



# Penningpolitiskt protokoll

Februari 2024

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen nr 1

DATUM: 2024-01-31

MÖTESTID: 09:00

HANTERINGSKLASS: ÖPPEN

NÄRVARANDE: Erik Thedéen, ordförande  
Anna Breman  
Per Jansson  
Martin Flodén  
Aino Bunge  
---  
Bo Broman, ordförande, riksbanksfullmäktige  
Tomas Eneroth, vice ordförande, riksbanksfullmäktige  
---  
Björn Andersson  
Lena Arfalk  
Hanna Armelius  
Carl Andreas Claussen  
Vesna Corbo  
Charlotta Edler  
Mattias Erlandsson  
Susanna Grufman  
Peter Gustafsson  
Anders Gånge  
Christina Håkanson  
Anders Kvist  
Björn Lagerwall  
Pernilla Meyersson  
Ann-Leena Mikiver  
Emma Sandberg  
Åsa Olli Segendorf  
Ulrika Söderberg  
Liza Tchibalina  
---  
Buster Carlsen (§1–3a)  
Maria Johansson (§1–3a)  
Olof Sandstedt (§1–3b)  
Anne Mattila Wass (§3b)

Det noterades att Björn Andersson och Liza Tchibalina skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

## §3a. Den ekonomiska utvecklingen

### **Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet**

**Buster Carlsen**, ekonom på avdelningen för marknader, redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna den senaste tiden. Ränterörelserna sedan det senaste penningpolitiska beskedet i november 2023 har varit tvådelade med en vändning efter årsskiftet. Signaler från de stora centralbankerna om att räntetoppen troligtvis är nådd ledde till tydliga fall i räntor i slutet av 2023. Fallen var även motiverade av en ökad tro på räntesänkningar under 2024. Centralbanker inledde det nya året med att kommunicera skepsis mot förväntningarna om tidiga räntesänkningar, vilket tillsammans med data som visat en särskilt motståndskraftig amerikansk ekonomi, ledde till att räntor steg. Sammanfattningsvis och jämfört med november har marknadens förväntningar på räntesänkningar ökat, och det förväntas nu en första räntesänkning under det första halvåret från både ECB och Federal Reserve.

Högre räntor fick det positiva stämningläget på börserna att svalna under början av 2024. Däremot har marknadens förstärkta tro på räntesänkningar bidragit till att börserna i USA och Europa fortsätter att stiga, och de breda amerikanska börsindexen noterar rekordnivåer. Samtidigt har den kinesiska ekonomin präglats av en sval utveckling, vilket har lett till att Kinas regering planerar stödprogram för att begränsa nedgången i aktiemarknaden. I Kina och Hong Kong återstår fortfarande osäkerheter om den senaste tidens börsuppgångar upprätthålls till följd av åtgärderna, samt om stimulanserna gynnar den ekonomiska tillväxten på ett mer ihållande sätt.

Sjötrafiken i Röda havet och Suezkanalen är fortfarande starkt begränsad efter fortsatt oro i regionen. Under de senaste månaderna har spänningen eskalerat ytterligare efter att amerikansk och brittisk militär har attackerat mål kopplade till Iranstödda Huthirebeller. Dessa har i sin tur fortsatt att attackera fraktfartyg. Trots tidigare små reaktioner på oljepriset har priset nu ökat på grund av oro att konflikten i regionen kan komma att eskalera ytterligare.

Marknadsanalytiker väntar sig att Riksbanken lämnar styrräntan oförändrad vid beskedet den 1 februari. Samtidigt råder en enighet om att Riksbanken kommer att meddela en ökad försäljningstakt för innehavet av statsobligationer, och analytiker räknar med att den ökar till en ny takt om 6,5 till 8 miljarder kronor. Det positiva risksentimentet under slutet av 2023 bidrog till den tydliga förstärkningen av kronan som då skedde. Sedan årsskiftet har kronan dock försvagats, vilket marknaden menar beror på en kombination av den snabba tidigare förstärkningen samt en bred dollarförstärkning.

Vice riksbankschef Martin Flodén ställde en klagörande fråga om vad prissättningen av RIBA-kontrakt implicerar för förväntningar på Riksbankens penningpolitik i närtid.

Buster Carlsen svarade att RIBA-prissättningen inte indikerade några förväntningar om en sänkning vid dagens möte men en liten sannolikhet för en sänkning vid det penningpolitiska mötet i mars. Man bör dock tolka RIBA-kontraktens implicita förväntningar med försiktighet.

### **Finansiell stabilitet – nuläge och risker**

**Olof Sandstedt**, avdelningschef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för situationen i det svenska finansiella systemet. Systemet fungerar överlag väl men riskerna är förhöjda. De svenska storbankerna bedöms ha ett gott utgångsläge och deras lönsamhet har stigit. Samtidigt har stigande företagskonkurser haft begränsad påverkan på bankernas kreditförluster, vilka är låga. Bankerna har alltjämt en marginal ner till de formella kapitalkraven, vilket är viktigt i detta osäkra ekonomiska läge.

De högre räntorna utmanar fortsatt flera av fastighetsföretagens betalningsförmåga och bidrar till att värdet på fastigheter minskar. Vissa fastighetsföretag har i något större utsträckning kunnat emittera obligationer, men många har finansierat låneförfall genom utökade banklån i kombination med exempelvis fastighetsförsäljningar. Riskerna med fastighetssektorns stora lån är fortsatt förhöjda och fastighetsföretag behöver vidta fler åtgärder för att minska sin finansiella risk. Därtill pressar det högre kostnadsläget hushållens marginaler och risken för betalningsproblem hos framför allt konsumtionslånetagare är förhöjd.

### **Den aktuella penningpolitiska beredningen**

**Carl Andreas Claussen**, senior rådgivare på avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den aktuella bedömningen av den makroekonomiska utvecklingen och det förslag till penningpolitiskt beslut som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle samla en majoritet av direktionen vid dagens möte. Underlaget till dagens beslut diskuterades med direktionen vid möten den 18, 22, 23 och 25 januari. Detta är första penningpolitiska mötet enligt den nya ordningen där direktionen har åtta ordinära penningpolitiska möten per år. Vid vartannat möte kommer en penningpolitisk rapport med prognoser inklusive räntebana att publiceras. Vid resterande fyra mötena publiceras en kortare penningpolitisk uppdatering med direktionens överväganden, men inga nya prognoser. Detta är första mötet med en penningpolitisk uppdatering.

Som det framgår av utkastet till penningpolitisk uppdatering har direktionen gått igenom ny information och diskuterat hur denna påverkar utsikterna för konjunkturen, inflationen och penningpolitiken. En central fråga har varit om riskbilden för inflationen har ändrats och hur detta i så fall påverkar penningpolitiken.

När det gäller ny information och utsikterna framöver kan det konstateras att konjunkturavmattningen i omvärlden har fortsatt ungefär i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i november. Utsikterna för inflationen i omvärlden har förbättrats. Krig i Europa och ökade geopolitiska spänningar i Mellanöstern skapar emellertid stor osäkerhet om energipriser, livsmedelspriser och fraktpriser framöver.

Förväntningarna på framtida styrräntor i omvärlden har skiftat ner påtagligt. Efter att tidigare ha hållit dörren öppen för fortsatta räntehöjningar kommunicerar många centralbanker nu att räntetoppen troligtvis är nådd. Uttalanden från såväl Federal Reserve som ECB indikerar att sänkningar kan inledas till sommaren.

Den svenska kronan är nu ungefär på samma nivå som vid det penningpolitiska mötet i november, men den har varierat mycket. Svenska marknadsräntor har fallit avsevärt sedan i höstas och det återspeglas i de utlåningsräntor med längre bindningstider som hushåll och företag möter. Företagens kreditillväxt har försvagats ytterligare och hushållens upplåningstakt är fortsatt historiskt låg.

I Sverige är konjunkturavmattningen ungefär i linje med den senaste prognosen. Avmattningen drivs i hög grad av de räntekänsliga delarna av ekonomin, som hushållens konsumtion och bostadsinvesteringarna. Samtidigt har näringslivets övriga investeringar utvecklats överraskande starkt. Även riskbilden kring konjunktursikterna är likartad som i november. Det kvarstår osäkerhet kring de svenska hushållens konsumtion och sparande och utvecklingen på arbetsmarknaden är osäker, där många företag hittills har valt att behålla sin personal trots konjunkturedgången. En mer utdragen lågkonjunktur skulle kunna leda till större anpassningar bland hushåll och företag.

Inflationen i Sverige har fortsatt att sjunka och mätt som KPIF exklusive energi har den varit lägre än förväntat. Framåtblickande indikatorer tyder på en fortsatt nedgång i inflationen och prisförändringarna på kortare sikt är nära inflationsmålet på 2 procent uppräknat till årstakt.

Riskbilden för inflationen präglas av geopolitisk oro, kronkursens utveckling och osäkerhet kring företagens prissättningsbeteende. Men samtidigt verkar risken för att inflationen biter sig fast på för höga nivåer ha minskat. Efter en längre period då inflationen blev betydligt högre än förväntat, har prisökningarna den senaste tiden sjunkit i linje med Riksbankens prognoser. Aktiviteten i den svenska

ekonomin har dämpats och inflationen har sjunkit påtagligt i både Sverige och omvärlden. Därtill ligger inflationsförväntningarna nära målet och lönerna ökar i måttlig takt.

Det penningpolitiska förslaget som beskrivs i utkastet till uppdatering bygger på det förslag till penningpolitik som finns beskrivet detaljerat i protokollsbilaga A och som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet i direktionen vid dagens möte. Förslaget innebär att styrräntan hålls oförändrad på 4 procent vid dagens möte och att direktionen signalerar att den nu ser framför sig att styrräntan kan komma sänkas tidigare än i prognosen från november. Förslaget innebär också att försäljningarna av nominella statsobligationer utökas till 5,7 miljarder kronor per månad, medan försäljningstakten av reala statsobligationer bibehålls på 0,8 miljarder kronor per månad.

### §3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

#### **Vice riksbankschef Martin Flodén:**

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna styrräntan oförändrad idag och att utöka takten i försäljningen av statsobligationer. Jag ställer mig även bakom de analyser och avvägningar som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Utvecklingen efter vårt penningpolitiska möte i november har huvudsakligen varit gynnsam ur ett penningpolitiskt perspektiv.

Under 2022 och 2023 blev inflationen avsevärt högre än inflationsmålet. Och under nästan hela den perioden blev inflationen dessutom högre än de prognoser vi precis hade lagt. Den här tendensen verkar nu ha brutits. Inflationen föll snabbt under andra halvåret 2023. De senaste utfallen för den underliggande inflationen blev dessutom något lägre än vår prognos. Inflationsutvecklingen ser ganska bra ut även när man granskar detaljerna bakom de senaste månadernas prisförändringar.

Visserligen ligger företagens prisplaner i Konjunkturbarometern fortfarande lite oroande högt, men flera andra tecken tyder på att de senaste månadernas ganska blygsamma prisökningar kommer att bestå. Till exempel har flera stora detaljhandelsföretag meddelat att de planerar att sänka priser på många varor, vilket också indikerades i vår företagsundersökning i höstas. Jag noterar också att lönerna fortsätter att öka i en blygsam takt i förhållande till de senaste årens höga inflation.

En annan ljuspunkt är att kronan inte har försvagats sedan förra mötet. Förväntningarna på ECB:s och Federal Reserves styrräntor i närtid har fallit tydligt de senaste månaderna som en följd av att utsikterna för lägre inflation har

förbättrats även internationellt. Lägre inflationstryck och ränteförväntningar i omvärlden underlättar via växelkursen Riksbankens möjligheter att bekämpa den svenska inflationen utan att styrräntan behöver höjas ytterligare.

Realekonomin har utvecklats ungefär som vi bedömde vid det senaste penningpolitiska mötet. Vi ser alltså en tydligt dämpad aktivitet i vissa delar av ekonomin och att arbetslösheten har stigit en del, men att sysselsättningen trots det ligger på höga nivåer.

Allt det här stärker bilden av att inflationstrycket är på väg tillbaka mot nivåer som är förenliga med inflationsmålet.

I den senaste penningpolitiska rapporten presenterade vi två alternativscenarier. I det ena scenariot fortsatte inflationen att bli överraskande hög, som ett resultat av att företagen försökte ta ut ovanligt stora marginaler mot sina kostnader. Riksbanken skulle då behöva höja styrräntan ytterligare för att fortsätta att dämpa efterfrågan i ekonomin.

I det andra scenariot blev inflationstrycket i stället lägre som en följd av en oväntat snabb realekonomisk inbromsning. Riksbanken skulle då kunna sänka styrräntan avsevärt tidigare än vad som indikerades av räntebanan.

Mot bakgrund av den ljusare inflationsbild som vi nu ser har risken för ett dåligt scenario där vi behöver fortsätta att höja styrräntan minskat avsevärt.

Nu har visserligen realekonomin inte blivit överraskande svag, men den underliggande inflationen har ändå blivit tre tiondelar lägre än vår prognos i november. Min bedömning idag är att räntebanan i det optimistiska alternativscenariot, med en sänkning av styrräntan under andra eller tredje kvartalet i år, förefaller alltmer rimlig som ett sannolikt scenario för en välavvägd penningpolitik framöver.

Jag tänker att ett sådant scenario bygger på tre förutsättningar:

För det första att den underliggande inflationens månadstakter fortsätter att komma in i linje med inflationsmålet, och förmodligen att årstakterna fortsätter att komma in tydligt under prognosen från november.

För det andra att kronan inte åter börjar försvagas, och att dessutom tidiga räntesänkningar inte bedöms leda till en sådan försvagning.

För det tredje att övriga indikatorer på inflationstryckets utveckling fortsätter att utvecklas väl. Jag tänker då främst på den internationella riskbilden samt inflationsförväntningarna och företagens prissättningsbeteende.

Prissättningen på de finansiella marknaderna indikerar att man ser en inte obetydlig sannolikhet att vi sänker styrräntan redan vid nästa penningpolitiska möte, i mars. För att jag ska se en så tidig räntesänkning som motiverad behöver nog förutsättningarna både för inflationen och realekonomin ändras avsevärt de kommande månaderna. Det handlar då snarast om ett riskscenario där den ekonomiska aktiviteten bromsar snabbare än väntat i såväl Sverige som omvärlden.

Det är lättare att se risker för bakslag som medför att räntan behöver förbli åtstramande under längre tid. De mest påtagliga riskerna handlar nu, som framgår av utkastet till uppdatering, om den geopolitiska utvecklingen med tänkbar påverkan på råvaru- och fraktpriser, på globala värdekedjor och på kronans växelkurs.

Till sist vill jag kommentera mitt stöd till förslaget att sälja statsobligationer i en snabbare takt. De tidigare försäljningarna har fungerat väl. Aktörer på de finansiella marknaderna menar att marknadens funktionssätt har förbättrats. Försäljningarna medför dessutom att de finansiella riskerna på Riksbankens balansräkning minskar. Jag förväntar mig inte några påtagliga penningpolitiska effekter av de snabbare försäljningarna, men om sådana effekter uppstår kan de vid behov pareras av framtida förändringar av styrräntan.

#### **Vice riksbankschef Per Jansson:**

Jag ställer mig bakom besluten att lämna styrräntan oförändrad på 4 procent och att utöka försäljningarna av statsobligationer från 5 till 6,5 miljarder kronor per månad från och med februari i år. Jag ställer mig också bakom de ekonomiska bedömningar som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppdatering. Trogen den förändring i upplägget för mina inlägg som jag lanserade på vårt förra möte den 22 november ifjol fokuserar jag mina kommentarer här idag på mina penningpolitiska överväganden och då speciellt aspekter i dessa som innebär nyanseringar, eller kanske till och med mindre avvikelser, i förhållande till beskrivningen i utkastet till uppdatering.

Vid vårt senaste möte klargjorde jag att min syn på penningpolitiken under hösten ifjol klart hade förskjutits åt det mer optimistiska hållet. Jag tog då upp tre faktorer som var av särskilt stor betydelse för denna omsvängning: att nya inflationsutfall, understödda av olika indikatorer, visade på ett kraftigt och brett avtagande inflationstryck, att svensk ekonomi tydligt höll på att kylas av och därför inte utgjorde någon inflationistisk miljö och att kronans växelkurs hade stärkts en hel del vilket minskade risken för svårhanterliga växelkursdrivna inflationsimpulser. Låt mig göra en kort uppdatering av hur jag ser på dessa faktorer i dagsläget.



Den viktigaste faktorn fortsätter förstås att vara inflationsutvecklingen i sig. Sedan vårt förra möte har vi fått två nya inflationsutfall, för november och december, som visar att inflationstrycket fortsätter att avta. Inflationen exklusive energipriser ligger alltså en bra bit över inflationsmålet, på 5,3 procent, och understryker att en åtstramande penningpolitik kommer att behövas ännu en tid. Men nedgången går lite snabbare än vi har räknat med, vilket givetvis är glädjande.

Av stor betydelse är att prisökningstakten över kortare perioder än de vanliga tolv månaderna generellt sett fortsätter att avta. Att vissa månadsförändringar studsar upp i december jämfört med november tycker jag inte är speciellt oroväckande – på månadsbasis är volatiliteten i prisökningarna helt enkelt stor. Tittar vi i stället på prisökningstakterna över de senaste sex eller tre månaderna är trenderna nedåt överlag alltså intakta, med vissa tendenser till att plana ut för en del mått på underliggande inflation och större undergrupper i konsumentpriserna. Men att dessa trender har en tendens att plana ut när de närmar sig inflationsmålet är bara bra. Det minskar ju risken för att inflationen framöver blir för låg.

Precis som i november finns också andra indikatorer än själva inflationsutfallen som stödjer slutsatsen att inflationsbilden ljusnar. Dessa kommenteras i utkastet till uppdatering, som jag som sagt ställer mig bakom.

Även när det gäller läget i svensk ekonomi anser jag att de slutsatser jag drog på vårt novembermöte förra året står sig. Att den ekonomiska utvecklingen fortsätter att kylas av är tydligt. Detta gäller inte minst arbetsmarknaden, där sysselsättningen minskar, arbetslösheten ökar och olika indikatorer som anställningsplaner, varsel och konkurser generellt sett tyder på en svag utveckling. Som jag var inne på i november är det här naturligtvis inget som i sig är glädjande. Men eftersom det samtidigt minskar risken för att inflationen biter sig fast på en hög nivå och därför möjliggör snabbare räntesänkningar än annars finns ändå också för realekonomin något positivt i detta, om än i ett lite längre tidsperspektiv. Som jag sagt många gånger tidigare är det värsta som kan hända realekonomin att inflationen förblir hög så länge att förtroendet för inflationsmålet kommer i gungning. Då måste räntan höjas betydligt mer än vi hittills gjort och det skulle trots detta sannolikt ta ännu längre tid att få ner inflationen till målet igen.

Går vi över till kronans växelkurs är utvecklingen dessvärre inte lika uppmuntrande. Visserligen är kronan ungefär oförändrad mot euron och den amerikanska dollarn jämfört med vårt senaste möte den 22 november. Men utvecklingen sedan dess, först med en kraftig förstärkning efter mötet fram till ungefär årsskiftet och därefter med en i stort sett lika kraftig försvagning, är oroväckande. Det är tydligt att kronans värde påverkas en hel del av riskaptiten på de globala finansiella marknaderna. Mot den här bakgrunden skulle ihållande eller

utökade geopolitiska spänningar som dämpar riskaptiten kunna leda till att kronkursen framöver fortsätter att försvagas. Och i dåliga scenarier skulle försvagningen kunna bli stor. Men lättnader i omvärldens penningpolitik, i första hand från ECB och Federal Reserve, skulle kunna påverka kronans kurs i motsatt riktning.

Min slutsats vad gäller kronan blir att det framöver kommer att vara väldigt viktigt att följa utvecklingen noga och att tajmingen i räntesänkningarna hos de stora centralbankerna i vår omvärld är en faktor som kan få signifikant betydelse för när det är lämpligt att inleda penningpolitiska lättnader även i Sverige. Det förtjänar att understrykas att det hela tiden kommer att handla om hur inflationsutsikterna i sin helhet bedöms se ut. Vi har ju inget mål för kronans växelkurs.

Summeras min genomgång av de tre faktorerna landar jag sammantaget i ungefär samma slutsats som utkastet till uppdatering. Förutsättningarna att inleda sänkningar av styrräntan tidigare än i prognosen från november har förbättrats. Av störst betydelse är här att konkreta data belägger att vi gör framsteg i inflationsbekämpningen och att det till och med går lite bättre än väntat. På novembermötet fanns en oro att förbättringarna i inflationsbilden i hög grad var beroende av ett enda inflationsutfall, det för oktober. Men nu har två nya utfall tillkommit som gör att våra analyser vilar på en mer solid grund och att vi därför kan ta större hänsyn till dem i våra penningpolitiska överväganden.

Med det sagt delar jag också den oro för bakslag som beskrivs i utkastet till uppdatering. En fortsatt försvagning av kronan är som sagt en faktor att beakta i sammanhanget. En ogynnsam kronutveckling kan, som jag var inne på, komma från geopolitiska spänningar. Men sådana spänningar kan också skapa nya utbudstörningar, liksom dem vi drabbades av under pandemin. De kan i sin tur föra med sig kostnadschocker, som företagen kanske fortsätter att övervältra onormalt snabbt till konsumentpriserna. Om ett sådant prissättningsbeteende fortsätter att råda bland företagen skulle också en svagare kronkurs kunna bli ett ännu större problem ur inflationssynpunkt.

Mot den här bakgrunden delar jag fullt och helt synen i utkastet till uppdatering att penningpolitiken framöver måste präglas av försiktighet, där varje steg noga prövas och övervägs. Att en första sänkning av styrräntan skulle gå att genomföra redan i mars bedömer jag i dagsläget som inte omöjligt men heller inte som särskilt troligt. För att det ska kunna bli aktuellt behöver nog inte bara den gynnsamma inflationsutvecklingen fortsätta utan då krävs sannolikt också att räntesänkingsplanerna från de stora centralbankerna i vår omvärld får betydligt tydligare konturer. En första sänkning på mötet antingen i maj eller i juni känns här för stunden klart mer realistiskt. Men det går tyvärr heller inte att utesluta att den första sänkningen först kommer efter sommaren, i ett sämre scenario.

Under alla omständigheter gör det osäkra och skakiga läget som råder i världsekonomin att jag skulle bli förvånad om styrräntorna framöver, i både Sverige och andra länder, sänks kontinuerligt på möte efter möte. Jag har svårt att föreställa mig att det blir en sådan rak resa utan inbromsningar och stopp. Gissningsvis kommer det att finnas ett behov av att ta pauser för att invänta mer information och låta osäkerhet skingras. Om politiken bedrivs välavvägt på detta sätt minskar risken för att man behöver vända helt om och höja räntan igen. Och det vill man naturligtvis undvika. Att lägga en siffersatt räntebana som fångar alla dessa aspekter blir givetvis en formidabel utmaning – men det har vi ytterligare några månader på oss innan vi behöver göra.

### **Vice riksbankschef Aino Bunge:**

Jag ställer mig bakom både förslaget att vid detta möte lämna styrräntan oförändrad på 4 procent och de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering. Det innebär även att jag stödjer förslaget att öka takten i försäljningen av statsobligationer från 5 miljarder till 6,5 miljarder per månad.

Inflationstrycket i Sverige och omvärlden är nu på väg ned efter en tid med mycket hög inflation. I Sverige har inflationen sjunkit till 2,3 procent i december, mätt med KPIF. Mätt med KPIF exklusive energi var den 5,3 procent, vilket var lägre än väntat. Efter en period då inflationen överraskat på uppsidan har den på senare tid sjunkit ungefär i linje med våra tidigare prognoser. Det illustreras på ett bra sätt i diagram 7 i utkastet till uppdatering. Att inflationen sjunker i linje med våra bedömningar skapar mer trygghet i att inflationstrenden är bruten. Prisförändringar på kortare sikt är nu överlag nära 2 procent uppräknat till årstakt (se diagram 5 i utkastet till uppdatering), vilket ger ytterligare stöd till den slutsatsen.

Realekonomin mattas av, i stort i linje med vår novemberprognos, vilket ger förutsättningar för ett minskat inflationstryck. Dessutom har de långsiktiga inflationsförväntningarna hållit sig stabila samtidigt som de kortsiktiga sjunker. Med tanke på hur hög inflationen har varit måste också löneökningarna i den svenska ekonomin betraktas som måttliga. Allt detta stödjer bedömningen att riskerna för att inflationen biter sig fast har minskat.

För att illustrera osäkerheten i inflationsutvecklingen och penningpolitiken på sikt använder vi oss numera i de penningpolitiska rapporterna av scenarier. Utvecklingen sedan november har varit mer i linje med det gynnsamma scenario för inflationen som då presenterades. Men det är viktigt att inte glömma att det fortsatt finns tydliga risker för bakslag.

Den episod med hög inflation som vi har upplevt de senaste åren hade sitt ursprung i händelser utanför våra gränser, som uppkomsten av pandemin och ett anfallskrig i Europa. De geopolitiska spänningarna kvarstår tyvärr i allra högsta grad och riskerar att förvärras än mer. Det finns därför en förhöjd risk för globala utbudsstörningar, som kan leda till en oväntat hög inflation framöver.

Ett annat scenario som kan leda till en högre inflation är att kronans växelkurs inte stärks som förväntat. Kronan är ungefär oförändrad sedan november, men har varierat mycket. En svagare kronkurs kan inte minst riskera att vända den positiva trend som vi nu ser i varupriserna. Växelkursen och genomslaget från denna är något vi måste fortsatt lägga fokus på och som har en påverkan på penningpolitiken.

Under perioden med hög inflation har företagen fört över ökade kostnader, inklusive sådana som kommer från växelkursen, till konsumentpriserna snabbare och i högre utsträckning än normalt. Konjunkturinstitutet har på regeringens uppdrag analyserat hur priserna i Sverige har ökat i förhållande till näringslivets kostnader.<sup>1</sup> Den huvudsakliga slutsatsen är att de samlade konsumentpriserna (KPIF) har stigit ungefär lika mycket som kostnaderna, men det är samtidigt mer än vad som indikeras av historiska mönster. För vissa varor har priserna ökat mer än kostnaderna. Även om data över prisplaner indikerar att benägenheten att höja priserna inte är lika stor som tidigare är prisplanerna ännu förhöjda. Det innebär att det fortfarande är oklart i vilken utsträckning företagens prissättningsbeteende har normaliserats. I den utsträckning det inte har det kan effekten på inflationen av nya kostnadsökningar bli stor.

Min samlade bedömning är att en åtstramande penningpolitik fortfarande är nödvändig för att inflationen ska stabiliseras nära målet inom rimlig tid, men att det är tillräckligt att lämna styrräntan oförändrad vid det här mötet. Tack vare de förbättrade inflationsutsikterna är det troligt att styrräntan kan sänkas tidigare än vad vi såg framför oss i november. Det kan som beskrivs i utkastet till uppdatering inte uteslutas att den sänks redan under första halvåret i år. För min egen del kommer det dock att krävas mycket tydliga fortsatta tecken på en gynnsam utveckling för inflationen och ett fortsatt agerande i enlighet med inflationsmålet från ekonomins aktörer, inklusive företagen, innan sänkningar kommer på tal.

I november skrev vi i den penningpolitiska rapporten att en lägre inflation än väntat i det här läget är ett mindre problem än en oväntat hög inflation. Jag anser fortfarande att så är fallet. Målet är samtidigt att göra det som krävs för att inflationen ska ned hela vägen till målet och stabiliseras där, utan att på kort sikt orsaka alltför stor skada på realekonomin i form av minskad produktion och sysselsättning. I valet mellan olika räntealternativ behöver vi även framöver ta

---

<sup>1</sup> Se specialstudien "[Prissättning hos svenska företag 2023](#)", Konjunkturinstitutet.

hänsyn till en bred uppsättning indikatorer för att bedöma inflationsutvecklingen och hur väl penningpolitiken fungerar.

Det föreslagna beslutet innebär också ett ytterligare steg mot en normalisering av Riksbankens balansräkning, genom att försäljningstakten för statsobligationer ökar. Försäljningarna har under hösten fortlöpt enligt plan med en god efterfrågan från marknaden. Undersökningar visar också att marknadsaktörer upplever att marknaden för statsobligationer fungerar bättre.<sup>2</sup> Men som vi har uttryckt det tidigare: Det är styrräntan som är vårt huvudsakliga verktyg för att uppnå en låg och stabil inflation.

### **Förste vice riksbankschef Anna Breman:**

Jag stödjer förslaget att lämna styrräntan oförändrad, att utöka försäljningen av statsobligationer samt de penningpolitiska bedömningar som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Penningpolitiken har bidragit till ett lägre inflationstryck och väl förankrade inflationsförväntningar. Inom loppet av ett år har KPIF-inflationen fallit från drygt 10 procent i december 2022 till 2,3 procent i senaste utfallet för december 2023. I närtid är det troligt att svängningar i energipriserna leder till att KPIF-inflationen stiger igen medan inflationen mätt med KPIF exklusive energi väntas fortsätta falla. En åtstramande penningpolitik behövs för att inflationen varaktigt ska stabilisera sig på en låg nivå. Jag stödjer därför förslaget att lämna styrräntan oförändrad.

Jag står också bakom att utöka försäljningarna av statsobligationer. Syftet är främst en fortsatt normalisering av balansräkningen. Genom att underlätta för utländska aktörer att investera i svenska tillgångar och förbättra de finansiella marknadernas funktionssätt kan försäljningarna på marginalen också ge ett visst stöd åt kronan. Kronan är fortfarande på en svag nivå och om den försvagas igen kan det motverka en stabilisering av inflationen.

Vid dagens möte vill jag fokusera mina kommentarer på riskbilden och den penningpolitiska strategin. Ny information sedan det förra mötet kring inflationsutsikterna är relativt positiv, men samtidigt har vi ökande geopolitiska risker med ett utdraget krig i Europa och eskalerande spänningar i Mellanöstern. För att belysa risker och hur penningpolitiken då kan tänkas agera är alternativscenarier bra, men vid dagens möte har vi inga nya prognoser, ingen ny styrräntebana och inte heller några alternativscenarier. Jag vill därför diskutera hur vi kan väga förbättrade inflationsutsikter mot en orolig omvärld som snabbt kan bryta den positiva trenden.

---

<sup>2</sup> Se exempelvis [Finansmarknadsenkäten, hösten 2023](#), Sveriges riksbank.

Låt mig börja med inflationsutsikterna. Risken för att inflationen biter sig fast på en för hög nivå har minskat. Utfallen och framåtblickande indikatorer pekar på en utveckling som är ganska nära alternativscenariot med lägre inflation i november. Dessutom fortsätter arbetsmarknaden att försvagas vilket dämpar efterfrågan. Styrräntan kommer troligen sänkas tidigare än vad som indikerades i prognosen i november. Fallande inflation och lägre styrränta på sikt gör att hushållens köpkraft stärks; svensk ekonomi vänder upp och arbetsmarknaden förbättras mot slutet av året.

Det är vårt huvudscenario, men vår penningpolitiska strategi måste ha beredskap för bakslag och ta hänsyn till de långsiktiga effekterna av att inflationen kan bli högre eller lägre än väntat. Om inflationsnedgången bryts kan vi avstå från räntesänkningar eller höja styrräntan ytterligare. Det sker i så fall antagligen i ett läge då efterfrågan redan är svag och arbetsmarknaden mattas av. Och det riskerar i sin tur att resultera i långsiktigt negativa effekter på svensk ekonomi med stigande arbetslöshet och en djupare lågkonjunktur.

Om vi håller styrräntan oförändrad och inflationsutsikterna istället blir bättre än väntat kan vi sänka styrräntan tidigare eller mer än väntat. I ett läge då styrräntan är på en åtstramande nivå och långt ifrån en nedre gräns kommer sänkningar att relativt snabbt kunna ge högre efterfrågan, en starkare arbetsmarknad och motverka att inflationen övergår i deflation. Med andra ord, i ett utgångsläge med en styrränta på 4 procent är konsekvenserna av att hantera en oväntat hög inflation mer negativa jämfört med en oväntat låg inflation. Det talar för tålamod. Om inte inflationsutsikterna förbättras ytterligare och/eller realekonomin försämras avsevärt bör vi hålla fast vid en oförändrad styrränta ett tag framöver.

Dessutom, utöver faktiska förändringar i styrräntan, spelar även förväntningarna roll för hur ekonomin utvecklas. Marknadens, hushållens och företagens förväntningar på styrräntan och inflationen är viktiga. Om dessa aktörer väntar sig omfattande sänkningar av styrräntan i närtid, som vissa gör i dagsläget, kan de så kallade finansiella förhållandena bli så pass expansiva att de bidrar till högre efterfrågan redan innan styrräntan har sänkts. Det kan ske exempelvis genom en nedgång i marknadsräntorna och en försvagad krona, vilket skulle kunna bidra till att nedgången i inflationen avstannar. Förväntningar om snabba räntesänkningar kan paradoxalt nog bidra till att vi behöver hålla styrräntan kvar på nuvarande nivå längre än vad som annars hade behövts.

I detta sammanhang vill jag betona inflationsförväntningarna och kopplingen till företagens prissättningsbeteende. Studier från Konjunkturinstitutet och Riksbanken tyder på att många företag har kunnat föra över kostnadsökningar, både från en svag krona och från ökade producentpriser, i betydligt högre

uträckning än vad vi har sett historiskt.<sup>3</sup> Om detta nya beteende består innebär det att inflationen kan bli mer volatil framöver då mindre förändringar i företagens kostnader, exempelvis störningar i energipriserna, fraktpriserna eller en tillfällig försvagning av kronan, ger större genomslag på konsumentpriserna. Det är därför viktigt att följa företagens prisplaner som fortfarande är på en förhöjd nivå.

Låt mig sammanfatta. Penningpolitiken bidrar till att inflationen nu är på väg ned och förutsättningarna har förbättrats för en varaktig stabilisering av inflationen. Jag stödjer därför en oförändrad styrränta och jag delar bedömningen att styrräntan troligtvis kan sänkas tidigare än i prognosen i november. Samtidigt har jag lyft fram riskbilden och behovet av att kunna agera effektivt i en orolig omvärld. En smidig återgång till låg och stabil inflation ska inte tas för given.

### **Riksbankschef Erik Thedéen:**

Låt mig inleda kort med att säga att jag ställer mig bakom förslaget att hålla kvar styrräntan på 4 procent, och att jag stöder formuleringarna i utkastet till penningpolitisk uppdatering. Penningpolitiken behöver vara åtstramande ännu en tid för att säkerställa att inflationen kommer ned till och stabiliseras vid målet.

Jag ställer mig även bakom förslaget att öka takten i försäljningen av statsobligationer, från rådande 5 till 6,5 miljarder kronor i månaden. Syftet är att normalisera Riksbankens innehav av statspapper och att understödja en förbättring av statspappersmarknadens funktion. Så här långt bedömer jag att våra försäljningar fungerat väl och att volymerna därför kan ökas något.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i slutet av november har utvecklingen blivit ungefär som vi då väntade oss. Den ekonomiska aktiviteten i Sverige har fortsatt att bromsa in, arbetsmarknaden har blivit något svagare, och inflationen har fortsatt att falla. I december var KPIF-inflationen 2,3 procent. Den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi var högre, 5,3 procent, även om den också har fallit under senare tid, och dessutom mer än väntat.

Min bild är att inflationsdynamiken nu går i önskvärd riktning. Det syns i den senaste tidens utfall för olika mått på både konsumentpriser och producentpriser. Vidare har kortsiktiga inflationsförväntningar sjunkit ytterligare. Dessutom är löneökningarna fortsatt i linje med målet. Det finns därmed tidiga tecken på att vi kan vara på väg in i en ny penningpolitisk fas. Vi går från en period på nästan två år då styrräntan höjdes i syfte att komma till rätta med den höga inflationen, vid

---

<sup>3</sup> Se bland annat specialstudien "[Prissättning hos svenska företag 2023](#)", Konjunkturinstitutet; A. Breman, "[Inflationen sjunker men risker kvarstår](#)", anförande 2023-12-04, Sveriges riksbank, samt J. Ewertzh, M. Klein och O. Tysklind, "[Prisförändringar i Sverige – insikter från nya mikrodata](#)", Ekonomisk kommentar nr 1 2022, Sveriges riksbank.

några tillfällen dessutom i betydande steg. Men i november i fjol kunde vi för första gången lämna styrräntan oförändrad, eftersom inflationen visade tydligare tecken på att börja falla ner mot inflationsmålet. I november hade vi en slagsida åt att ytterligare åtstramning kunde visa sig bli nödvändig. Så uppfattar jag inte längre läget. Med hög sannolikhet har vi nått räntetoppen för denna gång och så småningom bör det vara möjligt att lätta på penningpolitiken.

Det huvudsakliga skälet till att jag nu ser att det kan finnas utrymme att framöver sänka styrräntan är att inflationen sedan en tid faller tillbaka, och att momentum i inflationen – såsom exempelvis utfallen under de senaste tre till sex månaderna – visar att vi är på väg att nå målet på 2 procents inflation. Under både 2022 och inledningen av 2023 blev inflationen vid flera tillfällen högre än vår egen prognos. Prognosfelen skapade betydande osäkerhet, men dess bättre har våra senaste prognoser om en fallande inflation varit relativt träffsäkra, vilket illustreras i Diagram 7 i utkastet till uppdatering. Min bedömning är att de risker jag tidigare såg för att inflationen återigen skulle överraska kraftigt uppåt nu är mindre, även om enskilda utfall alltjämt kommer att variera. Man kan uttrycka det som att vi står på lite fastare mark.

Under fjolåret då inflationen var alldeles för hög och svårprognosticerad, samtidigt som den realekonomiska utvecklingen överraskade åt det positiva hållet, var det rimligt att ett tydligt fokus låg på den alltför höga inflationen. Det är nu tydligare än för – säg – ett drygt halvår sedan att svensk ekonomi, och då inte minst arbetsmarknaden, försvagas. Det innebär att företagens prissättning nu sker i en miljö där det torde bli svårare att höja priserna än tidigare. De närmaste månaderna kommer vi att grundligt analysera lämplig tidpunkt för den första styrräntesänkningen och hur lättnader därefter kan ske. I den bedömningen blir förstas inflationsdynamiken central, men jag kommer också att lägga en något större vikt vid hur aktiviteten i svensk ekonomi utvecklas.

Vår bedömning av penningpolitikens utformning kommer att redovisas i den uppdaterade räntebana som vi publicerar i samband med mötet i mars. I utkastet till uppdatering till dagens möte nöjer vi oss med att konstatera att det inte är uteslutet att styrräntan kan sänkas under första halvåret i år, förutsatt att utsikterna för inflationen fortsätter att vara gynnsamma.

Det finns alltjämt risk för bakslag vad gäller både inflationen och den realekonomiska utvecklingen, bland annat drivet av den alltmer ansträngda geopolitiska situationen. Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina kan även fortsatt påverka exempelvis vete- och energipriser. Vidare kan Rysslands hybridkrigföring, genom exempelvis cyberattacker på kritiska samhällsfunktioner, ge en negativ påverkan på europeisk och svensk ekonomi. Och konflikten i Mellanöstern har redan påverkat priset på till exempel frakter och det skulle kunna leda till än större störningar i leveranskedjor.



En annan inflationsrisk är kronans utveckling. I år har kronan åter försvagats något efter en förstärkning under slutet av 2023. Det visar att kronans utveckling fortfarande är svåranalyserad. Skulle kronan återigen hamna i en deprecierande trend innebär det en risk för att inflationen inte faller ned till målet i linje med vår prognos. En sådan utveckling skulle påverka min syn på när vi kan börja lätta på penningpolitiken. Om kronan ånyo försvagas talar försiktighets-skäl för en mer avvaktande hållning när det gäller penningpolitikens utformning.

Sammanfattningsvis menar jag att vi befinner oss på något fastare mark vad gäller inflationsutvecklingen, något som förstärks av en liknande utveckling internationellt. Vi bör ha nått räntetoppen, och det finns en viss sannolikhet att vi kan lätta på penningpolitiken under det första halvåret. Men osäkerheten är alltså betydande inför kommande räntebeslut och det finns risk för bakslag vad gäller inflationen och dess dynamik. Erfarenheter från tidigare episoder med hög inflation visar tydligt på de risker som uppstår om centralbanken sänker garden alltför tidigt. Arbetet med att varaktigt stabilisera inflationen vid målet är ännu inte slutfört, och jag är beredd att hålla styrräntan på en åtstramande nivå under en längre tid, om det skulle visa sig nödvändigt. Eventuella lättnader av penningpolitiken kommer att genomföras med försiktighet, och med ständig vaksamhet inför risken för bakslag som kan påverka inflationsutvecklingen.

## §4. Penningpolitiska beslut

### Direktionen beslutade

- om penningpolitiska åtgärder i enlighet med vad som anges i utkast till protokollsbilaga A Beslut om styrränta och försäljning av statsobligationer. Riksbanken fastställer styrräntan till 4 procent, vilket innebär att den lämnas oförändrad.
- att fastställa den penningpolitiska uppdateringen enligt förslaget, protokollsbilaga B Penningpolitisk uppdatering,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 1 februari 2024 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde onsdagen den 7 februari 2024 kl. 9:30.

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

Björn Andersson

Liza Tchibalina

Justeras

Erik Thedéen

Anna Breman

Per Jansson

Martin Flodén

Aino Bunge



**SVERIGES RIKSBANK**  
103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08 - 787 00 00

Fax 08 – 21 05 31

[registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)

[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)