

Anförande

Förste vice riksbankschef Lars Heikensten

TISDAGEN DEN 12 OKTOBER 1999

Penningpolitiken och den nya direktionen

SNS konjunkturkonferens

SNS konjunkturkonferenser har för mig blivit en trevlig tradition och ett tillfälle både att blicka tillbaka på den förda penningpolitiken och att ta upp framtida utmaningar.

Förra året inledde jag min tillbakablick med att konstatera att mycket hade hänt vad gällde den ekonomiska utvecklingen och förutsättningarna för penningpolitiken. Dessa ord tål att upprepas i år igen.

För två år sedan befann vi oss mitt i vad vi då trodde var en kraftig uppgång i konjunkturen med åtföljande prisstegringar. Mitt anförande vid SNS konferens fick de korta räntorna att stiga med omkring 0,10 procentenheter, på förväntningar om en stramare politik. Någon dryg månad senare höjde Riksbanken också reporäntan. Ifjol var situationen en helt annan. Vi befann oss i en internationell finansiell kris, med stor osäkerhet om vilka de realekonomiska effekterna skulle bli. Kronan hade försvagats kraftigt och diskussionen handlade en del om Riksbankens intervention på valutamarknaden dagarna före konferensen. Senare under hösten sänkte Riksbanken räntorna i ett par steg. Idag ser framtiden åter ljus ut vad gäller tillväxt och sysselsättning och kronan har stärkts rejält. Debatten handlar nu återigen om överhettningrisker.

Snabba scenförändringar är något som uppenbarligen präglar vår verksamhet och jag ska inledningsvis – som jag brukat göra – tala om vad som hänt sedan vi möttes här sist och kommentera den diskussion som förts. Till bilden hör också denna gång att arbetsvillkoren för Riksbanken har ändrats en del under det gångna

SVERIGES RIKSBANK

Telefon
08-787 00 00

Telefax
08 - 21 05 31

E-post
registratorn@riksbank.se

året. I januari trädde nya lagar i kraft som innebär ökad självständighet och en ny ledningsstruktur för Riksbanken. Mot denna bakgrund tänker jag säga något bl.a. om de nya villkoren för Riksbankens kommunikation. Avslutningsvis avser jag att blicka framåt och att kommentera hur vi ser på situationen de närmaste åren. I detta sammanhang tänker jag ta upp en fråga som diskuterats intensivt under de senaste dagarna - har utväxlingen mellan tillväxt och inflation förändrats i Sverige? Denna fråga har vi tvingats fundera mycket på under senaste år.

1. Penningpolitiken det senaste året

Svagare internationell utveckling i krisens spår

Förra hösten var oron på de internationella finansiella marknaderna stor i spåren av den ryska betalningsinställelsen och problemen i den amerikanska hedgefonden, LTCM. De analyser som gjordes under hösten tydde på att den finansiella oron skulle få betydande realekonomiska konsekvenser i världsekonomin. Riksbanken bedömde att den svagare internationella utvecklingen skulle leda till en inflationstakt under målet på ett till två års sikt. Detta trots att den goda inhemska efterfrågan och den svagare kronan verkade i motsatt riktning. Därför sänkte vi reporäntan i två steg under november månad från 4,10 till 3,60 procent.

I december bedömdes inflationen, mätt såväl med KPI som med underliggande mått, ligga under målet de kommande ett till två åren. Nedåtriskerna bedömdes dominera, främst på grund av osäkerheten om den fortsatta internationella konjunkturutvecklingen. Räntan sänktes ytterligare från 3,60 till 3,40 procent samtidigt som Riksbanken signalerade att några nya ränteåtgärder inte skulle vidtas innan den nya direktionen tillträtt.

Under vintern fortsatte den statistik som kom in att visa att den internationella konjunkturen utvecklades svagt. Riksbanken bedömde att det fanns en tydlig risk för att detta skulle få negativa effekter på den svenska tillväxten och därmed också påverka inflationsutsikterna. Den nytillträdda direktionen sänkte därför räntan i ytterligare två steg i februari och mars från 3,60 till 2,90 procent.

Förbättrade framtidsutsikter

Under vårvintern inträffade ett stämningsslag. Oron på de finansiella marknaderna avtog. Samtidigt kom de första tecknen på att konjunkturen utvecklades bättre än väntat. Vid det penningpolitiska mötet den 22 april beslutade direktionen att reporäntan skulle hållas oförändrad. Majoriteten av direktionen ville invänta en mer heltäckande bedömning av inflationsutsikterna i samband med juniprognosen innan eventuella ytterligare justeringar i ränteläget gjordes.

Under sensvåren och sommaren stod det klart att den ekonomiska utvecklingen var mer gynnsam än vad som tidigare prognosticerats. I USA hade ekonomin vuxit snabbare än väntat och i Europa syntes nu de första tecknen på en återhämtning. Gradvis växte också bilden fram av en svensk ekonomi i tydlig uppgång. Prognoserna reviderades uppåt och direktionen var nu enad om att fortsatta räntesänkningar inte längre fanns på agendan.

I slutet av sommaren - på det penningpolitiska mötet den 12 augusti - hade bilden av en starkare svensk ekonomi blivit ännu tydligare. Vi var därför eniga i

direktionen att tillväxttakten skulle komma att bli hög framöver och att detta skulle kräva en stramare penningpolitik. Prisökningarna var dock låga och inkommande statistik om bl.a. kapacitetsutnyttjandet och utvecklingen på arbetsmarknaden signalerade inte någon snabb uppgång i inflationen framöver. Majoriteten av direktionen ansåg därför att det inte fanns behov av en omedelbar åtstramning. Med inflationsförväntningar väl förankrade kring målet på två procent bedömde vi att det fanns utrymme att avvakta med räntehöjning.

Lugnare penningpolitisk diskussion

Vid några av de tidigare tillfällen då vi träffats här har det varit i perioder med intensiv penningpolitisk diskussion. Mot denna bakgrund framstår det gångna året som relativt lugnt, trots de snabba scenförändringarna.

Alla kände förstås en stor oro förra hösten, men de räntesänkningar Riksbanken då genomförde i snabb takt togs emot väl. I Sverige saknade vi också i stort sett den diskussion som fördes ute i Europa om politiska påtryckningar på penningpolitiken. En orsak till detta tror jag var att vår ram för hur politiken bedrivs på ett så tydligt sätt gav oss argument för vårt agerande; inflationen skulle komma att hamna under målet om inte räntan sänktes.

Under det gångna året har också Riksbanken förändrat sin syn på konjunkturen och inflationsutsikterna i ungefär samma takt och utsträckning som övriga bedömare. De stora ändringarna i synen på konjunkturen är alltså något som vi haft gemensamt med övriga bedömare. Naturligtvis har det då och då förekommit synpunkter eller kritik från enskilda ekonomer och analytiker, men någon mer samlad kritik mot vår bedömning av konjunkturläget och inflationsbilden har i varje fall inte jag uppmärksammat. (Diagram 1)

Kronans utveckling förra hösten skapade hetare diskussioner. Riksbankens bedömning var att kronförsvagningen i allt väsentligt hängde samman med oron på de internationella marknaderna. Nervositeten gjorde att placerarna minskade sin risktagning och små marknader drabbades därmed i högre utsträckning. Andra bedömare betonade i stället otydligheter de tyckte sig se i penningpolitiken, strukturella problem i svensk ekonomi och det faktum att vi skulle stå utanför EMU. Särskilt riskerna med det senare målades i ganska grälla färger.

Även om Riksbanken under senare år varit mycket restriktiva med interventioner bedömde vi i början av oktober förra året att det var motiverat att reagera. Kronans kraftiga försvagning speglade inte de ekonomiska grundförutsättningarna i den svenska ekonomin. Det är sällan möjligt att belägga tydliga effekter av interventioner. Det var det inte denna gång heller, även om försvagningen bröts under den aktuella dagen. Senare under hösten stärktes kronan åter.

Två faktorer förefaller mig ha varit avgörande för kronans förstärkning under de senaste åren. En är helt enkelt en normal rekyl på den alltför överdrivna försvagningen under förra hösten. Denna förstärkning skedde under vintern. Den blev extra markerad eftersom en del placerare varit oroliga för kronan inför eurons införande den 1 januari 1999. En annan är den successivt tydligare bilden av en stark ekonomi med budgetöverskott, låg inflation och hög tillväxt. Tillväxttakten har också varit högre i Sverige än i euroområdet, vilket påverkat synen på ränteläget i de båda områdena. Enskilda händelser (tal etc.) kan ha påverkat

tidpunkten för de förstärkningar vi sett, men enligt min uppfattning förefaller underliggande, mer fundamentala ekonomiska faktorer ha varit avgörande.

Diskussionen kring penningpolitiken har också fått ett nytt inslag. Efter årsskiftet är det möjligt för de enskilda ledamöterna i Riksbankens direktion att ta avstånd från den rådande majoritetsuppfattningen om inflationsutsikterna och de penningpolitiska åtgärderna. Olika uppfattningar har också funnits i direktionen vid flera tillfällen och dessa återspeglas i de protokoll vi publicerar. Vid ett par tillfällen har också avvikande mening anmälts när det gäller reporäntans nivå. Detta har naturligtvis påverkat analyserna av Riksbankens beteende och lett till en delvis ny typ av diskussion om penningpolitiken och inte minst om Riksbankens kommunikation. Detta för mig in på nästa punkt.

2. Ny direktion ger nya förutsättningar

Önskvärt med öppenhet

Med den nya riksbankslagstiftningen har förutsättningarna för Riksbankens arbete och kommunikationen med omvärlden förändrats. 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. Detta är grundläggande argument av demokratisk karaktär. Enligt lagen har vi ett kollektivt ansvar för att sköta Riksbanken och för de penningpolitiska beslut som tas. Den slutsats som vi i direktionen drog var att den viktiga diskussionen bör föras vid sittande sammanträdesbord och inte i korridorerna och att den också bör protokollföras på ett sätt som möjliggör utvärdering.

Så långt komma gav sig svaret i hög grad självt på frågan om hur vi skulle kommunicera externt. Slutsatsen blev att var och en själv bör få stå för sin uppfattning. Med denna uppläggning tydliggörs direktionsledamöternas individuella ansvar. Då någon av oss håller tal är detta alltså normalt sett inte en gemensam signal om penningpolitiken, utan en redogörelse för en enskild ståndpunkt. Till detta kom - det ska jag gärna erkänna - överväganden som har att göra med rent praktiska svårigheter med ett system där sex starka viljors uppfattningar ska samordnas inför varje anförande och intervju.

Det är svårt att hitta andra församlingar med kollektivt beslutsfattande som så öppet redovisar de enskilda medlemmarnas ställningstagande så snabbt efter beslut. Sannolikt är det ingen tillfällighet. Det kan innebära risker för den interna sammanhållningen och vi ska inte bara fatta penningpolitiska beslut utan också tillsammans leda en organisation. En risk av helt annat slag är att den större öppenheten lägger en hämsko på den interna diskussionen. (Det är bakgrunden till att vi inte publicerar protokoll där det framgår exakt vad var och en säger vid mötena.) Ytterligare ett problem – och det är det som fått mest uppmärksamhet – rör kommunikationen utåt.

Innan jag något ytterligare kommenterar den sista frågan ska jag kanske för säkerhets skull säga att de problem jag lyft fram var identifierade redan när vi satte det nya systemet i sjön och att orsaken till att jag nämner dem nu ingalunda är att de manifesterats på ett oroande sätt hittills i år.

Ökad personifiering

Under hösten 1998 förberedde vi Riksbanken inför de förändringar som komma skulle. Efter kontakter med bl.a. Bundesbank och Bank of England växte ett förslag till struktur i den penningpolitiska kommunikationen fram. Penningpolitiska möten skulle hållas vid fasta tider 8-10 gånger per år. Kommunikéer och inflationsrapporter i anslutning till dessa möten skulle utgöra stommen i den gemensamma kommunikationen. Avvikande meningar visas först i protokoll, som publiceras med en viss eftersläpning.

Detta arrangemang innebär i sig vissa begränsningar i direktionsledamöternas frispråkighet. Under perioden mellan ett direktionmöte fram till dess att protokollet publiceras kan inte enskilda ledamöter kommentera vad som förevarit vid mötet och inte heller ge uttryck för en annan syn i den framåtblickande penningpolitiken än den som varit majoritetens. Vi gjorde därför klart från början att vi hade ambitionen att korta ned perioden mellan mötet och publiceringen av protokollen. Detta har vi nu också börjat göra.

Mitt intryck är att det här systemet har fungerat relativt väl. Det finns inte några tecken på att marknaden som helhet har misstolkat Riksbanken mer än tidigare. Vad vi ser är en ökad personifiering av den penningpolitiska debatten, men detta var lätt att förutsäga. Det ligger i linje med medias – särskilt etermedias – dramaturgi att ställa en uppfattning mot en annan och nu kan plötsligt olika uppfattningar kopplas på ett tydligt sätt till enskilda individer.

Ett inslag i den här diskussionen är indelningen av oss direktionsmedlemmar i duvor och hökar. Själv betecknades jag för övrigt av den största affärstidningen som duvhök när jag var ny i Riksbanken. Jag undrar om skribenten var medveten om att duvhöken är den mest mordiska av alla hökar, med duvor som främsta föda. Det här sättet att dela upp beslutsfattarna har dock sina brister i en centralbank med tydligt inflationsmål. Den som hela tiden eftersträvar ett ränteläge som är i underkant lär, om han eller hon får sin vilja fram, så småningom finna att inflationsmålet överskrids. Motsatsen gäller naturligtvis för den som alltid vill pressa upp räntan.

Jag räknar med att vi kommer att få leva med den här typen av personifiering av penningpolitiken. Förhoppningsvis kommer den diskussion som följer av våra beslut och protokoll ändå med tiden att medföra en bredare förståelse både hos allmänheten och på marknaden för de avvägningar och överväganden direktionen står inför. För en marknadsbedömare tror jag dock nu - som tidigare - att det viktigaste är att göra bra egna inflationsbedömningar. Den som gör det kommer sannolikt ganska rätt i sin bedömning av reporäntan, i varje fall i ett lite längre perspektiv.

3. Den aktuella penningpolitiken

Låt mig nu gå in på det aktuella läget. Min utgångspunkt är den inflationsrapport som Riksbanken presenterade i förra veckan.

Bedömningen i inflationsrapporten.

Tecknen på en global återhämtning har bekräftats och också förstärkts sedan föregående inflationsrapport. Riksbanken reviderar därmed upp prognosen för

tillväxten i OECD-området till knappt 2,5 procent per år t.o.m. 2001. Tillväxten sker på bred front. De asiatiska och europeiska länderna återhämtar sig - från olika utgångspunkter - samtidigt som den amerikanska konjunkturedgången förväntas bli mildare än vad vi tidigare trodde.

Trots att världsekonomin förväntas växa i snabbare takt antas det internationella pristrycket förbli relativt lågt. En av orsakerna till detta är att Asienkrisen och dess följdverkningar medfört att det fortfarande finns ledig kapacitet i världsekonomin. Ökad priskonkurrens är en annan viktig faktor. Till detta kommer att genomslaget i den svenska prisutvecklingen av prisökningarna i omvärlden kommer att dämpas av en starkare krona. Oljepriserna förutses också i vårt huvudscenarion falla tillbaka från nuvarande nivå runt 23 dollar per fat till drygt 17 dollar per fat.

Den starkare internationella tillväxten har bidragit till att Riksbanken reviderat upp prognosen även för den svenska ekonomin. Tillväxten förväntas bli 3,6 procent i år och 3,8 respektive 3,0 procent de kommande två åren. Men bakom upprevideringen ligger också en starkare inhemsk efterfrågetillväxt. Såväl hushåll som företag är optimistiska inför framtiden. Reallöner och sysselsättning ökar nu snabbt och detsamma gäller hushållens inkomster, särskilt som finanspolitiken är mindre restriktiv. Samtidigt ökar näringslivets höga investeringar de närmaste åren. (Diagram 2)

Ett inslag i den nuvarande bilden - som förtjänar Riksbankens uppmärksamhet - är tillgångspriserna. Aktiepriserna är höga och under senaste året har också villapriserna i landet som helhet börjat stiga. Redan tidigare har prisuppgångarna varit betydande i t.ex. Stockholmsområdet. Detta spår på hushållens och företagens vilja att konsumera och investera. Ännu utgör dock knappast de prisnivåer som uppnåtts i Sverige en risk för den ekonomiska utvecklingen och stabiliteten, på det sätt som en del bedömare anser är fallet i t.ex. USA.

Sammantaget talar den snabba och breda konjunkturuppgången i Sverige för att lediga resurser kommer att tas i anspråk relativt snabbt. Olika mått på resursutnyttjandet i svensk ekonomi visar att viss kapacitetsbrist kan komma att uppstå i slutet av prognosperioden. Arbetslösheten faller till 4,6 procent nästa år och 4 procent året därefter, vilket får oss att räkna med en högre löneökningstakt än tidigare. Lönerna förväntas stiga med 4-4,5 procent de kommande åren. Den snabbt stigande sysselsättningen bedöms också medföra en lägre registrerad produktivitetstillväxt, särskilt som uppgången främst sker i tjänstesektorn med en relativt lägre produktivitet. Riksbanken har därför reviderat ned prognosen för i år och tror nu att arbetsproduktiviteten ökar med drygt 1,5 procent per år de kommande åren. (Diagram 3)

Mot den här bakgrunden måste man säga att inflationsförväntningarna ser bra ut. De har naturligt nog stigit något i det kortare perspektivet i kölvattnet av starkare konjunktursiffror, men ligger fortfarande på en låg nivå. På medelfristig- och lång sikt har förväntningarna förankrats kring 2 procent. (Diagram 4)

En sammanvägning av dessa olika faktorer leder oss i inflationsrapporten fram till slutsatsen att inflationstrycket blir något högre under prognosperioden. Inflationen rensad för indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar, UNDIK, bedöms uppgå till 1,8 procent på ett års sikt och 2,1 procent på två års sikt. (Diagram 5)

Riksbanken försöker även att identifiera vilka risker som finns för att utvecklingen ska bli en annan än den vi förutser i vårt huvudscenario. I den här prognosomgången såg vi något större risker för att inflationen ska bli högre än att det motsatta ska inträffa. Detta beror främst på osäkerheten om hur den snabbare tillväxten påverkar arbetsmarknaden och lönerna. Låt mig till detta lägga ytterligare en uppenbar risk - att inte oljepriserna faller tillbaka såsom vi förutsett. Ett oljepris runt 20 dollar de kommande två åren skulle höja inflationen med 0,1-0,2 procentenheter mer än i huvudscenariot. I den motsatta vågskålen ligger främst risken för ett mer markant fall i den amerikanska konjunkturen.

Lägre utväxling mellan tillväxt och inflation?

Låt mig beröra en fråga som spelat stor roll i debatten efter det att inflationsrapporten publicerats. Vilken blir effekten på inflationen av den ökning i tillväxten som vi räknar med? Att denna fråga fått så stort utrymme är naturligt av flera skäl. Riksbanken räknar nu med en tydligt högre tillväxt än i juni. Ändå har vi inte reviderat upp inflationen särskilt mycket. Till bilden hör också att nästan alla bedömare räknar med god tillväxt. Den centrala frågan för alla blir därmed vad konsekvenserna av detta blir för inflationen. Men ingen kan ge svaret på den frågan och just det brukar ju borga för en livlig diskussion.

Hur sambandet mellan tillväxt och inflation ser ut är något som vi har brottats med i Riksbanken under senare år. Nästan genomgående har ju våra egna och andra bedömares prognoser för inflationen legat över det faktiska utfallet. Svårigheten är dock att avgöra i vilken utsträckning det lägre utfallet varit en följd av tillfälliga faktorer eller av mer fundamentala beteendeförändringar i svensk ekonomi.

I den allra enklaste typen av modell förklaras inflationen med kapacitetsutnyttjandet (mätt på ett eller annat sätt) samt den förväntade inflationen.

Ett skäl till att analysen av sambandet mellan tillväxt och inflation är komplicerad är svårigheterna att få en god bild av hur stort det samlade *resursutnyttjandet* i ekonomin egentligen är. En möjlighet är att försöka att uppskatta produktionens långsiktiga nivå och utifrån skillnaden mellan denna och den faktiska produktionen - det s.k. produktionsgapet - dra slutsatser om sambandet med den trendmässiga inflationen. Riksbanken har - tillsammans med andra bedömare - under de senaste åren reviderat uppfattningen om den potentiella tillväxten. En trendmässigt bättre produktivitet utveckling tror vi har bidragit till att den potentiella tillväxten idag något överstiger 2 procent. Vi har också ändrat vår bedömning av de tillgängliga lediga resurserna i ekonomin. Den största revideringen gjordes under 1996, då bl.a. ny information och bättre skattningsmetoder ändrade vår syn.

Riksbanken prövar kontinuerligt bedömningarna av resursutnyttjandet i ljuset av ny information om bl.a. bristtal i olika delar av ekonomin, pris och löneutvecklingen etc. Om ekonomin fungerar bättre kan det ta sig uttryck i just en större tillgång på resurser, vare sig det nu handlar om kapital eller arbetskraft. Hittills i år har t.ex. över 100 000 personer fått arbete utan att påtagliga bristfenomen uppstått. Det är något som har överraskat i varje fall mig positivt. Ändå tycker jag inte att det finns skäl att dra alltför stora växlar på detta. Om vi

verkligen påtagligt skulle ha felbedömt arbetsmarknadens funktionssätt borde detta ha tagit sig uttryck i lägre löneökningar än de vi sett. Det är också värt att notera att löneökningarna i den svenska ekonomin fortsatt överstiger de i vår omvärld.

En annan svårbedömd fråga är vilken *effekt ett visst resursutnyttjande får på inflationen*. Detta är en fråga som belyses i en fördjupningsruta i den senaste inflationsrapporten. Resultatet tyder på att ekonomin kan klara ett något högre resursutnyttjande än tidigare utan att inflationen skjuter fart. För ett sådant resultat finns det också goda argument *a priori*. Det bör t.ex. vara svårare att höja priserna i en ekonomi där prisvariationerna är lägre. Därmed bör också företagens motståndskraft vara större i löneförhandlingar. Tänkbart är också att företagens möjlighet att höja priserna har minskat, i varje fall för en tid, till följd av ökad internationell konkurrens etc.

Hur ska vi till slut se på *förväntningarnas* roll? Faktum är att de skiftat ner betydligt under 1990-talet från 6-8 procent till 2 procent. Riksbankens bild av vad detta kan tänkas betyda för inflationen är bl.a. baserad på empiriska studier, presenterade i tidigare inflationsrapporter. Också från dessa studier är intrycket att ekonomin är något mindre inflationsbenägen, även om resultaten inte ska övertolkas. I en värld med låg och stabil inflation torde löneanspråken formuleras på ett annat sätt. En viss reallönenivå kan uppnås med betydligt lägre nominella lönepåslag och kanske med större precision.

I diskussionen nämns ofta den sk. *nya ekonomin*, d.v.s. hur faktorer som avregleringar, ökad global konkurrens och IT kan ha påverkat utväxlingen mellan tillväxt och inflation. Inte minst har diskussionen stimulerats av att USA:s ekonomi år efter år har kunnat växa snabbt utan att inflationen accelererat. Det här är ett ämne för ett eget anförande. Låt mig idag bara konstatera två saker. För det första kan denna typ av effekter tänkas resultera i ekonomin kan ha ett högre resursutnyttjande utan att inflationen tar fart, att den potentiella tillväxten är högre eller att inflationsbenägenheten minskar. Den s.k. nya ekonomin kan därmed tänkas påverka inflationsbedömningen på de sätt som jag diskuterade tidigare. För det andra är det i Sverige antagligen ännu svårare än i USA att empiriskt belägga effekter av det här slaget på inflationen. Anledningen är att dessa effekter - i den utsträckning de gjort sig gällande - har gjort det just under den period när inflationsförväntningarna har skiftats ner och att de därför är svåra att skilja ut.

Bakom den bedömning av inflationen som redovisas i inflationsrapporten ligger en marginell nedrevidering i utväxlingen mellan tillväxt och inflation sedan i juni. Denna skulle kunna vara ett resultat såväl av en något förändrad syn på resursutnyttjandet som av en något lägre inflationsbenägenhet, även om vi kanske mest betonat det senare. I slutet av den tvåårsperiod vi diskuterar handlar det om några tiondelar på inflationen. Riksbanken ansåg att revideringen var motiverad i ljuset av den information som var tillgänglig rörande bl.a. läget på arbetsmarknaden och prisutvecklingen. Liknande nedrevideringar har gjorts av IMF för de s.k. avancerade ekonomierna och reflekteras också i de sammanställningar som Consensus forecasts har gjort för OECD-området.

4. Slutsatser för penningpolitiken

I samband med att inflationsprognosen publicerades fattade Riksbanken beslut om att hålla reporäntan oförändrad. Skälen till detta var i stort sett desamma som i augusti. Visserligen växer ekonomin snabbt och därmed minskar den lediga kapaciteten, med ett stigande underliggande inflationstryck som följd. Men inflationen är fortfarande under målet och bedöms öka relativt långsamt under de närmaste åren så att den ett till två år fram i tiden är i linje med målet. Först mot slutet av tvåårsperioden överskrids tvåprocents målet marginellt om inte reporäntan höjs.

Ett särskilt stort problem för inflationsbedömningen utgör löneutvecklingen framöver. Den är svår att prognosticera samtidigt som den har en avgörande betydelse för inflationsperspektiven. Vår löneprognos är i linje med övriga bedömares, men ett högre löneutfall utgör som vi ser det den största risken för inflationen. Ett lägre löneutfall skulle ge utrymme för en snabbare tillväxt och högre sysselsättning.

Beslutet att vänta med att höja räntan baseras naturligtvis i grunden på den inflationsbedömning vi gör för de kommande åren. Det ger oss också möjlighet att samla in ytterligare information. Samtidigt blir förutsättningarna bättre för att skapa acceptans i samhället i stort för det steg vi tar, något som i det långa loppet är väsentligt både för Riksbankens legitimitet och trovärdighet. Vi bedömde inte heller att det nu fanns behov av en markering i form av en räntehöjning. Förtroendet för Riksbankens ambition att säkra en låg inflation förefaller finnas och de olika enkäter etc. som vi gör för att utröna hur ekonomins olika aktörer värderar den framtida inflationen inger inte någon oro.

I samband med att inflationsrapporten publicerades klargjorde vi att reporäntan behöver höjas framöver om inte någon ny information tillkommer som tydligt ändrar perspektiven. Även om inflationsförväntningarna fortsätter vara låga, och vissa tecken på en bättre fungerande ekonomi finns kommer vi att behöva anpassa tillväxttakten till den som ekonomin långsiktigt klarar av. Detta ska vi göra i god tid. Därmed kan vi bidra till en stabil, god tillväxt i den svenska ekonomin en lång tid framöver.