹ Tack Björn Andersson, Meredith Beechey Österholm, Vesna Corbo, Charlotta Edler, Mattias Erlandsson, Jesper Hansson, Jens Iversen, Peter Kaplan, Stefan Laséen, Åsa Olli Segendorf, Marianne Sterner och Anders Vredin för värdefulla synpunkter.

1 En oberoende centralbank med ambition om hög transparens

1.1 Lagstadgat mål om stabila priser

I likhet med de flesta andra centralbanker fokuserar Sveriges riksbank på att hålla inflationen låg och stabil eftersom det skapar goda förutsättningar för en gynnsam ekonomisk utveckling. Riksbankslagen definierar penningpolitikens uppgift men riksdagen har delegerat till Riksbanken och dess direktion att självständigt bestämma exakt hur målet ska formuleras och på vilket sätt detta ska uppnås.² Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålspolitik. Det innebär att samtidigt som penningpolitikens överordnade uppgift är att uppfylla inflationsmålet så ska man också stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning. Det finns inget generellt svar på hur snabbt inflationen bör föras tillbaka till 2 procent om den avviker från målet.³ I allmänhet har penningpolitiken anpassats så att inflationen ska vara nära målet på två till tre års sikt. Därför publicerar Riksbanken också sina prognoser på denna horisont.

1.2 Oberoende som förutsätter möjlighet att utvärdera

Sedan 1999 leds Riksbanken av en direktion som består av sex heltidsanställda ledamöter, utsedda av riksbanksfullmäktige för en period om fem eller sex år. De penningpolitiska besluten fattas av direktionen genom majoritetsomröstning där riksbankschefen har utslagsröst, men varje ledamot har ett individuellt ansvar.⁴ Riksbankens självständiga roll gentemot Sveriges riksdag gör det extra viktigt att det finns möjlighet att utvärdera och följa upp penningpolitiken.⁵ Om kommunikationen kring penningpolitiken är transparent, saklig, begriplig och aktuell blir det lättare för ekonomins aktörer att fatta bra ekonomiska beslut och penningpolitiken blir också lättare att utvärdera.⁶ Det penningpolitiska beslutet offentliggörs normalt dagen efter det formella beslutsmötet. Samtidigt publiceras en penningpolitisk rapport som sammanfattar det underlag som ligger till grund för beslutet. Vid behov publiceras även protokollsbilagor med ytterligare detaljer kring de beslutade åtgärderna.⁷ När det penningpolitiska beslutet offentliggörs publiceras också ett pressmeddelande som kort redogör för och motiverar beslutet. Pressmeddelandet inkluderar också eventuella reservationer från

² Den nya riksbankslagen som väntas träda i kraft vid årsskiftet 2022/2023 innebär här en förändring, eftersom riksdagen framöver formellt ska godkänna den föreslagna målnivån. När inflationsmålet infördes 1993 preciserades målet som att den årliga förändringen av inflationen ska vara 2 procent, och sedan september 2017 använder Riksbanken konsumentprisindex med fast ränta, KPIF, som målvariabel.

³ Penningpolitiken påverkar realekonomin och inflationen genom olika kanaler vilket innebär att olika mekanismer verkar samtidigt. En del påverkar inflationen ganska direkt medan andra tar längre tid. Hur snabbt inflationen kan föras tillbaka till målet beror bland annat på hur långt ifrån inflationen är i utgångsläget.

⁴ I den nya riksbankslagen ändras antalet ledamöter till 5. Detta medför att alla ledamöter har samma vikt och att riksbankschefen inte behöver använda sin utslagsröst.

⁵ Riksbankens starka oberoende och handlingsfrihet diskuteras till exempel i ett tal av Skingsley (2021).

⁶ Se även Riksbankens kommunikationspolicy.

⁷ Vid extrainsatta möten, eller vid per capsulam beslut, publiceras oftast bara protokollsbilagor.

direktionsledamöter och motiven bakom dessa. Riksbanken håller presskonferens där journalister kan ställa frågor till riksbankschefen och under dagen genomförs normalt också chattar där allmänheten kan ställa frågor till riksbankschefen. Cirka tio dagar efter ett penningpolitiskt möte publiceras ett protokoll där det framgår hur var och en av ledamöterna resonerade när beslutet fattades. I protokollet blir det tydligare om och i så fall på vilket sätt ledamöternas åsikter skiljer sig åt. När protokollet är publicerat kan ledamöterna också offentligt ge uttryck för sina egna ståndpunkter kring beslutet. På så sätt tydliggörs deras individuella ansvar vilket också underlättar en utvärdering av penningpolitiken.

Penningpolitiken utvärderas kontinuerligt.⁸ Riksdagens finansutskott granskar och utvärderar varje år den penningpolitik som Riksbanken fört under de närmast föregående åren. Tre gånger per år genomför utskottet öppna utfrågningar om den förda penningpolitiken och i samband med en av dessa publicerar Riksbanken ett särskilt underlag.⁹ Finansutskottet utser också externa utvärderare ungefär vart femte år.

1.3 Riksbankens penningpolitiska verktyg

Vid de penningpolitiska mötena fattar direktionen beslut om vilken penningpolitik man bedömer är lämplig för att stabilisera inflationen vid målet på 2 procent. För att styra marknadsräntor med kort löptid är reporäntan det huvudsakliga penningpolitiska verktyget. Dessa korta marknadsräntor påverkar i sin tur andra marknadsräntor, som till exempel räntor med längre löptid. Riksbanken kan också använda andra verktyg, däribland köp av olika slags finansiella tillgångar. De senaste decenniernas låga globala ränteläge, med styrräntor som av centralbankerna bedömts vara nära sina effektiva nedre gränser, har gjort det mer utmanande att uppfylla de penningpolitiska målen. Detta är en viktig anledning till att Riksbanken och flera andra centralbanker även har vidtagit andra penningpolitiska åtgärder, som att köpa olika typer av finansiella tillgångar. Sådana värdepappersköp pressar normalt ner marknadsräntorna på obligationer med längre löptid. Riksbankens obligationsköp har dock medfört att räntor fallit även för kortare placeringshorisonter.¹⁰

När hushåll och företag fattar sina beslut om konsumtion och investeringar är, utöver dagens räntor, även förväntningar om framtida räntenivåer viktiga. Genom att kommunicera hur reporäntan och andra penningpolitiska åtgärder troligen kommer att utvecklas kan centralbankerna påverka förväntningarna och bidra till förutsägbarhet i penningpolitiken. Riksbanken publicerar därför prognoser över reporäntan och värdepappersköp.¹¹

⁸ Prognoserna utvärderas löpande av Riksbanken för att se hur pass väl de lyckas fånga den ekonomiska utvecklingen. När det gäller hela Riksbankens förvaltning granskas den av Riksrevisionsverket varje år, med årsredovisningen som underlag.

⁹ Se Riksbankens årliga publikation Redogörelse för penningpolitiken.

¹⁰ Se Erikson (2021).

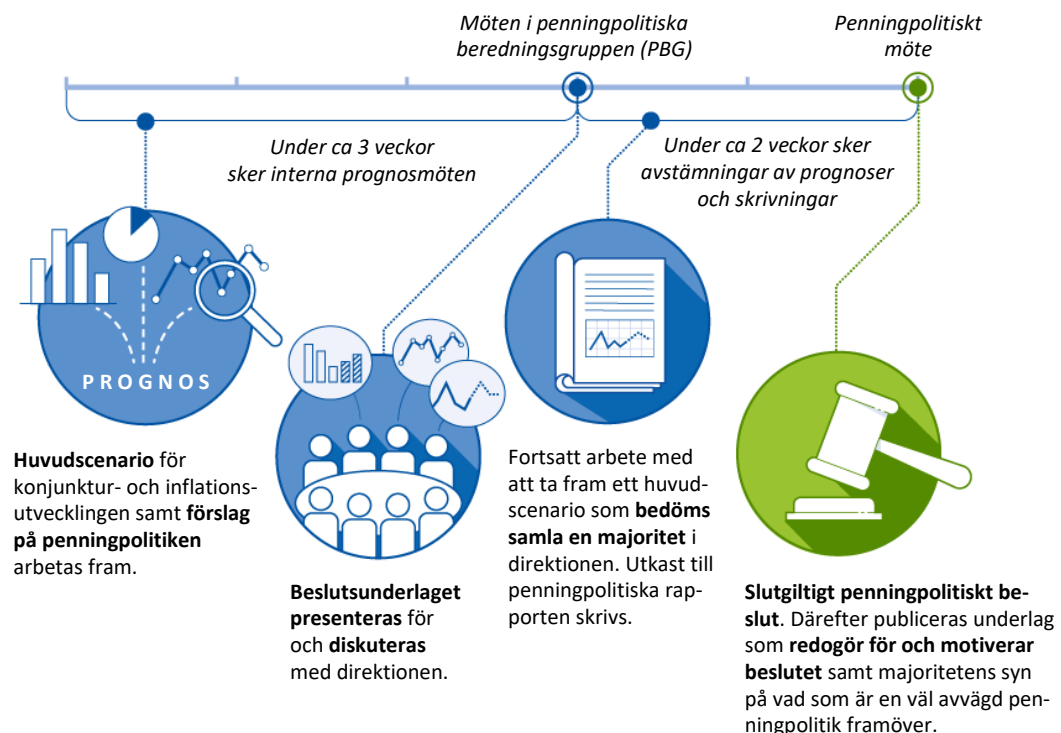
¹¹ Ett annat viktigt skäl till att Riksbanken 2007 började arbeta med prognoser för reporäntan var att förbättra det interna arbetet - effekterna av olika penningpolitiska alternativ kunde lättare analyseras och illustreras. Prognoserna och den penningpolitiska avvägningen hängde ihop på tydligare sätt än tidigare. Se Sveriges riksbank (2017).

2 Strukturerad men flexibel process

2.1 Att ta fram underlag inför ett penningpolitiskt beslut

Eftersom det tar tid innan penningpolitiken får full effekt på inflationen och på ekonomin i stort är prognoser för den ekonomiska utvecklingen viktiga i beslutsfattandet. För att direktionen ska kunna fatta penningpolitiska beslut behöver de en bedömning av det aktuella ekonomiska läget, men också ett underlag med konjunktur- och inflationsutsikterna framöver samt hur dessa påverkas av penningpolitiken.¹² Underlag för att direktionen ska kunna diskutera risker och osäkerhet och olika penningpolitiska alternativ är också centrala. I huvudsak är det avdelningen för penningpolitik (APP) som ansvarar för beredningen och arbetar fram underlaget inför det penningpolitiska beslutet, men med viktigt deltagande också från avdelningen för marknader (AFM) och avdelningen för finansiell stabilitet (AFS). I normalfallet pågår hela processen i cirka fem veckor och kan grovt delas in i fyra faser (se figur 1). Fasen innan APP presenterar underlaget för direktionen, själva mötena med direktionen i den penningpolitiska beredningsgruppen (PBG), fasen efter dessa möten och slutligen det penningpolitiska beslutsmötet och kommunikationen i samband med det.

Figur 1. Schematisk bild över den penningpolitiska processen



¹² Hallsten och Tägström (2009) beskriver hur beslutsprocessen såg ut för 13 år sedan. Penningpolitikens uppgift, och därför också flera moment i beredningen, är i grunden desamma.

2.2 Beredning före PBG-möte – förslag till huvudscenario och penningpolitik

Modeller för prognoser på kort och lång sikt i samspel med bedömningar

Prognoser för realekonomi och inflation samt analyser av penningpolitikens effekter på de finansiella marknaderna, realekonomin och inflationen är centrala i det penningpolitiska beslutsunderlaget.¹³ Arbetet med prognoser sker i huvudsak på APP. Metoderna för att göra prognoser utvecklas kontinuerligt och Riksbanken har en uppsättning av modeller som används för att göra så bra analyser som möjligt av det aktuella ekonomiska läget, den ekonomiska utvecklingen på lite sikt och effekterna av penningpolitiska åtgärder. Modellerna bygger på ekonomisk teori och empiriska studier av hur olika samband i ekonomin ser ut. Riksbanken använder utöver en rad olika tidsseriemodeller också allmän jämviktsmodeller i prognosarbetet.¹⁴ De kan bidra till att förklara händelseförlopp i ekonomin och utgår från att marknadsmekanismer och ekonomisk politik kommer att föra tillbaka ekonomin till sitt normalläge (långsiktiga jämvikt) efter en störning. Allmän jämviktsmodeller är också ett viktigt verktyg när man vill studera alternativa ekonomiska scenarier och hur penningpolitiken över tid brukar reagera på störningar.

För att bilda sig en uppfattning om var ekonomin befinner sig i utgångsläget används utöver utfallsdata olika typer av indikatorer, till exempel för produktionen, läget på arbetsmarknaden, prissättningsplaner och förtroendet hos hushåll och företag. När man gör prognoser på kort sikt (ett till två kvartal framåt) läggs större vikt vid tidsseriemodeller och indikatormodeller som har goda kortsiktiga prognosegenskaper. Prognoserna på längre sikt görs i större utsträckning med hjälp av makromodeller och antaganden om långsiktig jämvikt som tillsammans med penningpolitiska antaganden ger en sammanhållen bedömning av drivkrafterna i den ekonomiska utvecklingen. Därutöver används modeller som enbart fokuserar på vissa utvalda samband i ekonomin.

Eftersom modeller är förenklingar av verkligheten är modellprognoser en bra utgångspunkt som hjälper till att strukturera diskussionerna och fokusera på det mest centrala för penningpolitiken. I varierande grad antar modeller att historien upprepar sig eller att ekonomiska samband är stabila över tid och därför behöver de också kompletteras med analyser och bedömningar av experter som har insikter om mekanismer och skeenden i ekonomin som modellerna inte alltid fångar. Den samlade informationen från modellerna och annan information vägs till slut samman till en konjunktur- och inflationsprognos.¹⁵ Experternas bedömningar blir särskilt viktiga när det inträffar ovanliga händelser och/eller strukturella förändringar som ändrar ekonomins sätt att fungera. Coronakrisen har varit en sådan period då analysmetoder som bygger

¹³ Nyman och Söderström (2016) diskuterar vad Riksbankens inflationsmålsregim innebär för prognosarbetet på Riksbanken och hur prognoserna därför kan skilja sig från andra prognosmakares.

¹⁴ Riksbanken har bland annat utvecklat modellen MAJA, som tillhör gruppen DSGE-modeller av nykeynesiansk typ, se Corbo och Strid (2020) och Ringqvist, Stockhammar och Strid (2020).

¹⁵ En analys av Lindé och Reslow (2017) pekar på att modeller inte förklarar Riksbankens prognoser i så stor utsträckning som ibland har hävdats av externa kritiker och utvärderare.

på historiska samband, observerade utanför kristid, har haft svårt att ge ett relevant stöd i beslutsfattandet. Så kallade realtidsindikatorer, som visar utvecklingen utan tidsfördröjning, har därför varit ett viktigt verktyg. Några exempel är indikatorer på rörlighet i samhället uppmätt från mobiltelefondata, bokningsläget på hotell- och restauranger samt data för korttransaktioner.¹⁶

Process för att ta fram beslutsunderlag

I inledningen av den penningpolitiska processen diskuterar APP övergripande med direktionen om vilka frågor som beredningen ska lägga fokus på. Syftet med detta första avstämningsmöte är att avdelningen ska få vägledning från direktionen: Är det förslag till prioritering som avdelningen presenterar lämpligt och svarar det upp mot direktionsens behov? Det kan handla om fördjupat analysarbete som också leder fram till publicering i den penningpolitiska rapporten eller i Riksbankens andra publikationer. Tyngdpunkten i diskussionerna ligger på arbetet inför det närmaste penningpolitiska beslutet, men även planeringen på längre sikt berörs. I detta sammanhang diskuteras också huvudsakliga osäkerheter och risker som omgärdar den ekonomiska utvecklingen och penningpolitiken. APP kommer med förslag till alternativa scenarier som kan hjälpa till att illustrera på vilket sätt prognoserna skulle bli annorlunda om specifika händelser inträffar i ekonomin.¹⁷ Ibland hålls också ytterligare ett inledande möte med direktionen, där APP kort presenterar den nya information som kommit sedan det föregående penningpolitiska mötet.

Under cirka tre veckor pågår sedan APP:s interna arbete med att ta fram ett huvudscenario för konjunktur- och inflationsutvecklingen i Sverige. I första fasen av denna process handlar det om att klargöra *förutsättningarna* för prognosen, det vill säga det som händer oberoende av hur man väljer att utforma penningpolitiken i Sverige vid det närmast förestående penningpolitiska mötet. Det handlar bland annat om utvecklingen i omvärlden, de nuvarande finansiella förhållandena och den aktuella ekonomiska situationen i svensk ekonomi, "nuläget". APP:s diskussioner om den internationella konjunktur- och inflationsutvecklingen har då särskilt fokus på utvecklingen i Europa och USA, som är Sveriges huvudsakliga handelspartner. Diskussionerna om utvecklingen på de finansiella marknaderna avhandlar bland annat växelkursens och räntornas utveckling, för att bedöma transmissionen av penningpolitiken. På ett möte om nulägesbedömningen av Sveriges ekonomi diskuteras ingående ny information sedan det föregående penningpolitiska mötet och hur denna förhåller sig till Riksbankens prognoser för BNP:s olika delar, arbetsmarknaden, lönerna och inflationen. Eftersom ny information publiceras kontinuerligt gör APP under processen löpande uppdateringar av nulägesbedömningen och prognoserna för svensk och internationell ekonomi fram till det penningpolitiska beslutet.

I nästa fas använder APP makroekonomiska modeller för att ta fram ett *förslag till huvudscenario* för hela prognosperioden. APP bildar sig först en uppfattning om den

¹⁶ Se Ewertzh, Falk, Hesselman, Hull, Löf, Stigland och Tibblin (2020).

¹⁷ Till exempel vilka effekter för svensk inflation och penningpolitik som förändringar i oljepriset, produktiviteten, löneökningstakten eller utvecklingen i omvärldens efterfrågan kan resultera i. Scenarierna publiceras ibland i den penningpolitiska rapporten.

övergripande makroekonomiska utvecklingen genom att fokusera på några nyckelvariabler som inflation, BNP, arbetslöshet, reporänta och växelkurs. Utifrån den bedömda makroprognosen mejslas sedan mer detaljerade prognoser fram för till exempel arbetsmarknaden och inflationen.¹⁸

Samtidigt som förslaget till huvudscenariot arbetas fram tar APP, med hjälp av underlag även från AFS och AFM, fram ett *förslag på penningpolitik*. Penningpolitiken som föreslås är inte en rekommendation från avdelningen utan ambitionen är att förslaget som tas fram och presenteras för direktionen ska spegla hur direktionen normalt har valt att agera utifrån konjunktur- och inflationsutsikterna. När störningarna i ekonomin är ovanliga och många nya, kompletterande verktyg används parallellt med räntan blir detta arbete mer komplext. Samarbetet med andra policyavdelningar på Riksbanken har därför en stor betydelse. I det här sammanhanget tas också penningpolitiska alternativ fram för att illustrera effekterna på konjunktur- och inflationsutsikterna.

2.3 Möten i den penningpolitiska beredningsgruppen (PBG)

Ungefär två veckor innan beslutet ska fattas presenteras ett penningpolitiskt beslutsunderlag för direktionen. Normalt pågår dessa beredningsmöten under en eller två dagar. På den första delen av beredningen deltar flertalet ekonomer från APP och personer från AFS, AFM och kommunikationsenheten. Mötena syftar till att ge direktionen ett sådant underlag att de kan börja forma en syn på den framtida ekonomiska utvecklingen och penningpolitiken. Tjänstemän från huvudsakligen APP presenterar under den första delen av beredningen resultatet av det fördjupade analysarbetet som identifierades inledningsvis i processen. Prognoserna och motiven bakom dessa presenteras och det förs en diskussion mellan direktionsledamöterna och tjänstemän från avdelningen om huvudscenariot och alternativa scenarier. Då berörs viktiga antaganden och faktorer som påverkar de ekonomiska utsikterna, till exempel utvecklingen i omvärlden, utvecklingen av de finansiella förhållandena eller specifika inhemska faktorer som har effekt på realekonomin och/eller inflationen. Det är också ett tillfälle för direktionen att ställa detaljfrågor direkt till experter på APP och att beställa ytterligare analyser de behöver inför beslutet.

Under den andra delen av beredningen är den penningpolitiska diskussionen i fokus och vid detta möte deltar en mer begränsad grupp tjänstemän. APP presenterar olika penningpolitiska alternativ vad gäller reporäntan och andra åtgärder för att möjliggöra en strukturerad diskussion om de penningpolitiska avvägningarna. Utifrån detta underlag uttrycker enskilda ledamöter sina synpunkter på prognoserna och penningpolitiken. Direktionen kan även komma med ytterligare beställningar och resultaten av dessa presenteras vid ett uppföljningsmöte någon dag senare. Bevakningen av data och hur dessa påverkar bedömningar i huvudscenariot eller risker kring prognoserna fortsätter fram till det penningpolitiska mötet.

¹⁸ Underlag som tydliggör och dokumenterar hur den slutgiltiga bedömningsprognosen förhåller sig till olika modellresultat delas till direktionen i samband med mötet i den penningpolitiska beredningsgruppen.

2.4 Fortsatt arbete efter PBG-möte – en penningpolitisk rapport blir till

Majoritetens syn avspeglas i den penningpolitiska rapporten

Tjänstemän från APP fortsätter sitt arbete efter mötet i den penningpolitiska beredningsgruppen genom att följa upp eventuella beställningar från direktionen och arbetar fram ett förslag på prognoser och penningpolitik som man bedömer kommer att samla en majoritet i direktionen. Samtidigt arbetar man fram texter som sammanställs i ett första utkast av den penningpolitiska rapporten. En knapp vecka efter PBG-mötena redovisas rapportutkastet vid ett direktionsmöte där direktionen diskuterar hur prognoser och penningpolitik ska redovisas. Utkastet till den penningpolitiska rapporten bordläggs och det redaktionella arbetet fortsätter efter mötet. Texten justeras slutgiltigt först i samband med det penningpolitiska mötet eftersom det är först då som prognoserna och penningpolitiken fastställs.

Den penningpolitiska rapporten redogör för direktionens syn på konjunktur- och inflationsutsikterna och vilka överväganden som ligger till grund för det penningpolitiska beslutet. Riksbankens direktion består av ledamöter med olika bakgrund, erfarenheter och kunskaper för att besluten om penningpolitiken ska grundas i flera olika perspektiv på den ekonomiska utvecklingen. Detta innebär också att det kan förekomma olika uppfattningar om vad som är det vid tillfället mest lämpliga penningpolitiska beslutet.¹⁹ Även om det finns en enighet kring de ekonomiska utsikterna och prognoserna kan det alltså finnas olika åsikter om vad som är en väl avvägd penningpolitik. I de fall åsikterna skiljer sig åt inom direktionen är det majoritetens syn som återges i beslutet och i den penningpolitiska rapporten.

Rapporten syftar till att sammanfatta underlagen för de penningpolitiska besluten och sprida kunskap om de bedömningar som Riksbanken gör. Genom att publicera rapporterna vill Riksbanken underlätta för utomstående att följa, förstå och utvärdera penningpolitiken. Sedan 2007 publicerar Riksbanken en prognos för reporäntan, för att kommunicera vad man bedömer vara en väl avvägd penningpolitik under prognosperioden. I takt med att andra åtgärder vid sidan av reporäntan blivit viktiga har också dessa kommunicerats i större utsträckning i rapporten. När direktionen beslutat att använda andra penningpolitiska verktyg än styrräntan, till exempel värdepappersköp och olika typer av lånefaciliteter, har också särskilda protokollsbilagor med detaljer och överväganden kring dessa beslut publicerats.

¹⁹ Ibland handlar det endast om nyansskillnader men andra gånger är det större variation inom direktionen i synen på till exempel hur inflationen och realekonomin kommer att utvecklas eller på riskbilden kring penningpolitiken.

2.5 Det penningpolitiska mötet

Sedan 2020 har direktionen fem schemalagda penningpolitiska möten under ett år.²⁰ Om det skulle behövas fler penningpolitiska beslut kan direktionen dock sammanträda oftare. Den inledande akuta fasen av coronakrisen är ett tydligt exempel på detta. Mellan den 12 mars och 21 april 2020 hölls fem extrainsatta penningpolitiska möten för att besluta om olika åtgärder.²¹ Vid de penningpolitiska mötena deltar normalt utöver direktionen sammanlagt ett tjugotal personer från APP, AFS, AFM, Kommunikationsenheten (KOM), stabschefen och chefsjuristen. Riksbanksfullmäktiges ordförande och vice ordförande deltar också regelmässigt i direktionens sammanträden och får på så sätt insyn i direktionens arbete. De har yttranderätt, men inte förslags- eller beslutsrätt.

Inledningsvis presenteras en kort uppdatering av marknadsutvecklingen sedan det föregående penningpolitiska mötet. Därefter redogör chefen för APP för den prognos som avdelningen bedömer kommer att få stöd av en majoritet i direktionen, och det förslag till penningpolitik som den baseras på. APP redogör också för de frågor som diskuterats särskilt ingående under beredningen. Därefter övergår direktionen till att var och en framföra sin syn på det aktuella ekonomiska läget och hur penningpolitiken bäst bör utformas, ibland följt av en diskussion mellan ledamöterna. Under beredningens gång har ledamöterna bildat sig en egen uppfattning men det är på detta möte som det slutgiltiga beslutet om reporäntan och andra penningpolitiska åtgärder fattas och en majoritetssyn formas på den framtida penningpolitiken och den ekonomiska utvecklingen. Man gör en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas under den aktuella prognosperioden och resonerar kring andra aspekter på vilken penningpolitik som är lämplig under prognosperioden. Direktionen beslutar om den penningpolitiska rapporten på mötet men processen är utformad så att prognoserna och formuleringar i rapporten kan justeras efter mötet om det behövs för att på ett rättvist sätt avspegla resonemangen på mötet. Efter det formella mötet fastställs också pressmeddelandet om beslutet.

²⁰ Antalet penningpolitiska möten per år har varierat över tid. Mellan 2008 och 2020 hölls normalt sex penningpolitiska möten per år. I juni 2019 beslutade direktionen att gå över till fem möten. Se Sveriges riksbank (2019).

²¹ Direktionen fattade också sex så kallade per capsulam-beslut under denna period. Sammanlagt under 2020 blev det beslut vid drygt 20 olika tillfällen.

3 Penningpolitik i coronakrisen

3.1 Att snabbt skifta fokus till nuet – ekonomi i fritt fall och behov av tidigare oprövade åtgärder

I en omvärld som ständigt förändras har Riksbanken, liksom andra centralbanker, de senaste decennierna behövt utveckla sin beredskap, förmåga och flexibilitet att agera snabbt och på flera olika sätt. När det i mars 2020 konstaterades att det mycket smittsamma coronaviruset resulterat i en pandemi och en omfattande global ekonomisk nedgång var att vänta sattes centralbankers, regeringars och myndigheters omställningsförmåga och flexibilitet på prov världen över. En unik situation uppstod, då det infördes restriktioner för att begränsa smittspridningen och människor också frivilligt begränsade samhällslivet för att inte bli sjuka. Konsekvensen blev att den ekonomiska aktiviteten i världen hastigt och kraftigt försvagades. Svensk BNP rasade och förutsättningarna för Riksbanken att klara inflationsmålet ändrades totalt. Till skillnad från penningpolitik i normala tider, då sikten är ett par år framåt i tiden, koncentrerades åtgärderna i krisen framför allt på att stötta ekonomin i realtid och minska riskerna för en betydligt sämre utveckling på kort sikt.²²

Det blev snabbt uppenbart att Riksbanken behövde tänka i nya banor inte bara vad gällde arbetsmetoder och beslutsprocesser men också när det gällde vilka åtgärder som behövde sättas in. Fokus låg på att förstå utvecklingen i realtid och reagera med lämpliga, men i vissa fall oprövade, verktyg för att åtgärda de akuta problem som uppstod. I det mest turbulenta skedet av krisen riskerade situationen att övergå i en finansiell kris. Utan ett stabilt finansiellt system är det inte möjligt att bedriva en effektiv penningpolitik, eftersom transmissionsmekanismen då inte fungerar. En finansiell kris får också direkt negativa konsekvenser för tillväxt och sysselsättning. Åtgärderna som Riksbanken satte in hade således det dubbla syftet att både upprätthålla den finansiella stabiliteten och understödja realekonomin, för att uppnå inflationsmålet.²³ Det krävdes nära samarbete mellan olika policyavdelningar på Riksbanken och på kort tid behövde direktionen fatta flera beslut som innebar stora och nya utmaningar, både vad gällde utformning och implementering.

3.2 Utökad insamling av realtidsdata och nya metoder

Statistik och olika indikatorer som Riksbanken normalt sett förlitar sig på för att bedöma den ekonomiska utvecklingen publiceras en gång i månaden eller en gång i

²² Bedömningarna av den ekonomiska utvecklingen, både i närtid och på längre sikt, berodde på en rad inhemska och globala faktorer som var genuint osäkra och vars effekter på ekonomin var mycket svåra att uppskatta. I PPR april 2020 valde Riksbanken därför att inte publicera någon huvudprognos utan istället två alternativscenarier. Därefter fortsatte Riksbanken att redovisa alternativa scenarier kring ett huvudscenario, som ett sätt att spegla den stora osäkerheten om utvecklingen framöver.

²³ För en beskrivning av de åtgärder Riksbanken vidtog för att motverka pandemins effekter på ekonomin, händelseförloppet på de finansiella marknaderna under våren och sommaren 2020 och hur utlåningen till hushållen och företagen utvecklades, se till exempel Gustafsson och von Brömsen (2021).

kvartalet och med en viss fördröjning. De svenska nationalräkenskaperna är ett exempel på statistik som publiceras med förhållandevis lång tidsfördröjning. Publiceringen sker ungefär 60 dagar efter kvartalets slut, vilket innebär att det första ordinarie BNP-utfallet för första kvartalet publiceras i slutet av maj. Riksbanken använder därför mer aktuell indikatorinformation, när den finns tillgänglig, i sina prognosmodeller för att bilda sig en uppfattning om till exempel BNP-tillväxten i nuläget.²⁴ När ekonomin hamnade i fritt fall i mars 2020 var också mycket av denna data alltför bakåtblickande och gav inte tillräckligt stöd för att fatta ekonomisk-politiska beslut. För att kunna bedöma nuläget och utvecklingen i närtid blev behovet av realtidsdata stort. För att skapa sig en bild av hur pandemin påverkade den svenska ekonomin utökade Riksbanken snabbt sin insamling och sammanställning av högfrekventa data, så kallade realtidsindikatorer.²⁵ Datainsamlingen skedde från andra myndigheter, från olika hemsidor på internet och i samarbete med olika kommersiella dataleverantörer som redan tidigare samlat in och sammanställt realtidsindikatorer. För beslutsfattandet var det också centralt att kunna analysera utvecklingen på de finansiella marknaderna, och nya typer av detaljerade finansiella data blev viktiga informationskällor, som data över värdepappersupplåning och kreditgivning.²⁶

Riksbanken genomför normalt företagsintervjuer tre gånger per år för att få fördjupad information om hur företagen uppfattar den aktuella situationen och hur de avser att agera utifrån denna.²⁷ I början av krisen intensifierade Riksbanken sina kontakter med såväl företag som aktörer på de finansiella marknaderna för att bättre kunna förstå och följa utvecklingen. Riksbanken hade löpande samtal med banker och andra marknadsaktörer och övergick till att varannan vecka genomföra telefonintervjuer med ett stort antal svenska storföretag för att fånga upp deras specifika upplevelser av pandemins skeenden. Den informationen blev ett viktigt komplement till annan insamling av realtidsdata. Även det internationella samarbetet och utbytet av erfarenheter med andra centralbanker var betydligt tätare under 2020.

Krisen som pandemin resulterade i är ett tydligt exempel på att analysmetoder som i stor utsträckning bygger på historiska samband inte är så relevanta att använda när det sker en ny typ av ekonomisk chock. Det har varit mycket viktigt att ha tillgång till högfrekvent och branschspecifik data när den ekonomiska aktiviteten har karakteriserats av tvära kast och täta penningpolitiska beslut. Riksbanken har kunnat följa utvecklingen av smittspridningen, rörelsemönstren i befolkningen, kreditgivningen till företag, branschindelade data för till exempel konsumtion, varsel, konkurser och mycket mer på vecko- eller dagsbasis. Därmed har man haft tidig information om trender och samtidigt kunnat analysera samvariationen mellan olika sektorer, vilket har varit viktigt för att kunna bedöma det aktuella ekonomiska läget och den närmaste framtiden. Högfrekventa data innebär samtidigt utmaningar. Dataunderlaget är ofta mindre genomarbetat och mer bristfälligt, och eftersom det ofta saknas data för längre tidsperioder finns inga beprövade rutiner för att filtrera bort säsongsmönster

²⁴ Se Andersson och den Reijer (2015) för beskrivning av hur så kallade nowcastmodeller använder information från indikatorer som är tillgängliga före utfallet på prognosvariabeln.

²⁵ Se Ewertzh, Falk, Hesselman, Hull, Löf, Stigland och Tibblin (2020).

²⁶ Ett exempel på analys där mer detaljerad data använts är Frohm, Grip, Hansson och Wollert (2020).

²⁷ Se Riksbankens företagsundersökning.

och annat brus. I en liten ekonomi som den svenska fluktuerar den ekonomiska aktiviteten dessutom särskilt mycket på hög frekvens. Riksbankens förmåga att samla in och tolka data samt på kort tid göra en bedömning av läget och dra rimliga slutsatser har därför varit viktigt under krisen.

3.3 Nya åtgärder och tätare samarbete mellan olika avdelningar på Riksbanken

Korta beredningar och snabba beslut

Den omfattande finansiella oron och de snabbt försämrade utsikterna för svenska företag som uppstod i samband med pandemins inledning fick Riksbanken att snabbt aktivera krisledningen. I februari 2020 skapades avdelningsöverskridande grupper och den övergripande synkroniseringen skedde genom krisledningsgruppen. APP koordinerade det intensiva arbetet som flertalet grupper av tjänstemän från olika avdelningar utförde när det gällde att formulera och dimensionera olika förslag på åtgärder. Gruppernas förslag presenterades och diskuterades i nära samspel med direktionen – under en period hölls två avstämningsmöten dagligen. Vid extrainsatta penningpolitiska möten, under en period så ofta som varje vecka, fattades sedan beslut som i vissa fall innebar utmaningar när det gällde både utformning och implementering.²⁸ Krishanteringens innebar sammantaget att det i Riksbankens beslutsprocesser utarbetades ett ännu tätare samarbete mellan avdelningen för penningpolitik, avdelningen för finansiell stabilitet, avdelningen för marknader och även avdelningen för betalningar.

Under coronakrisen beslutade Riksbanken om en rad olika åtgärder, varav en del tidigare oprövade, för att hjälpa företag och hushåll att klara perioden med lägre efterfrågan och en stor osäkerhet kring de ekonomiska utsikterna. Riksbanken satte till exempel in olika åtgärder för att säkerställa att banker, företag och hushåll kunde finansiera sig och att Riksbankens nollränta skulle få fullt genomslag på de räntor som företagen och hushållen betalade på sina lån. Med tanke på krisens karaktär och den stora osäkerheten kring pandemins utveckling utformades flera av åtgärderna som försäkringar mot ett värre scenario med en djupare och mer utdragen lågkonjunktur.

Åtgärderna innefattade olika former av likviditetsstöd till banksektorn, men i likhet med många andra centralbanker köpte Riksbanken också i större utsträckning än tidigare finansiella tillgångar för att möta krisens utmaningar. Riksbanken började genomföra operationer på fler marknader än tidigare. Före pandemin bestod Riksbankens tillgångsköp av nominella och reala statsobligationer. Nu utökades de även med kommunobligationer, företagscertifikat, företagsobligationer, säkerställda obligationer och statsskuldväxlar. För att snabbt bygga upp nödvändiga kunskaper om företagsobligationsmarknaden som var en ny arena för Riksbanken anlätades också ett externt bolag. Många av åtgärderna beslutades och infördes av Riksbanken under mycket

²⁸ Under krisens inledande mest akuta fas fattades flera penningpolitiska beslut per vecka, antingen vid extrainsatta möten eller per capsulam.

kort tid, och såväl beloppsramar som villkor för åtgärderna behövde i flera fall justeras efter att de först annonserats.

3.4 Viktigt med flexibel process även framöver

Efter det mycket turbulenta 2020 är pandemins konsekvenser nu snarare en del i det normala, löpande arbetet på Riksbanken. I takt med att läget stabiliserades blev prognosarbetet under 2021 också mer sedvanligt och perspektivet mer framåtblickande. Strukturen för beredningsprocessen har i många avseenden återgått till hur den såg ut före krisen, till exempel vad gäller frekvensen på både formella och interna möten. Innehållet i beredningen är dock förändrat på flera sätt.

Vissa av krisåtgärderna som Riksbanken satte in under pandemin har fasats ut men de omfattande tillgångsköpen innebär att Riksbankens innehav av värdepapper är stort. Den penningpolitiska beredningsordningen på APP har därmed fått flera inslag som är nya jämfört med före krisen, med ett tätare samarbete med andra policyavdelningar. Analysen av hur penningpolitiken påverkar realekonomin och inflationen via de finansiella marknaderna fördjupades under krisen. Dessa analyser har nu blivit ett stående inslag i beslutsunderlaget inför de penningpolitiska besluten. Även de analysmetoder som arbetades fram under krisen, som att använda fler realtidsindikatorer i analysen av svensk ekonomi, är numera en del av beredningen. Användningen av Riksbankens kreditdatabas (KRITA) och statistiken för värdepappersinnehav (VINN) är exempel på hur den finansiella analysen har breddats.

På flera sätt har alltså krisberedskapen numera blivit en del av den ordinarie beslutsprocessen. Penningpolitiken möter ständigt nya utmaningar och det kommer även fortsättningsvis att vara viktigt att beredningen inför de penningpolitiska besluten är flexibel och bidrar till Riksbankens förmåga att agera snabbt och på olika sätt.

Referenser

- Andersson, Michael K. och Ard H.J. den Reijer (2015), "Nowcasting", *Penning- och Valutapolitik* 2015:1, Sveriges riksbank.
- Corbo, Vesna och Ingvar Strid (2020), "MAJA: A two-region DSGE model for Sweden and its main trading partners", Sveriges riksbank Working Paper Series No. 391.
- Erikson, Henrik (2021), "Central bank bond purchases and premiums—the Swedish experience", Staff memo, December, Sveriges riksbank.
- Ewertzh, Jacob, Thomas Falk, Marie Hesselman, Isaiah Hull, Mårten Löf, Oskar Stigland och Markus Tibblin (2020), "Realtidsindikatorer ger informationsstöd i snabba konjunkturvändningar", *Ekonomiska kommentarer* Nr 3, Sveriges riksbank.
- Frohm, Erik, Johan Grip, Daniel Hansson och Stephan Wollert (2020), "Tudelad kreditutveckling under coronapandemin", *Ekonomiska kommentarer* Nr 6, Sveriges riksbank.
- Gustafsson, Peter och Tommy von Brömsen (2021), "Coronapandemin: Riksbankens åtgärder och den finansiella utvecklingen under våren och sommaren 2020", *Penning- och Valutapolitik* 2021:1, Sveriges riksbank.
- Hallsten, Kerstin och Sara Tägtström (2009), "Beslutsprocessen – hur går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan", *Penning- och Valutapolitik* 2009:1, Sveriges riksbank.
- Lindé, Jesper och André Reslow (2017), "En myt att Riksbankens prognoser styrts av modeller", *Penning och Valutapolitik* 2017:1, Sveriges riksbank.
- Nyman, Christina och Ulf Söderström (2016), "Prognoser och penningpolitik", *Ekonomisk kommentar* nr. 6, Sveriges riksbank.
- Ringqvist, Mattias, Pär Stockhammar and Ingvar Strid (2020), "Assessing the foreign linkages in MAJA – a conditional forecast evaluation approach", Staff Memo, September, Sveriges riksbank.
- Skingsley, Cecilia (2021), "Att anpassa sig till nya villkor - penningpolitisk frihet under ansvar", tal, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank (2020), Riksbankens kommunikationspolicy.
- Sveriges riksbank (2017), "Riksbankens erfarenheter av att publicera reporänteprognoser", Riksbanksstudie, juni.
- Sveriges riksbank (2019), "Fem penningpolitiska möten per år", pressmeddelande 25 juni.
- Sveriges riksbank, Redogörelse för penningpolitiken.
- Sveriges riksbank, Riksbankens företagsundersökning.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK)