



Penningpolitiskt protokoll

Augusti 2024

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen nr 5

DATUM: 2024-08-19

MÖTESTID: 09:00

HANTERINGSKLASS: ÖPPEN

NÄRVARANDE: Erik Thedéen, ordförande
Anna Breman
Per Jansson
Aino Bunge
Anna Seim

Bo Broman, ordförande, riksbanksfullmäktige
Tomas Eneroth, vice ordförande, riksbanksfullmäktige

Lena Arfalk
Erik Berggren
Vesna Corbo
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Susanna Grufman
Anders Gånge
Marie Hesselman
Iida Häkkinen Skans
Jens Iversen
Matilda Kilström
Anders Kvist
Stefan Laséen
Ann-Leena Mikiver
Olof Sandstedt
Åsa Olli Segendorf
Ulrika Söderberg

Buster Carlsen (§1–3a)
Maria Johansson (§1–3a)

Det noterades att Erik Berggren och Iida Häkkinen Skans skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Buster Carlsen, marknadsekonom på avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det förra penningpolitiska mötet i juni. Under sommaren har amerikansk inflation fortsatt att sjunka och amerikanska centralbanken (Federal Reserve) behöll målintervallerna för styrräntan oförändrat vid sitt senaste möte i slutet av juli. I centralbankens uttalande betonades att arbetsmarknadens utveckling kommer att spela en viktig roll för utformningen av penningpolitiken framgent. Efter beslutet publicerades amerikansk arbetsmarknadsdata för juli som visade på både högre arbetslöshet och något svagare sysselsättning jämfört med föregående månad. Finansiella marknader tolkade utfallet som att risken för en tydlig inbromsning i amerikansk ekonomi hade ökat. Statsobligationsräntor sjönk kraftigt på grund av förväntningar om lägre styrränta. Marknadens oro för en amerikansk recession har dock minskat sedan dess, delvis till följd av statistik som visat på fortsatt god tillväxt. Marknaden har prissatt en viss sannolikhet för att Federal Reserve sänker räntan med 0,5 procentenheter i september, men en sänkning med 0,25 procentenheter anses vara mer sannolik. Inhållande inflation över 2 procent i euroområdet bidrog till att Europeiska centralbanken (ECB) lämnade sina styrräntor oförändrade i juli. Marknaden prissätter dock en sänkning vid nästa möte i september.

Bank of Japans överraskande höjning av styrräntan i slutet av juli och tecken på svagare amerikansk arbetsmarknad i början av augusti ledde till stora börsnedgångar. Volatilitetsmått på aktiemarknaden steg till nivåer som senast uppmättes under pandemin. För breda aktieindex i USA utraderades stora delar av vårens uppgångar och börserna i Japan noterade den största nedgången på en dag sedan 1987. Aktiemarknaderna har nu återhämtat sig efter nedgången. Turbulensen vid månadskiftet skapade också stora rörelser på valutamarknaderna. Kronan försvagades i juli, men har stärkts igen och växelkursen är nu ungefär på samma nivå som vid det penningpolitiska mötet i juni.

Ukrainas pågående motoffensiv i Ryssland sedan början av augusti har lett till stigande gaspriser. Det erövrade området innehåller viktig infrastruktur för naturgasleveranser till Europa.

Marknadsaktörer förväntar sig att Riksbanken kommer att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter på dagens möte, vilket också återspeglas i prissättningen av relevanta terminskontrakt. Avseende resterande beslut under året råder det dock delade meningar om Riksbankens penningpolitik. Terminskontrakt indikerar förväntningar på att Riksbanken kommer att sänka räntan vid varje återstående möte under året, medan flera ekonomer och analytiker istället förutser tre sänkningar, med 0,25 procentenheter, på varje möte.

Finansiell stabilitet – nuläge och risker

Olof Sandstedt, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för situationen i det svenska finansiella systemet. Det finansiella systemet fungerar väl, men osäkerheten är fortsatt stor då räntorna fortsätter att pressa hushåll och företag.

Storbankernas stora exponering mot de högt skuldsatta fastighetsföretagen utgör alltjämt en sårbarhet, men situationen för fastighetsföretagen har förbättrats något den senaste tiden. Finansieringsvillkoren på obligationsmarknaden är mer fördelaktiga och fler fastighetsföretag har emitterat obligationer. Däremot finns det risker kopplade till fastighetsföretagens operationella verksamhet. Exempelvis är vakanserna inom kontor på förhöjda nivåer och har fortsatt att stiga. Sammantaget behöver många fastighetsföretag fortsätta att minska sina risker. Därtill bedöms företagskonkurserna vara kvar på en hög nivå den närmaste tiden. Därmed kvarstår risken för att bankernas kreditförluster kan komma att öka.

De svenska storbankerna bedöms ha ett bra utgångsläge med fortsatt hög lönsamhet och låga kreditförluster under andra kvartalet samt marginal ner till kapitalkraven. Den senaste tidens volatilitet på finansiella marknader har inte haft några betydande konsekvenser på banksektorns likviditet och finansiering.

Den aktuella penningpolitiska beredningen

Matilda Kilström, senior ekonom på avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den aktuella bedömningen av den makroekonomiska utvecklingen och det förslag till penningpolitiskt beslut som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet av direktionen vid dagens möte. Underlaget till dagens beslut har diskuterats med direktionen vid beredningsmöten den 12 och 13 augusti. Utkastet till penningpolitisk uppdatering diskuterades vid ett beredningsmöte den 14 augusti.

I den penningpolitiska rapporten i juni var bedömningen att inflationen var nära inflationsmålet. Den i grunden gynnsamma inflationsutvecklingen, en något svagare konjunktur och en starkare växelkurs motiverade att prognosen för styrräntan justerades ner något. Men osäkerhet om inflationsutsikterna motiverade en fortsatt gradvis anpassning av penningpolitiken.

En central fråga i beredningen har varit hur ny information har påverkat inflationsutsikterna och tillväxtutsikterna i Sverige och omvärlden. Andra frågor som har diskuterats är om och i så fall hur riskbilden för bland annat omvärldskonjunkturen och den svenska inflationsutvecklingen har förskjutits.

Utvecklingen sedan rapporten i juni ger ytterligare bekräftelse på att inflationen kommer att stabiliseras nära inflationsmålet. I juli var KPIF-inflationen 1,7 procent,

vilket var 0,1 procentenhet lägre än förväntat. Energipriserna är lägre än i fjol och bidrar negativt till inflationen, men även exklusive energipriser sjunker inflationen. I juli var KPIF-inflationen exklusive energi 2,2 procent, i linje med prognosen. Sett över det senaste året har ökningstakten i både varu- och tjänstepriserna sjunkit trendmässigt. Prisförändringar mätta över kortare perioder är överlag nära 2 procent.

Även framåtblickande indikatorer tyder på ett inflationstryck som är förenligt med inflationsmålet. Konjunkturinstitutets barometer visar att företagens prisplaner nu ligger i närheten av sina historiska genomsnitt och producentpriserna utvecklas i en måttlig takt. De långsiktiga inflationsförväntningarna är väl förankrade vid målet och den gynnsamma inflationsutvecklingen tyder på att risken för att inflationen åter blir alltför hög har minskat ytterligare.

Efter en initial försvagning är kronans växelkurs nu ungefär på samma nivå som vid det förra penningpolitiska mötet. Utvecklingen liknar den hos andra mindre valutor.

Sverige befinner sig i en mild lågkonjunktur och utvecklingen på arbetsmarknaden är dämpad. Jämfört med bedömningen i juni tyder ny data på något svagare tillväxtutsikter. Det är framför allt räntekänsliga delar av ekonomin, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringar, som utvecklas svagt, även om hushållens konfidensindikator tyder på en tilltagande optimism.

De globala tillväxtutsikterna ser också något svagare ut än i bedömningen i juni. Den amerikanska ekonomin visar tecken på att mattas av, med en tydligare dämpning av arbetsmarknaden och fortsatt sjunkande inflation. En ökad osäkerhet om styrkan i den amerikanska konjunkturen har bidragit till lägre räntor i flera länder men framför allt i USA. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har periodvis präglats av stor volatilitet. I euroområdet har inflationen inte fallit lika snabbt som i USA den senaste tiden.

Förväntningarna på de stora centralbankernas styrräntor har varierat mycket under året och jämfört med juni förväntar sig marknaden att omvärldens styrräntor sänks i en snabbare takt. Enligt den aktuella marknadsprissättningen väntas både Federal Reserve och ECB sänka sina styrräntor flera gånger under resten av året. Förändringen är tydligast för Federal Reserve där marknadsprissättningen har skiftat från förväntningar om knappt två till knappt fyra styrräntesänkningar. Även i Sverige väntas nu fler styrräntesänkningar jämfört med i juni.

Det förslag till penningpolitiskt beslut som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet i direktionen vid dagens möte beskrivs i protokolls-bilaga A. Förslaget innebär att styrräntan sänks med 0,25 procentenheter till 3,5 procent vid dagens möte. Om inflationsutsikterna står sig kan styrräntan

komma att sänkas ytterligare två eller tre gånger under andra halvåret, vilket är något snabbare än i prognosen i juni. Riksbankens innehav av värdepapper fortsätter att minska genom förfall och de försäljningar av statsobligationer som beslutades i januari.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Aino Bunge:

Jag ställer mig bakom dels förslaget att vid detta möte sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,5 procent, dels de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Vid vårt förra möte kommunicerade vi en räntebana som innebar att styrräntan troligen skulle kunna sänkas vid det här mötet om inflationsutsikterna fortsatte att vara gynnsamma. Sedan dess har inflationsutvecklingen varit i linje med vår prognos från i juni. Energipriserna drar de närmaste månaderna sannolikt tillfälligt ned KPIF-inflationen, vilket gör det rimligt att fokusera på inflationen exklusive energi för att bedöma inflationstrycket framöver. Vi ser också att prisförändringar på kortare sikt ligger nära vårt mål (se diagram 6 i utkastet till uppdatering) och andra indikatorer, som inflationsförväntningar och företagens prisplaner, tyder också på en inflationsutveckling i linje med målet.

Bedömningen kvarstår som nämndes att den svenska ekonomin befinner sig i en mild lågkonjunktur, och tillväxten under andra kvartalet i år var något svagare än i prognosen i juni. Även om arbetslösheten under det andra kvartalet var något lägre än väntat tyder indikatorer på en fortsatt ganska svag utveckling den närmaste tiden. Den sammantagna bilden av inflations- och konjunkturutsikterna talar enligt min mening tydligt för att vid dagens möte gå vidare med en sänkning av styrräntan.

Jag delar också bedömningen som ges uttryck för i utkastet till uppdatering, nämligen att det är lämpligt att fortsätta med gradvisa sänkningar av styrräntan under hösten – och att det kan ske i en något snabbare takt än vad vi såg framför oss i juni. Vid det mötet uttryckte jag att den penningpolitiska avvägningen i grund och botten handlar om att lätta på penningpolitiken utan att riskera att efterfrågan ökar alltför kraftigt och att inflationen återigen tar fart. En central frågeställning har varit hur ekonomin och inte minst hushållen reagerar på att räntan sänks och reallönerna åter ökar (se diagram 7 i utkastet till uppdatering). Även om hushållen fortsatt ser mer optimistiskt på framtiden tyder utvecklingen av hårddata istället på att deras faktiska konsumtion ännu präglas av försiktighet. Vi kan nog förvänta oss en fortsatt svag efterfrågan från hushållen den närmaste tiden, vilket bör bidra till att hålla tillbaka prisökningarna bland företagen. Det

finns även andra tecken på ett lågt inflationstryck framöver: Löneökningarna väntas vara måttliga, samtidigt som prisplanerna enligt enkäter tyder på ett normaliserat prissättningsbeteende. Dessutom är inflationsförväntningarna förankrade kring målet på både kortare och längre sikt (se diagram 9 i utkastet till uppdatering). Det gör att risken för att inflationen framöver hamnar på en för hög nivå bör vara mindre än tidigare. Sammantaget tycker jag att det finns goda argument för att gå fram med styrräntesänkningar i en något snabbare takt än vad vi bedömde i juni. Men penningpolitiken bör även framöver präglas av en gradvis anpassning i mindre åtstramande riktning. Det skapar förutsägbarhet och ger oss möjlighet att hantera en annan ekonomisk utveckling än vi förväntar oss om så krävs.

Och det leder mig osökt in på riskbilden i vår bedömning. Vi lever tyvärr i en fortsatt orolig omvärld, och det kvarstår flera risker för både inflationsutvecklingen och realekonomin framöver. De geopolitiska riskerna kopplade till såväl kriget i Ukraina som konflikten i Mellanöstern har dessvärre inte visat några tecken på att dämpas under sommaren. Däremot har vi inte sett en så stor påverkan på exempelvis oljepriserna, som sedan juni istället sjunkit något. Det är helt enkelt en stor osäkerhet som vi får hantera om situationen kräver det, snarare än att det leder till anpassningar av penningpolitiken just nu. Det är svårt att bedöma effekterna av olika scenarier på förhand.

Jag skulle också vilja kommentera den oro som vi såg på de finansiella marknaderna under inledningen av den här månaden. Det var framför allt på de globala aktiemarknaderna som vi såg stora kursrörelser, som nämndes särskilt i Japan, men även i många andra länder. Att det sker korrigeringar på aktiemarknaden är samtidigt inte detsamma som tecken på en finansiell kris eller allvarliga konsekvenser för den reala ekonomin. Som nämns i utkastet till uppdatering medförde börsturbulensen inte någon större ökning av riskpremier på kreditmarknaden generellt eller ökad finansiell instabilitet i övrigt. Men jag menar ändå att det speglar en känslighet i prissättningen på de finansiella marknaderna som har utgått från ett positivt ekonomiskt scenario eller "mjuklandning" och nu reagerar kraftigt vid exempelvis frågetecken kring den framtida tillväxten, inte minst i USA. En praktisk konsekvens för den svenska penningpolitiken som framgår av utkastet till uppdatering är de stora förändringarna som skett av prissättningen av den framtida räntepolitiken världen över (se diagram 2 i utkastet till uppdatering).

Kronans växelkurs är nu på ungefär samma nivå som vid vårt junimöte, men något svagare än vår prognos. Även om kursen hållit sig relativt stabil under sommarens finansiella oro utgör kronan och dess genomslag på priserna en fortsatt risk för inflationsutvecklingen. Som jag nämnde tidigare finns tydliga tecken på att

företagens prissättningsbeteende har normaliserats, men förändringar i kostnads- och efterfrågeläget kan förändra den bilden.

Låt mig sammanfatta: Min samlade bedömning är att det nu är väl avvägt att vi detta möte lättar något ytterligare på penningpolitiken och därefter fortsätter att gradvis anpassa räntenivån. Om inflationsutsikterna står sig bör vi kunna sänka räntan ytterligare 2–3 gånger under hösten. Att inflationen varierar kortsiktigt kring målet är oundvikligt. Vi bör anpassa penningpolitiken för att försöka stabilisera *den framtida* inflationen kring målet. På så vis kan inflationsmålspolitiken utgöra en stadig utgångspunkt för kommande lönebildning och ekonomiska beslut samtidigt som vi får en god ekonomisk utveckling.

Förste vice riksbankschef Anna Breman:

Jag stödjer förslaget att sänka styrräntan från 3,75 till 3,5 procent. Jag står även bakom de penningpolitiska bedömningar som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Penningpolitiken har bidragit till att inflationen har fallit och nu är på god väg att stabilisera sig nära målet, även på lite längre sikt. Vi mötet i juni fanns en risk att tjänstepriser skulle vara kvar på en nivå som inte är förenlig med inflationsmålet. De senast inflationsutfallen i kombination med framåtblickande indikatorer tyder på att dessa risker har minskat. Att vissa tjänstepriser, som administrativa priser och hotellpriser fortsatt är något höga utgör inte en betydande risk för inflationen på sikt. Dessutom tyder producentpriser och företagens prisplaner, löneökningar och inflationsförväntningar på en varaktigt låg och stabil inflation. Jag stödjer därför att vi nu bedömer att vi kan sänka styrräntan mer i år än i tidigare prognos, det vill säga ytterligare 2 till 3 gånger.

Vid dagens möte vill jag främst kommentera hur jag ser på omfattningen och takten i ytterligare räntesänkningar. Låt mig dock först kommentera kortfattat den realekonomiska utvecklingen och turbulensen på finansiella marknader som vi sett under sommaren.

Svensk ekonomi har utvecklats något sämre än väntat och det är framför allt hushållens konsumtion som fortsätter att utvecklas svagt. Signalerna kring arbetsmarknaden är blandade; sysselsättningen steg visserligen mycket i juni, men varsel är relativt höga och konkurser även så. Det är viktigt att vi ser att konjunkturen vänder upp under hösten. Förutsättningarna för det är goda och räntesänkningar kommer att bidra. Räntesänkningar i kombination med fallande inflation och stigande reallöner leder till en tydlig förbättring av hushållens köpkraft i år och nästa år (se diagram 7 i utkastet till uppdatering). Låg och stabil inflation och lägre räntor underlättar även för företagens investeringar. Det

kommer att bidra till bättre efterfrågan och på sikt även högre tillväxt och starkare arbetsmarknad.

Riskbilden för svensk ekonomi är relativt balanserad. Det är dock viktigt att fortsatt bevaka företagens prissättningsbeteende och kronans utveckling och hur det påverkar inflationen framöver. Helhetsbilden är dock att de största riskerna för svensk ekonomi och inflationen är relaterade till konjunktur i omvärlden och det geopolitiska läget.

Turbulensen på finansiella marknader över sommaren visar på den osäkerhet som finns både kring den makroekonomiska utvecklingen i vår omvärld och det skakiga geopolitiska läget. Små avvikelser i datautfall kan leda till stora förändringar i prissättning på finansiella marknader och även på förväntningar på centralbanker (se Penningpolitisk uppdatering, diagram 2 och s. 3). Inte minst förändringar i förväntningar på Federal Reserve påverkar Sverige genom marknadsräntor och växelkursen, men tillfälliga svängningar som under sommaren har inte en substantiell betydelse för svensk ekonomi och för penningpolitiken.

Omvärldsläget präglas dock av instabilitet, framför allt med avseende på geopolitiken. Det är viktigt att penningpolitiken har beredskap att agera, och agera kraftfullt, om utsikterna för ekonomin och inflationen ändras signifikant. Ett exempel på detta är den snabba och kraftiga inflationsuppgången efter pandemin och Rysslands invasion av Ukraina då vi höjde styrräntan med både 0,5, 0,75 och 1 procentenhet under 2022. Men, vi bör inte överreagera på små prognosavvikelser eller på tillfällig marknadsvolatilitet.

Med detta som bakgrund, låt mig kommentera min syn på ytterligare räntesänkningar framöver. En viktig diskussion är om vi ska sänka med 0,25 procentenheter eller i större steg. Varför inte sänka 0,5 eller 0,75 procentenheter nu om vi ändå planerar flera räntesänkningar under kommande månader? Det finns en omfattande litteratur som diskuterar för och nackdelar med gradvisa förändringar i styrräntan, det som på engelska kallas "interest rate smoothing".¹ Jag tycker det är en viktig diskussion som vi bör återkomma till. Jag har övervägt en sänkning om 0,50 procentenheter vid dagens möte, men jag känner mig trygg med att 0,25 procentenheter är en väl avvägd penningpolitik. Låt mig kort lyfta fram mina huvudsakliga argument för detta.

¹ Se exempelvis följande tal och forskningsrapporter: Bernanke, Ben (2004), "Gradualism" tal, Federal Reserve Board of Governors, 20 maj 2004, Blinder, Alan (2006), "Monetary Policy Today: Sixteen Questions and about Twelve Answers", Working Paper nr 129, Center for Economic Policy Studies, Princeton University, Söderström, Ulf (2002), "Monetary Policy with Uncertain Parameters", Scandinavian Journal of Economics vol. 104, nr 1, s. 125–145.

För det första, vid en omfattande ekonomisk kris eller när utsikterna för inflationen har ändrats väsentligt är det viktigt att agera snabbt och mycket (som vid pandemin och efter Ryssland invasion av Ukraina), men vi befinner oss inte i ett sådant läge idag. Både den ekonomiska utvecklingen och inflationen har under den senaste tiden utvecklats i stort sätt i linje med förväntningar och vi har gradvis anpassat penningpolitiken mot snabbare sänkningar när inflationsutsikterna har förbättrats.

För det andra, till skillnad från 2022, har Riksbanken nu har åtta möten per år istället för fem. Det minskar behovet av att göra sänkningar i större steg.

För det tredje, i dagsläget finns det flera fördelar med att successivt anpassa penningpolitiken. Det skapar förutsägbarhet för hushåll, företag och marknadsaktörer. Det kan bidra till mindre volatilitet på finansiella marknader. Det minskar risken för att behöva reversera sänkningar om inflationen överraskar på uppsidan. Det finns dessutom osäkerhet om vad som är normal nivå på styrräntan på sikt (se Penningpolitisk rapport mars 2024) och en succesiv anpassning av penningpolitiken möjliggör ett gradvis närma sig vad som är en normal styrränta i ett osäkert läge.

Med det sagt, det är viktigt att vi inte blir låsta av tidigare kommunikation kring räntebanan. Om ny information tydligt ändrar förutsättningarna för inflationen behöver vi kunna fatta annorlunda beslut än det som räntebanan har indikerat, även på kort sikt. Det inkluderar sänkningar eller höjningar i större steg än 0,25 procentenheter om konjunkturutsikterna förändras betydligt och inflation riskerar att varaktigt avvika från målet.

Låt mig betona att med inflation under och över målet avser jag inte inflationsutfall som enskilda månader över- eller understiger 2 procent med några tiondelar, utan en bestående trend. Prognosen från juni, som står sig väl i stora drag, innebär att inflationen mätt med KPIF väntas vara kring 1,5 procent under flera månader under hösten. Detta anser jag dock är helt i linje med inflationsmålet så länge inflationsutsikterna är nära två procent och inflationsförväntningarna är väl förankrade. Det är inte enskilda månadsutfall som avgör inriktningen på penningpolitiken utan det är alltid en bedömning om vart inflationen är på väg på sikt.

Låt mig sammanfatta. Vi har gjort betydande framsteg för att inflationen ska vara låg och stabil även på lite längre sikt. Jag stödjer förslaget att sänka styrräntan och prognosen att styrräntan kan sänkas ytterligare två eller tre gånger innan årsskiftet. Om utsikterna för inflationen ändras kommer penningpolitiken att anpassas.

Vice riksbankschef Anna Seim:

Jag stödjer förslaget att sänka styrräntan till 3,5 procent och ställer mig bakom de överväganden som diskuteras i utkastet till penningpolitisk uppdatering. Jag delar därmed bedömningen att räntan kan sänkas ytterligare två eller tre gånger under året.

Som jag poängterade vid det penningpolitiska mötet i juni bör beslut om styrräntan baseras på den förväntade inflationsutvecklingen och vad vi tror om realekonomin på sikt. Vid det här mötet presenterar vi inga nya prognoser men enligt prognoserna från i juni kommer inflationen att ligga nära målet både på kort och lång sikt. Sedan förra mötet har vi dessutom fått två inflationsutfall som stärkt bilden av att inflationen nu stabiliserats vid målnivån samtidigt som riskerna för att inflationen ska bli överraskande hög har minskat. Vi ser samtidigt en svag realekonomisk utveckling som präglas av fortsatt hög arbetslöshet, varsel något över den historiska medianen och svaga tillväxtutsikter.

Det är därför tydligt att penningpolitiken bör röra sig mot en mer neutral nivå. Vid mötet i juni argumenterade vi för att lättnader i penningpolitiken bör ske gradvis. Flera argument för detta går att hitta i forskningslitteraturen. Låt mig kort kommentera detta.

I ljuset av dagens beslut blir en naturlig fråga: om våra prognoser antyder att styrräntan, efter dagens sänkning, kan sänkas ytterligare två eller tre gånger under året varför inte sänka räntan med exempelvis 0,75 eller 1,0 procentenheter idag? Det finns flera skäl till varför jag menar att detta vore olämpligt.

Huvudorsaken är att den ekonomiska utvecklingen är osäker. Om framtida utfall skulle visa sig avvika från våra prognoser skulle vi då behöva höja räntan längre fram, vilket skapar en varians och ryckighet i penningpolitiken som kan ge upphov till instabilitet och försvåra framåtblickande beslut om exempelvis sparande och investeringar. Osäkerheten förstärks av att vi i egenskap av en liten öppen ekonomi är starkt omvärldsberoende: globala händelser och den ekonomiska politiken i andra länder påverkar kronan och därmed svensk inflation.

Det råder dessutom en osäkerhet om styrkan och effektiviteten i den penningpolitiska transmissionen. Vi vet inte säkert hur snabbt och effektivt penningpolitiken påverkar inflation och sysselsättning, vilket talar för en mer prövande ansats. Stora förändringar kan överraska och ge upphov till instabilitet och beteendeförändringar. En oväntat kraftig sänkning frigör plötsligt mycket köpkraft vilket skulle kunna skapa inflationsimpulser i en ekonomi där prissättningsbeteendet fortfarande kan avvika från det normala och där vi inte kan utesluta att det finns en uppdämd efterfrågan efter två år med hög inflation och höga räntor.

Som Anna Breman var inne på finns det lägen där det är lämpligt med stora förändringar i styrräntan. I en situation där inflationen stiger markant, om prognosfelen blir så stora att det är uppenbart att den penningpolitiska inriktningen är helt fel eller om inflationen plötsligt stiger brett i andra länder, bör räntan höjas kraftigt. Detta resonemang gäller symmetriskt så att om vi ser tecken på att inflationen varaktigt blir så låg att förtroendet för inflationsmålet är hotat, eller om den realekonomiska utvecklingen snabbt försämras bör räntan sänkas mer kraftfullt. Även om vi befinner oss i en lågkonjunktur ser jag dock inga tecken på att en sådan situation föreligger i dagsläget. Detta talar för att vi istället varsamt och på ett förutsägbart sätt bör styra ekonomin mot en lägre räntenivå.

Vi återkommer med nya prognoser i september och fortsätter att arbeta med alternativscenarier i vår beredningsprocess. Även om förutsägbarhet är önskvärd vill jag därmed understryka att vi har ständig beredskap att anpassa penningpolitiken om ny information visar att det är motiverat.

Vice riksbankschef Per Jansson:

Jag ställer mig bakom beslutet att sänka styrräntan från 3,75 till 3,5 procent. Jag ställer mig också bakom de ekonomiska bedömningar, inklusive bedömningen att styrräntan kan sänkas ytterligare två eller tre gånger i år om inflationsutsikterna står sig, som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Sedan vårt förra penningpolitiska möte i juni har inflationen fortsatt att sjunka. Exklusive de volatila energipriserna var inflationen mycket nära inflationsmålet både i juni och juli. Inklusive energipriser hamnade den bägge månaderna, för första gången på tre år, till och med något under målet.

Samtidigt har flera centralbanker i vår omvärld sänkt sina styrräntor och sannolikheten för att styrräntan snart börjar leta sig nedåt även hos Federal Reserve har ökat. Även om förväntningarna på hur centralbankerna kommer att bedriva sin penningpolitik framöver fortsätter att vara känsliga för ganska små överraskningar i nya datautfall har förutsättningarna för räntesänkningar i många länder generellt sett förbättrats. Till bilden hör också att den realekonomiska utvecklingen på flera håll uppvisar tendenser att försvagas, inte minst gäller det tillverkningsindustrin och arbetsmarknaden.

I den här miljön har frågan rests om centralbankerna nu inte har börjat hamna på efterkälken med sina räntesänkningar. Det har spekulerats i att det för att komma ikapp kanske kommer att behövas så kallade dubbelsänkningar, alltså sänkningar av styrräntan med 0,5 snarare än de vanliga 0,25 procentenheterna. Sådana spekulationer har funnits, och finns alltjämt, i både USA och Sverige.

I Sveriges fall drivs spekulatioerna kanske i första hand av att inflationsanpassningen mot målet förefaller gå snabbare än i många andra länder, med risker för att en alltför låg inflation ganska snart kommer att bli ett problem. Även om förväntningarna har dämpats lite grann efter det senaste inflationsutfallet för juli, där KPIF-inflationen steg och bara undersköt målet med några få tiondelar av en procentenhet, tänker jag på mötet här idag ta upp några aspekter som berör just denna fråga och som inte direkt diskuteras i utkastet till uppdatering. Enligt vår prognos från den penningpolitiska rapporten i juni, som förefaller stå sig, kommer relativt kraftiga negativa bidrag från energipriserna att ganska snart på nytt göra att inflationen mer rejält underskrider 2 procent samtidigt som även inflationen exklusive energipriser ser ut att, om än mer kortvarigt och marginellt, hamna under målet. När också riskbilden för inflationen successivt förskjuts, från färre uppåtrisker till fler nedåtrisker, är sannolikheten hög att spekulatioerna om dubbelsänkningar snart tar fart igen.

Till att börja med är det nog viktigt att klargöra att vår plan med gradvisa penningpolitiska lättnader, som jag tolkar som att vi kan bedöma det som lämpligt att "se igenom" mindre avvikelser från inflationsmålet och att, som vi gjorde på vårt senaste möte i juni, ta pauser i räntesänkningarna för att invänta mer information och låta osäkerhet skingras, förstås inte utesluter att det också kan bli nödvändigt att använda sig av dubbelsänkningar av räntan. Det centrala här, menar jag, är att vi bedriver politiken på ett stadigt och förutsägbart sätt och det inte uppstår förtroendeproblem för inflationsmålet, varken på uppsidan eller nedsidan. Att vi fortlöpande tydligt kommunicerar, till exempel som vi gör här på mötet idag, hur vi ser på det ekonomiska läget och förutsättningarna för penningpolitiken, inklusive så långt det är möjligt på räntan även en bit in i framtiden, bör rimligen bidra till att risken för att vi blir svåröversägbara kan begränsas.

Nivån på den så kallade neutrala styrräntan, alltså den nivå på styrräntan som är förenlig med en ekonomi i långsiktig jämvikt inklusive en inflation på målet, är av stor betydelse för hur snabbt man bör sträva efter att nu sänka räntan. Vi är förvisso tämligen säkra på att styrräntan idag är en bra bit över denna neutrala nivå. Att så är fallet betyder dock inte att de penningpolitiska besluten blir triviala och bara går ut på att sänka räntan så fort som möjligt ned till den neutrala nivån. Ett skäl till detta är förstås att den neutrala styrräntan inte är observerbar utan måste uppskattas under stor osäkerhet. Ett annat skäl är att det inte bara är avståndet till den neutrala räntan som bestämmer hur inflationen, och ekonomin i övrigt, kommer att utvecklas.

Ett par aktuella exempel för svensk ekonomi är den kommande avtalsrörelsen, där löneökningarna kan bli både för höga och för låga i förhållande till vad som är förenligt med en balanserad ekonomisk utveckling, och finanspolitikens inriktning,

där trycket nu är stort på att politikerna ska börja bedriva en kraftigt expansiv politik. Ett annat aktuellt exempel är att förutsättningarna för penningpolitiken skiljer sig åt mellan olika länder, vilket kan påverka växelkursen och i förlängningen därmed också inflationen. Vi har vid upprepade tillfällen sett att förväntningarna på hur Federal Reserve kommer att bedriva sin penningpolitik kan förändras mycket och väldigt snabbt, och att detta har stor betydelse för utvecklingen av kronans växelkurs. Men detta är bara några exempel, fler diskuteras i utkastet till uppdatering.²

En annan aspekt som spelar roll för hur stora räntesänkningar det är lämpligt att gå fram med är kommunikationen om den framtida penningpolitiken. Eftersom längre räntor påverkas av förväntningar på kortare räntor ska skillnaden mellan att till exempel sänka styrräntan här och nu med 0,5 procentenheter och sänka den med 0,25 procentenheter, men kombinerat med en tydlig kommunikation om fler sänkningar av styrräntan inom en snar framtid, inte överdrivas. Att vi nu gör bedömningen att styrräntan kan sänkas lite snabbare än i prognosen i juni bidrar alltså, utöver själva sänkningen av styrräntan med 0,25 procentenheter, också direkt till en mer expansiv penningpolitik. Till detta kommer att vi numera har fler penningpolitiska möten varje år, åtta i stället för som tidigare fem. Det gör att vi nu snabbare än tidigare kan komplettera politiken med ytterligare räntesänkningar, om ett sådant behov skulle visa sig uppstå.

Låt mig summera vilka slutsatser jag drar av detta för penningpolitiken. Skillnaden mellan att nu sänka styrräntan med 0,5 procentenheter eller att stanna vid 0,25 procentenheter kombinerat med en kommunikation om en lägre räntebana under resten av året är inte särskilt stor. Nivån för den neutrala styrräntan är svår att uppskatta men det är rimligt att anta att vi både före och efter dagens beslut ligger över denna nivå. Det betyder emellertid inte att det är givet att räntan snabbt måste sänkas i stora steg. Det råder inga tvivel om i vilken riktning räntan framöver behöver ändras men jag tycker fortfarande att det finns faktorer som innebär att man gör klokt i att inte gå fram för fort. Uppåtriskerna för inflationen har förvisso minskat och sannolikheten för att även Federal Reserve ganska snart ska börja sänka räntan har ökat. Men osäkerheten kring tajmingen i räntesänkningarna hos Federal Reserve och ECB fortsätter ändå att vara betydande och förväntningarna kan snabbt ändras igen. I dåliga scenarier kan kronans växelkurs då försvagas påtagligt. Finanspolitiken är också en faktor som jag tycker talar för att inte sänka räntan för snabbt. I den kommande avtalsrörelsen finns risker för

² Att det finns andra faktorer än avståndet mellan den neutrala och faktiska styrräntan som spelar roll för inflationen (och ekonomin) beaktas ibland genom att skilja mellan den neutrala räntan på kort och lång sikt. Platzer, Tietz och Lindé (2022) kallar den neutrala räntan på lång sikt för "long-run natural rate" och den neutrala räntan på kort sikt för "short-run neutral rate", se <https://cepr.org/voxeu/columns/natural-versus-neutral-rate-interest-parsing-disagreement-about-future-short-term>.

både alltför höga och alltför låga löneökningar så denna faktor är av stor betydelse men just nu svår att bedöma.

Sammantaget fortsätter jag att ha preferenser för en gradvis utformning av penningpolitiken, med ändringar av styrräntan i mindre steg kombinerat med en så tydlig kommunikation som möjligt om kommande steg, framför allt i närtid. Detta är helt i linje med det som föreslås i utkastet till uppdatering. Jag har dock full beredskap att ompröva min syn om ny information talar för det, inklusive att stödja räntesänkningar i större steg. Det centrala för mig i sammanhanget är att vi bedriver politiken på ett sådant sätt att avvikelserna från inflationsmålet inte tillåts bli så stora och så ihållande att förtroendet för målet riskerar att börja äventyras.

Riksbankschef Erik Thedéen:

Jag stödjer förslaget att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter, till 3,5 procent, och jag ställer mig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering. Efter en första sänkning av styrräntan i maj fortsätter vi nu att lätta på penningpolitiken. Och vi stärks successivt i vår bild att prisökningstakten mer varaktigt har återgått till normala nivåer och att vi därmed kan fortsätta att i någorlunda rask takt sänka räntan.

Vid det penningpolitiska mötet i juni gjorde vi bedömningen att styrräntan skulle kunna sänkas två eller tre gånger under andra halvåret, och jag lutade själv åt att det var troligare med tre sänkningar. Ny information sedan dess har inte på något avgörande sätt ändrat vår syn på den ekonomiska utvecklingen i omvärlden eller i Sverige. Data som publicerats under sommaren indikerar sammantaget något svagare tillväxtutsikter globalt. Även om bilden av världsekonomin inte förändrats på något avgörande sätt under de senaste månaderna så har korta obligationsräntor i USA och Europa fallit, vilket återspeglar marknadsaktörers ändrade syn på riskbilden framöver där risken för en tydligare nedgång med stigande arbetslöshet ökat.

Även den konjunkturbild för Sverige som vi tecknade i junirapporten ser alltså ut att stå sig ganska väl. Visserligen pekar ny data på något försvagade tillväxtutsikter även här hemma, men det handlar om mindre justeringar. Samtidigt är inflationen i linje med vårt mål på 2 procent, den utvecklas på ett jämförelsevis stabilt sätt och de flesta framåtblickande indikatorer är gynnsamma. Det talar för vår prognos från juni att inflationen ska förbli nära 2 procent även framöver. Sammantaget innebär detta att vi i höst med relativt stor sannolikhet kan fortsätta att lätta på penningpolitiken och att vi kan göra det i något snabbare takt, jämfört med den prognos vi gjorde i juni.

Det har nu gått ungefär ett halvår sedan vi gjorde bedömningen att inflationsutvecklingen hade förbättrats så mycket att vi kunde börja tala om att sänka styrräntan. Riskerna för att inflationen skulle förbli hög under en längre tid, eller till och med börja stiga igen, motiverade att vi då kommunicerade att styrräntan skulle komma att sänkas gradvis. Vi poängterade också att takten i räntesänkningarna skulle anpassas om ny information ledde till förändringar i vår bedömning av konjunktur- och inflationsutsikterna.

Trots en betydande osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen i vår omvärld har riskerna för hög inflation i Sverige sedan dess fortsatt att minska.

Det finns förstås skäl att noga överväga om vi valt rätt strategi för att uppnå målet om prisstabilitet och samtidigt bidra till en balanserad utveckling i produktion och sysselsättning. Vi har också, vilket är helt naturligt i rådande läge, i direktionen diskuterat om en sänkning av styrräntan med 0,5 procentenheter skulle kunna vara motiverad i det nu aktuella läget. Det ger mig anledning att kort redogöra för min syn.

Större sänkningar av styrräntan kan behövas i vissa lägen för att snabbt åstadkomma önskad effekt och avvärja risken för en påtagligt negativ utveckling. Det skulle till exempel kunna röra sig om en oväntat stor avmattning av den ekonomiska aktiviteten eller tydliga tecken på en finansiell kris. Det skulle också vara motiverat om det i övrigt finns skäl att tydligare revidera synen på inflationsutsikterna.

Det krävs alltså mer än enstaka negativa ekonomiska utfall eller temporära marknadsrörelser för att jag ska förorda en större sänkning av styrräntan. I nuvarande läge, där mycket tyder på att inflationen varaktigt kommit ned till en nivå nära målet och där Riksbanken har en tydligt kommunicerad politik om vidare, gradvisa lättnader av penningpolitiken, ser jag inte behovet av större enskilda räntesänkningar. Men det är i sammanhanget viktigt att poängtera att vi har ökat takten i räntesänkningarna även om vi inte ändrat storleken på sänkningarna. Gradvisa sänkningar ska således ses i en kontext. I början av året, när osäkerheten var stor, handlade det om små steg med större tidsintervall. I nuläget, när inflationsutsikterna ter sig säkrare, rör det sig om små steg vid varje eller nästan varje möte. Jag ser också i detta sammanhang fördelar med att vi ökat antalet ordinarie möten. Vi kommer med de räntesänkningar vi nu signalerat att vara nere vid 2,75–3 procents styrränta efter mötet i december, vilket är en stor förändring jämfört med vår prognos för – säg – ett år sedan.

Med stora och överraskande räntesteg finns risken att ekonomins aktörer får svårt att tolka vårt handlande. Dessutom finns det alltså risk för bakslag om inflationsutsikterna åter försämras, vilket är ytterligare ett skäl att gå fram gradvis. Vi bibehåller en viss handlingsberedskap, men alltså med en tydlig

riktning. Vägledande är också att allmänheten och marknadsaktörerna har en så klar bild som möjligt av vart styrräntan är på väg, och att de förstår hur och varför vi genomför förändringar. Det är helt enkelt viktigt att vår reaktionsfunktion är så tydlig som möjligt.

Det finns också skäl att påminna om att våra räntesänkningar, och marknadens förväntningar om ytterligare sänkningar, redan påverkar de räntor som hushåll och företag möter. Ett exempel är räntorna på bostadslån, där räntorna på lån med 2 års bindningstid mellan november i fjol och juli i år sjönk med cirka 0,8 procentenheter. Nu väljer ju många hushåll bostadslån med rörlig ränta, men även de räntorna har redan sjunkit en del och vi har goda skäl att vänta oss att de ska fortsätta att sjunka. Poängen är att vår tydliga signalering om vart styrräntan är på väg, och liknande utveckling i andra länder, redan har en påtaglig effekt på de räntor som företag och hushåll möter.

I början av augusti uppstod stora svängningar på de finansiella marknaderna. Då såg vi fallande börskurser, snabbt stigande volatilitet i prissättningen av olika tillgångar och betydande nedgångar i medellånga och långa marknadsräntor. Mekanismerna bakom denna volatilitet är av allt att döma komplexa och kopplas bland annat till skiftande förväntningar på konjunkturutvecklingen i USA och därmed på amerikansk penningpolitik. Dessutom finns liknande osäkerhet rörande utvecklingen i Japan, inklusive den japanska penningpolitiken. Hittills har vi sett endast begränsad påverkan på kreditgivningen och börsoron utgör i sig inget skäl att justera ned de globala tillväxtutsikterna. Oron förefaller nu ha lagt sig för denna gång men den påminner oss om att höga värderingar på finansiella tillgångar och alltför stor samsyn bland aktörerna om utsikterna gör finansmarknaderna känsliga för störningar. Det brukar talas om "priced for perfection". Det är nog ett rimligt sätt att beskriva en del av de höga tillgångsvärderingar vi ser. De höga aktiepriserna återspeglar sannolikt mycket optimistiska konjunkturutsikter hos marknadsaktörerna, där scenarier med låg tillväxt betraktas som osannolika. Till detta kommer risker för den finansiella stabiliteten som alltid kan följa av stor volatilitet. För mig är det klart att den stora turbulens som vi såg under några få dagar i början av augusti inte bara kan avfärdas som tillfälligheter; den kan vara tecken på något mer fundamentalt som vi bör ha vaksamhet för.

Prissättningsbeteendet bland företagen är alltså en riskfaktor för inflationen. Visserligen tyder företagens svar i Konjunkturinstitutets barometer på att deras prissättningsplaner sedan en tid tillbaka är förenliga med inflationsmålet på 2 procent. Men erfarenheterna från de senaste årens snabba prisökningar bekymrar mig ändå något. Det finns en risk att många företag uppfattar att det är lättare nu att föra över kostnadsökningar till konsumenterna jämfört med situationen före inflationsuppgången, och att en hel del företag därför ändrat sin strategi och sina rutiner för hur de sätter sina priser. Det skulle i så fall innebära

att inflationstrycket i Sverige kan förändras snabbare än vad vi antagit i våra prognoser. Risken finns att företagen höjer sina priser ganska snabbt även vid en ganska mild uppgång i efterfrågan, och i synnerhet om företagen upplever att deras kostnader stiger. Här måste vi fortsätta att vara på vår vakt.

Samtidigt vill jag framhålla att jag nu uppfattar inflationsriskerna som ganska balanserade, jämfört med situationen i fjol och tidigare i år. Exempelvis är det fullt tänkbart att vi inte i tillräcklig utsträckning har beaktat hur snabbt kostnadstrycket sjunkit tillbaka i vissa delar av näringslivet och de effekter detta kommer att få på priserna. Denna risk illustreras i ett scenario i den penningpolitiska rapporten från juni.

Sammantaget är både konjunktur- och inflationsutsikterna alltså överlag i linje med vår prognos från i juni, och jag känner mig nu mer säker på att inflationen stabiliseras vid målet. Därmed är förutsättningarna goda för att vi under hösten kommer att kunna fortsätta att lätta på penningpolitiken. Vi började sänka räntan i maj och har det senaste halvåret successivt kunnat sänka vår bedömning av styrräntans nivå vid årets slut. Våra prognoser har stått sig bra, och övertygelsen har stärkts om att de goda inflationsutsikterna blir varaktiga. Jag ser det själv som mest troligt att vi under resten av året kommer att kunna göra tre – snarare än två – hela räntesänkningar så att styrräntan efter decembermötet uppgår till 2,75 procent. Sammanfattningsvis: det är nu tydligt att dimman lättat under det senaste halvåret, vi känner oss ännu tryggare med den inslagna kursen och vi kan därför fortsätta att öka farten något.

§4. Penningpolitiska beslut

Direktionen beslutade

- om penningpolitiska åtgärder i enlighet med vad som anges i utkast till protokollsbilaga A Beslut om styrränta. Riksbanken fastställer styrräntan till 3,5 procent, vilket innebär att den sänks med 0,25 procentenheter. Den nya nivån på styrräntan ska tillämpas från och med onsdagen den 21 augusti 2024,
- att fastställa den penningpolitiska uppdateringen enligt förslaget, protokollsbilaga B Penningpolitisk uppdatering,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet med motivering i ett pressmeddelande tisdagen den 20 augusti 2024 kl. 09:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde måndagen den 26 augusti 2024 kl. 09:30.

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

Erik Berggren

Iida Häkkinen Skans

Justeras

Erik Thedéen

Anna Breman

Per Jansson

Aino Bunge

Anna Seim



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08 - 787 00 00

Fax 08 - 21 05 31

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se