

TIO ÅR MED SJÄLVSTÄNDIG  
RIKSBANK



## Riksbankens direktion och arbetet med penningpolitiken – erfarenheter från de första tio åren

*Mikael Apel, Carl Andreas Claussen  
och Petra Lennartsdotter*

SEPTEMBER 2009



## Riksbankens direktion och arbetet med penningpolitiken – erfarenheter från de första tio åren<sup>1</sup>

Av<sup>2</sup>

Mikael Apel,  
Carl Andreas Claussen och  
Petra Lennartsdotter

*För lite mer än tio år sedan lagfästes målet om prisstabilitet. Samtidigt inrättades en direktion med sex heltidsanställda ledamöter för att besluta i penningpolitiska frågor och leda Riksbanken. I uppsatsen går vi först igenom bakgrunden till direktionen och några specifika kännetecken för dess sätt att arbeta under det första decenniet. Huvuddelen av uppsatsen ägnas sedan åt resultaten från en unik enkätundersökning där vi frågat samtliga ledamöter som tjänstgjort i direktionen om deras erfarenheter. Det visar sig exempelvis att många ledamöter anser att direktionen är något för stor. Ett annat resultat är att trots att ledamöterna agerar som individer tycks det finnas en hel del kompromissvilja när räntebesluten fattas – många ledamöter har ibland avstått från att reservera sig och menar att det finns en ”prutmån” i räntebesluten.*

### Tio år med lagfäst prisstabilitetsmål och direktion

Den 1 januari 1999 ändrades de lagar som reglerar Riksbankens verksamhet på ett genomgripande sätt. Att målet för penningpolitiken ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde sattes nu på pränt även i lagtexten. Samtidigt förändrades Riksbankens ledningsstruktur genom att en direktion med sex heltidsanställda ledamöter inrättades för att leda Riksbanken och besluta i penningpolitiska frågor. I lagen skrevs också in ett uttryckligt förbud för myndigheter att försöka påverka Riksbankens penningpolitiska beslut.

Syftet med lagändringarna var att stärka Riksbankens ställning och att göra den mer självständig. Enligt den proposition som låg till grund för beslutet fanns två skäl att göra detta (Prop. 1997/98:40, *Riksbankens ställning*, s. 48). För det första ansågs det vara lättare för en självständig Riksbank med ett klart angivet prisstabilitetsmål att ge penningpolitiken det långsiktiga perspektiv som krävs för att målet ska vara trovärdigt. För det andra hade Sverige som en följd av medlemskapet i EU åtagit sig att stärka Riksbankens självständighet – ett krav som förstås även det bottnade i en ambition att främja långsiktighet och trovärdighet i penningpolitiken.

---

<sup>1</sup> De synpunkter som framförs i denna uppsats är författarnas egna och kan inte tas som uttryck för Riksbankens syn i berörda frågor.

<sup>2</sup> Alla tre författarna är verksamma vid Avdelningen för penningpolitik vid Sveriges riksbank.

Även om lagändringarna formellt sett var genomgripande kan man till stora delar se dem som en kodifiering av den praxis som redan rådde. Inflationsmålet, som hade införts 1993 på Riksbankens eget initiativ, var redan väl etablerat. Under hela perioden med inflationsmål hade Riksbanken dessutom i praktiken kunnat verka med en hög grad av självständighet. Politiska företrädare hade visserligen då och då kommenterat och kritiserat penningpolitiken, men stödet för att räntebesluten skulle fattas av Riksbanken, utan politisk inblandning, hade växt sig allt starkare och var 1999 tämligen grundmurat. I den meningen innebar lagändringarna alltså inga större skillnader för den praktiska penningpolitiken, utan var mer att betrakta som ett sätt att försäkra sig om att det rådande systemet skulle gälla även i framtiden.

Den förändring som fick störst praktiska konsekvenser var inrättandet av en direktion. Från juni 1994 hade ordningen varit att riksbanksfullmäktige, där riksbankschefen var en av ledamöterna, fattade beslut om den så kallade räntekorridoren, det vill säga Riksbankens utlånings- respektive inlåningsränta. Riksbankschefen beslutade sedan var i räntekorridoren reporäntan skulle ligga (Hörngren 1994).

På papperet hade därmed räntebesluten även tidigare fattats, eller åtminstone starkt påverkats, av en grupp av personer. Men till skillnad från riksbankschefen var de övriga ledamöterna i fullmäktige inte heltidsanställda på Riksbanken och hade dessutom ofta tidskrävande uppdrag vid sidan av penningpolitiken. Riksbankschefens syn vägde därför sannolikt mycket tungt vid de beslut som fattades.

Efter den 1 januari 1999 ändrades förhållandena alltså ganska radikalt. Besluten skulle fortsättningsvis fattas genom att en kommitté med sex heltidsanställda ledamöter skulle rösta om räntan. Fullmäktige fick istället en kontrollerande funktion med främsta uppgift att utse medlemmarna i direktionen.

Sverige är långtifrån det enda land som infört en ordning där de penningpolitiska besluten fattas av en grupp av personer. Under de senaste tio-femton åren har trenden internationellt varit att låta penningpolitiken bestämmas av en kommitté snarare än av en enskild centralbankschef.

När det gäller penningpolitiskt beslutsfattande i kommittéer kan man säga att ”praktiken har föregått teorin”, i meningen att forskningen har kommit igång på allvar först efter att företeelsen införts och börjat tillämpas praktiskt. Idag finns en relativt omfattande och växande forskningslitteratur som behandlar olika aspekter av penningpolitiskt beslutsfattande i kommittéer.

Med tanke på det intresse som finns är det en aning överraskande att ingen hittills på ett systematiskt sätt helt enkelt frågat personer som verkat i en penningpolitisk kommitté om deras erfarenheter. Det har vi gjort som en del i denna uppsats. Vi har brett samtliga personer som har suttit i Riksbankens direktion under någon period sedan starten 1999 – totalt 13 personer – att svara på en enkät. Frågorna i enkäten handlar i stor utsträckning om ämnen som diskuterats i forskningslitteraturen och kan till exempel syfta till att undersöka hur väl direktionsmedlemmarna tycker att en viss teori passar in på vad de själva har upplevt. Svaren sätter därmed forskningen i relation till initierade praktikers erfarenheter på ett sätt som inte gjorts tidigare. Resultaten

från enkäten redovisas i den andra delen av denna uppsats. Först går vi dock igenom några specifika kännetecken för Riksbankens direktion och dess sätt att arbeta under de första tio åren.

## Direktionen: Bakgrund och kännetecken

### *Varför en direktion och varför sex personer?*

En förklaring till den internationella trenden att låta de penningpolitiska besluten fattas av en kommitté snarare än en enskild centralbankschef är att centralbankerna blivit alltmer självständiga. Tidigare, när centralbankerna ofta mer eller mindre var regeringens förlängda arm, fanns det helt enkelt inget skäl att tillsätta mer än en person för att låta verkställa räntebesluten (Blinder 2007). I takt med att centralbankerna blivit mer självständiga har det sannolikt också upplevts som mer naturligt från ett demokratiskt perspektiv att delegera de penningpolitiska besluten till en grupp av personer snarare än till en enskild individ.

En annan förklaring kan vara att grupper tenderar att fatta bättre penningpolitiska beslut än enskilda individer. Det finns en del stöd i forskningen för att så är fallet. Exempelvis finner Blinder och Morgan (2005, 2008) och Lombardelli m.fl. (2005) i experiment där studenter får fatta simulerade penningpolitiska beslut att besluten blir bättre om de fattas av en grupp än om de fattas av enskilda individer.

I den proposition som ligger till grund för lagändringen i Sverige 1999 förefaller det aldrig ha varit aktuellt att delegera de penningpolitiska besluten till en enskild centralbankschef. Utgångspunkten tycks främst ha varit att hitta en lösning som låg förhållandevis nära den tidigare ordningen med fullmäktige (även om riksbankschefen under tiden med fullmäktige hade ett avgörande inflytande över räntebesluten). Man skriver till exempel: ”I en situation där fullmäktiges roll starkt begränsas och ansvaret för penningpolitiken och övriga ECBS<sup>3</sup>-relaterade frågor övergår till direktionen förefaller det lämpligt att införa en mera kollegial beslutsordning där riksbankschefen är inter pares (ordförande).” (Prop. 1997/98:40, **Riksbankens ställning**, s. 70.) En tolkning är att lagstiftaren lade stor vikt vid argumentet att besluten av demokratiska skäl bör fattas av en grupp av personer snarare än av en enskild individ.

Argumentet att besluten i genomsnitt blir bättre om de fattas av en kommitté tycks också ha funnits med i bilden. Man motiverar till exempel att direktionen bör bestå av sex ledamöter med att man därmed ger den ”erforderlig kompetens utan att göra den onödigt stor”. Sannolikt avsåg man dock här inte bara kompetens att fatta bra penningpolitiska beslut, utan även kompetens att sköta Riksbanken som helhet.

Citaten ovan är den enda egentliga motiveringen till att man valde just sex ledamöter. I propositionen konstateras också att det ”kan diskuteras om en direktion bestående av en riksbankschef och två vice riksbankschefer skall vara tillfyllest.” Man drar dock slutsatsen att ”[m]ot bakgrund av att direktionen skall förvalta Riksbanken och ansvara för merparten av de arbetsuppgifter som tidigare åvilade fullmäktige har

---

<sup>3</sup> Europeiska centralbankssystemet, det vill säga det samarbetsorgan som består av Europeiska centralbanken och de nationella centralbankerna inom EU.

arbetsgruppen funnit anledning att överväga en direktion som består av flera ledamöter.”

Vad säger då forskningen om vad som är en lämplig storlek på en penningpolitisk kommitté? Som vi redan konstaterat finns visst stöd i forskningen för att grupper i genomsnitt fattar bättre beslut än enskilda individer. Om detta enbart skulle bero på att en grupps samlade kunskapsmassa är större än en enskild individs, borde det vara bättre ju större gruppen är. Men det finns faktorer som gör att fördelarna med att öka storleken på en penningpolitisk kommitté avtar eller till och med försvinner om gruppen blir för stor. Det kan handla om att den penningpolitiska processen blir mer tungrodd och att det är svårare att föra en bra penningpolitisk diskussion i en alltför stor grupp. Någon samsyn om vad som är en lämplig storlek på en penningpolitisk kommitté finns inte idag. Forskningen tycks landa i att en storlek i spannet 5-9 medlemmar är att föredra (Erhart och Vasquez-Paz 2007). Hur stor den penningpolitiska kommittén bör vara varierar också rimligen med de specifika förhållanden som råder i olika länder (se t.ex. Berger m.fl. 2008). Internationellt varierar den faktiska storleken på den penningpolitiska kommittén från 3 i Schweiz till 22 i ECB.

Storleken på Riksbankens direktion har diskuterats med jämna mellanrum sedan 1999. Redan 2000 föreslog fullmäktige en översyn av frågan om hur stor direktionen bör vara. I avvaktan på den översynen föreslog fullmäktige att riksbankslagen skulle ändras så att antalet ledamöter skulle fastställas till högst sex, men lägst tre (Riksbanksfullmäktige 2000). Finansutskottet avstyrkte dock förslaget (Finansutskottet 2000). Storleken på direktionen togs också upp i den utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005 som gjordes av Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin (2006) på finansutskottets uppdrag. Där framhålls att direktionen ”mycket väl skulle kunna fungera med fem eller till och med fyra ledamöter” (s. 77). Denna gång ställde sig såväl finansutskottet som riksbanksfullmäktige avvisande till en minskning av direktionen (Finansutskottet 2007, Riksbanksfullmäktige 2007).

### *Betoning på öppenhet och tydlighet*

När det stod klart att en direktion med sex medlemmar från och med januari 1999 skulle styra Riksbanken och fatta beslut om räntan började förberedelser internt på banken för att anpassa den penningpolitiska beslutsprocessen och kommunikationen till den nya situationen. Många av de riktlinjer som lades fast under med detta arbete gäller än idag och har satt sin tydliga prägel på Riksbankens verksamhet det gångna decenniet.

Något som särskilt betonades redan från början var att Riksbanken skulle fortsätta att vara öppen och tydlig, eller transparent som det brukar heta i forskningslitteraturen, när det gäller vilka bedömningar den gör och varför den agerar på det ena eller andra sättet. Ända sedan inflationsmålet infördes 1993 hade öppenhet och tydlighet varit ledord för Riksbanken. Det ansågs inte minst vara viktigt för att snabbt vinna förtroende för penningpolitiken och inflationsmålet efter krisen i början av 1990-talet. Lagändringarna 1999 gjorde en hög grad av transparens än mer angelägen. Som konstateras i Heikensten (1999): ”Den starka legala självständigheten gör det extra

viktigt att så långt det är möjligt bidra till öppenhet och till att vårt agerande kan prövas och utvärderas.” (s. 4).

Till viss del reglerades transparensen i lagtexten. I riksbankslagen kap. 6, 4 § står att: ”Riksbanken skall minst två gånger om året lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken.” I kap 10, 3 § heter det: ”Varje år före den 15 februari skall direktionen till riksdagen, Riksrevisionen och fullmäktige avge redovisning för det föregående räkenskapsåret. (...) Redovisningen skall omfatta (...) en redogörelse för penning- och valutapolitiken samt för hur Riksbanken har främjat ett säkert och effektivt betalningsväsende.”

Men utöver dessa paragrafer säger riksbankslagen inte mycket om hur transparent Riksbanken ska vara. Direktionen har således på eget initiativ valt att vara betydligt mer transparent än vad lagen kräver.

Redan vid sitt första möte den 4 januari 1999 bestämde direktionen att protokollen från de penningpolitiska mötena skulle publiceras. Detta har sedan oktober 1999 skett med cirka två veckors fördröjning. Protokollen skulle innehålla en genomgång av den diskussion som förts samt information om de enskilda direktionsledamöternas slutliga ställningstagande. Det beslutades vidare att det efter penningpolitiska sammanträden skulle publiceras ett pressmeddelande med ett kortfattat referat av diskussionen. Vid större förändringar av penningpolitiken och när inflationsrapporter publiceras skulle dessutom presskonferenser hållas. Ledamöterna skulle därutöver hålla tal, ge intervjuer och skriva artiklar.

Arbetet med att öka transparensen i politiken har därefter fortsatt på olika sätt. Inflationsrapporterna har gradvis utvecklats och ersattes i februari 2007 med penningpolitiska rapporter, som även innehåller en utförlig redogörelse för de penningpolitiska övervägandena. Prognoser publiceras numera sex gånger per år jämfört med tidigare fyra. Tre gånger sker detta i form av en penningpolitisk rapport och tre gånger i form av en så kallad penningpolitisk uppföljning, som innehåller ett begränsat antal prognoser för centrala makroekonomiska variabler. Klargöranden om det penningpolitiska ramverket har publicerats vid två tillfällen i form av särskilda dokument – i februari 1999 och i maj 2006. Presskonferenser har börjat hållas efter varje penningpolitiskt sammanträde och inte bara då räntan ändrats och i protokollen från de penningpolitiska mötena har man börjat ange vem som gjort vilka inlägg, inte bara hur ledamöterna har röstat. De båda senare förändringarna gjordes i maj 2007. Från maj 2009 började Riksbanken offentliggöra röstsiffrorna i omedelbar anslutning till de penningpolitiska besluten. Om någon av ledamöterna reserverat sig mot beslutet framgår vem och den huvudsakliga motiveringen varför.

En av de mer uppmärksammade förändringarna under senare tid, som gjort att Riksbanken sällat sig till en ganska exklusiv skara med centralbanker, var när Riksbanken i februari 2007 började publicera sin egen ränteprognos. Egna ränteprognoser publicerades då enbart av centralbanken på Nya Zeeland och i Norge. Senare har även den isländska och den tjeckiska centralbanken börjat göra detsamma.

Riksbankens kontinuerliga arbete med att bli öppnare och tydligare har uppmärksammat såväl inom forskarvärlden som bland andra centralbanker. I studier

som försöker mäta graden av transparens hos centralbanker världen över hamnar Riksbanken i den absoluta toppen (Eijffinger och Geraats 2006, och Dincer och Eichengreen 2007, 2009).

### *Staben har en viktig roll i den penningpolitiska beslutsprocessen*

Ganska snart efter att direktionen tillträtt började också den penningpolitiska beslutsprocessen att finna sin form. Grunddragen i processen har därefter varit ungefär desamma.

Processen att ta fram en penningpolitisk rapport pågår under cirka sex veckor, medan den är något kortare för en penningpolitisk uppföljning. I ett relativt tidigt skede tas ett första utkast till prognos fram på Avdelningen för penningpolitik (APP) efter en serie möten. Dessa möten är främst tänkta som arbetsmöten för tjänstemännen på APP men numera är även direktionsledamöterna inbjudna. Vid ett möte i den så kallade penningpolitiska beredningsgruppen presenteras sedan utkastet till prognos för direktionen och ledamöterna ger sin syn på den och ställer frågor. Med utgångspunkt från denna prognos och andra underlag försöker direktionen sedan komma fram till en syn som det verkar troligt att en majoritet kan ställa sig bakom och som man räknar med ska kunna presenteras som huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten (eller uppföljningen). APP fortsätter sitt arbete och sammanställer ett första utkast till den penningpolitiska rapporten (eller uppföljningen) i nära samarbete med direktionen. Det redaktionella arbetet fortgår sedan fram till det penningpolitiska mötet och texten stäms löpande av med direktionen. Vid de flesta av de möten som hålls under processen är staben väl representerad och kan delta i diskussionen. Även vid det penningpolitiska mötet har vissa högre tjänstemän möjlighet att närvara och kan där framföra sin egen uppfattning.<sup>4</sup>

Även om grunddragen i den penningpolitiska processen varit desamma under det senaste decenniet har det ändå skett vissa förändringar. Exempelvis var ordningen tidigare sådan att en av direktionsledamöterna hade särskilt beredningsansvar för penningpolitiska frågor. Det innebar i praktiken att ledamoten involverades i prognosprocessen något mer och i ett tidigare skede än de övriga. Sedan januari 2008 har detta beredningsansvar övertagits av chefen för Avdelningen för penningpolitik.

En annan förändring som påverkat det interna arbetet är den som nämndes ovan, när Riksbanken i februari 2007 började publicera en egen prognos för reporäntan. I och med att Riksbanken blev mer explicit om hur den ser på den framtida ränteutvecklingen, blev det nödvändigt att föra mer diskussioner internt om alternativa framtida räntebanor. Direktionen behövde därför delta i prognosarbetet på ett mer konkret sätt än tidigare, exempelvis genom att tidigt i processen vara med i diskussionerna om olika risker och om tänkbara alternativa utvecklingsvägar för ekonomin.

---

<sup>4</sup> För en mer detaljerad beskrivning av hur den penningpolitiska beslutsprocessen ser ut idag, se Rosenberg (2008) eller Hallsten och Tägtström (2009). För en beskrivning av hur den såg ut tidigare, se Heikensten (2003).



Även om räntebesluten naturligtvis fattas av direktionen har staben en betydelsefull roll under hela processen. Detta har ända från början varit en medveten strategi. Heikensten (2003) skriver till exempel: ”I en del avseenden valde ... Riksbanken att gå en egen väg. Exempelvis har de tjänstemän som arbetar med underlagen en starkare ställning hos oss än i flertalet övriga centralbanker. De är till skillnad från vad som är fallet vid t.ex. Bank of England ombedda att ta fram en samlad inflationsbedömning, något som där görs av direktionens närmaste motsvarighet, den penningpolitiska kommittén. Av flera skäl tyckte vi det här var bra. Det handlar både om att ta vara på den kompetens som finns hos tjänstemännen i Riksbanken och säkra en kontinuitet i bedömningarna. Men det är också viktigt för att utveckla den kompetens som finns hos tjänstemännen och för att göra deras arbete intressantare.” (s. 363)

### Direktionsmedlemmarnas egna erfarenheter – resultaten från en enkät

Som framhölls inledningsvis har vi inför denna uppsats skickat ut en enkät till samtliga ledamöter i Riksbankens direktion sedan starten 1999 – totalt 13 personer. Vi har fått in 12 svar.

Enkäten tar till stor del upp frågor som diskuterats i den växande forskningslitteraturen om beslutsfattande i grupp i allmänhet, och i penningpolitiska kommittéer i synnerhet. Någon liknande systematisk insamling av information från personer som verkat i en penningpolitisk kommitté har oss veterligen inte gjorts tidigare. Totalt behandlar enkäten ett tiotal områden. Fokus är på den penningpolitiska delen av direktionens verksamhet.

I många av frågorna har vi bett direktionsledamöterna ange vilken relevans de anser att ett visst påstående har. Svartalternativen utgörs av en fyrgradig skala som sträcker sig från ”stämmer inte alls” till ”stämmer helt”, för vissa frågor från ”oviktigt” till ”mycket viktigt” eller, om frågan gällt hur ofta en viss företeelse inträffat, från ”aldrig” till ”alltid”. För att kunna redovisa svaren som genomsnitt har vi kodat om svartalternativen till siffror från 0 till 3. Ett genomsnitt på till exempel 2,5 kan alltså tolkas som att direktionsmedlemmarna i genomsnitt anser att relevansen hos ett visst påstående ligger mitt emellan ”stämmer till viss del” och ”stämmer helt”.

#### *Bättre beslut med en kommitté*

Som vi konstaterat ovan har framförallt två förklaringar lyfts fram till den internationella trenden att låta de penningpolitiska besluten fattas av en kommitté snarare än av en enskild centralbankschef. Dels att centralbanker blivit mer självständiga och att det av demokratiska skäl då känns bättre att delegera besluten till en grupp av personer, dels att grupper tenderar att fatta bättre penningpolitiska beslut än enskilda individer. I enkäten bad vi direktionsmedlemmarna att utifrån sina erfarenheter av svenska förhållanden och från Riksbankens direktion ta ställning till följande två påståenden:

”För att få tillräcklig acceptans hos allmänhet och politiker för en ordning där Riksbanken är självständig krävs att de penningpolitiska besluten fattas av en grupp av personer och inte av en enskild individ”

och

”Över tiden blir de penningpolitiska besluten bättre om de fattas av en grupp av personer istället för av en enskild individ”.

En stor majoritet av ledamöterna tyckte att båda påståenden ”stämmer helt”. Det var liten spridning i svaren och genomsnittspoängen blev 2,5 respektive 2,8.

Ledamöterna menar således att räntebesluten i genomsnitt blir bättre om de fattas av en grupp av personer – vilket alltså också stöds av forskningsresultat. Men varför, mer specifikt, skulle så vara fallet? Vi bad ledamöterna ange hur viktiga tre skäl till detta är. Det första var att besluten blir bättre när en grupp av personer med olika bakgrund, erfarenheter och kunskaper **diskuterar och interagerar** inför ett räntebeslut. Man skulle kunna uttrycka det som att den penningpolitiska kommittén genom diskussioner lägger samman (”poolar”) sina erfarenheter och kunskaper och att beslutet därmed kan fattas utifrån ett bättre och fylligare underlag.

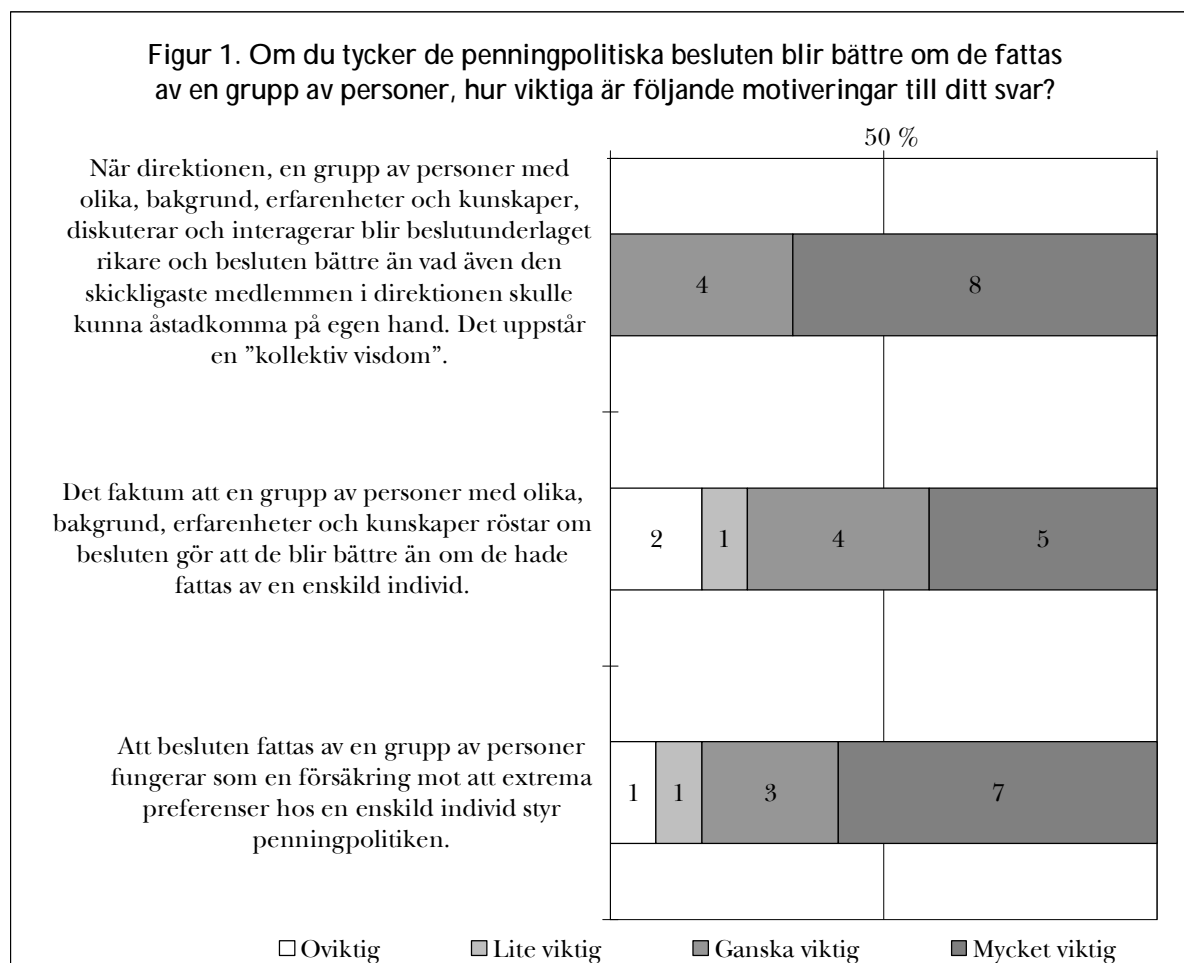
Det andra skälet var att besluten blir bättre om en grupp av personer med olika bakgrund, erfarenhet och kunskaper **röstar** om räntan. Till skillnad från det första skälet är det här själva röstningen som är central snarare än diskussionen och interaktionen ledamöterna emellan före beslutet.<sup>5</sup>

Det tredje skälet var att om besluten fattas av en grupp av personer fungerar detta som en **försäkring** mot att extrema preferenser hos en enskild individ styr penningpolitiken. Det kan till exempel handla om att en enskild centralbankschef skulle kunna lägga alltför stor vikt vid att i alla lägen hålla inflationen nere, utan någon som helst hänsyn till realekonomin eller omvänt, att ta alltför lätt på inflationsbekämpningen.

Alla tre skälen tycks betraktas som goda förklaringar till att räntebesluten i genomsnitt blir bättre om de fattas av en grupp av personer, se figur 1. Det första påståendet – att besluten blir bättre därför att direktionen diskuterar och interagerar sinsemellan – tycks dock mest betydelsefullt; samtliga ledamöter ansåg det vara ”ganska viktigt” eller ”mycket viktigt”. Genomsnittspoängen var 2,7, 2,0 och 2,3.

---

<sup>5</sup> Man kan säga att det här är en tillämpning av Condorcets så kallade jury-teorem från slutet av 1700-talet som säger att en kommitté som fattar beslut (mellan två alternativ) genom en majoritetsregel har större sannolikhet att fatta det bästa beslutet än vad någon av de enskilda medlemmarna har om de agerar på egen hand. Teoremet säger också att sannolikheten att fatta det rätta beslutet går mot ett när antalet medlemmar i kommittén går mot oändligheten.



### *Staben viktigare än kollegorna*

Den typiska bilden av hur penningpolitiskt beslutfattande går till är sannolikt något i stil med följande: En grupp av initierade personer sätter sig ner för att diskutera hur räntan bör sättas. Argument stöts och blöts, kunskaper och erfarenheter "poolas" och gruppen kommer så småningom fram till en syn som alla, eller åtminstone de flesta, kan ställa sig bakom. Själva diskussionen är central för kvaliteten på räntebeslutet.

Som framgick av den föregående frågan menar direktionsledamöterna att den diskussion som föregår ett räntebeslut är viktig. Men hur ser "poolingen" av erfarenheter och kunskaper ut mer i detalj? Vad är det för typ av information som utbyts?

För att försöka få reda på mer om detta frågade vi ledamöterna hur viktig de anser att bidrag från kollegorna i direktionen varit för de egna bedömningarna i tre olika avseenden:

- (i) Nuläget i ekonomin och utvecklingstendenser som Riksbanken inte kan påverka, t.ex. hur oljepriset och den internationella konjunkturen kommer att utvecklas.
- (ii) Hur den svenska ekonomin fungerar och hur utvecklingen kommer att bli om Riksbanken agerar på det ena eller andra sättet.

- (iii) Hur snabbt inflationen bör föras tillbaka till målet, det vill säga prioriteringen mellan stabilisering av inflationen och stabilisering av realekonomin.

Uttryckt i modelltermer kan man lite förenklat säga att uppdelningen representerar (i) exogena variabler; (ii) modellen samt (iii) preferenserna när det gäller stabilisering av inflationen respektive realekonomin (de relativa vikterna i den penningpolitiska målfunktionen).

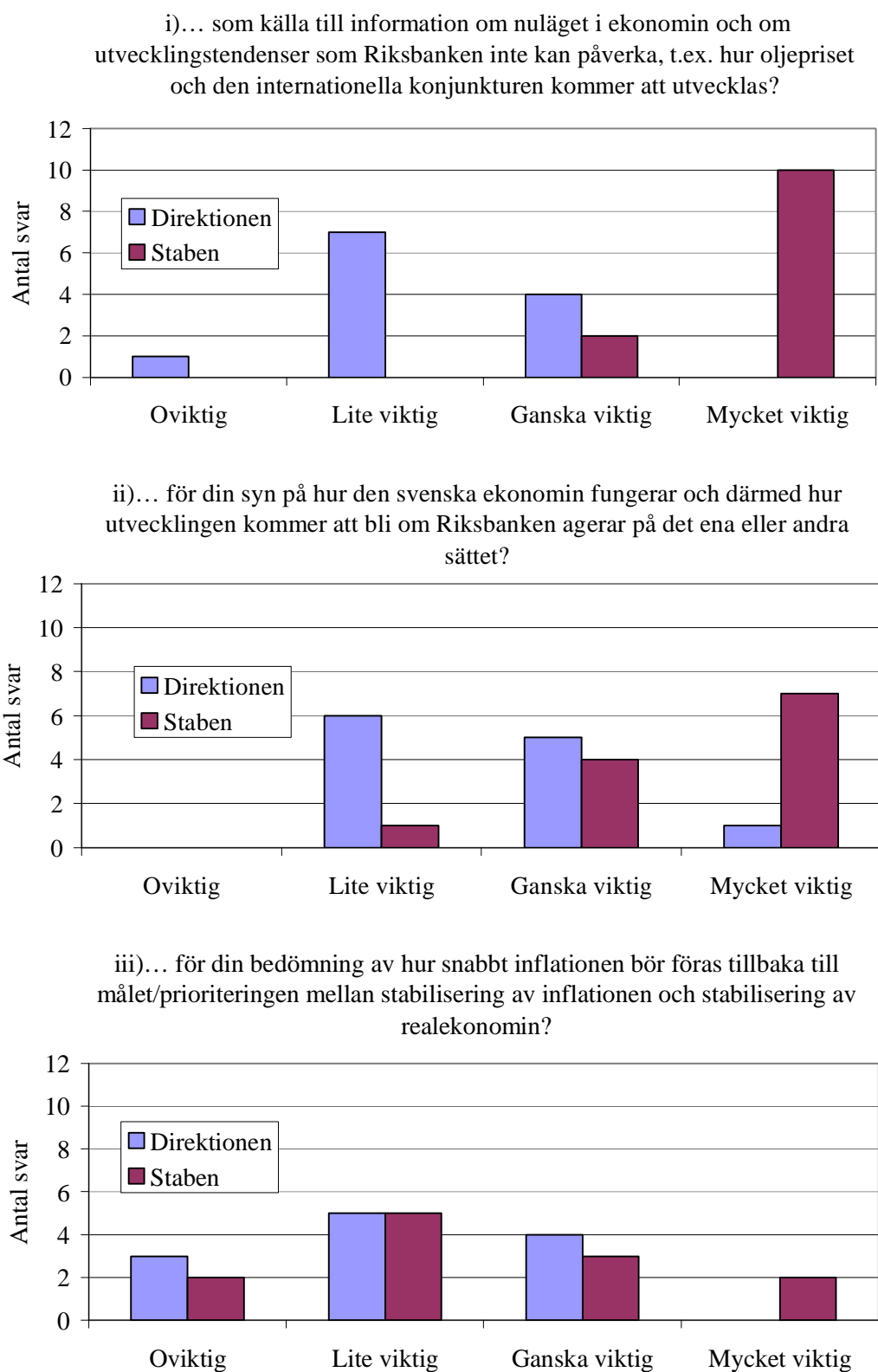
Vi bad också ledamöterna ta ställning till stabens roll när det gäller samma punkter.

För alla tre punkterna var det vanligaste svaret att kollegorna bara var "lite viktiga", se figur 2. Genomsnittspoängen är genomgående låga: 1,3 för (i), 1,6 för (ii) och 1,1 för (iii). Resultatet står i viss kontrast till uppfattningen att de penningpolitiska besluten blir bättre därför att en grupp av personer med olika bakgrund, erfarenheter och kunskaper diskuterar och interagerar – ett påstående som alltså fick relativt höga poäng. Diskussionen inom direktionen anses alltså vara viktig, men samtidigt tycks kollegornas möjlighet att påverka de egna bedömningarna vara ganska begränsad.

En orsak till detta kan vara den centrala roll som staben spelar i den penningpolitiska processen. Svaren indikerar att staben är viktig för ledamöternas bedömningar för såväl variabler som är exogena i prognosen (punkt (i)) som för hur ekonomin fungerar och hur utvecklingen blir om Riksbanken agerar på det ena eller andra sättet (punkt (ii)). En stor majoritet av ledamöterna menade att staben var mycket viktiga för den egna bedömningen av (i) och (ii), se figur 2. I genomsnitt blev poängen 2,8 respektive 2,5.

Stabens betydelse för ledamöternas bedömning av hur snabbt inflationen bör föras tillbaka till målet, punkt (iii), förefaller vara väsentligt lägre (figur 2). I genomsnitt blev poängen 1,4 för (iii). Det styrker tanken att ledamöternas avvägningar här i hög grad är subjektiva och avspeglar de egna preferenserna (vi återkommer till denna avvägning längre fram).

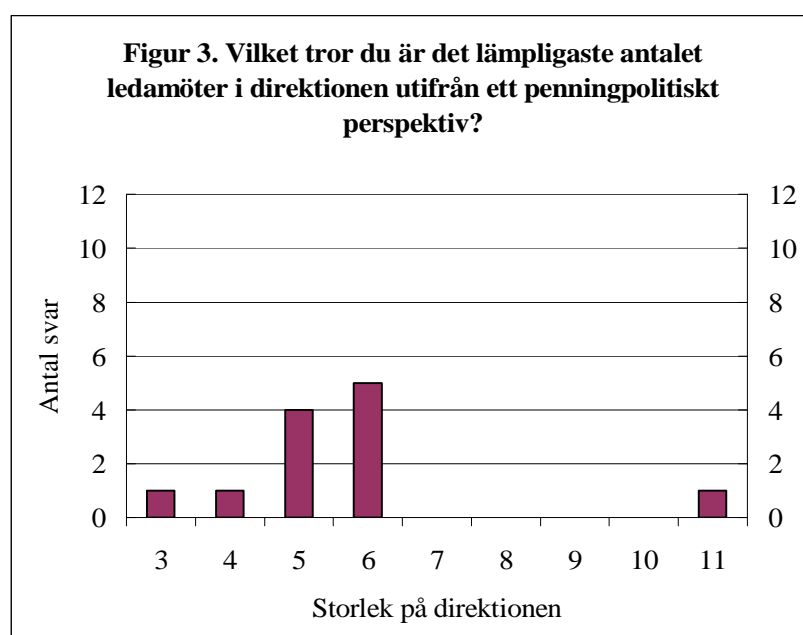
Figur 2. Hur viktiga var/är direktionen/staben för dig...



### *Flera anser direktionen vara för stor*

Hur stor en penningpolitisk kommitté lämpligen bör vara har, som vi framhållit ovan, diskuterats flitigt. I enkäten ställde vi först frågan om ledamöterna anser att Riksbankens direktion – som penningpolitisk kommitté – är för liten, lagom eller för stor. Sex av ledamöterna ansåg att direktionen är för stor, fem att den är lagom och endast en att den är för liten.

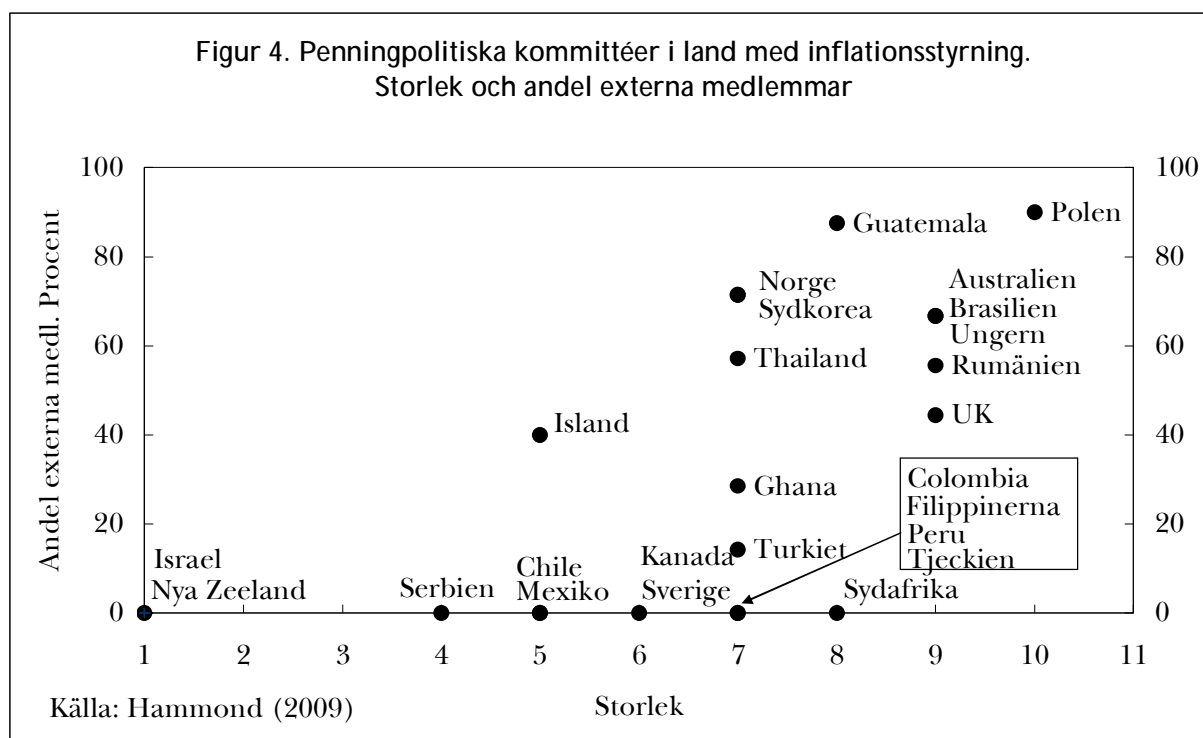
Vi frågade därefter vad de anser vara den lämpligaste storleken på direktionen, återigen utifrån ett penningpolitiskt perspektiv. Bland dem som ansåg att direktionen är för stor varierade svaren från 3 upp till 5 personer, se figur 3. Den ledamot som ansåg att direktionen är för liten menade att en direktion på 9 eller 11 personer vore att föredra. Flera ledamöter betonade också att direktionen borde bestå av ett ojämnt antal medlemmar.



I ett internationellt perspektiv har Riksbanken en relativt liten penningpolitisk kommitté. Trots detta ansåg alltså många att den skulle kunna krympas ytterligare. Ledamöterna föredrar därmed en kommittéstorlek i nedre delen av det spann på 5-9 medlemmar som forskningen pekar på som lämpligt.

### *Skepsis mot externa ledamöter*

Antalet medlemmar i den penningpolitiska kommittén skiljer sig åt en hel del mellan olika länder. Hur kommittén är sammansatt varierar också, se figur 4. En lösning som tillämpas av till exempel Norges Bank och Bank of England är att några av ledamöterna i den penningpolitiska kommittén inte arbetar heltid på centralbanken utan är externa och deltidsanställda. I Bank of England anges syftet med externa medlemmar vara "to ensure that the MPC benefits from thinking and expertise in addition to that gained inside the Bank of England".



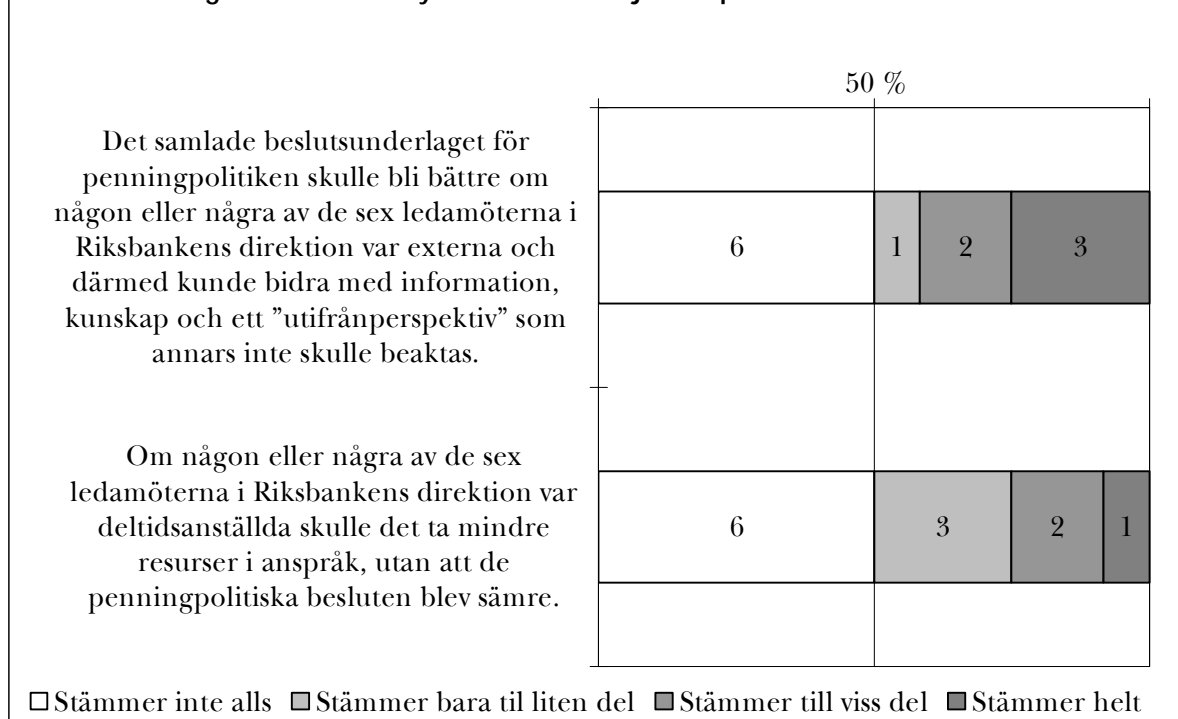
Också inom det här området finns en del forskning, främst empirisk. Om externa ledamöter på ett systematiskt sätt skiljer sig från interna ledamöter borde detta avspeglas i deras sätt att rösta när det gäller räntan. Så tycks också vara fallet enligt en del studier som gjorts på data för Bank of Englands Monetary Policy Committee. De externa ledamöterna förefaller reservera sig oftare mot räntebesluten och tenderar att föredra lägre räntor än de interna ledamöterna (Gerlach-Kristen 2003, 2009).

I enkäten bad vi ledamöterna ta ställning till två påståenden om externa ledamöter, se figur 5. Resultaten tyder på en viss skepsis mot en lösning där vissa ledamöter i direktionen är externa och deltidsanställda, även om uppfattningarna varierar. Hälften av ledamöterna kryssade i "stämmer inte alls". Men flera ledamöter tyckte att påståendena "stämmer helt" eller "till en viss del". I genomsnitt fick påståendena 1,2 respektive 0,8 poäng.

Skepsisen mot externa ledamöter tyder på att de flesta tycks anse att det inte uppstår någon egentlig brist på "utifrånperspektiv" eller risk för grupptänkande i Riksbankens direktion. Ledamöterna har olika bakgrund och de behåller måhända mycket av sitt sätt att tänka och sina tidigare informationskanaler även under tiden i Riksbanken. Att Riksbankens policy ända från början har varit att direktionsmedlemmarna ska agera som individer och var och en utåt stå för sin egen uppfattning bör också ha minskat risken för att perspektiven blir alltför snäva.

Skepsisen kan också vara ett uttryck för att ledamöterna menar att den process som leder fram till ett räntebeslut, med en intensiv interaktion med staben och inom direktionen, är central för att räntebeslutet ska bli bra. Det kan vara svårt för någon som inte är heltidsanställd på Riksbanken att delta i denna process fullt ut.

Figur 5. Hur väl tycker du att följande påståenden stämmer?

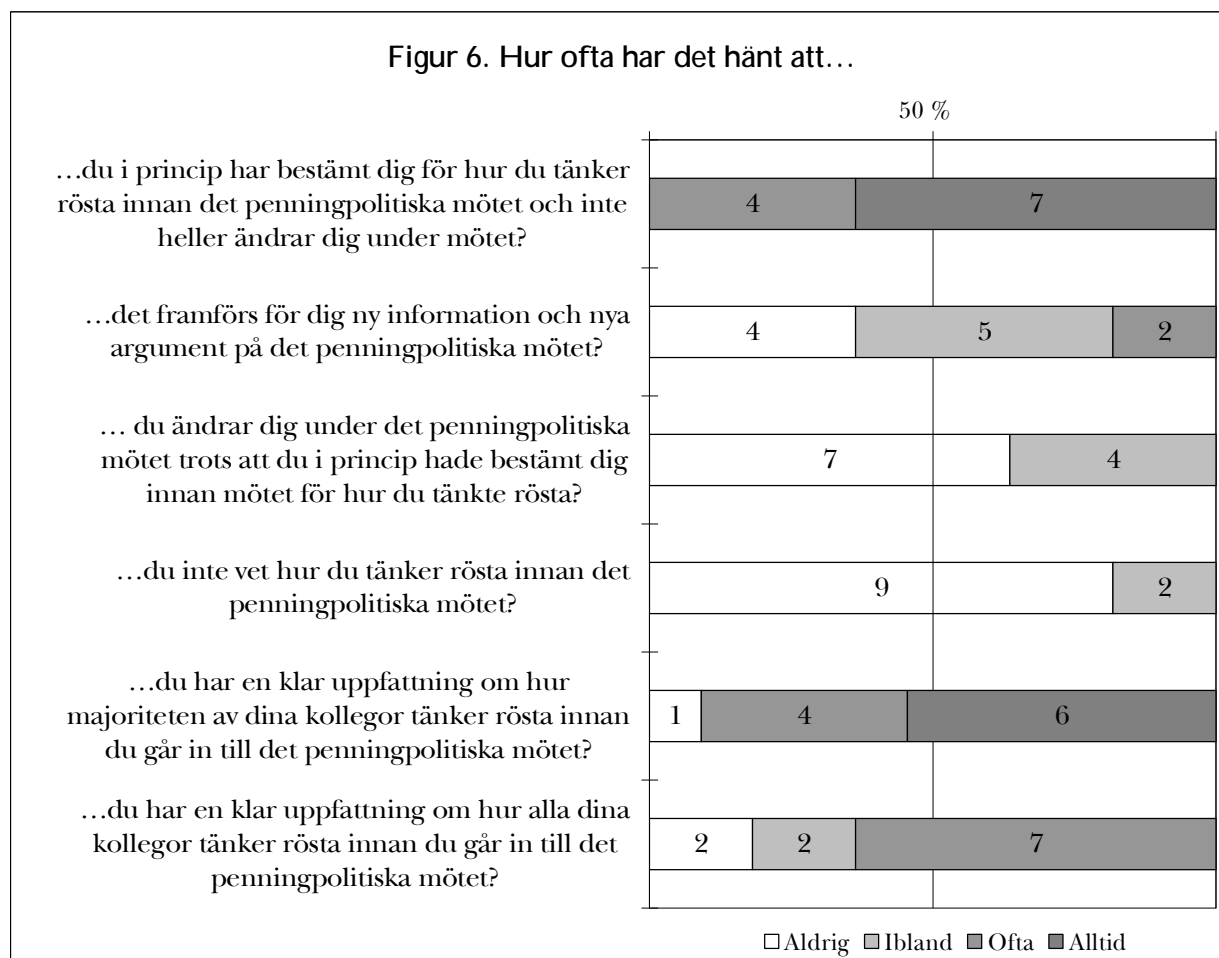


### *Mycket på plats innan räntemötet*

I syfte att få mer information om slutfasen av den penningpolitiska beslutsprocessen bad vi ledamöterna att ange hur vanliga de upplevt att olika företeelser relaterade till själva räntebeslutet varit, exempelvis hur ofta de bestämt sig för hur de ska rösta innan det penningpolitiska mötet och hur ofta de i förväg haft en klar uppfattning om de övrigas ståndpunkter. Svartalternativen var i detta fall "aldrig", "ibland", "ofta" och "alltid" (kodade som 0, 1, 2 och 3).

Det är mycket vanligt att ledamöterna i princip har bestämt sig innan mötet för hur de ska rösta och inte heller ändrat sig under mötet. Majoriteten av ledamöterna har **alltid** bestämt sig för hur hon/han tänker rösta (genomsnittspoängen var 2,6), se figur 6. Det är också mycket vanligt att man innan mötet har en klar uppfattning om hur majoriteten av kollegorna tänkt rösta (genomsnitt 2,4). Något mindre vanligt har det varit att man har en klar uppfattning om hur **alla** kollegorna tänkt rösta (genomsnitt 1,5). Att det framförts information eller argument på det penningpolitiska mötet som ledamöterna inte känt till har varit tämligen ovanligt (genomsnitt 0,8), liksom att man ändrat sig under mötet (genomsnitt 0,2) eller att man innan mötet inte vetat hur man skulle rösta (genomsnitt 0,4).





Resultaten pekar sammantaget på att även om det slutgiltiga räntebeslutet naturligtvis fattas på det penningpolitiska mötet så finns de flesta pusselbitarna definitivt på plats redan dessförinnan. Det är kanske inte heller speciellt överraskande med tanke på hur den penningpolitiska processen i Riksbanken är utformad. Det faktum att det i samband med räntebeslutet publiceras en detaljerad och genomarbetad penningpolitisk rapport (tidigare inflationsrapport) eller penningpolitisk uppföljning som ska förklara och underbygga det beslut som fattats gör det nödvändigt att redan före det penningpolitiska mötet arbeta fram en prognos och ett handlingsalternativ som det är sannolikt att en majoritet kan enas kring.

Som framhållits av Svensson (2009): "Diskussionen vid det slutgiltiga penningpolitiska sammanträdet ... börjar inte från noll, utan är en sammanfattning av [en lång serie sammanträden]. Därför bör man inte förvänta sig alltför mycket spontanitet, utan snarare en presentation av de viktigaste sammanfattande punkterna och respektive ledamots skäl till sitt beslut." (s. 27).

Ändringar i sista stund naturligtvis alltid är möjliga och det finns en beredskap för dem. Som framhålls i Hallsten och Tägtström (2009) är arbetsprocessen utformad så att prognoserna och den penningpolitiska rapporten kan ändras efter mötet om en majoritet i direktionen så önskar.

Hur ledamöterna upplevt informationsläget inför och under det penningpolitiska mötet är något som kan tänkas ha varierat över tiden. Ju mer intensiv och omfattande den process som leder fram till räntebeslutet varit, desto mer troligt är det att ledamöterna har den egna och kollegornas syn klar för sig, och desto mindre nytt kommer sannolikt fram på själva mötet.

Som vi konstaterat ovan påverkades såväl sättet att arbeta internt med prognoserna som kommunikationen utåt när Riksbanken i februari 2007 började publicera en egen prognos för reporäntan. Den penningpolitiska processen, med förberedande möten och interaktion med staben och inom direktionen, blev då ännu mer intensiv och omfattande än den varit tidigare.

En hypotes är därför att ledamöter som verkat i direktionen efter att Riksbanken började publicera en egen ränteprognos skulle uppleva att ännu mer är ”på plats” redan innan det penningpolitiska mötet. Vi delade in svaren i två grupper – före respektive efter att ränteprognosen började publiceras och undersökte om svaren skiljde sig åt.<sup>6</sup> Resultaten tycks ge stöd för hypotesen. Ledamöter som verkat i direktionen efter att ränteprognosen började publiceras hade oftare bestämt sig för hur de skulle rösta före det penningpolitiska mötet (genomsnittspoängen steg från 2,4 till 3,0) och hade oftare en klar uppfattning såväl om hur majoriteten av kollegorna skulle rösta (från 2,0 till 2,7) som om hur alla de övriga skulle rösta (från 1,1 till 1,8). De menade också att det mer sällan fördes fram ny information eller nya argument på de penningpolitiska mötena (genomsnittspoängen sjönk från 1,0 till 0,7), ändrade mer sällan uppfattning under mötet (från 0,4 till 0) och var mer sällan i förväg osäkra på hur de skulle rösta (från 0,3 till 0).

Vi ställde också en följdfråga där vi bad ledamöterna ange hur det kom sig att de hade en klar uppfattning om hur de andra tänkte rösta. De fick välja på fyra förklaringar. Även resultaten för den frågan gav stöd för hypotesen att publiceringen av en egen ränteprognos förändrat den penningpolitiska processen och gjort att mer är klart före räntemötet. Ledamöter som verkat i direktionen efter publiceringen av ränteprognosen menade att de andras ståndpunkter oftare framgick av de förberedande mötena, till exempel inom den penningpolitiska beredningsgruppen (genomsnittspoängen ökade från 1,4 till 2,3) och mer sällan av ledamöternas offentliga uttalanden (genomsnittspoängen sjönk från 1,3 till 0,5)<sup>7</sup> eller från det faktum att ledamöterna har ett förutsägbart reaktionsmönster (från 1,5 till 0,8). Publiceringen av räntebanan förefaller dock inte ha haft någon effekt på hur vanligt det är att ledamöterna får information om varandras ståndpunkter i diskussioner vid sidan av mötena, på tu man hand eller i grupp (1,4 i båda grupperna).

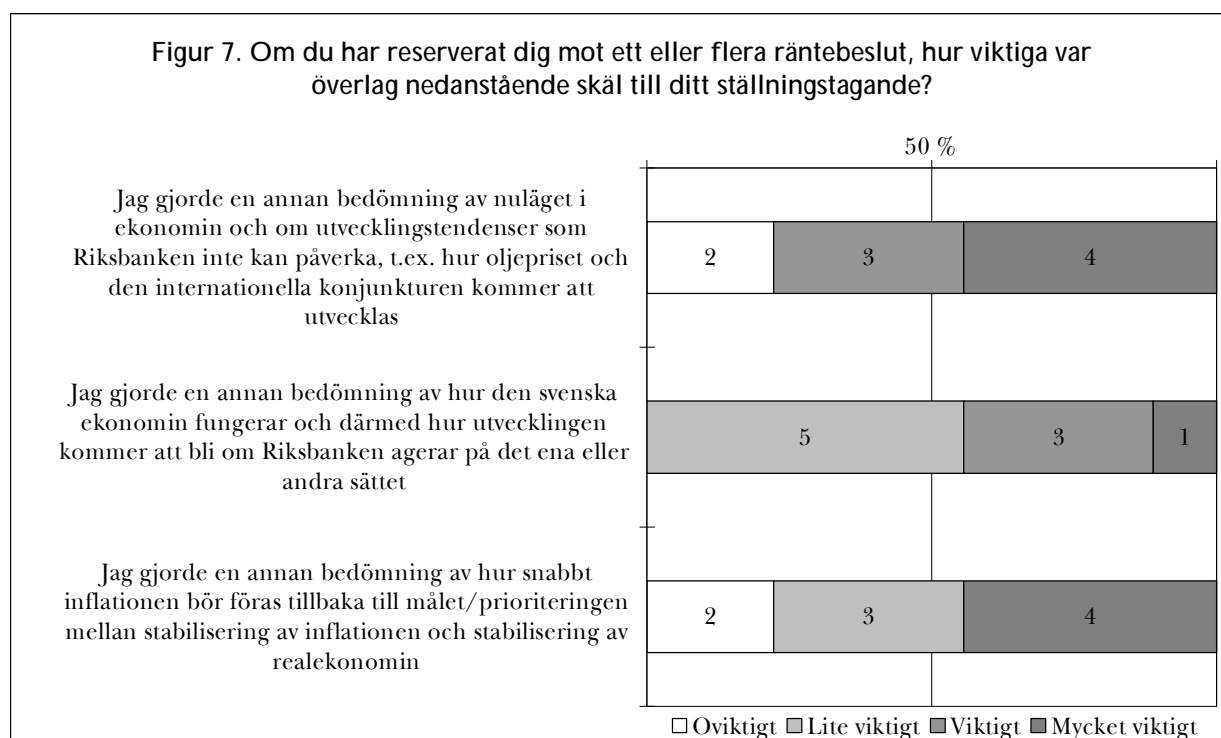
<sup>6</sup> Ledamöter med längre erfarenhet av båda förhållandena ombads svara dels med hänsyn till situationen före publiceringen av ränteprognosen, dels med hänsyn till situationen efter.

<sup>7</sup> En viktig förklaring till att denna siffra fallit är sannolikt att Riksbanken i samband med att egna ränteprognoser började publiceras beslutade att direktionsledamöterna skulle avstå från att i tal och annan kommunikation i förväg ”signalera” hur de anser att räntan bör sättas vid kommande penningpolitiska möte.

### *Kompromissvilja trots många reservationer*

I genomsnitt har ungefär vart tredje räntebeslut inte varit enhälligt. Vi bad ledamöterna ange de viktigaste skälen till sina reservationer. Ledamöterna fick välja på samma tre alternativ som tidigare användes när det gäller kollegornas respektive stabens roll för de egna bedömningarna, se figur 7.

Spridningen i svaren var stor. För varje alternativ fanns det ledamöter som fann förklaringen ”mycket viktig” och andra som fann den ”oviktig” eller bara ”lite viktig”. Om vi ser till genomsnittspoängen var skillnaderna mellan de olika alternativen små, 2,0, 1,6 och 1,7.



Även om det varit många reservationer skulle man kunna tänka sig att ledamöterna ibland **avstår** från att reservera sig, trots att de har en något annan syn än majoriteten. I ett sådant fall finns en risk att den avvikande uppfattningen inte heller kommer till uttryck i protokollet särskilt väl.

Vi frågade ledamöterna om de avstått från att reservera sig mot något eller några penningpolitiska beslut, trots att de ansett att ett annat beslut hade varit bättre. För en majoritet av ledamöterna, sju stycken, hade så varit fallet. Vi bad därefter dessa ledamöter att ta ställning till ett antal skäl till varför man avstått från att reservera sig. Av dessa bedömdes ett som det i särklass viktigaste, nämligen att majoritetens beslut låg rimligt nära den egna bedömningen och att det finns en ”prutmån” i räntebesluten. Enligt alla utom en av de sju ledamöter som svarat på denna fråga är detta skäl ”mycket viktigt” (genomsnittspoäng 3,0). De övriga förklaringarna får låga genomsnittspoäng. Några ledamöter anför dock att de avstått från att reservera sig av hänsyn till allmänhetens förtroende för penningpolitiken (genomsnitt 1,0) eller av hänsyn till att inte skapa oro på finansmarknaderna (genomsnitt 0,4). En förklaring

som helt avfärdas av alla är att reservationen skulle ändra majoriteten och detta i sin tur skulle leda till kostnader för att i sista stund ändra i prognoser och rapporter.

Riksbankens direktion brukar betecknas som en så kallad individualistisk kommitté (Blinder 2007), där var och en av ledamöterna står för sin egen uppfattning och kommunicerar den utåt. I en sådan typ av kommitté är oenighet något naturligt. Ändå tycks det alltså finnas en hel del kompromissvilja när räntebeslutet fattas. Den egna synen ska skilja till tillräckligt mycket från majoritetens innan man anser att det finns skäl att reservera sig – ledamöterna verkar ”välja sina strider”. Man skulle kunna uttrycka det som att det finns ett visst kollegialt inslag i det individualistiska beslutfattandet. Resultatet är måhända också ett uttryck för att ledamöterna menar att penningpolitik inte är någon exakt vetenskap där det alltid finns ett korrekt svar på exakt vad som bör göras.

### *Riksbankschefens inflytande tycks ha minskat*

Som vi konstaterade har ungefär vart tredje räntebeslut inte varit enhälligt. Det har alltså varit relativt vanligt med reservationer. Något som däremot aldrig inträffat är att riksbankschefen varit i minoritet och behövt reservera sig. Under det första decenniet som direktionen verkade reserverade sig alla andra ledamöter utom sittande riksbankschef minst en gång.<sup>8</sup> Till en del förklaras detta av att riksbankschefen har utslagsröst om utfallet av röstningen skulle bli helt jämnt. Detta har inträffat fyra gånger. Men även om det krävs fyra röster för att riksbankschefen ska bli nedröstad är det ändå åtminstone en aning anmärkningsvärt att detta inte skett någon enda gång. På ett eller annat sätt förefaller riksbankschefen skilja sig från de övriga ledamöterna.<sup>9</sup>

Centralbankchefens roll har diskuterats en del i forskningen (se till exempel Blinder and Morgan 2008a och Gerlach-Kristen 2008). Vi bad ledamöterna ta ställning till några olika förklaringar till varför riksbankschefen aldrig varit i minoritet, förklaringar som endera baseras på forskningslitteraturen eller som vi på annat sätt tyckte kunde vara relevanta: Att riksbankschefen har större inflytande över prognoser och andra underlag än andra ledamöter, att han som ordförande vid det penningpolitiska mötet har extra stor möjlighet att påverka diskussionen och därigenom räntebeslutet, att många medlemmar finner ett värde i att uppvisa enighet och därmed sluter upp bakom riksbankschefens syn givet att den ligger rimligt nära den egna bedömningen, samt att riksbankschefen finner ett värde i att inte vara i minoritet och därför sluter upp bakom majoritetens syn givet att den ligger rimligt nära hans egen bedömning. Ledamöterna fick slutligen också ta ställning till huruvida de ansåg det bara vara en tillfällighet att riksbankschefen aldrig blivit nedröstad.

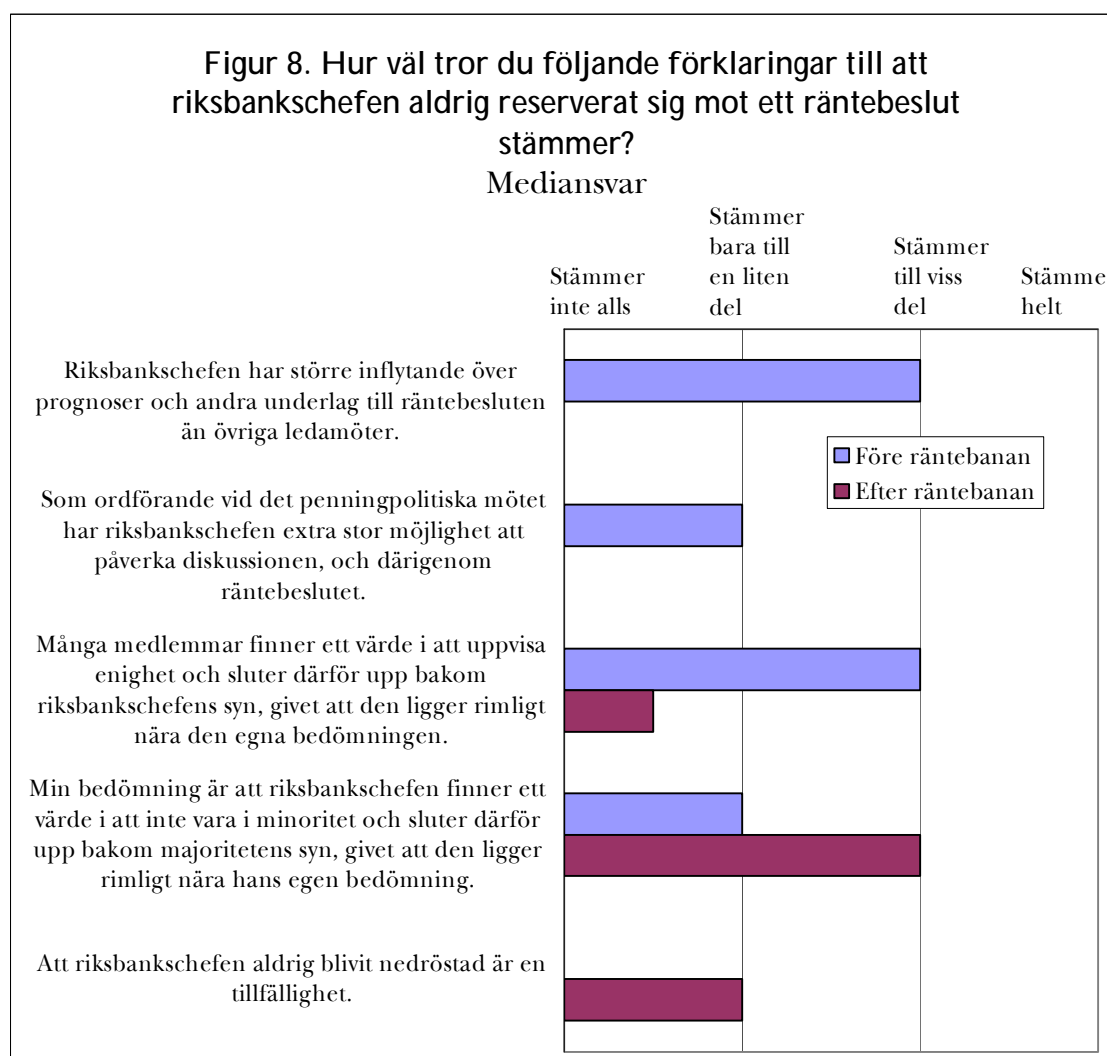
Ledamöterna föreföll inte anse att någon av förklaringarna var speciellt övertygande. Hypotesen att riksbankschefen har större inflytande över prognoser och andra underlag fick ett medelvärde på 1,2 och en median på 1, där 1 betecknar ”stämmer bara till liten del”. Förklaringarna att medlemmar tenderar att sluta upp bakom

<sup>8</sup> Den senast tillträdde ledamöten, Karolina Ekholm, som började i direktionen i mars 2009, har i skrivande stund heller ännu inte reserverat sig.

<sup>9</sup> Resultaten är liknande för andra centralbanker med individualistiska kommittéer. I till exempel Storbritannien har centralbankschefen visserligen blivit nedröstad men det har bara hänt vid två av ungefär 140 beslutstillfällen (och där ungefär 65 procent av dessa inte resulterat i ett enhälligt beslut).

riksbankchefens syn eller omvänt, att riksbankschefen tenderar att sluta upp bakom majoriteten, fick något högre poäng – båda ett genomsnitt på 1,5 och median på 2 respektive 1,5 (där 2 representerar ”stämmer till viss del”). Den något högre poängen för dessa påståenden kan, liksom de tidigare resultaten för frågan om varför man avstått från att reservera sig, sägas peka på att det finns en viss kompromissvilja när räntebesluten fattas.

Det tycks finnas en särskilt stor skepsis mot hypotesen att riksbankschefen som ordförande vid det penningpolitiska mötet skulle ha extra stor möjlighet att påverka diskussionen och därigenom räntebeslutet (medelvärde 0,8 och median 0,0). Det resultatet är väl i linje med resultatet ovan att det som sker på det penningpolitiska mötet är av ganska begränsad betydelse för ledamöternas uppfattning – de tycks ha bestämt sig redan innan för hur de ska rösta. Men även om alltså ingen förklaring till varför riksbankschefen aldrig blivit nedröstad lyfts fram speciellt förefaller ledamöterna mena att detta inte är någon tillfällighet (medelvärde 0,7 och median 0,0).



Det finns tecken på att riksbankschefens roll har minskat över tiden. En uppdelning av svaren i en grupp före och en grupp efter att räntebanan började publiceras indikerar detta, se figur 8. Exempelvis anser ledamöterna att riksbankschefen numera har ett

mindre inflytande över prognoser och andra underlag (medianen sjunker från 2 till 0, det vill säga från ”stämmer till viss del” till ”stämmer inte alls”), att han har mindre möjlighet att som ordförande påverka diskussionen vid det penningpolitiska mötet och därmed räntebeslutet (medianen sjunker från 1 till 0), att andra ledamöter i mindre utsträckning finner ett värde i uppvisa enighet genom att sluta upp bakom riksbankschefen (medianen sjunker från 2 till 0,5), att riksbankschefen i större utsträckning finner ett värde i att sluta upp bakom majoritetens syn (medianen ökar från 1 till 2) och att det är mer troligt att det är en tillfällighet att riksbankschefen inte hamnat i minoritet (medianen ökar från 0 till 1).

### *Positivt med namn i protokollen*

I juni 2007 beslutade direktionen att protokollen från de penningpolitiska mötena skulle innehålla namngivna inlägg. Riksbanken är en av de få centralbanker i världen (möjligen den enda) som tillämpar denna praxis. Tidigare framgick enbart hur de enskilda ledamöterna hade röstat. Syftet var att Riksbanken därmed skulle bli ännu mer öppen och tydlig, eller transparent, med vad som ligger till grund för de beslut som fattas. Med namngivna inlägg i protokollen blir det lättare för utomstående bedömare att utvärdera varje ledamots analys och resonemang och hur konsekventa de är över tiden.

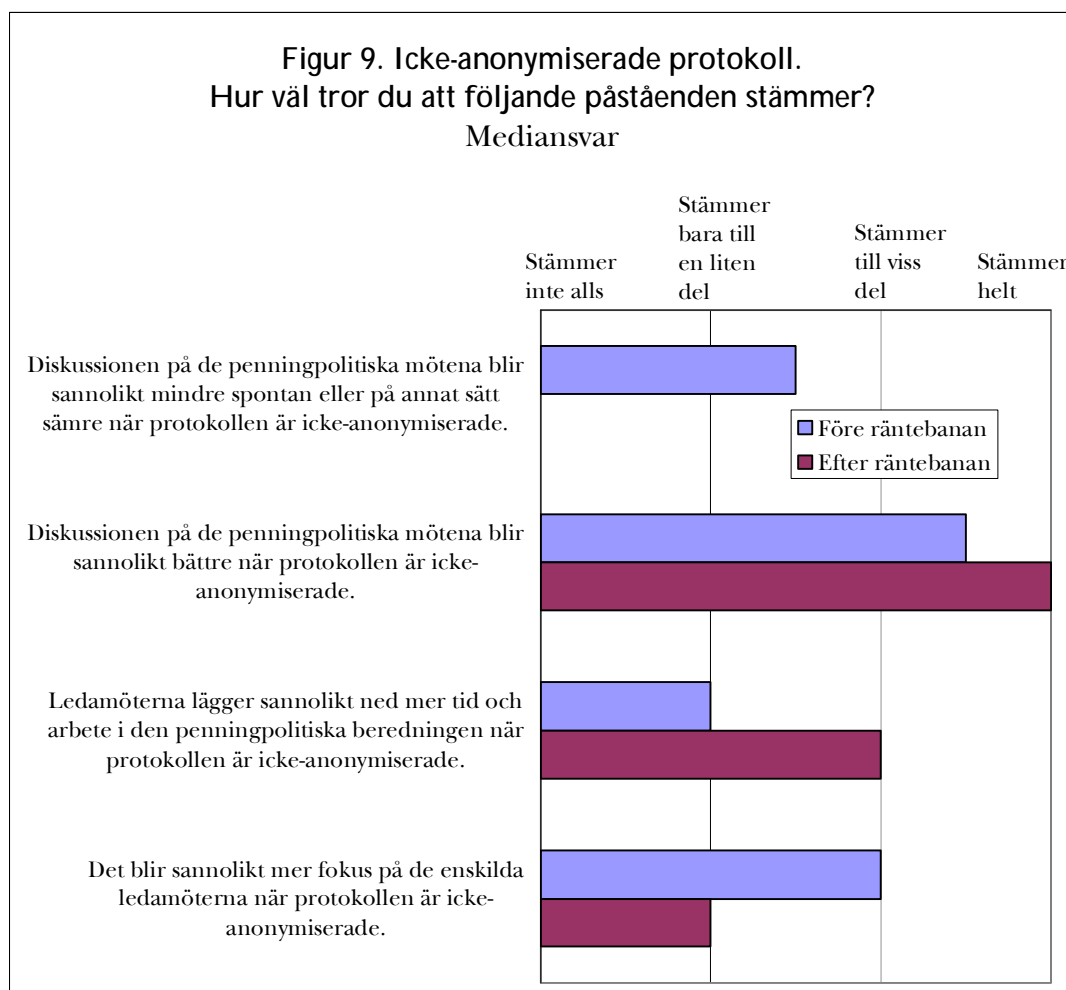
Exakt hur transparent en centralbank bör vara debatteras flitigt såväl inom den akademiska forskningen som inom centralbanksvärlden (se till exempel Eijffinger m.fl. 2008). Ett argument som förts fram mot att publicera namngivna inlägg i protokollen – och ibland mot att över huvud taget publicera protokoll från de penningpolitiska mötena – är att diskussionen därmed skulle bli mer begränsad och manusbunden. En fördel med namngivna protokoll, förutom att öka transparensen, skulle kunna vara att ledamöternas individuella ansvar blir ännu tydligare. Det skulle i sin tur kunna resultera i att de förbereder sig än mer (Gersbach och Hahn 2008) och skulle också kunna minska risken för grupptänkande.

Ledamöterna ombads ta ställning till fyra påståenden: Att diskussionen på de penningpolitiska mötena blir mer hämmad och mindre spontan eller på annat sätt sämre om namn publiceras i protokollen, att diskussionen blir bättre med namn i protokollen, att ledamöterna skulle lägga ner mer tid och arbete i den penningpolitiska beredningen med namn i protokollen, samt att det blir mer fokus på de enskilda ledamöterna med namn i protokollen.

Det påstående som är tydligt negativt mot att namnge inläggen – att diskussionen blir mer hämmad och mindre spontan – är det som får minst stöd, med ett medelvärde på 1,1 och median på 1 (”stämmer bara till liten del”). Mest stöd får påståendet att namn i protokollen gör diskussionen bättre, med såväl medelvärde som median på 2 (”stämmer till viss del”). Även för de övriga båda påståendena är medianvärdet 2 medan medelvärdena är 1,4 respektive 1,7.

Om man undersöker svaren i samma två grupper som tidigare, före respektive efter publiceringen av en egen ränteprognos (februari 2007), som ungefär sammanfaller med att namngivna inlägg började publiceras (juni 2007), framgår att uppfattningarna förefaller ha förändrats något över tiden, se figur 9. De ledamöter som faktiskt har

erfarenhet från en ordning där inläggen namnges i protokollen är klart mer positiva än de utan denna erfarenhet.



Resultatet är kanske inte speciellt överraskande med tanke på att många av ledamöterna i den andra gruppen deltagit i beslutet att införa namn i protokollen.

Det kan i detta sammanhang också finnas skäl att påminna om den roll som protokollen spelar i Riksbanken. Som vi framhållit ovan kan diskussionen vid det penningpolitiska mötet idag ses som sammanfattning av en lång serie möten och där ledamöterna redogör för skälen till det ställningstagande som de i princip redan kommit fram till. Det är tänkbart att det tidigare var så – vilket svaren på frågorna om räntebeslutet i viss mån tyder på – att läget inför det penningpolitiska mötet inte var riktigt lika klart. Diskussionen vid själva mötet kan då ha spelat en viktigare roll och ledamöter med erfarenhet enbart från denna period kan därför uppleva namn i protokollen som mer problematiskt.

#### *Åsiktsskillnader mer informativa än förvirrande*

Frågor som gäller Riksbankens kommunikation och hur väl den har fungerat är förstås något som utomstående bedömare bäst kan svara på. Men vi fann det ändå intressant

att låta ledamöterna ge sin syn på ett par aspekter som diskuterats i forskningslitteraturen.

När det gäller hur en penningpolitisk kommitté kommunicerar utåt – speciellt en individualistisk kommitté som Riksbankens direktion – kan man säga att det gäller att hitta en balansgång mellan två olika krafter (Blinder m.fl. 2008). Dels kan det vara så att det riskerar att uppstå osäkerhet om vad centralbanken egentligen vill om olika ledamöter ger olika och motstridiga signaler. Som Blinder (2007) uttryckt det: "A central bank that speaks with a cacophony of voices may, in effect, have no voice at all" (s. 114). Samtidigt är själva grundtanken med en individualistisk kommitté att dess ledamöter i tal och på annat sätt ska ge uttryck för just sin individuella syn på hur politiken bör bedrivas. Därigenom får ekonomins aktörer värdefull information om de åsiktsskillnader och styrkeförhållanden som råder i kommittén och kan utifrån dem skapa sig en uppfattning om den framtida politiken.

Vi bad ledamöterna ange hur väl de anser att följande två påståenden stämmer:

**"Att alla medlemmar uttalar sig offentligt som enskilda medlemmar gör Riksbankens kommunikation mindre tydlig",**

samt

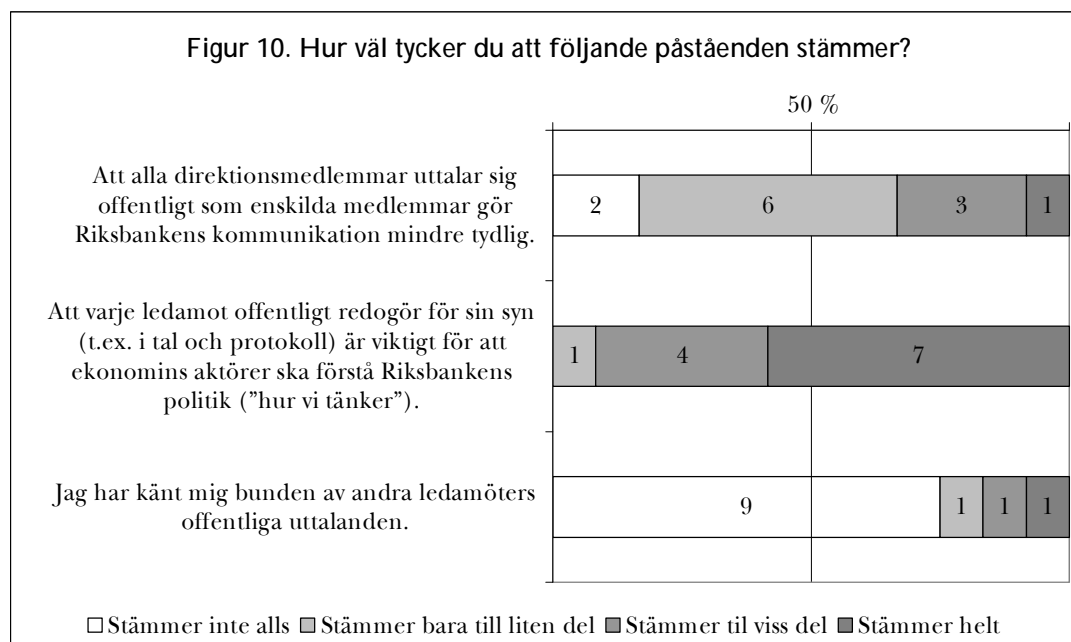
**"Att varje ledamot offentligt redogör för sin syn (till exempel i tal och protokoll) är viktigt för att ekonomins aktörer ska förstå Riksbankens politik ("hur vi tänker").**

Ledamöterna fick också ta ställning till påståendet

**"Jag har känt mig bunden av andra ledamöters offentliga uttalanden".**

Detta sista påstående är delvis relaterat till det första påståendet: I syfte att undvika ett alltför splittrat budskap kan ledamöter känna sig tvingande att hålla inne med sin egen syn, eller till och med att mot sin vilja ställa sig bakom någon annans redan uttryckta uppfattning.





Kanske inte speciellt oväntat utfaller balansgången till det andra argumentets fördel, se figur 10. Majoriteten av ledamöterna finner det viktigt att varje ledamot redogör för sin syn för att ekonomins aktörer ska förstå Riksbankens politik (genomsnittspoäng 2,5). Påståendet att kommunikationen kan bli otydlig om alla medlemmar i direktionen uttalar sig offentligt får mindre stöd, även om det bara är ett par ledamöter som avfärdar det helt (genomsnittspoäng 1,3). Betydligt fler avfärdar att de känt sig bundna av andra ledamöters offentliga uttalanden (genomsnittspoäng 0,5).

### *Större vikt vid att stabilisera inflationen än realekonomin*

Riksbanken bedriver vad som brukar kallas en flexibel inflationsmålpolitik som innebär att man strävar både efter att stabilisera inflationen runt inflationsmålet och att stabilisera realekonomin. Det senare brukar beskrivas som att man försöker stabilisera resursutnyttjandet i ekonomin kring en normal nivå. Med det sätt som Riksbanken idag arbetar på – med en egen ränteprognos – kan man säga att en flexibel inflationsmålpolitik innebär att Riksbanken sätter en aktuell reporänta och väljer en framtida reporäntebana så att prognosen för inflationen och resursutnyttjandet sammantaget "ser bra ut". Med det menas enkelt uttryckt att om man blickar framåt något år så ska inflationens avvikelse från målet och resursutnyttjandets avvikelse från den normala nivån verka rimliga och inte alltför stora.

Teoretiskt kan politiken beskrivas som att det gäller att välja en reporäntebana så att man minimerar en så kallad prognosförlustfunktion med formen

$$\sum_{t=0}^{\infty} (p_{t+t,t} - p^*)^2 + I \sum_{t=0}^{\infty} (y_{t+t,t} - \bar{y}_{t+t,t})^2,$$

där  $p_{t+t,t}$  är prognosen i kvartal  $t$  för inflationen i kvartal  $t+t$ ,  $p^*$  är inflationsmålet,  $I$  vikten på stabilisering av resursutnyttjandet relativt stabilisering av inflationen och

$(y_{t+t,t} - \bar{y}_{t+t,t})$  ett mått på resursutnyttjandet (ofta det så kallade produktionsgapet). Det gäller alltså att välja en räntebana som minimerar kvadratsumman för prognosen för inflationsavvikelsen  $\sum_{t=0}^{\infty} (p_{t+t,t} - p^*)^2$ , plus vikten  $I$  gånger kvadratsumman för prognosen för resursutnyttjandet  $\sum_{t=0}^{\infty} (y_{t+t,t} - \bar{y}_{t+t,t})^2$ .

Men att komma fram till en hel räntebana är något som har ansetts vara mycket svårt för en kommitté (Goodhart 2005). Exempelvis skulle olika  $\lambda$  hos olika ledamöter kunna göra att de skulle föredra olika banor för den framtida reporäntan. Det är, menar många, tillräckligt svårt att komma överens om den aktuella räntan. Alldeles särskilt svårt att komma överens har det ansetts vara för en kommitté som, liksom Riksbankens direktion, är individualistisk. Svårigheterna att komma överens om en räntebana anges ibland som ett skäl till varför det ännu så länge är ganska få centralbanker som publicerar egna ränteprognoser. Uppenbarligen har Riksbanken ändå funnit arbetsformer som gjort att det, åtminstone hittills, inte varit några större problem att få den penningpolitiska beslutsprocessen att mynna ut i en bana för reporäntan som en majoritet av ledamöterna har kunnat ställa sig bakom (Svensson 2009).

Även om man inom forskarvärlden rutinmässigt brukar beskriva den flexibla penningpolitik som Riksbanken och andra centralbanker bedriver på det sätt som görs ovan, så vet man mindre om hur verkliga penningpolitiska beslutsfattare ser på kopplingarna mellan teori och praktik. Den fråga vi här valt att särskilt fokusera på är i vilken mån ledamöterna är benägna att ange hur mycket de värderar stabilisering av inflationen i förhållande till stabilisering av realekonomin – att uppge sitt  $\lambda$ .

Vi ställde följande fråga (efter en kort teoretisk inledning som beskrev tankegångarna):

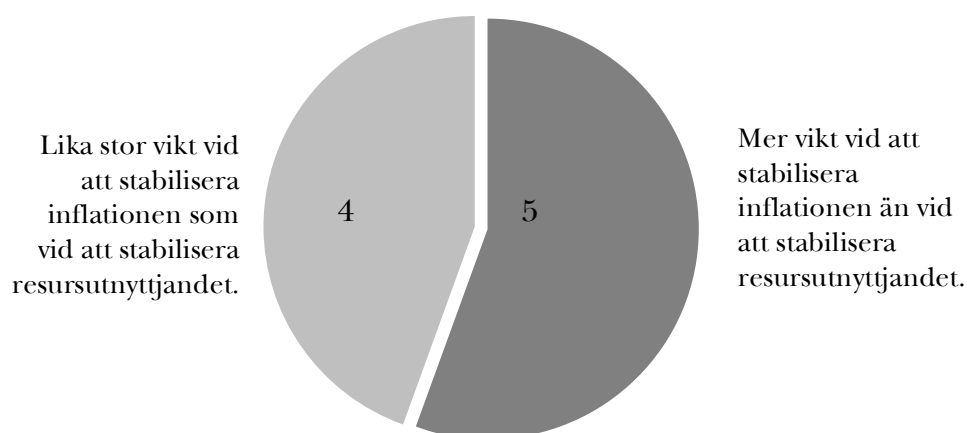
**”Skulle du kunna tänka dig att – med hjälp av egen bedömning eller till exempel Riksbankens analysresurser – med en siffra ange hur stor vikt du i normala fall skulle lägga på att stabilisera resursutnyttjandet i ekonomin i förhållande till att stabilisera inflationen (det vill säga ange ditt  $I$ )?”**

Fyra av ledamöterna svarade att de skulle kunna tänka sig att göra detta. De som svarat att de inte kunde tänka sig att ange ett  $\lambda$  ombads att värdera följande tre förklaringar till varför de inte ansåg sig kunna göra det: (i) Att tanken med att man med en siffra ska kunna beskriva den relativa vikten på att stabilisera inflationen respektive resursutnyttjandet i ekonomin är alltför enkel, (ii) att den relativa vikten beror på det aktuella läget och därför kan variera så mycket att det inte vore meningsfullt att siffersätta den, samt (iii) att mått på resursutnyttjandet i ekonomin är så osäkra att det inte blir meningsfullt att ange en relativ vikt. Samtliga alternativ fick stort stöd med genomsnittspoängen 2,9, 2,8 och 2,4, och medianen 3, ”stämmer helt”, för alla förklaringar.

Till de åtta ledamöter som inte ansåg sig kunna siffersätta  $\lambda$  ställde vi frågan om de ändå kunde göra en **grov** bedömning av hur de värderar stabilisering av inflationen i förhållande till stabilisering av resursutnyttjandet, mer precist om man kunde säga om man normalt skulle lägga **mer** vikt vid inflationen än resursutnyttjandet ( $\lambda < 1$ ), **mindre** vikt vid inflationen än resursutnyttjandet ( $\lambda > 1$ ) eller ungefär **lika mycket** vikt vid inflationen som resursutnyttjandet ( $\lambda \approx 1$ ). Fem ledamöter ansåg sig kunna göra detta.

Sammanlagt nio ledamöter ansåg sig därmed kunna göra åtminstone en grov bedömning av hur stor relativ vikt man skulle lägga på att stabilisera inflationen i förhållande till resursutnyttjandet. Av dessa menade fem att de skulle lägga mer vikt vid att stabilisera inflationen och fyra att de skulle lägga ungefär lika stor vikt vid att stabilisera inflationen som att stabilisera resursutnyttjandet. Ingen sade sig vilja lägga mer vikt vid att stabilisera resursutnyttjandet.

Figur 11. Värderingen av stabilitet i inflationen i förhållande till stabilitet i resursutnyttjandet.



Resultaten tyder sammantaget på att det hos många ledamöter finns en skepsis mot alltför långtgående paralleller mellan hur penningpolitik beskrivs i den teoretiska litteraturen och hur den faktiskt bedrivs – att det finns gränser hur detaljerad man kan bli i kopplingarna mellan teori och praktik. Samtidigt är det ändå påfallande många som anser sig åtminstone kunna göra en grov bedömning av hur de värderar stabilisering av inflationen i förhållande till stabilisering av resursutnyttjandet.

### Några avslutande reflektioner

I den stiliserade bilden av en penningpolitisk beslutsprocess ligger mycket av fokus på det penningpolitiska mötet. En penningpolitisk kommitté samlas till ett enda möte för att diskutera hur den aktuella räntan bör sättas. Ledamöterna har dessförinnan funderat var och en på sitt håll. Under diskussionen för ledamöterna fram argument som stöts och blöts. Så småningom kommer kommittén fram till ett beslut om

huruvida den aktuella räntan bör ändras eller inte, och i så fall med hur mycket. Räntebeslutet kungörs och endast en förhållandevis kortfattad motivering ges.

Den penningpolitiska beslutsprocessen i Sveriges riksbank skiljer sig en del från denna stiliserade bild. Som vi beskrivit ovan spänner processen över ett antal veckor med en serie av möten där både staben och direktionen deltar och diskuterar. Processen mynnar i slutänden ut i ett räntebeslut och en detaljerad prognos för ett antal centrala variabler, numera även för reporäntans utveckling framöver. Prognosen och det penningpolitiska ställningstagandet presenteras och motiveras utförligt i den penningpolitiska rapporten (eller den penningpolitiska uppföljningen) i samband med att räntebeslutet offentliggörs.

Flera av resultaten i enkäten tycks på olika sätt hänga samman med hur den penningpolitiska beslutsprocessen i Riksbanken är utformad och hur räntebeslutet kommuniceras. Mycket förefaller vara på plats redan innan det penningpolitiska mötet, även om det förstås är där det slutgiltiga räntebeslutet fattas. Ledamöterna har nästan alltid i förväg i princip bestämt sig hur de tänker rösta och det förs bara ibland fram ny information eller nya argument på själva mötet. Det tycks också vara så att man under den förberedande processen fått en god bild av hur de flesta kollegorna avser att rösta. Att det förhåller sig på det sättet är naturligt med tanke på att den rapport som publiceras i samband med räntebeslutet ska avspegla majoritetens syn.

Beslutsprocessens utformning skulle också till en del kunna förklara den relativt positiva inställningen till att i protokollen låta det framgå vem som har sagt vad. Ledamöterna har haft möjlighet att under serien med förberedande möten testa sina argument på kollegorna och staben, slipa på dem och eventuellt revidera dem. På det penningpolitiska mötet kan därför argumenten läggas fram på ett koncist och genomtänkt sätt. Möjligen skulle också den skepsis som förefaller finnas mot en lösning med externa och deltidsanställda ledamöter delvis kunna bero på att man anser att det är viktigt att alla ledamöter deltar i den penningpolitiska beslutsprocessens alla delar.

Gissningsvis är det inte särskilt ovanligt att centralbanker arbetar på ett liknande sätt som Riksbanken – där prognosen och synen på vad som bör göras gradvis växer fram under en serie av möten och presenteras relativt utförligt i en skriftlig rapport i direkt anslutning till att räntebeslutet offentliggörs. Den stiliserade bilden av den penningpolitiska beslutsprocessen, där diskussionerna på det penningpolitiska mötet startar, så att säga, ”närmare noll” och där räntebeslutet motiveras relativt kortfattat, förefaller bättre beskriva situationen i exempelvis centralbanker där ledamöterna sitter i olika delar av landet, har egna staber och i stort sett bara träffas på det penningpolitiska mötet.

Ett annat resultat som kan vara värt att lyfta fram – och som sannolikt hade varit svårt att få fram annat än genom en enkät – är att en majoritet av ledamöterna någon gång avstått från att reservera sig trots att de ansett att ett annat beslut än det som fattades hade varit bättre. Även om direktionen är individualistisk tycks det alltså finnas ett visst inslag av kollegialitet när besluten fattas. Den främsta motiveringen uppges vara att det beslut som fattades ändå låg rimligt nära den egna bedömningen och att det finns en ”prutmån” i räntebesluten.

## Litteratur

Berger, Helge, och Volker Nitsch (2008), "Too many cooks? committees in monetary policy", Working Paper nr. 2274, CESifo GmbH.

Berger, Helge, Volker Nitsch, och Tonny Lybek (2008), "Central bank boards around the world: Why does membership size differ?" *European Journal of Political Economy* 24 (4), 817–832

Blinder, Alan S. (2004), *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*. Yale University Press.

Blinder, Alan S. (2007), "Monetary policy by committee: Why and how?" *European Journal of Political Economy* 23 (1), 106–123.

Blinder, Alan S., och John Morgan (2005), "Are two heads better than one? monetary policy by committee", *Journal of Money, Credit, and Banking* 37(5), 789–812.

Blinder, Alan S., och John Morgan (2008a), "Do monetary policy committees need leaders? a report on an experiment", *American Economic Review* 98(2), 224–29.

Blinder, Alan S., och John Morgan (2008b), "Leadership in groups: A monetary policy experiment", *International Journal of Central Banking* 4(4), 117–150.

Blinder, Alan S., Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jakob De Haan, och David-Jan Jansen (2008), "Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence" *Journal of Economic Literature* 46(4), 910–945.

Dincer, N. Nergiz, och Barry Eichengreen (2007), "Central bank transparency: Where, why, and with what effects?" Working Paper nr. 13003, National Bureau of Economic Research.

Dincer, Nergiz, och Barry Eichengreen (2009), "Central bank transparency: Causes, consequences and updates", Working paper nr. 14791, National Bureau of Economic Research.

Eijffinger, Sylvester C. W., Lex Hoogduin, och Carin A B van der Crujisen (2008), "Optimal central bank transparency", Discussion Paper nr. 6889, Centre for Economic Policy Research.

Eijffinger, Sylvester C.W., och Petra M. Geraats (2006), "How transparent are central banks?" *European Journal of Political Economy* 22(1), 1–21.

Erhart, Szilárd, och Jose-Luis Vasquez-Paz (2007), "Optimal monetary policy committee size: Theory and cross country evidence", Working Paper nr. 2007/6, The Central Bank of Hungary.

Finansutskottet (2000), "Ändring i lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank", Betänkande 2000/01:FiU14 .

Finansutskottet (2007), "Utvärdering av penningpolitiken", Betänkande 2006/07:FiU27.

Gerlach-Kristen, Petra (2003), "Insiders and outsiders at the Bank of England", **Central Banking XIV**, 96–102.

Gerlach-Kristen, Petra (2008), "The role of the chairman in setting monetary policy: Individualistic vs. autocratically collegial MPCs", **International Journal of Central Banking** 4(3), 119–143.

Gerlach-Kristen, Petra (2009), "Outsiders at the Bank of England's MPC" **Journal of Money, Credit and Banking** 41(6), 1099–1115.

Gersbach, Hans, och Volker Hahn (2008), "Information acquisition and transparency in committees", Discussion Papers nr. 6677, Centre for Economic Policy Research.

Giavazzi, Francesco, och Frederic S. Mishkin (2006), "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995–2005", RFR1, Sveriges Riksdag.

Goodhart, Charles A.E. (2005), "The interest rate conditioning assumption", Discussion Paper nr. 547, Financial Markets Group, London School of Economics.

Hallsten, Kerstin, och Sara Tägtström (2009), "Beslutsprocessen – hur det går till när riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan", **Penning- och valutapolitik** nr. 1, 69–84.

Hammond, Gill (2009), "State of the art of inflation targeting", Handbook nr. 29, Bank of England, Centre for Central Banking Studies.

Heikensten, Lars (1999), "Penningpolitiken och den nya direktionen", Tal vid SNS konjunkturkonferens.

Heikensten, Lars (2003), "Bakom riksbankens tjocka väggar - hur inflationsmålpolitiken växte fram 1995 – 2003", kapitel 7 i **På jakt efter ett nytt ankare. Från fastkurs till inflationsmål**, ed. Lars Jonung, SNS Förlag.

Hörngren, Lars (1994), "Riksbankens nya räntestyrningssystem", **Penning- och valutapolitik** nr. 2, 48–53

Lombardelli, Clare, James Proudman, och James Talbot (2005), "Committees versus individuals: An experimental analysis of monetary policy decision-making", **International Journal of Central Banking** 1(1), 181–205.

Riksbanksfullmäktige (2000), "Riksbanksfullmäktige föreslår att Riksbankens direktion minskas", Pressmeddelande nr. 66, 19 oktober.

Riksbanksfullmäktige (2007), "Fullmäktige föreslår ändringar i riksbankslagen", Pressmeddelande nr. 10, 23 februari.

Rosenberg, Irma (2008), "Den penningpolitiska beslutsprocessen", Tal vid Riksbanken, Stockholm.

Sibert, Anne (2006), "Central banking by committee", **International Finance** 9(2), 145–168.

Svensson, Lars E. O. (2009), "Transparens med en flexibel inflationsmålpolitik: erfarenheter och utmaningar", **Penning- och valutapolitik** nr.1, 5–44

Sveriges riksbank  
103 37 Stockholm  
Brunkebergs torg 11  
tel 08-787 00 00  
fax 08-21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

