



Penningpolitiskt protokoll

September 2024

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen nr 6

DATUM: 2024-09-24

MÖTESTID: 09:00

HANTERINGSKLASS: ÖPPEN

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

Bo Broman, ordförande, riksbanksfullmäktige

Jakob Almerud
Björn Andersson
Lena Arfalk
Carolina Backert
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Mattias Erlandsson
Susanna Grufman
Marie Hesselman
Anders Kvist
Björn Lagerwall
Stefan Laséen
Tomas Lundberg
Charlie Nilsson
Olof Sandstedt
Åsa Olli Segendorf

Robin Ahlén (§1-3a)
Maria Johansson (§1-3a)

Det noterades att Björn Andersson och Charlie Nilsson skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Robin Ahlén, senior marknadsekonom på avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna den senaste tiden. Perioden sedan det förra penningpolitiska mötet har generellt präglats av fallande statsobligationsräntor drivet av lägre styrränteförväntningar, framför allt i USA. Stundtals har det också funnits en oro för konjunkturutvecklingen, men en mjuklandning utgör fortsatt huvudscenariot på marknaderna. De senaste dagarna har räntorna pressats ned ytterligare något i Europa till följd av svaga utfall för inköpschefsindex i Tyskland och Frankrike.

På centralbankssidan förväntas bland annat Sverige, Kanada och USA gå lite snabbare fram med räntesänkningar i år jämfört med exempelvis Norge, euroområdet och Storbritannien. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, vars fokus allt mer har skiftat från inflationsbekämpning till att stödja arbetsmarknaden, sänkte styrräntan med 0,5 procentenheter i september och indikerar att fler sänkningar är att vänta. Europeiska centralbanken (ECB) sänkte inlåningsräntan med 0,25 procentenheter i september men är fortsatt mer fokuserad på inflationsriskerna. ECB flaggade liksom tidigare för att inkommande data kommer att vara vägledande vid framtida räntebeslut. Bank of England lämnade styrräntan oförändrad i september och var ganska försiktig i sin kommunikation. Norges Bank å sin sida indikerade en första sänkning i början på nästa år vid sitt senaste möte i september.

Börserna noteras på eller nära rekordnivåer stöttade av lägre räntor och förhoppningar om en mjuklandning som kan stödja vinstutvecklingen, men börserna har svängt en del på grund av osäkra konjunkturutsikter. Kreditspreadar har stigit något men är fortsatt på relativt låga nivåer. Oljepriset föll i början på september på grund av oro för en svagare efterfrågan i Kina där ekonomiska data fortsätter att tyda på en svagare utveckling och det finns en del frågetecken om Kina kommer att nå sitt tillväxtmål om 5 procent. Däremot har oljepriset till viss del återhämtat sig, vilket är kopplat till förväntningar om en starkare efterfrågan i omvärlden. Kina har också aviserat en rad nya stimulansåtgärder för att stärka efterfrågan.

Trenden de senaste månaderna har varit att den amerikanska dollarn har försvagats mot en rad valutor, inklusive den svenska kronan, drivet av bland annat förväntningar om kommande räntesänkningar av Federal Reserve. Kronan noterar dock relativt små förändringar mot dollarn och euron sedan det förra penningpolitiska beskedet.

Inför det penningpolitiska beslutet i september förväntar sig analytikerkåren att Riksbanken sänker styrräntan med 0,25 procentenheter och de flesta tror också på fortsatta sänkningar av samma storlek framöver. Analytiker tror att styrräntan sänks till 2,75 procent vid årsskiftet och till omkring 2,0–2,5 procent under 2025. Marknadsprissättningen indikerar dock fler räntesänkningar och implicerar en viss sannolikhet för en större sänkning vid detta möte. Mot slutet av 2025 indikerar marknadsprissättningen en styrränta omkring 1,5–1,75 procent.

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 pressar hushåll och företag. Den övergripande stabilitetsbedömningen från det senaste penningpolitiska beslutet den 19 augusti kvarstår.

Storbankernas stora exponering mot de högt skuldsatta fastighetsföretagen utgör fortsatt en sårbarhet, men situationen för fastighetsföretagen har förbättrats. Finansieringsvillkoren på obligationsmarknaden är mer fördelaktiga i såväl svenska kronor som euro och fastighetsföretagen fortsätter emittera allt fler nya obligationer. Dessa har dock till största del köpts av svenska fonder, vilka har låg likviditet. De kan därmed vara känsliga för större utflöden, vilket i sin tur kan skapa stress på de tillgångsmarknader de investerar i. Samtidigt växer bankernas utlåning till fastighetsföretag långsamt och det innebär att koncentrationsrisken i banksystemet inte längre ökar.

Företagskonkurser bedöms vara kvar på en hög nivå den närmaste tiden, vilket utgör en förhöjd risk för att bankernas kreditförlustreserveringar kan komma att öka. Trots en hög tillväxttakt i konsumtionslånen är den totala utlåningen till hushåll fortsatt betydligt lägre än normalt. Det finns dock tendenser till att bolånen har börjat växa i något snabbare takt. De svenska storbankerna bedöms ha ett bra utgångsläge för att hantera högre kreditförluster, eftersom lönsamheten är hög och de har god marginal ner till kapitalkraven. Konsumtionskreditbanker upplever dock en högre nivå av kreditförluster som ett resultat av hushållens utmanande situation.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos

Jakob Almerud, 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 den 10, 11 och 13 september. Utkastet till

penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades vid direktion mötet den 18 september.

I augusti sänktes styrräntan med 0,25 procentenheter och bedömningen var att räntan kunde komma att sänkas två till tre gånger till under året. En central fråga i beredningen har varit hur ny information påverkar prognoserna, och om det behövs en snabbare nedgång i styrräntan än vad som indikerats tidigare för att uppnå en inflation nära målet inom prognosperioden.

En annan central fråga har varit hur riskbilden har förändrats och hur det påverkar förutsättningarna för penningpolitiken. Riskbilden har förskjutits så att risken för att inflationen återigen blir alltför hög har minskat ytterligare. Bland de risker som diskuterats kan nämnas en svagare konjunkturutveckling i Sverige och omvärlden, och hur en sådan utveckling skulle påverka inflationsutsikterna. Även geopolitiska risker och dess konsekvenser för inflationen har diskuterats. Hur dessa risker skulle kunna påverka penningpolitiken belyses närmare i några alternativa scenarier i rapportutkastet.

Utvecklingen sedan den penningpolitiska rapporten i juni talar för att inflationstrycket är förenligt med en inflation nära 2 procent. I augusti var KPIF-inflationen visserligen 1,2 procent, vilket var 0,5 procentenheter lägre än i juniprognosen, men prognosfelet bestod främst av överraskande låga energipriser. KPIF exklusive energi var helt i linje med juniprognosen på 2,2 procent. Även om energiprisutvecklingen förväntas dämpa inflationen under ytterligare ett antal månader bedöms effekten vara tillfällig och gradvis klinga av.

Även framåtblickande indikatorer tyder på ett inflationstryck som är förenligt med inflationsmålet. De långsiktiga inflationsförväntningarna är väl förankrade vid målet och företagens prisplaner enligt Konjunkturinstitutets barometer är i närheten av sina historiska genomsnitt. Företagens prissättningsbeteende bedöms nu i stort sett ha normaliserats, något som analyseras närmare i rapportutkastet. Inte heller kronan bidrar till någon större förändring av inflationstrycket. Den är i stort sett oförändrad jämfört med vad den var vid det penningpolitiska mötet i augusti.

Sverige befinner sig alltså i en mild lågkonjunktur, och återhämtningen i den svenska ekonomin ser ut att dröja något längre än väntat. Trots att hushållens disponibla inkomster och reallöner ökar och förväntningarna om framtiden har stärkts tydligt under året har konsumtionen fortsatt att utvecklas svagt. Utvecklingen på arbetsmarknaden är också fortsatt dämpad, och arbetslösheten väntas stiga något under återstoden av 2024.

En svagare konjunkturutveckling är också ett tema i omvärlden. Den amerikanska arbetsmarknaden visar tydliga tecken på att mattas av och inflationen sjunker.

Federal Reserve sänkte sin styrränta med 0,5 procentenheter i september och signalerade ytterligare sänkningar i närtid. Även i euroområdet har inflationen fallit de senaste månaderna. Samtidigt är arbetslösheten i euroområdet fortsatt låg trots en svag BNP-tillväxt. ECB sänkte styrräntan med 0,25 procentenheter i september, men signalerade en viss försiktighet vad gäller räntesänkningar framöver. Jämfört med i juni förväntar sig marknadsaktörerna fler räntesänkningar av både ECB och Federal Reserve.

I prognosen förbättras den svenska konjunkturen under 2025. Med den föreslagna prognosen för penningpolitiken väntas inhemsk efterfrågan bli drivkraften bakom återhämtningen. BNP väntas växa med omkring 2 procent 2025 och 2,5 procent 2026. Arbetslösheten väntas vända nedåt igen nästa år och nå 7,6 procent i slutet av prognosperioden.

Prognosen för lönetillväxten är också förenlig med en inflation på 2 procent, och återhämtningen i ekonomin bidrar till att bibehålla inflationen på 2 procent även framöver.

Prognosförslaget i rapportutkastet bygger på det förslag till penningpolitik som finns beskrivet i protokollsbilaga A och som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet i direktionen vid dagens möte. Förslaget innebär att styrräntan sänks med 0,25 procentenheter till 3,25 procent vid dagens möte. Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan styrräntan sänkas även vid de två återstående mötena i år. Prognosen för styrräntan avspeglar att en sänkning med 0,5 procentenheter vid något av de närmaste mötena kan bli aktuell. Den indikerar också att en eller två ytterligare sänkningar kan ske under första halvan av nästa år. 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 Per Jansson:

Jag ställer mig bakom prognoserna och de penningpolitiska antagandena i utkastet till penningpolitisk rapport. Även om rapportutkastets förslag till penningpolitik fortsätter att innebära en gradvis anpassning av styrräntan mot lägre nivåer utgör förändringarna i politiken jämfört med vad vi kommunicerade i juni och augusti tillsammans ändå en relativt stor förskjutning i mer expansiv riktning. Jag vill därför fokusera mitt inlägg här idag på skälen till varför jag tycker att dessa förändringar nu är motiverade.

Till en början kan konstateras att det inte är ett oväntat lågt inflationstryck som ligger bakom förskjutningen. Inflationen exklusive energipriser har fortsatt att vara i linje med vår prognos och mycket nära inflationsmålet. Det som, när det

gäller inflationsutvecklingen, i stället enligt min uppfattning öppnar dörren mot att kunna sänka styrräntan lite mer och snabbare än vi tidigare har trott är att det för varje nytt inflationsutfall blir allt tydligare att den svenska ekonomins inflationsbenägenhet åter är i linje med tvåprocentsmålet. Volatila energipriser borträknade har de mer kortsiktiga prisökningarna över tre och sex månader redan sedan en tid tillbaka uppvisat en god och stabil konvergens mot målet. Det här har nu också lett till att motsvarande prisökningar över de senaste tolv månaderna under sommaren har börjat stabiliseras på nivåer nära 2 procent. Utvecklingen talar för att riskerna för att inflationen ska bli alltför hög har minskat ganska betydligt och ger oss större självförtroende att gå fram lite mer bestämt med våra penningpolitiska lättnader.

En viktig fråga är hur man ska se på de låga ökningstakterna för inflationen inklusive energipriser, alltså hela KPIF, som ju trots allt är vår målvariabel. Sedan juni har KPIF-inflationen varit lägre än målet och uppgick i augusti till 1,2 procent.

Min syn här är klar: Så länge den låga ökningstakten inte påverkar förtroendet för inflationsmålet är det inte meningsfullt att med penningpolitiken försöka motverka tillfälliga inflationsvariationer som kommer från stora och snabba förändringar i energipriserna. Det skulle leda till en kraftigt varierande styrränta både uppåt och nedåt och definitivt inte vara stabilitetsbefrämjande på ett mer allmänt plan. Vad det kommer att handla om är således att noggrant följa huruvida de relativt stora negativa inflationsbidragen från energipriserna som vi räknar med fram till ungefär sommaren nästa år börjar sätta avtryck i prissättningen i stort och påverka de mer långsiktiga inflationsförväntningarna. Vår utgångspunkt är att detta inte kommer att ske och att inflationen både med och utan energipriser kommer att ligga nära målet från och med ungefär mitten av nästa år. Men vi måste som sagt vara vaksamma på hur utvecklingen blir.

Det förtjänar också att påpekas att en penningpolitik som ibland inriktas på att styra inflationen exklusive energipriser inte alls betyder att man har bytt målvariabel, som vissa kritiker då och då vill göra gällande. Att jaga kraftiga tillfälliga svängningar i energipriser med räntan är helt enkelt inte ett vettigt sätt att bedriva politiken på och KPIF-inflationen utan energipriser är inte en "ny målvariabel" utan till cirka 92 procent fortfarande samma sak som KPIF-inflationen.¹

Det är också viktigt att notera att Riksbanken inte bara försöker "se igenom" mycket låga energiprisökningar, för att som det ibland hävdas slippa sänka räntan, utan att vi strävar efter att agera symmetriskt, det vill säga även släppa igenom tillfälligt mycket stora ökningarna i energipriserna. Ett exempel på detta är det penningpolitiska mötet i februari 2022, då vi valde att inte höja räntan trots att

¹ Energiprisernas vikt i KPIF är cirka 8 procent.

det senaste utfallet för KPIF-inflationen som vi vid den tiden hade tillgång till var det högsta sedan inflationsmålet infördes, 4,1 procent. Anledningen till att vi ändå lämnade räntan oförändrad var att inflationsuppgången bedömdes vara tillfällig, just orsakad av kraftigt stigande energipriser som inte beräknades fortsätta öka under 2022. Det senaste utfallet för KPIF-inflationen exklusive energipriser låg på 1,7 procent och var fallande från månaden innan. Som bekant visade det sig i efterhand att bedömningen att inflationen då snart skulle falla tillbaka inte stämde, men poängen här är att tydliggöra en princip, nämligen att vi strävar efter att agera symmetriskt.

Utöver den gynnsamma inflationsutvecklingen spelar också den realekonomiska utvecklingen stor roll för varför jag menar att det nu är lämpligt att satsa på lite större lättnader i penningpolitiken. Den oro vi hade för att återhämtningen skulle kunna bli mycket snabb när hushåll och företag inkorporerar ett större antal räntesänkningar i sina framtidsförväntningar har inte visat sig vara befogad. Tvärtom går återhämtningen trögare än väntat, både för hushållens konsumtion och företagens investeringar. Nu när den svenska ekonomins inflationsbenägenhet åter har normaliserats och uppåtriskerna för inflationen är tydligt mindre än tidigare är det ett bra läge att försöka få mer fart på realekonomin. Eller som det skrivs på ett bra sätt i rapportutkastet: Att konjunkturen stärks är viktigt i sig, men också en förutsättning för att inflationen ska kunna stabiliseras nära målet.

Min förhoppning är att vår mer offensiva penningpolitiska plan ska bidra till större optimism och framtidstro hos hushåll och företag. Om vi fullföljer vår plan, vilket vi ju givetvis hoppas att vi kommer att kunna göra, så finns utsikter att en bolåneränta med tre månaders löptid vid ungefär den här tiden nästa år ligger omkring 1 procentenhet, eller till och med lite mer än så, under sin nuvarande nivå. Även för företagen, som generellt sett möter lite högre låneräntor än hushållen, kan en räntenedgång i ungefär samma storleksordning förväntas. Det rör sig alltså sammantaget om en ganska stor stimulans som därmed borde bidra till att höja aktiviteten i en den svenska ekonomin en hel del.

Jag vill avsluta med några tankar kring kronans växelkurs. Vi förskjuter nu vår penningpolitik i en mer expansiv riktning på flera olika sätt. Till skillnad från flera andra centralbanker är vi ganska tydliga med våra förväntningar om styrräntans utveckling under de närmaste kvartalen. Faktum är ju att vi nu också ytterligare höjer vår tydlighet jämfört med hur vi tidigare har kommunicerat. Ett ökat självförtroende mot bakgrund av ett inflationstryck som uppvisar allt tydligare tecken på att vara stabilt i linje med inflationsmålet ligger bakom detta. Till bilden hör att riskerna för att inflationen ska bli alltför hög har minskat rätt avsevärt. Samtidigt går den realekonomiska återhämtningen trögt. I en sådan miljö går det inte att utesluta att räntedifferenserna mot flera länder i vår omvärld kommer att

växa framöver. En viktig fråga är då förstås hur detta kommer att påverka kronans växelkurs, som ju fortfarande är på en relativt svag nivå. Det måste vi givetvis vara uppmärksamma på. Min utgångspunkt är dock att kronan kan utvecklas ganska väl också i en sådan här miljö, förutsatt att våra penningpolitiska åtgärder uppfattas som rimliga och står i överensstämmelse med utsikterna för inflationen och den ekonomiska utvecklingen i övrigt. I så fall borde våra åtgärder i hög grad redan reflekteras i prissättningen av kronan och jag tolkar de rådande marknadsförväntningarna som att det är just detta som är fallet. Men det är som sagt ändå något som vi behöver hålla ögonen på.

Vice riksbankschef Aino Bunge:

Jag stödjer förslaget att vid detta möte sänka styrräntan till 3,25 procent och de prognoser och bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport.

I rapportutkastet konstaterar vi att inflationstrycket bedöms vara förenligt med en inflation kring 2 procent. Det finns en större trygghet än tidigare i att vi har lämnat perioden med hög inflation bakom oss för den här gången. KPIF-inflationen var i augusti 1,2 procent och den närmaste tiden bedöms den ligga kvar en bit under 2 procent. Det är de mycket låga energipriserna som förväntas dämpa inflationen under ytterligare ett antal månader. Vi måste vara beredda på kortsiktiga variationer, bland annat beroende på hur vinterns elpriser utvecklas (se diagram 30 i rapportutkastet). Ökningstakten i KPIF exklusive energi är mer stabil och uppgick till 2,2 procent i augusti. Mätt som tre- eller sexmånadersförändring uppräknade till årstakt har den varit nära 2 procent under ett antal månader.

Även andra indikatorer pekar på en fortsatt låg inflation i närheten av målet. Vår egen analys av mikrodata pekar liksom våra tidigare företagsundersökningar på ett mer normaliserat prissättningsbeteende hos företagen; det här illustreras på ett bra sätt i en analysruta i rapportutkastet. Kronan är fortfarande en osäkerhetsfaktor att beakta i bedömningen av inflationen. Här kan omvärldens penningpolitik påverka utvecklingen. Och inte minst efter den amerikanska centralbankens beslut förra veckan står det klart att de flesta centralbanker i omvärlden nu lättar på penningpolitiken.

Inflationsförväntningarna på lång sikt är väl förankrade vid målet, vilket illustreras i diagram 20 i rapportutkastet. På kortare sikt är de lägre men ändå nära 2 procent. Min sammantagna bedömning av inflationen här och nu är att den ger oss utrymme att i större utsträckning än tidigare också fokusera på realekonomin och en återhämtning i den svenska tillväxten.

Och det för mig in på den lågkonjunktur vi befinner oss i. Den kan fortfarande benämnas som mild i en historisk jämförelse, och vår prognos är att efterfrågan ska ta fart och att en återhämtning i ekonomin är på väg. Att konjunkturen stärks

är viktigt i sig, men som också beskrivs i rapportutkastet är det dessutom en förutsättning för att inflationen ska kunna stabiliseras nära målet i enlighet med vår prognos. Jag tänkte kommentera två frågor på det här temat lite närmare idag: för det första de räntekänsliga hushållen och konsumtionen och för det andra utvecklingen i omvärlden och exporten.

En dämpning av efterfrågan var nödvändig för att få bukt med den höga inflationen, men på samma sätt behövs nu en återhämtning av efterfrågan för att stabilisera inflationen framåt. Framåtblickande indikatorer visar sedan en tid en stigande optimism bland hushållen, och historiskt brukar det leda till att konsumtionen ökar. Men den här gången har vi inte sett till så mycket av den effekten än. Det är tydligt att det fortfarande finns en försiktighet bland hushållen, efter den mycket kraftiga åtstramning som kraftigt stigande priser och räntor förde med sig. I Sverige blev effekten av de stigande räntorna som vi vet särskilt påtaglig, på grund av hushållens höga skulder och korta räntebindingstider. För mig är det tydligt att det inte alltid är en fördel att få en så kraftig påverkan av penningpolitiken på hushållssektorn. I Norge ser det ut på ett liknande sätt, vilket Ida Wolden Bache uppmärksammade vid ett anförande i Jackson Hole nyligen.² Penningpolitikens stora effekt på hushållens ekonomi tycker jag är en viktig omständighet att ha med sig när man diskuterar behovet av åtgärder inriktade på bolånemarknaden framöver.

I de senaste finansräkenskaperna konstateras att hushållen fortsätter att spara, men att lånen börjar ta fart efter en lång period med svag utveckling.³ Det är nu mycket som pekar åt rätt håll för hushållen, med lägre inflation, stigande reallöner, sänkta räntor, ett högt sparande och även en något mer expansiv finanspolitik. En förklaring till hushållens avvaktande hållning hittills kan vara att prisnivån fortfarande upplevs som hög. Men i takt med att priserna som hushållen observerar inte stiger lika mycket kommer förändringen att märkas i vardagen, vilket bör ge ett uppsving till efterfrågan. Men det är också viktigt att inte arbetsmarknaden försvagas alltför mycket. Även om vi ser framför oss ytterligare några månader med en försvagning är vår prognos att arbetslösheten är på väg att vända ner. Men det blir viktigt att följa framåtblickande indikatorer som varsel och konkurser framöver.

Den konjunkturåterhämtning vi ser framför oss drivs alltså av en ökning av inhemsk efterfrågan. Diagram 23 i rapportutkastet visar bidragen till tillväxten i BNP i vår prognos. Det framgår tydligt att hushållens konsumtion utgör motorn i återhämtningen, men även investeringarna förväntas bidra under de kommande

² Se "[The cash-flow channel of monetary policy – micro evidence and macro outcomes](#)", anförande vid Jackson Hole, 2024-08-24, Norges Bank.

³ Se SCB, "[Hushållen fortsatte spara samtidigt som tillväxttakten för bostadslån ökade](#)", Statistiknyhet 2024-09-19.

åren. Vad som inte riktigt framgår av diagrammet är att det behövs en relativt god utveckling även för exporten för att den svenska ekonomin ska hamna i ett normalt konjunkturläge och arbetslösheten inte ska öka ytterligare. Prognoserna baseras på bedömningen att lågkonjunkturen i euroområdet har bottnat och att tillväxten ökar där 2025. Ett orosmoment här är att indikatorer som inköpschefsindex är svaga, inte minst i den viktiga handelspartnern Tyskland.

Det finns alltså risker för en svagare efterfrågan, kopplade till dels hushållens efterfrågan i Sverige, dels efterfrågan på svensk export i omvärlden. Som beskrivs i kapitel 3 i rapportutkastet skulle en svagare efterfrågan kunna föranleda lägre inflation i Sverige och en mer expansiv penningpolitik. Men som också framgår i kapitel 3 finns det även risker på uppsidan för inflationen, bland annat vad gäller geopolitiken. De skulle kunna leda till nya kostnadschocker för företagen, som då skulle kunna börja höja priserna i snabbare takt igen.

Det finns alltså som vanligt risker åt båda hållen framöver för både konjunkturen och inflationen. Men en nyckelfaktor i den penningpolitiska bedömningen är den tydliga förskjutning av riskbilden för inflations- och konjunkturutsikterna som har skett sedan i våras. Risken för att inflationen återigen ska ta fart och bli alltför hög har minskat ytterligare, medan risken har ökat för att återhämtningen i den svenska ekonomin dröjer längre än väntat. Det är ett viktigt motiv till den lättare penningpolitik som vi nu ser framför oss.

Dagens beslut och den ränteprognois som beskrivs i rapportutkastet innebär en relativt stor lättnad av penningpolitiken. Jag menar att det är väl avvägt att fortsätta att lätta på penningpolitiken gradvis och sänka styrräntan med 0,25 procentenheter vid det här mötet. När vi blickar framåt bör vi även kunna öka takten i räntesänkningarna jämfört med tidigare bedömning, genom att sänka räntan vid de två återstående mötena i år och ytterligare en eller två gånger under första halvan av nästa år.

Prognosen innefattar även en viss sannolikhet för en sänkning med 0,5 procentenheter vid något av de närmaste mötena. För min del vill jag gärna avdramatisera en eventuell sänkning med 0,5 procentenheter vid ett visst möte. Penningpolitiken ska ses som en helhet och det viktigaste är att vi förändrar räntan och räntebanan utifrån en samlad bedömning av vad som krävs för att inflationen ska stabiliseras nära två procent utan en alltför stor realekonomisk kostnad. Räntebanan indikerar att vi når en räntenivå på strax över två procent till nästa sommar. Vår prognos är att svensk ekonomi då återhämtar sig och hushåll och företag kan känna tillförsikt till såväl framtida låg och stabil inflation som det ekonomiska läget. Men det tål att upprepas att det behövs en prövande ansats, där vi är beredda att ändra vår plan om så krävs.

Förste vice riksbankschef Anna Breman:

Jag stödjer förslaget att sänka styrräntan från 3,50 till 3,25 procent. Jag ställer mig även bakom förslaget till ny styrräntebana och de penningpolitiska bedömningar som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport.

Penningpolitiken har bidragit till att inflationen har fallit och nu är på god väg att varaktigt stabilisera sig nära målet. Risken för att inflationen ska bli för hög har minskat ytterligare, och återhämtningen ser ut ta lite längre tid än väntat. Det gör att jag stödjer förslaget med en räntesänkning vid dagens möte, den tredje sänkningen i år, och att räntebanan revideras ned och nu avspeglar att en sänkning med 0,5 procentenheter kan bli aktuell vid något av de kommande mötena.

Dessa räntesänkningar och stigande reallöner leder till en tydlig förbättring av hushållens köpkraft i år och nästa år (se diagram 26 i rapportutkastet). 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.

Rapportutkastet beskriver väl utsikterna för inflationen, riskbilden och alternativscenarier. Jag ser alltså ytterligare gradvisa räntesänkningar som en väl avvägd penningpolitik och jag vill inte upprepa det jag sa förra gången om detta.⁴ Vid dagens möte vill jag fokusera på räntebanan och transmissionen av penningpolitiken och sedan kort diskutera energipriser och hushållens konsumtion som är viktiga för prognosen i närtid.

För det första, vi har reviderat hur räntebanan presenteras. Den grafiska illustrationen syftar till att förstärka budskapet att räntebanan är en prognos även på kort sikt och att osäkerheten ökar ju längre fram i tiden vi kommer (se diagram 1 och rutan "Prognosen för styrräntan" på s. 10 i rapportutkastet). Med ett utdraget krig i vårt närområde, en svår situation i Mellanöstern och amerikanskt presidentval innan nästa penningpolitiska möte är det viktigt att vi har möjlighet att agera på ny information och inte blir låsta av tidigare kommunikation. Penningpolitiken kommer att anpassas om utsikterna för inflationen ändras. Men det betyder inte att räntebanan inte spelar någon roll.

Räntebanan är en viktig del av penningpolitiken. Den återspeglar den nuvarande och framtida styrränta som vi bedömer är konsistent med låg och stabil inflation på sikt. En grundläggande förutsättning för denna bedömning är att transmissionen av penningpolitiken fungerar väl, så att räntesänkningar som ligger i räntebanan stödjer återhämtningen. Det är därför viktigt att följa hur våra

⁴ Se [Protokoll från det penningpolitiska mötet den 19 augusti 2024](#) och faktarutan "Styrräntan förändras ofta gradvis" i rapportutkastet

räntesänkningar påverkar de räntor som hushåll och företag möter (se kapitel 1.2 i rapportutkastet).

När Riksbanken höjde styrräntan för att motverka hög inflation under 2022-23 höjde bankerna bolåneräntor snabbt och mycket medan det tog längre tid att höja räntorna på sparkonton, och bankernas vinstmarginaler ökade. När vi nu sänker styrräntan är det rimligt att bankerna sänker korta utlåningsräntor till hushåll och företag lika mycket som styrräntan för att transmissionen ska anses fungera normalt. Om dålig konkurrens på bankmarknaden och svårigheter att byta bank innebär att bankerna inte sänker utlåningsräntor mot hushåll och företag lika mycket som styrräntan innebär det att Riksbankens räntesänkningar inte kommer hushåll och företag till del fullt ut. Det skulle kunna fördröja återhämtningen i svensk ekonomi. Det är därför ytterst viktigt att vi följer detta i detalj.

Med detta sagt vill jag kort diskutera ytterligare två faktorer som är viktiga för inflationen och återhämtningen i svensk ekonomi i närtid: energipriser och hushållens konsumtion.

Energipriserna i Sverige har fallit och är nu lägre än vad de var i augusti 2021. Det gör att vår målvariabel KPIF är under två procent, och betydligt lägre än KPIF exklusive energi, och denna diskrepans väntas bestå en tid framöver. Men, som jag tidigare lyft fram, det är inte enskilda månadsutfall som avgör inriktningen på penningpolitiken utan det är alltid en bedömning om vart inflationen är på väg på sikt. KPIF är vår målvariabel, men för att analysera drivkrafterna i inflationen på sikt behöver vi alltid se till flera olika inflationsmått, inklusive KPIF exklusive energi.

Energipriser är dessutom den mest volatila priskategorin. Och, KPIF påverkas mycket och snabbt om energipriset ändras, vilket beskrivs väl i rutan "KPIF vid alternativa antaganden om energipriser".

Vi behöver även analysera eventuella andrahandseffekter av förändringar i energipriser på övriga priskategorier. När inflationen steg kraftigt under 2022 bidrog stigande energipriser till högre priser på energiintensiva varor och tjänster. Men, företagens prissättningsbeteende tenderar att vara asymmetrisk, det vill säga företag tenderar att höja priser när kostnader stiger, men inte sänka priserna lika mycket när kostnader minskar. Min bedömning är att låga energipriser i dagsläget inte riskerar att ge en inflation som är varaktigt under målet.

Denna asymmetri i prissättningsbeteende kan även vara viktigt för effekter av växelkursen på inflationen. Jag ser därför en svagare krona som en större risk för

inflationen än om kronan stärks ytterligare.⁵ Det är dock viktigt att fortsätta analysera företagens prissättningsbeteende och det är positivt att vi nu har tillgång till bättre data för att göra detta (se ruta "Mikrodata ger insikter om hur företagen ändrar sina priser").

Innan jag avslutar vill jag kommentera hushållens konsumtion. Återhämtningen i svensk ekonomi ser ut att bli något fördröjd. Det är framför allt svag hushållskonsumtion som bidrar till detta, men även näringslivets investeringar och export dämpas till följd av en avmattning i global konjunktur.

Förväntningar om framtida räntesänkningar skulle ha kunnat ge en positiv effekt på hushållens konsumtion och företagens investeringar, men vi ser inga tecken på detta ännu. Istället ökar hushållens sparande (se diagram 14 i rapportutkastet). En anledning kan vara att en orolig omvärld bidrar till högt försiktighetssparande från hushållen och att företag håller tillbaka investeringar. Hushåll med låga inkomster och små marginaler behöver räntesänkningar och en period med högre reallöner/real disponibel inkomst för att kunna öka sin konsumtion. Det är därför positivt att låg och stabil inflation nu bidrar till detta redan i år (se diagram 26 i rapportutkastet). Även en hög svensk sysselsättningsgrad bidrar till goda förutsättningar för en stark återhämtning i hushållens konsumtion (se diagram 4 i rapportutkastet). Det är viktigt att vi ser en god utveckling i arbetsmarknaden framöver.

Låt mig sammanfatta. Risken för att inflationen ska bli för hög har minskat ytterligare. Jag stödjer därför en räntesänkning vid dagens möte och att vi reviderar ned räntebanan tydligt och har en viss sannolikhet för en sänkning om 0,5 procentenheter vid kommande möten. Om utsikterna för inflationen ändras kommer penningpolitiken att anpassas.

Vice riksbankschef Anna Seim:

Jag stödjer förslaget att sänka styrräntan till 3,25 och ställer mig bakom räntebanan, prognoserna och övervägandena i utkastet till penningpolitisk rapport. Min bedömning baseras på den samlade bild som förmedlas i rapportutkastet.

Våra prognoser visar att inflationen stabiliseras vid målet på sikt, men att den under en tid kommer att ligga under 2 procent när den mäts i termer av vår målvariabel KPIF. Jag vill därför ta tillfället i akt att diskutera om detta är ett problem. Specifikt väljer jag att kommentera (i) energiprisernas roll, (ii) fördröjda effekter och den penningpolitiska transmissionen, (iii) inflation kontra prisnivåer och (iv) risken för varaktigt låg inflation.

⁵ Se mitt inlägg i [Protokoll från det penningpolitiska mötet 26 juni 2024](#) för mer information

Att inflationen i termer av KPIF i augusti blev 1,2 procent beror i stor utsträckning på låga energipriser. Exklusive energi uppgick inflationen samma månad till 2,2 procent. Energipriserna är volatila och utanför vår kontroll. Som vår analys i avsnitt 2.3 i rapportutkastet visar är utvecklingen i KPIF mycket känslig för energiprisernas utveckling. Det är vidare troligare att elpriserna blir högre än lägre framöver, vilket snabbt skulle få KPIF-inflationen att närma sig 2 procent. Det viktiga för våra beslut är en uppfattning om det underliggande inflationstrycket i ekonomin och min bedömning är att det har stabiliserats vid målet.

Som vi diskuterar i avsnitt 3 i rapportutkastet tar det tid innan styrränteförändringar får fullt genomslag i ekonomin. Penningpolitiken måste därför vara framåtblickande och vår uppgift är att styra mot en inflation på 2 procent på sikt. De inflationsutfall vi observerar här och nu beror på det ekonomiska läget och tidigare chocker men också på den redan förda ekonomiska politiken. Även om det finns vissa effekter av styrränteförändringar som är relativt snabba, som exempelvis att bolånekostnaderna för hushåll med rörliga räntor påverkas, aktiveras andra mekanismer med betydande fördröjning. Det är därför varken möjligt eller önskvärt att försöka komma till rätta med begränsade avvikelser från 2 procent genom att finkalibrera penningpolitiken.

En naturlig fråga i sammanhanget är om det inte är bra med lägre inflation efter de senaste årens kraftiga prisökningar? Det är förstås mycket positivt att inflationen kommit ner så att realinkomsterna nu kan börja stiga. Om inflationen blir någon tiondel lägre än 2 procent ökar priserna i långsammare takt vilket i princip innebär lättnader för hushållen som länge tyngts av höga priser. Men eftersom vi varken har ett prisnivåmål eller ett mål för genomsnittlig inflation blir det fel att tänka att det är bättre ju lägre inflationen blir. Vår uppgift är att på sikt styra ekonomin mot en stabil inflation på 2 procent och på så sätt förse ekonomin med ett nominellt ankare som ekonomins aktörer kan beakta i sina beslut. Även i detta sammanhang är tidshorizonten avgörande. För exempelvis lönebildningen är det centralt att vi ser till att inflationsmålet uppnås på sikt – inte om inflationen i termer av KPIF enstaka månader blir några tiondelar under 2 procent.

Den fråga som jag funderat mest över i ljuset av de senaste inflationsutfallen är riskerna för att inflationen ska bli varaktigt lägre framöver. Finns det några strukturella faktorer som talar för att vi åter ska befinna oss i en miljö liknande den innan pandemin när inflationstrycket var svagt? Det har gjorts många försök att förklara den låga inflationen som då rådde, bland annat inom litteraturen om strukturellt svag efterfrågan, så kallad sekulär stagnation. En förklaring som jag bedömer som trolig är att det svaga inflationstrycket i viss utsträckning berodde på positiva utbudschocker som pressade ner priserna. Exempel på sådana chocker är ökad globalisering och ny teknologi som bidragit till att minska företagets kostnader. I dagsläget bedömer vi emellertid snarare att riskerna för negativa

utbudsstörningar som skulle pressa upp priserna är förhöjda. Såväl valet i USA, med de konsekvenser utfallet där kan få för världshandeln, som de geopolitiska riskerna globalt, bidrar till den bilden. Ytterligare en faktor som bidrog till att inflationen blev varaktigt låg i Sverige under 2010-talet var ett måttligt lönetryck och begränsad löneglidning. Givet de senaste årens svaga reallöneutveckling menar jag att vi inte kan utesluta ett visst inslag av kompensatoriska lönekrav i nästa avtalsrörelse eller löneökningar utanför de centrala avtalen. Min samlade bedömning blir således att det finns faktorer som dämpar risken för varaktigt lägre inflation i Sverige i nuläget, men detta är något vi bör följa noggrant.

Sammanfattningsvis är det centrala för att inflationsmålet ska kunna fungera som ett riktmärke för hushåll, företag och arbetsmarknadens parter att inflationen stabiliseras vid 2 procent på sikt, vilket våra prognoser indikerar. För att säkerställa att vi åstadkommer detta och samtidigt understödjer den realekonomiska återhämtningen bör vi därför, istället för att reagera på tillfälliga avvikelser, på ett sansat och förutsägbart sätt styra ekonomin i riktning mot en lägre räntenivå.

Riksbankschef Erik Thedéen:

Inflationen i Sverige har stabiliserats nära målet på 2 procent och riskbilden för inflationen har fortsatt att förbättras. Jag stödjer därför förslaget att idag sänka styrräntan till 3,25 procent och prognosförslaget om fortsatta gradvisa, men likväl snabba, sänkningar vid de kommande mötena i år och under våren nästa år. Jag ställer mig även bakom de övriga bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport. De penningpolitiska lättnaderna kommer att bidra till att återhämtningen i svensk ekonomi tar fart, så att resursutnyttjandet stiger samtidigt som inflationen stabiliseras kring målet även på sikt.

I den gradvisa ansats som vi valt ryms även möjligheten av en sänkning med 0,5 procentenheter vid något av de två återstående mötena i år, i linje med vad som anges i rapportutkastet. Att vi explicit anger att vi kan komma sänka i större steg i rapportutkastet är en tydlig markering att det nu, givet de gynnsamma inflationsutsikterna, är en del av vår gradvisa penningpolitiska strategi.

Styrränteprognosen i vårt huvudscenario innebär alltså att vi i snabb takt lättar på den penningpolitiska bromsen. Borde det gå ännu snabbare, kan man fråga sig? Konjunkturen är i dagsläget svag och än så länge finns få konkreta tecken på en återhämtning i hushållens konsumtion. Dessutom var vår målvariabel, KPIF-inflationen, i augusti endast 1,2 procent. Dessa omständigheter kunde vara argument för snabbare räntesänkningar.

Vi har dock goda skäl att vänta oss att tillväxten snart ska ta fart. Indikatorer talar för en hygglig tillväxt under andra halvåret och hushållen är optimistiska om

framtidsutsikterna. De finansiella förutsättningarna för en stigande konsumtion finns också på plats: reallönerna stiger och många hushåll har ett högt sparande. Till detta kommer de pågående penningpolitiska lättnaderna, som kommer att bidra till påtagligt högre efterfrågan. Dessutom får ekonomin nästa år mer stöd av finanspolitiken.

Men vi vill att aktiviteten i ekonomin ska öka under kontrollerade former och vi behåller därför ett visst utrymme att vid behov anpassa takten i räntesänkningarna. Även om vi på senare tid sett att våra prognoser i stort sett slagit in så ska vi vara ödmjuka; läget kan förändras snabbt. Med de lättnader vi genomfört och nu accelererar, har vi en tydlig riktning. Samtidigt behåller vi handlingsfrihet om läget skulle förändras. Jag bedömer att det är väl avvägt.

Att KPIF-inflationen är låg och en bit under 2 procent beror som bekant på att el- och drivmedelspriser i nuläget är betydligt lägre än för ett år sedan. Prognoser på fortsatt låga energipriser, som baseras på terminspriser, bidrar också till att KPIF-inflationen förväntas förbli låg under resten av året. Men inflationen mätt med KPIF exklusive energi var i augusti 2,2 procent, i linje med våra tidigare prognoser, och den förväntas fortsätta att vara nära 2 procent.

Vi såg visserligen för ett par år sedan hur snabbt stigande energipriser med viss fördröjning spred sig till en lång rad priser i konsumentledet. Men vi har idag goda skäl att förvänta oss att effekten av låga energipriser på företagens kostnader denna gång blir mer begränsade. Det vore därför fel att nu reagera på att utfallen för KPIF är en bit under 2 procent. Penningpolitiken måste vara framåtblickande och anpassas efter vår bedömning av inflations- och konjunkturutsikterna på ett till två års sikt.

Flera indikatorer, såsom långsiktiga inflationsförväntningar, producentpriser samt företagens framtida prisplaner, stödjer bedömningen att prisökningstakten exklusive energi kommer att förbli i linje med målet på 2 procent. Dessutom är förutsättningarna som sagt goda för att tillväxten ska ta fart och därmed att utnyttjandet av ekonomins resurser successivt ska normaliseras. På längre sikt är ett normalt resursutnyttjande en viktig förutsättning för en stabil inflation nära målet.

Riksbanken utformar penningpolitiken för att passa de svenska ekonomiska förhållandena, men vårt utlandsberoende är stort och prognosen för svensk ekonomi påverkas i hög utsträckning av de internationella inflations- och tillväxtutsikterna. Hos flera av våra viktiga handelspartners är den ekonomiska aktiviteten måttlig, eller till och med svag, och i euroområdet och Kina har tillväxtindikatorerna försämrats de senaste månaderna. Om de internationella tillväxtutsikterna skulle försämrats på ett mer påtagligt sätt, då får det konsekvenser även för efterfrågan på svensk export och därmed på

återhämtningen i svensk ekonomi. I ett sådant scenario behöver penningpolitiken sannolikt anpassas för att ge mer stöd åt konjunkturen. Samtidigt kan det då uppstå en risk för stora rörelser på de internationella finansmarknaderna, vilka kan påverka kronans växelkurs och därmed försvåra den penningpolitiska avvägningen. Det är i sammanhanget värt att påminna om att vi står inför ett presidentval i världens största ekonomi, USA, något som kan få betydande effekter för den globala ekonomiska utvecklingen, såväl på kort som lång sikt.

Inflationen i omvärlden fortsätter överlag att utvecklas gynnsamt, även om löner och tjänstepriser fortsätter att öka ganska snabbt i vissa länder i Europa. I dagsläget ser vi inga tecken på några starka inflationsimpulser från omvärlden, även om det alltså finns betydande risker kopplade till global handelspolitik och till den hotfulla geopolitiska situationen.

Jag nämnde nyss valutariskerna men låt mig lägga till ett par ord om kronan. Växelkursen har på senare tid utvecklas på ett jämförelsevis stabilt sätt. Detta är välkommet. Kronan är enligt vår bedömning fortfarande undervärderad och vår inflationsprognos bygger på antagandet om en successiv förstärkning av växelkursen.

Vårt huvudscenario är att efterfrågan i den svenska ekonomin kommer att stärkas successivt. Men det finns självklart även betydande inhemska källor till osäkerhet. Ett exempel är osäkerheten beträffande hur mycket och hur snabbt som hushållen kommer att öka sin konsumtion de kommande kvartalen.

Oaktat dessa risker målar vår prognos en ganska ljus ekonomisk bild för de kommande åren. Inflationen stabiliseras i linje med målet, förtroendet för inflationsmålet är starkt och det finns nu utrymme för penningpolitiken att ge mer stöd åt konjunkturen. Vid det senaste mötet beskrev jag läget som att dimman lättade. Nu har sikten klarnat än mer. Det går därför att öka farten ytterligare även om vaksamhet är fortsatt påkallad. Förutsättningarna är goda för att den ekonomiska återhämtningen snart ska komma igång, och för att inflationen ska förbli i linje med målet på 2 procent.

§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 3,25 procent, vilket innebär att den sänks med 0,25 procentenheter. Den nya nivån på styrräntan ska tillämpas från och med onsdagen den 2 oktober 2024,

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga B Penningpolitisk rapport,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet med motivering i ett pressmeddelande onsdagen den 25 september 2024 kl. 09:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde tisdagen den 1 oktober 2024 kl. 09:30.

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

Björn Andersson

Charlie Nilsson

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