



Penningpolitiskt protokoll

December 2024

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen nr 8

DATUM: 2024-12-18

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

Carolina Backert
Charlotta Edler
Heidi Elmér
Mattias Erlandsson
Susanna Grufman
Marie Hesselman
Ann-Leena Mikiver
Olof Sandstedt
Åsa Olli Segendorf
Jakob Almerud
Mikael Apel
Charlie Nilsson

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

Det noterades att Mikael Apel och Charlie Nilsson skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Buster Carlsen, senior marknadsekonom på avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det förra penningpolitiska mötet i november. Sedan dess har Donald Trumps seger i det amerikanska presidentvalet varit ett stort tema på de finansiella marknaderna. Investörer försöker bedöma effekterna av bland annat skattesänkningar, avregleringar och tariffer på den globala ekonomin. Ett flertal analytiker har justerat upp sina inflationsprognoser för USA kommande år, främst på grund av att man väntar sig en betydande ökning av tullar.

Samtidigt har förväntningarna på räntesänkningar från Federal Reserve nästa år minskat. Detta följer ett större skifte som ägde rum månaden före valet, då marknaden justerade sina prognoser mot färre räntesänkningar under 2025. Trots detta kvarstår marknadsförväntningar om att Federal Reserve kommer att meddela en sänkt styrränta med 25 räntepunkter vid beskedet senare idag. Marknaden förväntar sig nu att Federal Reserve sänker räntan ytterligare cirka två gånger med 25 räntepunkter vardera under 2025 enligt prissättning av ränteterminer. Den amerikanska dollarn har fortsatt att stärkas och har under perioden handlats på den starkaste nivån sedan 2022. Amerikanska statsobligationsräntor med längre löptid steg i början av november efter valet, men har fluktuerat upp och ned sedan dess. Motsvarande europeiska räntor föll i november bland annat på grund av svaga tillväxtindikatorer, politisk osäkerhet och hotet om en handelskonflikt med USA.

Europeiska centralbanken (ECB) beslutade vid sitt möte i december som väntat att sänka styrräntan med 25 räntepunkter för att ge stöd till en inbromsande ekonomi. Termräntor indikerar att marknaden förväntar sig att ECB sänker räntan med cirka 100 räntepunkter under första halvåret 2025. Politisk osäkerhet i Europa fortsätter att vara ett stort tema på räntemarknaden med fokus på kommande nyval i Tyskland samt den franska regeringens möjlighet att få igenom en budget. Ränteskillnaden mellan franska och tyska 10-åriga statsobligationer har under december nått den högsta nivån sedan eurokrisen 2012.

Amerikanska aktieindex har nått nya rekordnivåer i november och december, medan den implicita volatiliteten på aktiemarknaderna har minskat markant sedan valresultatet tillkännagavs. Breda europeiska aktieindex har fortsatt att utvecklas svagare än motsvarande index i USA.

Riksbanken väntas sänka styrräntan med 25 räntepunkter enligt både analytiker och marknadsprissättning. Svenska storbanker förutspår att styrräntan sänks till mellan 1,75 och 2,25 procent någon gång under första halvåret 2025, följt av en

längre period utan ytterligare förändringar. Den ekonomiska utvecklingen anges fortsatt vara det som Riksbanken fokuserar på. Kronans växelkurs, elpriserna och omvärlden skapar osäkerhet men bedöms inte vara ett hinder för Riksbanken att sänka räntan i december.

Finansiell stabilitet – nuläge och risker

Olof Sandstedt, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för situationen i det svenska finansiella systemet. Riskerna i det finansiella systemet har minskat på kort sikt som följd av att räntor har fortsatt att falla. Lägre inflation och räntor underlättar situationen för de kapitalintensiva delarna av ekonomin. Det sker dock efter en lång period av riskuppbyggnad och systemriskerna är fortsatt höga. Därtill har ökad optimism medfört ett större risktagande på de finansiella marknaderna, vilket bidragit till att både tillgångs- och kreditmarknader har utvecklats starkt. Samtidigt är osäkerheten i omvärlden stor och många händelser har potentialen att leda till stora rörelser på de finansiella marknaderna.

Fastighetsföretagens finansiella situation har förbättrats och företagen fortsätter att emittera allt fler nya obligationer, vilka svenska fonder varit den största köparen av. Många av dessa fonder är fortsatt sårbara eftersom andelsägare erbjuds daglig inlösen, samtidigt som tillgångarna inte är tillräckligt likvida för att möta stora uttag under stressade förhållanden, såsom under marknadsoron 2020. Att fastighetsföretag överlag har korta kapitalbindningstider gör att de snabbt kan få svårigheter att refinansiera större förfall av obligationslån. Dessutom är hyresmarknaden inom vissa fastighetssegment svag, vilket kan påverka värdet för företagens fastigheter negativt.

De svenska storbankerna har goda marginaler ned till kraven för kapital och likviditet. I samband med att Riksbanken har minskat storleken på sin balansräkning är det tydligt att utländska investerare kommit tillbaka till marknaden för säkerställda obligationer. De utländska investerarnas köp av säkerställda obligationer verkar i stor utsträckning vara lånefinansierade.

Under hösten har det också noterats viss förhöjd volatilitet i räntor på de allra kortaste löptiderna i bankernas likviditetshantering. Det gäller särskilt under perioder efter Riksbankens certifikatsauktioner då mängden centralbanksreserver har varit mindre än vanligt. Det är viktigt att banker tar sitt ansvar för att upprätthålla interbankmarknadens funktionssätt.

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 3, 4 och 6 december. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades vid direktionens möte den 10 december.

I november sänktes styrräntan med 0,50 procentenheter och bedömningen var då att räntan kunde komma att sänkas även i december, samt återigen under det första halvåret 2025. Centrala frågor i den här beredningen har varit hur mycket lägre styrräntan behöver bli för att konjunkturen ska återhämta sig och bidra till att hålla inflationen på målet framöver, samt hur utsikterna för hushållens konsumtion framöver ser ut. Två andra centrala frågor har varit hur skiftet i förväntningar för styrräntorna i USA kontra euroområdet påverkar förutsättningarna för svensk penningpolitik, och hur en global handelskonflikt skulle påverka förutsättningarna för densamma.

Inflationstrycket är förenligt med en inflation på målet och inflationsförväntningarna är väl förankrade vid 2 procent, särskilt på längre sikt. Framåtblickande indikatorer, till exempel företagens prisplaner och producentpriser, tyder på ett inflationstryck som även framöver är förenligt med en inflation nära 2 procent. KPIF-inflationen var 1,8 procent i november, vilket var högre än Riksbankens tidigare prognos, men samtidigt närmare inflationsmålet. Inflationen mätt med KPIF exklusive de volatila energipriserna är också fortsatt relativt nära 2 procent, trots en viss uppgång i november.

Den svenska ekonomin befinner sig alltjämt i en mild lågkonjunktur. BNP ökade med 0,3 procent under tredje kvartalet 2024 jämfört med kvartalet innan, vilket var i linje med Riksbankens prognos. Hushållens konsumtion var nästintill oförändrad under samma kvartal, och deras sparande var kvar på en hög nivå. Samtidigt bromsade exportefterfrågan in. BNP-tillväxten i Sverige väntas vara något lägre än normalt även under det sista kvartalet i år.

Samtidigt har det skett en konjunkturrell divergens mellan USA och euroområdet, där den amerikanska ekonomin utvecklas starkare än den europeiska, även om skillnaden mellan olika länder i Europa är stor. Detta påverkar också marknadsaktörers bild av de två ekonomiernas penningpolitik framöver. Marknadsaktörernas förväntningar på den amerikanska styrräntan har stigit sedan i september, medan förväntningarna på ECB:s framtida styrränta har sjunkit något. Den svenska konjunkturen påverkas mer av konjunkturen i euroområdet än i USA. Samtidigt påverkar amerikansk penningpolitik globala finansiella förhållanden i högre grad än europeisk penningpolitik, och högre räntor i USA leder, allt annat lika, till ett lägre globalt resursutnyttjande och en lägre global inflation. Det skulle kunna tala för en något lättare penningpolitik i Sverige, men måste vägas mot att en lägre styrränta, allt annat lika, skulle kunna försvaga kronkursen och leda till ett högre inflationstryck.

I prognosen förbättras den svenska konjunkturen under 2025. Ökade importtullar från USA ingår inte explicit i rapportutkastets ekonomiska bedömningar. Detta då osäkerheten är mycket stor både kring storleken på tullarna, vilka varor som drabbas samt hur ett potentiellt svar på dessa från andra länder skulle utformas. Därmed blir också osäkerheten kring effekten på svensk ekonomi och inflation stor. Frågan kring effekten av tullar illustreras i ett alternativt scenario i rapportutkastet.

Framöver väntas inhemsk efterfrågan bli drivkraften bakom återhämtningen. BNP väntas växa med strax under 2 procent 2025 och strax över 2,5 procent 2026. Prognosen för hushållens konsumtion är i stora drag i linje med prognosen i september, och utgår från att konsumtionen växer snabbare än BNP 2025 och 2026. Arbetslösheten väntas vända nedåt igen nästa år och nå 7,7 procent i slutet av prognosperioden. Återhämtningen i ekonomin bidrar till att hålla inflationen nära 2 procent 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 2,5 procent vid dagens möte. Om inflations- och konjunkturutsikterna står sig kan styrräntan sänkas en gång till under det första halvåret 2025. I prognosen är styrräntan sedan oförändrad på 2,25 procent under 2026 och 2027, men osäkerheten är betydande. Riksbankens innehav av värdepapper fortsätter att minska genom förfall och de försäljningar av statsobligationer som beslutades i januari.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Förste vice riksbankschef Anna Breman:

Jag stödjer förslaget att sänka styrräntan från 2,75 procent till 2,50 procent. Jag ställer mig även bakom förslaget till ny styrräntebana och de penningpolitiska bedömningar som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport.

Styrräntan har sänkts snabbt. Med dagens beslut har vi gjort fem sänkningar i år om sammanlagt 1,50 procentenheter. Det ger ökad köpkraft till hushåll och lägre finansieringskostnader för företag. Detta har redan haft en viss effekt på de räntor som hushåll och företag möter, men hushåll och företag kommer allt tydligare att märka av lägre räntor i början av nästa år (se diagram 13, 14, 17 och 27 i rapportutkastet).

Penningpolitiken verkar med fördröjning. Det är både en effekt av att det tar tid för ränteförändringar att slå igenom i lånestocken, och att det tar tid för hushåll och företag att anpassa sitt beteende och exempelvis öka konsumtion, investera

mer och anställa fler.¹ Men, starkare köpkraft och bättre efterfrågan i svensk ekonomi är inte bara en effekt av lägre räntor utan även av att inflationen har fallit och nu är i linje med målet.

En låg och stabil inflation gynnar alla. När inflationen nu är lägre än ökningstakten i löner, pensioner och studiemedel stiger reallöner och reala disponibla inkomster och hushållens köpkraft stärks (se diagram 25 och 32 i rapportutkastet). Om inflationen igen skulle börja stiga skulle hushållens köpkraft urholkas och det skulle minska efterfrågan och motverka den konjunkturuppgång som vi nu ser är på gång.

Dessutom är en låg och stabil inflation en förutsättning för en väl fungerande lönebildning och underlättar för företagens prissättningsbeteende och stärker investeringar. Arbetsmarknadens parter visade stort ansvarstagande när inflationen var hög.² Nu är inflationen tillbaka vid målet och inflationsförväntningarna är stabila. Det underlättar för parterna att sluta avtal som ger hushållen reallöneökningar och som samtidigt bevarar företagens konkurrenskraft. Med andra ord, en fortsatt låg och stabil inflation är en förutsättning för en god ekonomisk utveckling i Sverige både på kort och på lång sikt.

Den penningpolitiska avvägningen vid dagens möte handlar därför om att hålla inflationen på en låg och stabil nivå och samtidigt ge stöd till en konjunkturuppgång i svensk ekonomi. Vi vill sänka styrräntan tillräckligt mycket för att ge stöd till svensk konjunktur, men inte så mycket att inflationen tar fart. Och detta ska ske i en miljö där både konjunktur och inflation påverkas mycket av en osäker omvärld.

Min bedömning är att en sänkning om 0,25 procentenheter vid dagens möte och ytterligare en sänkning om 0,25 procentenheter under början av 2025 klarar den balansgången. Det är en väl avvägd penningpolitik givet att vi vet att det dröjer innan nuvarande räntesänkningar får full effekt.

Jag har övervägt en sänkning om 0,50 procentenheter vid dagens möte för att ge ytterligare stöd till konjunkturen. Men jag stödjer en sänkning om 0,25 procentenheter då de positiva effekterna av årets snabba räntesänkningar väntas få ett större genslag på konjunkturen under nästa år. Dessutom har inflationen exklusive energi stigit något mer än väntat. Uppgången i kärninflationen de

¹ Penningpolitiska transmissionen är komplex och verkar genom många kanaler (se kapitel 1 och 3 i rapportutkastet för mer om transmissionen, och om hur företag och hushåll påverkas och genomsnittliga löptider på in- och utlåningsräntor).

² Det bidrog till en snabb nedgång i inflationen och att sysselsättningsgraden i Sverige är en av de högsta i världen (se diagram 5 i rapportutkastet).

senaste månaderna var dessutom bred – livsmedel, varor och tjänster bidrog (se diagram 20, 21 och 22 samt kapitel 1 i rapportutkastet för mer detaljer).

Under 2025 indikerar räntebanan ytterligare en sänkning om 25 räntepunkter i början av året. Räntebanan reflekterar den styrränta som är konsistent med en inflation varaktigt nära målet med den information som vi har idag. Men det är inget löfte att styrräntan långsiktigt ska vara 2,25 procent.³

Det finns många kända risker som gör att styrräntan kan behöva vara betydligt högre eller lägre än vad räntebanan visar. Jag utesluter inte heller att vi kan göra större sänkningar än 0,25 procentenheter om utsikterna för inflationen och konjunkturen försämras påtagligt. Osäkerheten är särskilt stor kring utvecklingen i omvärlden, bland annat när det gäller den geopolitiska oron, oklarheterna kring handelspolitiken och de uppblussade regeringsskriserna i Europa.⁴ Allt detta kan snabbt förändra inflationsutsikterna i Sverige. Det innebär både risker för högre och lägre inflation, men sammantaget ser jag något större risk på uppsidan, framför allt från handelshinder, energipriser, livsmedelspriser och en svag krona.

Samtidigt är riskerna för konjunkturen snarare på nedsidan, vilket kan motverka uppåtrisker för inflationen. Trots ökad köpkraft och lägre räntekostnader under 2025 kan hushåll och företag avstå från konsumtion och investeringar om osäkerheten om konjunkturen är stor. Och det är inte bara globala faktorer som skapar osäkerhet. I detta sammanhang vill jag lyfta fram volatiliteten i elpriser i Sverige som ett exempel. Hög volatilitet försvårar inflationsprognosen och precis som i september har vi gjort skattningar på hur mycket energipriser påverkar inflationen.⁵ Men, det kan även påverka konsumtion och investeringar. Om hushållen oroar sig för stora svängningar i elpriser kan de vara tveksamma till att öka sin konsumtion även om reallöneökningar och räntesänkningar ger ökad köpkraft. Företag kan avstå från nyanställningar och investeringar då det är svårt att beräkna framtida elkostnader.

Hur ska vi ta hänsyn till riskbilden i det penningpolitiska beslutet? I rapportutkastet står det att vi ska ”noga utvärdera behovet av kommande ränteförändringar, i ljuset av effekten av tidigare sänkningar och förskjutningar i riskbilden kring inflations- och konjunkturutsikterna.” För mig är det viktigt att ”utvärdera” inte tolkas som att penningpolitiken blir bakåtblickande, och

³ Just 2,25 procent är dessutom mitten av intervallet för den skattade neutrala räntan och det finns det en risk att denna nivå ses som en signal om var styrräntan väntas vara långsiktigt trots att det råder stor osäkerhet kring detta och det inte går att utvärdera förrän i efterhand. Som det står i fördjupningen om neutral ränta: ”osäkerheten i bedömningarna begränsar deras användbarhet i praktisk politik” (se s. 61 i rapportutkastet samt Anna Seims tal välskrivna tal ”Neutral ränta – betydelse, begränsningar och bedömning”).

⁴ Riskbilden och flera olika alternativscenarier, inklusive scenarier kopplade till risken för handelskrig, beskrivs väl i kapitel 3 i rapportutkastet.

⁵ Se faktaruta i den penningpolitiska rapporten från september samt s. 46 i rapportutkastet.

”utvärdera” bör inte heller uppfattas som ”avvakta”. Tvärtom betyder det att vi anpassar penningpolitiken till kunskap vi gradvis får om genomslaget av genomförda räntesänkningar men också till ”förskjutningar i riskbilden”. Det viktiga är att ha beredskap för att snabbt anpassa penningpolitiken efter ändrade förutsättningar.

Låt mig sammanfatta. Min bedömning är att en sänkning om 0,25 procentenheter vid dagens möte och ytterligare en sänkning om 0,25 procentenheter under början av 2025 är en väl avvägd penningpolitik för att ge stöd till konjunkturen och samtidigt hålla inflationen i linje med målet. Trots en orolig omvärld är utsikterna för svensk inflation och konjunktur under 2025 goda.

Vice riksbankschef Anna Seim:

Jag stödjer förslaget att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 2,5 procent. Jag ställer mig även bakom räntebanan och övervägandena i utkastet till penningpolitisk rapport.

Beskrivningarna av inflationstrycket och konjunkturutsikterna som beskrivs i rapportutkastet ligger till grund för mitt beslut. Istället för att kommentera det som står där vill jag beskriva de utmaningar vi står inför konceptuellt, eftersom jag tror att det bidrar till vår förståelse av en komplicerad omvärld.

För att penningpolitiken ska vara effektiv, robust och förutsägbar är det viktigt att vi följer vissa principer i våra beslut. En princip som vi ständigt återkommer till är att vi ska vara *framåtblickande*. Vi har i och med dagens beslut sänkt styrräntan med 1,5 procentenheter sedan i maj. När styrräntan sänks stimulerar det den allmänna efterfrågan via olika transmissionsmekanismer. Via några av dessa påverkas inte ekonomin förrän efter 1-2 år, medan andra mekanismer är mer snabbverkande. I en ekonomi som den svenska, där en stor andel av alla bolån tecknas till rörlig ränta, vet vi att den så kallade kassaflödeskanalen är viktig.⁶ Men inte ens genom denna mer snabbverkande kanal har det senaste halvårets sänkningar ännu fått fullt genomslag och bolånetagarnas kassaflöden kommer inte att stärkas mer tydligt förrän till våren. Vi har alltså i dagsläget endast i begränsad utsträckning sett effekterna av den förda politiken. Jag är övertygad om att de redan genomförda räntesänkningarna, tillsammans med den förstärkning av realinkomsterna som den lägre inflationen gett upphov till, påtagligt kommer att bidra till konjunkturåterhämtningen under 2025 och framåt.

En annan viktig princip är att våra prognoser för styrräntan, inflationen och olika realekonomiska utfall ska vara förenliga med vad vi bedömer är en trolig *neutral ränta* på sikt. Jag är därför mycket positiv till att vi nu presenterar en uppdaterad

⁶ Se exempelvis Flodén m.fl. (2021), "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", *The Economic Journal*, Volume 131, Issue 636, May, 1742–1771.

bedömning av den neutrala räntan i form av ett intervall. Diagram 45 i rapportutkastet visar hur vi kan tänka på den neutrala räntan. Intervallet på 1,5-3 procent är vår bedömning av vilken ränta som krävs för att åstadkomma en inflation vid målet och full sysselsättning på några års sikt. Vår räntebana bör därmed långsiktigt plana ut inom detta intervall, precis som figuren visar. I sammanhanget ska man dock vara medveten om (i) att bedömningen av den neutrala räntan är osäker och kan ändras över tid och (ii) att eftersom ekonomin kontinuerligt drabbas av störningar som vi parerar med penningpolitiken, kan den faktiska styrräntan avvika betydligt från detta spann. Den neutrala räntan är viktig som input i våra modeller men eftersom den inte är observerbar måste vi låta en bred uppsättning framåtblickande indikatorer ligga till grund för våra beslut och hela tiden analysera inkommande data för att uppskatta vart ekonomin är på väg. Min bedömning är att vi nu för en penningpolitik som i det närmaste är att betrakta som neutral. Om den är marginellt åtstramande eller stimulerande tror jag inte är möjligt att avgöra förrän i efterhand när vi faktiskt kan observera vilken styrränta som slutit inflations- och BNP-gap.

Jag vill också, precis som vid mötena i september och november, kommentera hur vi bäst kan fatta beslut under den omfattande *osäkerhet* som just nu präglar världsekonomin. Vid det förra penningpolitiska mötet var utfallet i det amerikanska valet inte fastställt och jag konstaterade då att svårbedömda exogena händelser, såsom valet, inte är något vi uttryckligen kan ta hänsyn till i våra beslut. Detta är förstås en sanning med modifikation eftersom en rad möjliga händelser alltid implicit är med i vår riskbedömning. Vad vi faktiskt kan kvantifiera och använda som input i våra modeller är en annan fråga. Mer konkret kan vi i teorin tänka oss ett brett utfallsrum där möjliga händelser inträffar med en given sannolikhet. Vi kan sedan räkna ut väntevärden för de utfall vi bryr oss om och potentiellt agera på dem. I praktiken är det naturligtvis betydligt svårare. Effekterna av flera av de utfall vi nu ser framför oss, exempelvis högre amerikanska importtullar och följderna därav, är mycket svåra att skatta. Detsamma gäller sannolikheten för att en given åtgärd införs. Som vi konstaterar i rapportutkastet är de direkta effekterna av högre amerikanska importtullar på svensk ekonomi troligen små, men om de ger upphov till allmänna jämviktseffekter och ökade geopolitiska spänningar kan konsekvenserna bli mer långtgående. Mer reglerad handel kan också ge upphov till svåröverblickade förändringar av strukturell karaktär, som minskad globalisering och förändringar i värdekedjor på grund av *re-shoring*. En annan svårighet med att fatta beslut under osäkerhet är att det finns en tendens att reagera på sådant vi faktiskt kan mäta och modellera. Det riskerar att ge upphov till en slags observationsbias. Utfall som kan få långtgående konsekvenser men som vi tror inträffar med låg sannolikhet, så kallade *tail risks*, kan i teorin väga tungt i prognoskattningar men det kan i praktiken vara mycket kostsamt att reagera på dem i förväg. Det bästa vi kan göra i en osäker värld är därför att följa en robust men flexibel penningpolitisk strategi

som innebär att vi använder inkommande data till utvärdering och framåtblickande analys i takt med att bilden klarnar.

Givet resonemangen ovan och den riskbild vi förmedlar i rapportutkastet tror jag i dagsläget på ytterligare en räntesänkning under första halvåret 2025. Men det finns tecken på att inflationen kan överraska uppåt. Vi har redan sänkt räntan i snabb takt och bör i den mån det är möjligt avläsa effekterna av den redan förda politiken på ekonomin innan vi beslutar om nästa steg. Den prövande ansats som detta innebär är utmanande just eftersom den penningpolitiska transmissionen tar tid. Men med hjälp av framåtblickande indikatorer och systematisk analys finns goda förutsättningar att bedöma vart ekonomin är på väg och vi är alltid beredda att anpassa penningpolitiken om inflations- och konjunkturutsikterna ändras.

Vice riksbankschef Aino Bunge:

Jag stödjer dels förslaget att vid detta möte sänka styrräntan till 2,5 procent, dels de prognoser och bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport.

Vi lämnar snart ett år bakom oss som präglats av fortsatt geopolitisk oro i omvärlden och en låg tillväxt i den svenska ekonomin, men också av sjunkande inflation och lägre räntor. På ett övergripande plan tycker jag att bilden från förra mötet i november står sig. Inflationstrycket har stabiliserats i linje med målet, vilket är mycket positivt, men konjunkturen är fortsatt svag.

Det är den övergripande beskrivningen, men det finns förstås nyanser till den bilden, och låt mig börja med inflationen.

Som beskrivs i rapportutkastet har inflationen blivit högre än vår tidigare prognos. När det gäller KPIF-inflationen är vi nu mitt i det scenario med ökade energipriser som vi beskrev i faktarutan i den penningpolitiska rapporten i september och som nu finns i en uppdaterad version på sidan 46 i rapportutkastet. I det här sammanhanget är det viktigt att framhålla att det finns risker både på upp- och nedsidan när det gäller energiprisernas utveckling och vi kan inte "jaga" dem med en penningpolitik som verkar med fördröjning.

Exklusive energi var samtidigt KPIF-inflationen 2,4 procent i november, vilket även det var högre än väntat. Avvikelsen bedöms delvis hänga samman med oväntat höga livsmedels- och varupriser, men inflationen hålls också uppe av hyror och administrativa priser, som påverkas av tidigare kostnadsökningar. Även om inflationen mätt med KPIF exklusive energi och andra underliggande mått alltså är något över målet just nu delar jag bedömningen i rapportutkastet att avvikelsen är tillfällig. Framåtblickande indikatorer som företagens prisplaner och långsiktiga inflationsförväntningar är fortsatt stabila och pekar på en inflation nära målet

framöver. Självklart ska vi bevaka både energipriserna, tullar och effekterna av en svag krona på inflationen framöver, men än så länge tycker jag att riskerna är balanserade.

En viktig förutsättning för att inflationen ska ligga kring målet även framöver är att vår prognos om en ekonomisk återhämtning slår in. När det gäller den ekonomiska utvecklingen i omvärlden präglas den av en ökad divergens, där USA:s tillväxt drar ifrån Europas. Den amerikanska tillväxten drivs dock mycket av finanspolitiska stimulanser, som visserligen stärker efterfrågan nu men även utgör en risk för ekonomin på längre sikt. Samtidigt innehåller också den förväntade politiken från den nya administrationen höjda tullar och en minskad immigration som snarast drar åt andra hållet och dämpar tillväxten. Så långt USA, men när vi väger samman omvärlden enligt betydelsen för Sveriges utrikeshandel har Europa alltså en dominerande ställning. Och där är det inte några starka marknader som möter svensk export. Osäkerheten kring utsikterna ökar dessutom av de uppkomna regeringsskriserna i Frankrike och Tyskland.

I Sverige har vi under hösten brottats med att konjunkturen inte har kommit igång som vi hoppats på. Men nu börjar vi skönja tecken på att konsumtionen kan vara på väg att vända uppåt, både i "hårda data" i form av en ökad omsättning i detaljhandeln och i "mjuka data" i form av att hushållens förtroende i Konjunkturinstitutets barometer nu är över sitt historiska genomsnitt. Omsättningen på bostadsmarknaden har också ökat, vilket kan vara ett tecken på att hushållens bild av sin ekonomi är starkare än tidigare.

Den ökade omsättningen bidrar successivt också till ökade bostadsinvesteringar och kanske också till en ökad bostadsrelaterad konsumtion som möbler, heminredning och vitvaror. Hushållen kommer uppleva att det blir betydligt mer pengar i plånboken nästa år (se diagram 32 i rapportutkastet). Jag tycker också att det är intressant att sparandet verkar ha stabiliserats och hushållen kanske nu har den buffert som de önskar (se diagram 17). Ett orosmoment är att hushållen fortfarande påverkas av att priserna tidigare har ökat snabbt. Den upplevda köpkraften är nog lägre än vad utvecklingen av reallönerna tyder på. Till det kommer att bostadshyrorna fortfarande är i en höjningsfas, trots att bolånen blir billigare.

Den inhemska konjunkturen är sammantaget nära en vändpunkt men behöver mer stöd av penningpolitiken, och det stödet behövs nu. Vid det förra mötet i november betonade jag att den större sänkning vi då gick fram med handlade om att just göra lättnaden i penningpolitiken något mer "framtung".

I grunden står jag fast vid den bedömningen. Och i linje med det ser jag framför mig att räntan troligen sänks igen när vi möts efter juledigheterna. Men det är också som vi beskriver i rapportutkastet viktigt att förhålla sig till den

eftersläpning som finns mellan räntesänkningarna och effekterna på ekonomin. Transmissionen går troligen betydligt snabbare i Sverige än i många andra länder på grund av att räntekänsligheten hos hushållen är så pass hög. Nu har vi sänkt räntan ganska mycket på kort tid (se diagram 9 i rapportutkastet). De sänkningarna börjar få genomslag – och det väntas dessutom växa i styrka under våren. Mot den bakgrunden tycker jag att det är rimligt med den mer prövande ansats i den penningpolitiska strategin framåt, som beskrivs i rapportutkastet.

Våra alternativscenarier är samtidigt ett verktyg för att fundera kring varför våra prognoser kan slå fel och hur vi i så fall skulle agera. Prognosen denna gång innehåller inte några antaganden om effekter av framtida tullar och handelshinder, eftersom det helt enkelt inte finns tillräcklig information om hur de skulle utformas. Men i det ena alternativscenariot i rapportutkastet tar vi upp effekterna av ett införande av handelshinder efter valet i USA, i kombination med en ökad geopolitisk oro. En sak som framgår av scenariot är att även om tullarna i sig inte leder till så stora effekter kan de bli betydligt större om de följs av ett mer utbrett handelskrig och en ökad geopolitisk oro. Det finns verkligen få vinnare i en sådan situation, men det innebär inte att vi inte måste fundera över att den kan inträffa.

I det andra av våra alternativscenarier denna gång pekar vi på risken att konjunkturen inte tar fart som förväntat och att ytterligare stimulanser då kan behövas. Som beskrivs i rapportutkastet finns både inhemska risker och omvärldsrisker som kan föranleda en sådan utveckling. Här finns fortsatt en stor del av min oro. Det är verkligen inte uteslutet att ytterligare sänkningar av styrräntan kan behövas.

Låt mig dock avsluta med att jag i grunden ser positivt på utvecklingen: Så här i slutet av 2024 tycker jag att det är värt att reflektera över hur mycket som har hänt i den svenska ekonomin de senaste åren. Det var få som på förhand hade kunnat föreställa sig att inflationen skulle bli 10 procent, som den blev i slutet av 2022. Men nu är den sedan en tid nära målet. Konjunkturen visar också tecken på att komma igång. Det finns all anledning att se fram emot 2025 med tillförsikt!

Vice riksbankschef Per Jansson:

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte i november har det skett ett par inte helt oviktiga förskjutningar i förutsättningarna för penningpolitiken. Jag vill därför fokusera mitt inlägg här idag på just denna fråga och vilken betydelse jag i dagsläget uppfattar att dessa ändrade förutsättningar har för våra räntebeslut framöver, inklusive förstås beslutet på dagens möte.

Jag börjar med inflationsläget. Att riskerna för en alltför hög inflation har minskat avsevärt har varit ett återkommande tema i mina inlägg på våra penningpolitiska

möten under i stort sett hela året. I juni, då vi lämnade styrräntan oförändrad på 3,75 procent, uttryckte jag visserligen en viss oro för att inflationsnedgången gick för långsamt och företagens prissättningsbeteende inte fullt ut hade anpassats till att åter bli normalt. Men sedan dess har jag känt mig allt mer övertygad om att vi faktiskt, i alla fall för den här gången, har vunnit slaget mot inflationen och på vårt senaste möte i november var jag till och med inne på att nedåtriskerna hade börjat dominera, mycket på grund av den svaga efterfrågeutvecklingen i svensk ekonomi.

De två nya inflationsutfallen som har tillkommit efter vårt novembermöte, för oktober och november, innebär dock att min optimistiska syn på inflationsbilden har fått sig en törn och förskjutits en del i en mer negativ riktning. Våra prognoser från den penningpolitiska rapporten i september innebar för bägge månaderna relativt stora underskattningar av inflationsutvecklingen både med och utan energipriser. Särskilt stort var prognosfelet för inflationen inklusive energipriser i november, nästan en hel procentenhet.

Men även exklusive energipriser var underskattningen ganska betydande, knappt 0,3 procentenheter i oktober och drygt 0,4 procentenheter i november. Prognosfelet för inflationen rensad för energipriser hänger för bägge månaderna i hög grad samman med oväntat stora inflationsbidrag från varu- och livsmedelspriser, vilka vardera förklarar ungefär hälften av underskattningen. Det går inte att utesluta att den svaga utvecklingen av kronans växelkurs är en faktor som ligger bakom både varuprisernas och livsmedelsprisernas överraskande stora bidrag till inflationen.

Som jag påpekat många gånger tidigare är det inte tillfälliga inflationseffekter från oväntade svängningar i energipriserna som oroar mig i det här läget. Alla centralbanker är överens om att det inte är meningsfullt att med penningpolitiken försöka motverka stora och snabba förändringar i energipriserna, så länge de inte påverkar förtroendet för inflationsmålet. Sådana svängningar bör man alltså "se igenom" i penningpolitiken.

Den prognos Riksbanken gjorde i september var att negativa energiprisbidrag skulle göra att KPIF-inflationen tillfälligt, under ungefär ett års tid, låg under inflationsmålet. Utvecklingen sedan dess innebär visserligen att energipriserna har stigit betydligt snabbare än väntat men understryker samtidigt att bedömningen om att de stora negativa energiprisbidragen skulle vara tillfälliga var helt rimlig och korrekt. Och att KPIF-inflationen nu ligger betydligt närmare målet än beräknat, 1,8 procent i stället för 0,9 procent, är ju knappast något vi behöver vara deppiga över. Med detta sagt bör man förstås hålla i minnet att

energipriserna även framöver kan överraska både uppåt och nedåt.⁷ Men om så sker kommer det förhoppningsvis nu i alla fall inte att råda någon oklarhet kring vilka principer som är avgörande för om detta har betydelse för penningpolitiken eller inte.

Det som i stället gör att jag har fått en lite mer pessimistisk syn på inflationsbilden hänger mycket samman med de underskattningar av inflationen exklusive energipriser som präglat våra prognoser de senaste två månaderna. Till bilden hör att det inte bara är utvecklingen av inflationen exklusive energipriser som ser lite oroväckande ut utan att detta gäller flertalet av våra mått på underliggande inflation. Medianen för de mått på underliggande inflation som vi regelbundet uppdaterar uppgår för november till 2,6 procent.⁸ Flertalet av måtten uppvisar också en uppåtgående tendens och ligger något över 2 procent när de studeras för prisökningar på kortare sikt, till exempel som en-, tre- eller sexmånadersförändring.

Som påpekas i rapportutkastet bidrar just nu vissa priser som avspeglar tidigare kostnadsuppgångar, som hyror och administrativa priser, till att hålla uppe olika mått på underliggande inflation. Även om dessa priseffekter framöver kan förväntas bli gradvis mindre är den sammantagna bilden av den mer underliggande inflationen, så som jag ser det, ändå tydligt sämre än tidigare. Att allt detta sker i en internationell miljö där oron för nya inflationsimpulser har ökat gör naturligtvis inte saken bättre. För svensk del blir det framöver mycket viktigt att fortsatt noga analysera inflationseffekterna av den svaga kronkursen och vara uppmärksam på att företagen inte på nytt börjar ändra sitt prissättningsbeteende i en mer aggressiv riktning. Att företrädare för livsmedelsföretagen inte visar någon som helst förståelse för att en sådan beteendeförändring skulle vara problematisk är förstås inget som gör att man känner sig mindre orolig.⁹

Jag går med detta över till den andra faktorn där jag menar att vissa ganska viktiga förskjutningar i förutsättningarna för penningpolitiken har skett, nämligen konjunkturläget. Förskjutningarna handlar här inte så mycket om förändringar i svensk ekonomi. Här fortsätter precis som tidigare ett antal indikatorer, till exempel hushållens och företagens förtroende samt aktiviteten på bostadsmarknaden, att tyda på att en återhämtning snart kommer att ske. Men i så kallade hårddata, exempelvis BNP-indikatorn, AKU-statistiken för arbetsmarknaden och SCB:s månatliga indikator för hushållens konsumtion, syns

⁷ Precis som i den penningpolitiska rapporten i september belyser en faktaruta i utkastet till penningpolitisk rapport KPIF-inflationens känslighet för både högre och lägre energipriser.

⁸ För mer information om Riksbankens mått på underliggande inflation, se <https://www.riksbank.se/sv/statistik/makroindikatorer/underliggande-inflation/>. Medianen för november uppgår till 2,6 procent för de fem mått som redovisas i diagram 22 i rapportutkastet men också om KPIF-inflationen exklusive energipriser och exklusive energipriser och färskvaror inkluderar.

⁹ Se <https://www.svd.se/a/eM6dnM/livsmedelsforetagen-absurda-utsagor-fran-riksbanken>.

än så länge inga konkreta förbättringstendenser. Försäljningen inom detaljhandeln ökar visserligen en del men detta är dessvärre en av få ljuspunkter i hårddata.

Den förskjutning jag har i åtanke handlar i stället om läget i omvärlden. I USA finns en betydande osäkerhet kring utformningen av den ekonomiska politiken framöver, inklusive huruvida man kommer att införa nya importtullar mot Europa och andra länder och i så fall hur stora dessa blir. I Tyskland och Frankrike har en sedan tidigare redan ganska besvärlig ekonomisk situation förvärrats av regerings- och budgetkriser. Detta syns inte minst i fortsatt svaga förtroendeindikatorer bland företagen, framför allt inom industrin. Det har bidragit till att försämma euroområdet tillväxtutsikter nästa år. De geopolitiska riskerna visar inte heller några tecken på att avta. Här går utvecklingen snarare åt fel håll och skulle kunna förvärras ytterligare av en global handelskonflikt. Sammantaget har alltså utsikterna för den internationella ekonomin blivit ännu mer osäkra och för vårt närområde dessutom försämrats. Det här är naturligtvis inga förskjutningar som underlättar en konjunkturåterhämtning i Sverige.

Trots dessa ganska omfattande problem i världsekonomin känner jag mig i grunden optimistisk om att den svenska konjunkturen faktiskt kommer att förbättras under första halvan av nästa år. Realinkomsterna har redan ökat påtagligt när inflationen har sjunkit. Nästa år tillkommer en betydande förstärkning av hushållens kassaflöden när Riksbankens räntesänkningar får ett allt större genomslag på hushållens räntebetalningar och finanspolitiken dessutom bidrar med bland annat skattelättnader. Även företagets situation förbättras då tydligt. Det finns samtidigt tecken på att hushållen nu inte längre ökar sitt sparande. Det skapar i större utsträckning förutsättningar för att framtida inkomstökningar kan gå till konsumtion.

Låt mig sammanfatta de slutsatser jag drar för penningpolitiken av dessa ganska komplicerade förskjutningar i inflations- och konjunkturläget. Inflationsbilden har alltså sammantaget försämrats en del. Den underliggande inflationen har stigit oväntat och det är inte uppenbart att utvecklingen drivs av effekter som kommer att vara snabbt övergående. Den internationella miljön ser ut att gå mot att bli mer inflationistisk men samtidigt är osäkerheten om den globala ekonomiska utvecklingen framöver stor och tillväxtutsikterna i vårt närområde har blivit sämre på kort sikt.

Jag är trots detta optimistisk om att den svenska konjunkturen kommer att förbättras under första halvan av 2025. Men den här förbättringen syns ännu inte konkret i några hårddata och detta tillsammans med konjunkturutmaningarna på det internationella planet och min bedömning att försämringen av inflationsbilden ändå inte är alltför stor gör att jag tycker att styrräntan nu trots allt bör sänkas från 2,75 till 2,5 procent. Ytterligare ett argument för att sänka räntan idag är att

2,75 procent ligger i den övre delen av vårt nya intervall för den långsiktiga neutrala räntan. Detta innebär att risken är ganska liten för att styrräntan redan efter sänkningen på dagens möte blir alltför låg.

Av i grunden samma skäl bedömer jag också att det borde vara möjligt att göra ytterligare en sänkning av styrräntan under första halvåret nästa år. Men denna sänkning tror jag behöver komma ganska tidigt på året, i januari eller möjligen på mötet därefter i mars. Om våra prognoser slår in ska konjunkturen börja stärkas ganska tydligt redan under första kvartalet nästa år samtidigt som inflationen exklusive energipriser fortsätter att ligga omkring en halv procentenhet över inflationsmålet. I ett sådant läge kan det uppfattas som mindre lämpligt att sänka styrräntan ännu mer. Men detta är de tankar jag har kring penningpolitiken idag och den stora osäkerheten som nu råder gör att man behöver vara öppen för att tänka om i alla riktningar, att ha en ”prövande ansats” som det träffande uttrycks i rapportutkastet.

Jag ställer mig med detta bakom prognoserna och de penningpolitiska antagandena i rapportutkastet.

Riksbankschef Erik Thedéen:

Jag stödjer förslaget att idag sänka styrräntan med 0,25 procentenheter, till 2,5 procent, och jag ställer mig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk rapport. Inflationsutsikterna är i linje med målet och de långsiktiga inflationsförväntningarna är väl förankrade på 2 procent. De senaste månaderna har visserligen en del konsumentpriser blivit högre, jämfört med vår prognos från september. Det gäller inte minst priserna på livsmedel och varor, som bidrog till att prisökningstakten exklusive energi i november steg till 2,4 procent. En del av de faktorer som bidrog till uppgången bedöms dock vara tillfälliga. På sikt förväntar vi oss också att ökningstakten i hyror och administrativa priser, som just nu är ovanligt hög, ska falla tillbaka. Vid en samlad bedömning talar de flesta indikatorer, inklusive företagets prissättningsplaner i konjunkturbarometern, även fortsatt för en inflation i linje med målet. Men det finns skäl till viss vaksamhet nu när inflationsutfallen exklusive energi blivit något högre än våra prognoser.

I augusti och september var elpriserna ovanligt låga, vilket bidrog till att KPIF-inflationen tillfälligt hamnade en bit under 2 procent. Vi bedömde då att situationen var övergående och att den inte borde påverka de penningpolitiska avvägningarna. Högre energipriser bidrog sedan till att KPIF-inflationen i november steg till 1,8 procent. Tillfälliga, oväntade svängningar i energipriserna, är förmodligen något vi får leva med även framöver och penningpolitiken varken kan eller bör parera dem. För att KPIF-inflationen på lite sikt ska stabiliseras nära målet på 2 procent är det därför ofta klokt att se igenom sådana svängningar.

När det gäller den ekonomiska utvecklingen i stort har BNP utvecklats svagt under ett par års tid och arbetslösheten har stigit, men vi och andra prognosinstitut ser nu framför oss en återhämtning. Visserligen skickar olika konjunkturindikatorer i dagsläget delvis motstridiga signaler; exempelvis sjönk BNP i oktober enligt SCB:s preliminära sammanställning, och arbetsmarknaden fortsatte att försvagas i november. Hushållens förväntningar om den ekonomiska utvecklingen är dock optimistiska och detsamma gäller förväntningarna bland företagen inom sällanköpshandeln. I oktober steg försäljningen av möbler och annan hushållsrelaterad utrustning och här kan det finnas en koppling till utvecklingen på bostadsmarknaden, där både omsättning och priser har vänt uppåt.

Att omsättningen på bostadsmarknaden har stigit och verkar vara på väg att normaliseras är välkommet. Att det genomförs fler affärer beror förmodligen till en del på ett uppdämt flyttbehov, som nu börjar tillgodoses. Men utvecklingen är också mer allmänt en signal om ljusare framtidsutsikter bland hushållen. I historiska data finns en tydlig samvariation mellan just utvecklingen på bostadsmarknaden och försäljningen av vissa typer av sällanköpsvaror, exempelvis möbler.

Under månaderna framöver kommer många svenska hushåll att gynnas av stigande reallöner, sjunkande bolåneräntor och beslutade finanspolitiska stimulansåtgärder. Lägre räntor och en uppgång i konsumtionen kommer även att stärka företagens intäkter och stimulera investeringarna. Förutsättningarna för högre tillväxt och stigande sysselsättning är därmed goda. Dessutom visar statistik att hushållen har ett relativt högt sparande, vilket också skapar utrymme för ökad konsumtion. En högre ekonomisk aktivitet är förstås önskvärd i sig och bidrar på sikt även till att stabilisera inflationen vid målet på 2 procent.

Dagens räntebeslut innebär att styrräntan i år har sänkts med 1,5 procentenheter. Efter en sådan betydande omläggning av penningpolitiken är det naturligt att fråga sig: hur mycket lägre kan styrräntan behöva sänkas för att stödet åt konjunkturen ska bli tillräckligt starkt?

Det korta, enkla svaret är att det är för tidigt att avgöra säkert. För att förklara hur jag ser på denna fråga vill jag först, helt kort, blicka tillbaka på de beslut vi fattat hittills i år. Vid årets början, då styrräntan var 4 procent, var det tydligt att penningpolitiken hade en åtstramande effekt på konjunkturen; den ekonomiska aktiviteten bromsade in och inflationen sjönk. Inflationen fortsatte sedan att falla under årets första månader och därför bedömde vi i maj att det då var lämpligt att börja sänka räntan, om än i ganska lugn takt. Då vi sedan successivt kände oss alltmer trygga med att prisökningstakten verkligen var på väg mot inflationsmålet, kunde vi öka takten i sänkningarna.

När räntan nu har sänkts med 1,5 procentenheter är det troligt att penningpolitiken, när dessa sänkningar väl fått full effekt, inte längre kommer att ha en åtstramande effekt. En faktor som försvårar bedömningen avsevärt är att det tar ganska lång tid innan förändringar av styrräntan får full verkan. Det gäller exempelvis de räntor som hushållen betalar på sina bostadslån. En betydande del av våra räntesänkningar har kommit under tredje och fjärde kvartalen, vilket inneburit att den genomsnittliga räntan på utestående bolån visserligen har börjat falla i år, men på grund av räntornas bindningstider väntas en stor del av nedgången i hushållens räntebetalningar komma först 2025. Att penningpolitiken verkar med fördröjning bekräftas också av färsk empiriska skattningar av den penningpolitiska transmissionen i Sverige, som diskuterades i den penningpolitiska rapporten från september. Skattningarna indikerar att det tar ungefär 2 år innan en förändring av styrräntan fått maximal effekt på den ekonomiska aktiviteten. De sänkningar vi redan beslutat om kommer alltså, enligt dessa resultat, att ha en positiv effekt på BNP-tillväxten fram till slutet av 2026.

Dessutom finns det anledning att tro att även de kommande finanspolitiska stimulanserna påverkar ekonomin med viss fördröjning. Förändringar av olika skattesatser är ibland svåra att se igenom och att översätta i direkta effekter på den egna hushållsekonomin. Men när förändringarna väl märks i hushållens kassaflöden bör de också, tillsammans med den fördröjda effekten av lägre räntor, påverka hushållens konsumtion positivt under 2025.

Min slutsats blir att det snart är läge att avvakta med ytterligare förändringar av styrräntan. Vi behöver helt enkelt pröva oss fram och ha lite tålamod, så att de redan genomförda sänkningarna hinner ge avtryck i indikatorer och annan data, innan vi överväger nya åtgärder. Vår nuvarande bedömning, som återspeglas i räntebanan, är att det sannolikt är lämpligt att sänka styrräntan en gång till under första halvåret 2025. Men i en mer prövande ansats ligger också att vi noga utvärderar effekterna av redan genomförda sänkningar och är beredda att agera om den samlade riskbilden, uppåt eller nedåt, skulle förändras mer påtagligt. Att vi prövar oss fram är således inte att likställa med att förhålla sig passiv.

I rapportutkastet som ligger på bordet idag finns en fördjupning om den långsiktiga neutrala räntan och jag vill gärna ta tillfället i akt att här kommentera slutsatserna av den analysen. Skattningar av den långsiktiga neutrala räntan ger vägledning i frågan om vad som är en rimlig prognos för styrräntan på lång sikt, då ekonomin är i balans och det varken behövs åtstramning eller stimulans. Skattningarna är osäkra och därför presenterar vi en bedömning i form av ett intervall, som sträcker sig från 1,5 till 3 procent. Men det är viktigt att komma ihåg att det finns fler källor till osäkerhet om styrräntans nivå på lång sikt, utöver de som återspeglas i intervallet. Ekonomin drabbas kontinuerligt av olika typer av konjunkturella störningar, som påverkar vad som är en lämplig nivå på den

faktiska styrräntan. Dessa störningar adderar till den samlade osäkerheten om det framtida ränteläget, som sammantaget är mycket stor.

Det är också viktigt att komma ihåg att skattningar av den långsiktiga neutrala räntan inte kan användas som utgångspunkt för att avgöra hur åtstramande eller expansiv penningpolitiken är *idag*. I dagsläget bedömer vi visserligen att en styrränta på drygt 2 procent troligen är en lämplig nivå för att stabilisera resursutnyttjandet och inflationen. I denna mening finns det alltså just nu en tillfällig överensstämmelse med mittpunkten i intervallet för den långsiktiga neutrala räntan. Men det finns inga skäl att förvänta sig att denna överensstämmelse ska bestå. Vi utvärderar som sagt noga effekten av genomförda sänkningar och behovet av kommande ränteförändringar i takt med att ny information blir tillgänglig.

En sådan prövande inställning kan vara klok även av andra skäl. Den internationella utvecklingen är som bekant fortsatt osäker, med betydande risker kopplade till geo- och handelspolitiska konflikter och till osäkerhet om konjunkturutsikterna i världens största ekonomier. Ett uttryck för denna osäkerhet är den intensiva diskussion som nu pågår bland ekonomer och beslutsfattare om det tilltagande glappet mellan tillväxtutsikterna för USA och de för euroområdet, och den ovisshet detta skapar om det framtida ränteläget och valutakurserna. För svensk penningpolitik utgör specifikt kronans svaga växelkurs, och osäkerheten om dess genomslag på inflationen, ytterligare risker.

Dessa olika riskfaktorer skulle kunna utlösa inflationsimpulser som penningpolitiken kan behöva reagera på. Vi har ju på senare tid sett oväntat stora prisökningar på livsmedel, på världsmarknaden och i svenska butiker, och det ger anledning till förhöjd vaksamhet. Samtidigt kan det inte heller uteslutas att de internationella faktorerna bidrar till en svagare ekonomisk utveckling som kan motivera ytterligare lättnader i penningpolitiken.

Det finns alltså, för att sammanfatta, flera skäl som talar för att nu gå över till en mer prövande ansats i penningpolitiken. Vi behöver utvärdera och analysera hur svensk ekonomi svarar på de räntesänkningar vi genomfört, hur de finanspolitiska stimulanserna påverkar konjunkturen och hur de internationella ekonomiska förhållandena utvecklas. Förutsättningarna är rimligen på plats för en ganska stark återhämtning från 2025 och framåt, med god tillväxt, fallande arbetslöshet och låg, stabil inflation. Svensk ekonomi är samtidigt väl rustad för att stå emot eventuella störningar; statsfinanserna är starka och ramverken för pris- och lönebildning fungerar väl. Vi har betydande penningpolitisk handlingsfrihet att agera på det sätt som krävs för att bidra till den önskade utvecklingen. Den prövande ansatsen utesluter inte alls en aktiv räntepolitik om så behövs. Dimman har i stort sett lättat och vi har ökat farten, nu gäller det att utvärdera om farten

är tillräcklig, eller om den måhända ska ökas ytterligare, eller om den rentav är för hög. Den utvärderingen kräver lite tålamod.

§4. Penningpolitiska beslut

Direktionen beslutade

- i enlighet med protokollsbilaga A Beslut om styrränta (inklusive bilagan Penningpolitisk rapport).

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

Mikael Apel

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