



# Penningpolitiskt protokoll

September 2023

# Sammanfattning

---

För att inflationen ska sjunka tillbaka och stabiliseras kring målet på 2 procent inom rimlig tid beslutade direktionen vid sitt penningpolitiska möte den 20 september att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 4 procent. Prognosen för styrräntan visar att den kan komma att höjas ytterligare.

---

Ledamöterna konstaterade att inflationen visserligen är på väg ner, i linje med Riksbankens bedömning i juni, men att inflationstrycket fortfarande är för högt. Att inflationen faller beror till stor del på en kraftig nedgång i energipriser sedan förra året. Rensat för energipriserna sjunker inflationen i årstakt tillbaka långsammare och även mätt över kortare tidsperioder, som månad till månad eller kvartal till kvartal, ökar priserna i en takt som inte är förenlig med inflationsmålet.

Ledamöterna betonade riskerna med den fortsatt höga underliggande inflationen och den svaga kronan. För att säkerställa att inflationen fortsätter ned och stabiliseras kring inflationsmålet inom rimlig tid bedömde direktionen att det var lämpligt att strama åt penningpolitiken ytterligare något och höja styrräntan från 3,75 till 4 procent.

Direktionen bedömde också att styrräntan kan behöva höjas ytterligare. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna kommer att vara avgörande för hur penningpolitiken utformas, men ledamöterna poängterade att penningpolitiken kommer att behöva vara åtstramande under en betydande tid framöver.

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen nr 4

DATUM: 2023-09-20

MÖTESTID: 09:00

HANTERINGSKLASS: ÖPPEN

NÄRVARANDE: Erik Thedéen, ordförande  
Anna Breman  
Aino Bunge  
Martin Flodén  
Per Jansson  
---  
Bo Broman, ordförande, riksbanksfullmäktige  
Tomas Eneroth, vice ordförande, riksbanksfullmäktige  
---  
Lena Arfalk  
Charlotta Edler  
Bul Ekici  
Mattias Erlandsson  
Peter Gustafsson  
Anders Gånge  
Marie Hesselman  
Christina Håkanson  
Jens Iversen  
Magnus Jonsson  
Anders Kvist  
Pernilla Meyersson  
Ann-Leena Mikiver  
Marianne Nessén  
Åsa Olli Segendorf  
Olof Sandstedt  
Maria Sjödin  
Ulrika Söderberg  
---  
Joel Birging (§1–3a)  
Maria Johansson (§1–3a)

Det noterades att Bul Ekici och Magnus Jonsson skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

## §3a. Den ekonomiska utvecklingen

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

**Joel Birging**, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna den senaste tiden. Sedan det penningpolitiska beskedet i juni har centralbanker i en del utvecklade ekonomier fortsatt med styrräntehöjningar, vilket bland annat medfört högre statsobligationsräntor. Det är främst uppgångar för statsobligationsräntor med längre löptid som varit i fokus. Denna utveckling har drivits främst av amerikanska statsobligationsräntor. Förväntningar om att styrräntor förblir höga en längre tid, bättre än väntat ekonomisk statistik från USA, nedgraderingen av amerikanska statens betyg och ett ökat utbud av amerikanska statsobligationer har sammantaget bidragit till de högre statsobligationsräntorna. En annan drivande faktor bakom ränteuppgången är stigande oljepriser. Brentoljan noteras på årets högsta nivåer till följd av att Saudiarabien har förlängt sina produktionsbegränsningar samtidigt som den globala efterfrågan förväntas öka de kommande månaderna. Ränteuppgången i Europa beror bland annat på en ökad oro för fortsatt hög inflation.

På valutamarknaderna har dollarn stärks på bred front med stöd från högre amerikanska räntor och förhållandevis positiva tillväxtutsikter. På aktiemarknaderna har utvecklingen varit tudelad med tydliga uppgångar i USA drivet av stora teknikaktier medan europeiska börsindex, däribland det svenska, utvecklats sämre. I Kina har börsindex fallit ytterligare till årslägsta nivåer på grund av oro för ekonomiska bakslag, bland annat mot bakgrund av den höga belåningen i fastighetsbolag och så kallade skuggbanker.

Kronan har försvagats under den senaste tiden och nått rekordlåga nivåer mot euron. Den svaga kronan och fortsatt hög inflation är starka argument för fortsatt åtstramning enligt analytikerkråren. Förväntningarna enligt såväl terminsräntor som prognoser indikerar en höjning med 0,25 procentenheter i september och sannolikhet för ytterligare en höjning i november.

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

**Olof Sandstedt**, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för situationen i det svenska finansiella systemet. Den höga inflationen och de högre räntorna utmanar stabiliteten i det globala finansiella systemet och risker är förhöjda.

Det svenska finansiella systemet fungerar överlag väl och svenska storbanker bedöms ha ett gott utgångsläge, men de sårbarheter som Riksbanken under längre tid pekat på medför utmaningar. Det handlar främst om de högt skuldsatta

fastighetsföretagen och bankernas stora exponering mot sektorn, men även om hushållens stora lån. Dessutom visar erfarenheterna från vårens bankoro att banker kan få problem med likviditeten även när de uppfyller de regulatoriska kraven. Därför anser Riksbanken att storbankerna bör sträva efter att ha betydande marginaler utöver kapital- och likviditetskraven.

De högre räntorna utmanar flera av fastighetsföretagens betalningsförmåga och bidrar även till att värdet på fastigheter minskar. Men det finns betydande skillnader mellan fastighetsföretagen där vissa har bättre förutsättningar att klara av ett högre ränteläge. Även om några fastighetsföretag nyligen emitterat obligationer, fortsätter många främst att finansiera lånefall genom utökade banklån från nordiska banker. För att minska risken för ett negativt förlopp i fastighetssektorn har bankerna därför en fortsatt viktig roll genom att ställa krav på att åtgärder vidtas och samtidigt upprätthålla försörjningen av krediter till livskraftiga företag. Fastighetsföretagen vidtar åtgärder, men behöver göra mer.

Det höga kostnadsläget pressar hushållens marginaler och motståndskraft, vilket märks i form av minskad konsumtion och minskat sparande. Korta räntebindningstider gör hushållen känsliga för ränteförändringar. Drygt två tredjedelar av bolånen har sedan 2022 nåtts av åtminstone någon del av räntehöjningarna i form av högre bolåneräntor. De allra flesta bolånetagare bedöms kunna fullfölja sina skuldbetalningar, men enskilda hushåll kan få problem. Bostadspriserna har sammantaget fallit med drygt 11 procent från toppen i mars 2022. Under enskilda månader har priserna dock stigit.

Stigande räntor och osäkra tillväxtutsikter kan också påverka synen på riskfyllda tillgångar framöver, exempelvis företagsobligationer. De svenska företagsobligationsfonderna är därmed fortsatt sårbara för stora utflöden om risksentimentet plötsligt förändras.

### **Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognos**

**Peter Gustafsson**, 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 23 augusti, 5, 6 och 7 september. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades vid direktionens möte den 14 september.

Beredningen inför dagens möte har särskilt fokuserat på inflations- och ränteutvecklingen i omvärlden och Sverige, det senaste årets tydliga kronförsvagning, som diskuteras i en fördjupning i rapportutkastet, samt konjunkturutsikterna globalt och i Sverige.

Den övergripande bilden av utvecklingen har inte förändrats på något betydande sätt sedan beslutet i juni. Mot bakgrund av förra årets snabba höjningar av styrräntorna och att många av de faktorer som drev upp inflationen under 2021 och 2022, som till exempel störningar på energimarknaderna, nu allt tydligare klingar av, faller inflationen tillbaka i såväl omvärlden som Sverige. Inflationen är dock fortfarande mycket hög i många länder, i synnerhet om energiprisutvecklingen exkluderas. Tjänstepriserna fortsätter att öka snabbt, medan ökningstakterna i energi- och livsmedelspriser har dämpats påtagligt.

En svagare industrikonjunktur har bidragit till något sämre konjunktursikter i bland annat euroområdet under sommaren. Dessa bedöms dock i stort vara förenliga med prognosen i juni. En avmattning i konjunkturen väntas under andra halvåret i euroområdet och mot slutet av året i USA, när den åtstramande penningpolitiken får ett successivt större genomslag och när efterfrågan i tillverkningsindustrin dämpas. Detta innebär att trycket på arbetsmarknaderna dämpas och löneökningarna, som i utgångsläget är höga i flera länder, faller tillbaka. Åren 2024 och 2025 bedöms inflationen i omvärlden vara ungefär i linje med centralbankernas inflationsmål.

I Sverige har arbetsmarknaden varit fortsatt motståndskraftig men tecken på en avmattning är nu tydligare, vilket bekräftas av de svaga utfallen i dagens Arbetskraftsundersökning, en fallande svensk BNP under andra kvartalet och förtroendeindikatorer som fortsätter att vara dämpade för både hushåll och företag. Indikatorer tyder nu på att även efterfrågan inom industrin dämpas. Även om löneavtalen på den svenska arbetsmarknaden slöts på historiskt höga ökningstal är lönetillväxten relativt låg i ett europeiskt perspektiv. Förutsättningarna finns därför för en inflationsnedgång där arbetslösheten inte behöver stiga kraftigt, även om sysselsättningen bedöms minska något i spåren av en dämpad efterfrågan.

Kronan har försvagats ytterligare något till historiskt svaga nivåer sedan det penningpolitiska mötet i juni. Den svaga kronan håller uppe prisökningarna på importerade varor och det råder fortsatt stor osäkerhet kring utvecklingen framöver och vilket genomslag försvagningen får på inflationen, något som också diskuterades i den penningpolitiska rapporten i juni.

Inflationen mätt med KPIF fortsätter att sjunka och uppgick till 4,7 procent i augusti. Den underliggande inflationen mätt med KPIF exklusive energi är dock högre och dämpas i en långsammare takt. Under sommarmånaderna föll den underliggande inflationen något mindre än i prognosen från juni. Den sammantagna bilden är dock fortsatt att inflationen kommer att falla tillbaka relativt snabbt det närmaste året, vilket får stöd av utvecklingen i mer högfrekventa mått på förändringar i konsumentpriser och en rad indikatorer som redogörs för i rapportutkastet. Inflationen väntas vara nära målet under andra

halvåret 2024, men alternativa scenarier i kapitel 1 rapportutkastet illustrerar att prognosen är osäker.

Prognosförslaget bygger på det förslag till penningpolitik som finns detaljerat beskrivet i protokollsbilaga A och som avdelningen för penningpolitik bedömer kommer att samla en majoritet i direktionen vid dagens möte. Förslaget innebär att styrräntan höjs med 0,25 procentenheter till 4 procent. I prognosförslaget ligger styrräntan kvar på en nivå något över 4 procent under en tid och sänkningar inleds först när den underliggande inflationen har fallit tillbaka och under en tid varit nära målet. I slutet av prognosperioden väntas styrräntan vara knappt 3,7 procent. Riksbankens innehav av värdepapper fortsätter samtidigt att minska genom förfall och genom de försäljningar av statsobligationer som beslutades i juni.

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

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

Jag ställer mig bakom förslaget att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 4 procent och jag ställer mig även bakom prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport, inklusive prognosen för styrräntan.

Vid det penningpolitiska mötet i juni betonade jag att konjunkturbilden var särskilt svårbedömd. Den nya informationen efter det mötet har ändå varit i linje med den prognos vi då lade, och jag skulle säga att konjunkturindikatorerna nu är lite mindre spretiga. Vi ser en tydlig avmattning i konjunkturen, främst driven av snabbt minskade bostadsinvesteringar. Hushållens konsumtion minskar också, men har efter att räntehöjningarna inleddes ändå varit överraskande motståndskraftig. Och liksom tidigare har arbetsmarknaden förblivit stark med hög sysselsättning.

Även inflationen har utvecklats i linje med vår prognos från juni, vilket innebär att den har fallit avsevärt. Detta är förstås välkommet. Inflationen rör sig åt rätt håll, men vi har ännu inte sett tillräckligt tydliga tecken på att inflationstrycket verkligen kommer att falla tillbaka hela vägen till vad som är förenligt med inflationsmålet.

Mot den här bakgrunden anser jag alltså att räntan behöver höjas idag, i linje med vad vi indikerade vid det förra penningpolitiska mötet.

Prognosen indikerar att styrräntan efter dagens höjning kan ha kommit upp till en tillräckligt åtstramande nivå för att inflationen ska falla tillbaka till målet. Men det förutsätter att penningpolitiken förblir stram en ganska lång tid framöver. Det förutsätter även att vi får fortsatt stöd för bedömningen att inflationstrycket ska

fortsätta att dämpas. Prognosen visar därför också att det inte är osannolikt att räntan behöver höjas ytterligare vid något av de kommande mötena. Allt detta är bedömningar som jag står helt bakom.

Jag ska fördjupa mig lite i några indikatorer och datautfall som jag nu följer noga och som kan bli avgörande för om det behövs fler räntehöjningar eller inte.

Före nästa penningpolitiska möte kommer vi att få inflationsutfall för september och oktober. Vår prognos är att inflationen då kommer att fortsätta sjunka så att den mätt med KPIF exklusive energi ligger strax under 6 procent i oktober. Som jag påpekade vid det penningpolitiska mötet i juni är nu de månatliga prisförändringarna för olika delindex särskilt viktiga när jag granskar inflationsutfallen. Att tolka månadstakterna är dock inte helt enkelt, bland annat eftersom det finns mycket stora, och föränderliga, säsongsvariationer i priserna på flera varor och tjänster.

Ytterligare en komplikation när vi nu granskar inflationsutfallen är de stora förändringarna i hushållens konsumtionsmönster under och efter pandemin. Det här innebär att vissa inflationssiffror har påverkats en hel del av ändrade vikter snarare än av nya prishöjningar. Exempel på detta är bidraget till tjänsteprisinflationen från rekreation och utrikes resor där vikterna i konsumtionskorgen är betydligt högre i år än förra året. Betydelsen av den här problematiken illustreras i högra panelen i diagram 31 i rapportutkastet, där man ser att både inflationens nivå och tidsförlopp påverkas avsevärt av vilka vikter som används.

Att utvärdera de högfrekventa rörelserna i inflationssiffrorna är alltså förknippat med flera osäkerhetsfaktorer. I diagram 32 i rapportutkastet visas priser för olika delindex både som årlig förändring och månatlig förändring, säsongrensat och med oförändrade vikter i konsumtionskorgen. Det här diagrammet ser jag som ett viktigt hjälpmedel för att belysa de faktiska prisförändringarna genom att sortera bort ett antal störningsfaktorer.

Utvecklingen som visas i diagrammet är ganska uppmuntrande. Priserna har ökat betydligt långsammare de senaste månaderna än under 2022 och inledningen av 2023. Men vi ser också att priserna har fortsatt att öka snabbare än vad som är förenligt med inflationsmålet, och att de väntas fortsätta att öka lite för snabbt ett tag framöver.

Mätt på det här sättet, och betingat på vår penningpolitiska plan, väntas KPIF exklusive energi öka med i genomsnitt 3 procent i uppräknad årstakt under september till december i år, och 2,4 procent under första halvåret 2024. Även efter dagens räntehöjning, det fortsatta genomslaget av tidigare räntehöjningar och den väntade konjunkturavmattningen ser det alltså ut att ta tid innan



inflationstrycket faller hela vägen tillbaka. Och med en mindre åtstramande penningpolitik skulle det finnas större möjligheter för företagen att fortsätta höja priserna.

Det här leder mig till en annan uppsättning indikatorer som jag följer noga, nämligen kring företagens prissättningsbeteende. Under 2022 behövde många företag höja priserna eftersom produktions- och inköpskostnaderna steg. Prishöjningarna drevs på av utbudsstörningar och leveransproblem samtidigt som hushållens efterfrågan var hög.

Mycket av detta har nu förändrats. Utbudsstörningarna har avtagit och globala råvarupriser och fraktkostnader har fallit snabbt. Producentpriserna har, på det stora hela, slutat att stiga och i många fall istället blivit lägre. Mot den bakgrunden bör även företagens prisplaner normaliseras.

Viktiga indikatorer på företagens prissättningsplaner får vi bland annat från Riksbankens företagsundersökning och Konjunkturinstitutets barometer. Svaren där tyder på att färre, men fortfarande för många, företag planerar att höja priset mot konsument.

Till sist vill jag också nämna kronans utveckling. Att kronan har fortsatt att försvagas är ett bekymmer för penningpolitiken. Det blir svårare att få ner inflationen när den svaga växelkursen bidrar till högre importpriser. Och det är knappast bra för svensk ekonomi i bredare bemärkelse att kronan avviker så tydligt från vad som bedöms vara en långsiktig jämviktsnivå. En räntehöjning idag bör bidra till att bromsa kronförsvagningen.

Samtidigt ska man inte överdriva kronans betydelse för Riksbankens möjligheter att få ner inflationen. Sedan slutet av 2020 har kronan försvagats med 19 procent mot euron och 36 procent mot den amerikanska dollarn. Men den samlade prisuppgången, mätt med det harmoniserade prisindexet HIKP, är ändå lägre i Sverige än i euroområdet och USA under den här tidsperioden. Sedan december 2020 har prisnivån stigit med 16,5 procent i Sverige, 18,0 procent i euroområdet och 18,2 procent i USA.

Att priserna hittills har stigit mindre i Sverige än i omvärlden sedan den internationella inflationsuppgången påbörjades kan till viss del förklaras av att priserna började stiga senare här, och dessutom av att det förmodligen tar tid innan kronförsvagningen får fullt genomslag på våra priser. Det är ändå tänkbart att en delförklaring är att penningpolitiken har fått snabbt genomslag i den räntekänsliga svenska ekonomin, och att inflationen därför har kunnat hållas tillbaka trots den svaga kronan. Men om kronan fastnar på dagens svaga nivå kommer det nog behövas en stram penningpolitik under lång tid framöver för att fortsätta att motverka ett genomslag till konsumentpriserna.

Sammanfattningsvis anser jag att förutsättningarna för vår penningpolitik har utvecklats ungefär som vi såg framför oss vid det penningpolitiska mötet i juni. Även förslaget att höja styrräntan till 4 procent idag och förslaget till prognos för styrräntans utveckling framöver är i linje med vad vi indikerade i juni. Jag ställer mig bakom de här förslagen.

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

Jag ställer mig bakom de bedömningar och prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag stödjer förslaget att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 4 procent, liksom räntebanan. Banan visar att räntan kan komma att höjas ytterligare och att penningpolitiken behöver vara åtstramande en längre tid.

Effekterna av den stramare penningpolitiken visar sig nu i prisstatistiken. Inflationen är på väg ner, och för vår målvariabel KPIF-inflationen var utfallet i augusti 4,7 procent, vilket var nära vår prognos från juni. Samtidigt sjunker den underliggande inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, inte lika snabbt utan var 7,2 procent, något över juniprognosen. Under sommaren har tillväxten utvecklats något svagare och arbetsmarknaden var stark även om det finns tecken på avmattning. För den svenska kronan har sommaren varit händelserik, och den är nu oväntat svag. Min sammantagna bild är att utvecklingen av inflationen och realekonomin i stort är i linje med vad vi såg framför oss i juni.

När vi blickar framåt ser vi att inflationen, med den planerade penningpolitiska åtstramningen, kommer att fortsätta falla under hösten för att vara nära målet nästa år. Som framgår av utkastet till penningpolitisk rapport finns det risker kring denna prognos både avseende den globala och den svenska ekonomin. Här skulle jag vilja fördjupa mig lite i behovet av, men också svårigheterna med, att göra internationella jämförelser.

Den snabba nedgången i den svenska KPIF-inflationen hänger till stor del samman med fallet i energipriserna. De bidrar nu kraftigt nedåt till inflationen, vilket framgår tydligt av diagram 5 i rapportutkastet. Inom EU ser det ganska olika ut, och det är delvis kopplat till utformningen av de energistöd som togs fram av Europas regeringar under förra årets energikris. Min bild är att det i dagens speciella situation är extra svårt att jämföra inflationstrycket mellan länder då energipriserna inkluderas. Även här är det motiverat att fokusera på inflationen exklusive energi, och där ser vi inte samma snabba nedgång; i många länder i EU är den fortfarande betydligt över 2 procent.

Av diagram 5 i utkastet framgår också att det största bidraget till inflationen i Sverige nu kommer från tjänstepriserna. Ökningstakten i dessa priser är fortsatt hög och i högsta grad relaterad till inhemska faktorer. Den visar på fördröjda

effekter av en hög efterfrågan, som gjort det möjligt för företagen att höja sina priser. En intressant observation, som framgår av diagram 31 i utkastet, är att tjänstepriserna ökar snabbt i många länder samtidigt. Men det hänger ihop med likheterna i den makroekonomiska utvecklingen i spåren av pandemin, där sparandet var uppdrivet och efterfrågan på tjänster var mycket stor när ekonomierna öppnade.

Jag tycker också att det är viktigt att notera att mer kortsiktiga prisförändringar mellan månader eller kvartal alltså sker i en takt som ännu inte är förenlig med inflationsmålet. För min del är det tydligt att penningpolitiken har en del arbete kvar att göra när det gäller att dämpa efterfrågan så att inflationen fortsätter ner.

Den höga inflationen är väldigt problematisk, speciellt för hushåll med små marginaler. Därför är det naturligt att vi tydligt fokuserar på att få tillbaka den till målet. Men det är också viktigt att vi tar realekonomisk hänsyn och bedriver en väl avvägd penningpolitik. Vårt mål är att få tillbaka inflationen till målet inom rimlig tid utan att realekonomin tar onödigt mycket skada. I det första kapitlet finns alternativa scenarier för inflationen och penningpolitiken inkluderade. Där framgår att om penningpolitiken reagerar för sent när inflationen blir oväntat hög kan räntan så småningom behöva höjas mycket mer än om man hade reagerat tidigare. Följden av ett sådant agerande kan bli att realekonomin på längre sikt utvecklas svagare. Den insikten måste vi också ha med oss.

Många centralbanker runt om i världen har höjt sina styrräntor väldigt mycket sedan inledningen av förra året. Riksbanken och ECB har höjt styrräntorna ungefär lika mycket under den här perioden. Men effekterna på hushållens ekonomi skiljer sig åt om man jämför Sverige med några av ekonomierna i euroområdet. De svenska hushållen påverkas mycket av stigande räntor, på grund av höga skulder och korta bindningstider. Det illustreras väl i en faktaruta i rapportutkastet (se "Penningpolitikens genomslag till räntekänsliga sektorer i ett europeiskt perspektiv" i kapitel 2). Boräntorna i stocken av låntagare har knappt rört sig i Tyskland och Nederländerna, men har stigit med ett par procentenheter i Sverige. Som en jämförelse är praxis i USA att bostadslån binds på 30 år.

Till följd av den höga räntekänsligheten har vi sett en tydlig nedgång det senaste året i hushållens konsumtion i Sverige. Men som framgår av en fördjupning i rapportutkastet föregicks den kraftiga ränteuppgången av ett väldigt högt sparande under pandemin (se fördjupningen "Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin"). I fördjupningen visas uppskattningar som tyder på att hushållen kan ha en del buffertar kvar. En svår men viktig fråga är hur hushållen kommer att använda det här sparandet. Det hänger i sin tur ihop med hur det är fördelat, men som Riksbanken tidigare påpekat saknas bra mikrodata på det området. Benägenheten att använda sparandet påverkas också av tron på den egna ekonomin framöver, inte minst risken för arbetslöshet. Jag delar

bedömningen i rapportutkastet att hushållen visserligen har kunnat använda en del av sin sparandebuffert till att hålla uppe konsumtionen hittills, men att det är mindre troligt att den utvecklingen kommer att fortsätta, speciellt om arbetsmarknaden mattas av som vi bedömer i vår prognos.

Det leder mig in på just arbetsmarknaden. I såväl Sverige som omvärlden har utvecklingen hittills stått emot konjunkturavmattningen förvånansvärt väl. Det finns ett antal förklaringar till det som hänger samman med lärdomar av pandemin. Men att lönerna ökat i förhållandevis måttlig takt, och att priserna kunnat höjas, spelar också in. Kostnaden för arbetskraft har hållits nere, vilket kan ha bidragit till att stärka efterfrågan på arbetskraft och möjligheterna för de svenska företagen att behålla sina anställda. I ett internationellt perspektiv ökar lönerna fortsatt i en lägre takt i Sverige och utgör därmed också en jämförelsevis mindre risk för inflationsutvecklingen i det korta till medellånga perspektivet. Men en viktig mekanism för svenskt vidkommande är att en svagare utveckling av efterfrågeläget nu gör det svårare för företagen att fortsätta att höja priserna, inte minst på tjänster.

En faktor som för närvarande bidrar till att göra det svårt att stabilisera inflationen i Sverige jämfört med en del andra länder är den svaga kronkursen. Det är sannolikt en kombination av många olika faktorer som bidragit till att försvaga kronan. Men det finns också starka skäl att anta att den på sikt kommer att stärkas (se fördjupningen "Kronan kommer att stärkas på sikt" i rapportutkastet). Som påpekas i kapitel 1 i rapportutkastet finns en uppåtrisk för inflationsprognosen som kommer från två håll: För det första kan kronan fortsätta att utvecklas svagare än väntat, och för det andra kan genomslaget på inflationen via importpriserna vara större.

När det gäller riskerna i den svenska ekonomin har Riksbanken under en lägre tid pekat på den kommersiella fastighetssektorn. Vi ser nu att risker i denna sektor lyfts upp även i andra länder, när konjunktoren viker och en hög belåning alltmer ifrågasätts. Det finns all anledning att följa även den internationella utvecklingen, eftersom det kan finnas spridningsrisker från både Kina och USA som kan påverka den globala konjunktoren negativt. Samtidigt behöver analysen nyanseras och beakta nationella särdrag på den kommersiella fastighetsmarknaden, precis som för bostadsmarknaden. Faktarutan i kapitel 2, "Tudelning i den kommersiella fastighetssektorn", belyser på ett bra sätt förhållandena på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden.

Låt mig nu övergå till min samlade bedömning av penningpolitiken. Jag ser inte att några stora förändringar av planen från juni behövs, vilken gick ut på att höja styrräntan minst en gång till i år. Därför menar jag att räntan nu bör höjas med 0,25 procentenheter. Det är också rimligt, som räntebanan indikerar, att räntan kan komma att höjas ytterligare. Prisutvecklingen i tjänstesektorn och den svaga

kronkursen utgör risker för att inflationen inte sjunker tillräckligt snabbt och djupt, vilket motiverar den mindre justering uppåt som görs av räntebanan.

Slutligen innebär det föreslagna beslutet, som jag stödjer, att inga förändringar görs avseende Riksbankens värdepappersinnehav. I och med att försäljningstakten enligt beslutet i juni nu trappats upp i september fortsätter normaliseringen av balansräkningen i god takt.

Som brukligt vill jag avsluta med att blicka framåt mot nästa penningpolitiska möte. Utöver ny statistik kommer vi då ha tillgång till en ny företagsundersökning. Den kan förhoppningsvis sätta nytt ljus på några av de frågor som jag tagit upp idag, till exempel hur efterfrågeläget påverkar företagens prissättningsbeteende samt hur kronan slår igenom på inflationen.

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

Vid vårt förra penningpolitiska möte den 28 juni, då vi hade tillgång till utfall för inflationen till och med maj, låg KPIF-inflationen på 6,7 procent. Nu visar den senaste inflationsmätningen, som är för augusti, en KPIF-inflation på 4,7 procent. Att inflationen gått ner rejält under sommaren är välkommet, men det är viktigt att konstatera att nedgången var väntad och i hög grad beror på stora negativa bidrag från energipriser. Mäts inflationen i stället exklusive energipriser går utvecklingen betydligt långsammare och också något sämre än enligt vår senaste prognos. Rensat för energipriser uppgick utfallet i augusti till 7,2 procent, att jämföra med 8,2 procent i maj och en väntad utveckling på 6,9 procent enligt rapporten i juni.

Att inflationstrycket fortsätter att vara alldeles för högt framgår också av våra mått på underliggande inflation. Medianen för dessa mått låg i augusti på 6,3 procent, att jämföra med 7,6 procent vid beräkningen på vårt förra möte med data till och med maj. Även här går alltså utvecklingen ganska långsamt, med en minskning under sommarmånaderna som är ungefär lika stor som för inflationen rensad för energipriser.

De inflationssiffror som jag hittills har nämnt är mätta i årlig procentuell förändring, alltså på det sätt som vi oftast redovisar och diskuterar inflationsutvecklingen. Det kan dock också vara informativt, särskilt efter en period med stora störningar till prisnivån, att mäta inflationen under en kortare period än de senaste tolv månaderna. Detta har nyligen påpekats av några penningpolitiska debattörer<sup>1</sup> och är givetvis något som även Riksbanken flitigt

---

<sup>1</sup> Se K. Eklund (2023), "[Räntehöjning är ingen självklarhet](#)", Dagens Industri, 21 augusti och T. Laitila (2023) "[Riksbanken måste sluta skrämmas – inflationen är bara ett spöke](#)", Göteborgs-posten, 21 augusti.

ägnat sig åt att göra under den senaste tiden, då prisstörningarna varit ovanligt stora.<sup>2</sup>

Ett problem med mer högfrekventa inflationsmått är emellertid att de är väldigt volatila och behöver säsongjusteras för att de ska gå att tolka dem på ett meningsfullt sätt. Utfallen man i slutänden får beror bland annat på vilken metod för säsongjustering som används samt på hur metoden sedan exakt tillämpas, till exempel på vilken dataperiod. En ytterligare komplikation är att hela historiken för utfallen skrivs om när ett nytt utfall tillkommer och säsongjusteringen görs om. Sammantaget innebär detta att man måste tolka de här måtten på inflationen med stor försiktighet.

Men trots dessa svårigheter kan mer högfrekventa mått på inflationen alltså vara informativa och i utkastet till penningpolitisk rapport redovisas även denna gång ett antal beräkningar av detta slag.<sup>3</sup> Debattörerna som jag nyss nämnde menar att de här måtten visar att problemet med den för höga inflationen i själva verket nu är löst – och kanske till och med redan har varit löst sedan en tid tillbaka – utan att Riksbanken riktigt har förstått det.

Det är dock väldigt tydligt att siffrorna som redovisas i rapportutkastet inte stödjer denna slutsats. Måtten rör sig förvisso i rätt riktning men de ligger fortfarande på alldeles för höga nivåer som inte är förenliga med inflationsmålet. En annan viktig poäng som klart framgår är måttens höga volatilitet och att det i många fall alltså är svårt att se några tydliga trender nedåt. Detta gäller både för utjämnade tremånadersförändringar och vanliga månatliga procentuella förändringar, men är särskilt slående för prisförändringarna från månad till månad.

Att inflationstrycket här och nu fortsätter att vara för högt ändrar dock inte på det faktum att det finns förutsättningar för att så småningom få ned det. Till detta bidrar, i såväl Sverige som andra länder, att de pandemirelaterade obalanserna mellan utbud och efterfrågan successivt har blivit allt mindre och, framför allt, att penningpolitiken har stramats åt bestämt och snabbt.

I Sverige finns det dessutom ytterligare några omständigheter som är särskilt gynnsamma när det gäller förutsättningarna för att kunna undvika en inflation som mer långvarigt biter sig fast på en för hög nivå. De mer långsiktiga inflationsförväntningarna fortsätter, på samma sätt som de gjort under en längre tid, att förmedla bilden av ett starkt förtroende för inflationsmålet. Detta förtroende kommer också till uttryck i lönebildningen där det är tydligt att svenska lönesättare vill satsa på löneökningar som är förenliga med en inflation som åter

---

<sup>2</sup> Se till exempel fördjupningen "Hur snabbt kommer inflationen att falla?" i *Penningpolitisk rapport*, april 2023 och kapitel 3 i *Penningpolitisk rapport*, juni 2023.

<sup>3</sup> Se till exempel diagram 3 i kapitel 1 och diagram 29 samt 32 i kapitel 3 i rapportutkastet.

ska bli 2 procent. Till detta kommer att regeringen har kommunicerat att finanspolitiken inte ska hindra möjligheterna att få ner inflationen, vilket prognosen för det offentliga finansiella sparandet i rapportutkastet, med relativt små underskott under 2024 och 2025, också ger stöd för.

Inflationsutvecklingen framöver är givetvis inte utan risker, vilket jag kommer att återkomma till strax i min penningpolitiska diskussion. Men ganska lite talar för att i det här läget göra någon större, mer fundamental revidering i hur snabbt inflationen väntas återgå till målet. Detta är också perspektivet i det nya prognosförslaget i rapportutkastet, där förhållandevis små revideringar föreslås.

Den viktigaste revideringen som föreslås kommer från att utfallet för inflationen rensad för energipriser var ett par tiondelar av en procentenhet högre än väntat i augusti. Då detta inte bedöms bero på tillfälliga effekter har det medfört att prognosen för prisutvecklingen exklusive energipriser har reviderats upp i ungefär den storleksordningen under det närmaste året. Bortsett från vissa tekniska justeringar i antagandet för energipriserna under andra halvan av 2024 är prognosrevideringarna för inflationen inklusive energipriser genomgående små. Kronans växelkurs är lite svagare än i bedömningen från juni, vilket bidrar till något högre inflation i prognosen, men detta motverkas av en viss försämring i den realekonomiska utvecklingen. Inflationsprognoserna på lite sikt, både med och utan energipriser, är därför i stort sett oförändrade. Och därmed ändras inte heller måluppfyllelsen nämnvärt jämfört med bedömningen i juni. Inflationen väntas alltså vara nära målet under 2024.

För att åstadkomma en inflationsutveckling enligt de här prognoserna förutsätts Riksbanken i rapportutkastet fortsätta att strama åt penningpolitiken. Närmare bestämt antas att styrräntan höjs med 0,25 procentenheter till 4 procent på dagens möte. En högre styrräntebana bidrar också till åtstramningen i penningpolitiken, där antagandet nu är att styrräntan når en topp på 4,10 procent, att jämföra med 4,05 procent i juni. Precis som i bedömningen i juni väntas styrräntan börja falla svagt under andra halvan av 2025. I slutet av prognosperioden, som är tredje kvartalet 2026, beräknas styrräntan ligga på 3,69 procent i kvartalsgenomsnitt.

Jag ställer mig bakom prognoserna i rapportutkastet. Jag ställer mig också bakom de penningpolitiska antagandena som görs i utkastet. Att vi nu stramar åt penningpolitiken lite mer än vi planerade att göra i juni tycker jag är högst rimligt – även betingat på denna något stramare penningpolitik är ju den uppdaterade inflationsprognosen lite högre än tidigare.

Även om jag tycker att vår nya penningpolitiska plan för stunden är välavvägd fortsätter jag, precis som i juni, att se vissa risker för att vi framöver kan komma att behöva revidera planen ytterligare i stramare riktning. De risker som hänger

samman med tänkbara effekter från den svaga kronkursen på tjänstepriser och löner – vilka jag resonerade om på junimötet – har visserligen dessbättre så här långt inte materialiserats. Men inflationstrycket i den svenska ekonomin är fortfarande alldeles för högt. Exklusive energipriser ligger inflationen mätt i årlig procentuell förändring mer än 5 procentenheter över inflationsmålet. Om den mäts över kortare perioder än ett år ser det lite bättre ut, men även i detta fall ligger den, som illustreras i diagram 29 i rapportutkastet, ett antal procentenheter över målet. Med ett sådant utgångsläge känns det vågat att anta att det ska räcka med att bara höja styrräntan med ytterligare ett fåtal räntepunkter, för att klara av att återföra inflationen till målet. Det kan visa sig fungera, men jag har svårt att komma fram till något annat än att riskerna för räntan under dessa omständigheter är på uppsidan.

Att kronans växelkurs hela tiden fortsätter att försvagas är naturligtvis inte heller något som underlättar hanteringen av den för höga inflationen. I en fördjupning i rapportutkastet diskuteras olika tänkbara skäl till att utvecklingen för kronan ser ut som den gör.<sup>4</sup>

En slutsats som dras i denna fördjupning är att det har varit svårt att förstå sig på kronkursens utveckling fullt ut med utgångspunkt i ränteskillnader mot omvärlden, särskilt den senaste tiden då kronan i större utsträckning har försvagats mot euron än mot den amerikanska dollarn. Men kronans utveckling mot dollarn under framför allt fjolåret antyder ändå att ränteskillnader är en faktor bland flera som spelar roll. Mot den här bakgrunden ska man nog inte underskatta betydelsen för kronan av vissa fortsatta räntehöjningar från Riksbankens sida i ett läge där många marknadsaktörer tror att både ECB och Federal Reserve har nått sina styrräntetoppar för den här gången. Som diskuteras i fördjupningen kan det i ett sådant läge finnas ett flertal faktorer som samtidigt vänder till kronans fördel och därmed innebär att den stärks relativt snabbt. Det vore verkligen välkommet.

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

Jag stödjer förslaget att höja styrräntan, räntebanan och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport.

Riksbankens penningpolitik dämpar efterfrågan och bidrar till att inflationen nu faller tydligt. Sedan det förra penningpolitiska mötet har vår målvariabel KPIF fallit till 4,7 procent i årstakt i det senaste utfallet för augusti månad. Även KPIF exklusive energi, har vänt ner, till 7,2 procent i årstakt enligt det senaste utfallet, men nedgången går betydligt långsammare. Framåtblickande indikatorer tyder på att inflationen ska fortsätta falla mot målet. Men det är viktigt att betona att detta

---

<sup>4</sup> Se fördjupningen "Kronan kommer att stärkas på sikt" i rapportutkastet.



inte sker av sig självt. En varaktig nedgång i inflationen bygger på att penningpolitiken fortsätter att vara åtstramande.

Den svåra frågan vid dagens möte är om det räcker att styrräntan är kvar på nuvarande nivåer eller om ytterligare åtstramning är nödvändig för att nå en varaktigt låg och stabil inflation. Min syn är att en höjning är en väl avvägd åtgärd vid dagens möte. För att motivera det ställningstagandet vill jag börja med att kommentera orsakerna till uppgången och nedgången i inflationen innan jag går in på de penningpolitiska övervägandena.

Den stora uppgången i inflationen utlöstes av pandemin och Rysslands illegala invasion av Ukraina. Detta ses ofta som rena utbudsstörningar, men det var obalans mellan utbud och efterfrågan som gjorde att uppgången i inflationen kunde bli så hög. Företagen kunde föra över kostnadsökningar till hushållen eftersom efterfrågan var god när samhället öppnade upp, sysselsättningen ökade och hushållen hade extra högt sparande från pandemin. Dessutom ändrade hushållen snabbt sina konsumtionsmönster och efterfrågade tjänster som resor, restaurangbesök, nöjen och fritidsaktiviteter på bekostnad av annan konsumtion (se diagram 2 i PPR juni 2023). Det bidrog till en snabb uppgång i tjänstepriser trots att tjänsteföretagens kostnader domineras av löner som bara ökade i måttlig takt.

Nu dämpar Riksbankens penningpolitik efterfrågan, leverantörskedjor fungerar bättre, elpriset har fallit och livsmedelspriser har börjat stabiliseras. Detta bidrar till att inflationen är på väg ned. Det som återstår är att inflationen ska ned hela vägen till målet och sedan ska inflationen varaktigt vara kvar på en låg och stabil nivå. En hög inflation är problematisk för ekonomin i stort och särskilt kännbar för hushåll med små marginaler. Det är en återgång till en varaktigt låg och stabil inflation som möjliggör ökande reallöner, konkurrenskraftiga företag och ökat välstånd för Sverige som land.

Med detta som bakgrund, låt mig diskutera de penningpolitiska övervägandena vid dagens möte. Det finns tre huvudsakliga anledningar till att jag stödjer en räntehöjning och en räntebana som indikerar att ytterligare höjningar är möjlig i år och under nästa år.

För det första, efterfrågan är fortfarande relativt god i delar av svensk ekonomi som är viktig för inflationsutvecklingen framöver, framför allt tjänstesektorn. En viktig fråga är om hushållen kommer att fortsätta att prioritera tjänstekonsumtion över annan konsumtion? Och hur mycket kan och vill hushållen använda buffertsparande för att upprätthålla denna konsumtion?

Vi vet att hushållens likvida sparande var högt redan innan pandemin, och att det är troligt att hushållen har kvar en del av extra buffertsparande från pandemin (se

fördjupningen Hushållens sparande ökade tydligt under pandemin i rapportutkastet). Men Riksbankens analys av hushållens sparande visar att det inte finns ett entydigt svar på hur detta påverkar konsumtionen framöver. Sparandet är ojämnt fördelat mellan olika hushåll och det är därför jag betonar att för vissa hushåll handlar det om att vilja använda buffertsparande och för andra är marginalerna små. Eftersom vi inte har statistik på hushållsnivå över skulder och tillgångar vet vi inte hur fördelningen ser ut mellan olika hushåll. Just nu är den frågan extra viktig då det spelar roll om hushållen kan och vill använda detta buffertsparande för att jämna ut sin konsumtion över tid. Även hushållens förväntningar spelar roll (för en längre diskussion, se mitt inlägg vid det penningpolitiska mötet i juni). Om hushållen förväntar sig räntesänkningar i närtid ökar benägenheten att ta av buffertsparandet för löpande konsumtion vilket håller uppe efterfrågan och därmed inflationen.

För det andra, det behövs en bred nedgång i alla priskategorier för att inflationen varaktigt ska vara låg och stabil. Nedgången i elpriser är utmärkt och bidrar till att inflationen faller, men det räcker inte eftersom effekten av fallande elpriser kommer att klinga av och då bestäms inflationen av de priskategorier som är mindre volatila, som tjänstepriser. Tjänstepriser är fortfarande på nivåer som inte är förenliga med en låg inflation oavsett om vi mäter i årstakt eller som månadstakter uppräknat i årstakt (se diagram 3, 31 eller 32 i rapportutkastet för olika metoder).

Ytterligare en viktig fråga relaterad till energipriser är att företagens prissättningsbeteende tenderar att vara asymmetriskt. Det innebär att företag tenderar att ta ut ökande kostnader mot hushåll genom att höja priserna, men de tenderar inte att sänka priserna mot hushåll när kostnaderna faller. Låt mig förklara hur det kan påverka inflationen framöver via energipriser. Energipriser består av både elpriser, som faller kraftigt, och drivmedelspriser som har stigit på senare tid till följd av stigande oljepriser. Både elpriser och drivmedelspriser har en direkt effekt på inflationen, men de påverkar också indirekt genom att företagens kostnader stiger eller faller då el och drivmedel används i produktion av andra varor och tjänster. Om företagens prissättningsbeteende är asymmetriskt kan alltså stigande oljepris vara viktigare än fallande elpris för inflationen framöver via de indirekta effekterna på andra varor och tjänster. En åtstramande penningpolitik kan motverka denna asymmetri då det dämpar efterfrågan och gör det svårare för företag att höja priserna mot hushållen.

För det tredje, kronförsvagningen motverkar nedgången i inflationen (se fördjupningen "Kronan kommer att stärkas på sikt" i rapportutkastet). En trendmässig försvagning av kronan är mer problematiskt än tillfälliga svängningar i växelkursen. En svag krona påverkar bland annat varupriser och livsmedelspriser. Det är noterbart att det finns trögheter i nedgången i varupriser trots att

pandemirelaterade störningar som drev upp dessa priser har klingat av (se diagram 30 i rapportutkastet). I en liten öppen ekonomi fungerar transmissionen av penningpolitiken både via marknadsräntor och växelkurs. Transmissionen via marknadsräntor har fungerat i stort sett normalt, med undantag för tröghet bland många banker att höja inlåningsräntor. Men transmissionen via växelkurser har fungerat dåligt eftersom kronan har försvagats trots jämförbar penningpolitik med andra länder i vårt närområde. En höjning av styrräntan i kombination med de utökade försäljningarna av statsobligationer som beslutades vid förra mötet kan motverka en ytterligare kronförsvagning. En starkare krona kan bidra till fallande inflation.

Utöver en höjning av styrräntan stödjer jag att räntebanan har reviderats upp. Vår penningpolitiska strategi måste ta höjd för att det kan komma bakslag på vägen tillbaka till varaktigt låg och stabil inflation och då kan ytterligare en höjning i år och/eller nästa år vara nödvändigt. Riskbilden är fortfarande på uppsidan, det vill säga riskerna för att inflationen ska bli högre än i prognosen är större än att det blir lägre. I riskbilden finns bland annat fortsatt hög kärninflation, en svag krona, inbromsning i Kina, svårt säkerhetspolitisk läge och klimatförändringar som kan pressa upp energipriser och livsmedelspriser. När vi dessutom kommer från ett läge med hög inflation, är det mer problematiskt om inflationen blir högre än vår prognos än tvärtom (se alternativscenarier i kapitel 1 i rapportutkastet).

Slutligen vill jag kommentera arbetsmarknaden. Trots dämpad efterfrågan och svagare realekonomisk utveckling visar arbetsmarknaden motståndskraft. Det är bra. Tack vare det ansvarstagande som arbetsmarknadens parter har visat är förutsättningarna goda att få ned inflationen med bibehållen hög sysselsättningsgrad (se diagram 9 och 36 i rapportutkastet). Nu kommer dock tecken på att arbetsmarknaden börjar mattas av. Arbetsmarknaden kommer att vara viktigt för kommande möten då en svagare arbetsmarknad skulle kunna ge en större nedgång i efterfrågan och på sikt inflationen, vilket minskar sannolikheten för ytterligare åtstramning. Men, som alltid, det kommer att vara en samlad bedömning baserad på många indikatorer om vart inflationen är på väg som avgör vad som är en väl avvägd penningpolitik vid kommande möten.

Låt mig sammanfatta. Penningpolitiken dämpar efterfrågan och bidrar till att inflationen nu är på väg ned. Förutsättningarna är goda för en fortsatt nedgång i inflationen, men det bygger på att penningpolitiken håller fast vid den inslagna vägen. Det är nu främst tjänstepriser, i kombination med en svag krona, som håller uppe inflationen i Sverige. Jag stödjer därför en räntehöjning vid dagens möte och en uppreviderad räntebana. Penningpolitiken behöver vara tydligt åtstramande under en period framöver för att vi ska komma tillbaka till varaktigt låg och stabil inflation.

### **Riksbankschef Erik Thedéen:**

Jag ställer mig bakom förslaget att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 4 procent. Jag ställer mig också bakom de prognoser som finns i utkastet till penningpolitisk rapport. Det innebär bland annat att styrräntan efter dagens höjning kan komma att höjas ytterligare och att penningpolitiken kommer att behöva vara stram under överskådlig tid. Detta är nödvändigt för att vi ska vara rimligt säkra på att inflationen fortsätter falla tillräckligt snabbt för att sen stabiliseras kring målet 2 procent under 2024. Till penningpolitiken hör även att vi säljer statspapper ur vår värdepappersportfölj. Vi fortsätter i den takt vi tidigare beslutat, det vill säga 5 miljarder kronor i månaden. Som jag sagt tidigare anser jag att dessa försäljningar ska ske gradvis och präglas av förutsägbarhet.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i slutet av juni har den ekonomiska utvecklingen på många håll blivit svagare. Ett undantag är den amerikanska ekonomin, som fortsätter att uppvisa en hygglig tillväxt trots ett väsentligt högre ränteläge. Dessutom fortsätter den amerikanska arbetsmarknaden att utvecklas starkt, samtidigt som inflationen faller. I vårt närområde ser dock den ekonomiska utvecklingen svagare ut. För euroområdet som helhet har vår prognos för kommande kvartal reviderats ned. Industriproduktionen utvecklas allt svagare, särskilt i Tyskland. I OECD:s nya prognos från den 19 september har Tyskland negativ BNP-tillväxt under 2023.

Den svaga utvecklingen i euroområdet är förstås inte gynnsam för svensk ekonomi. Indikatorer pekar på att tillväxten blir svag under kommande kvartal. Förtroendeindikatorer har försämrats och nedgången är nu bredare än vid våra tidigare möten under 2023. Svensk BNP väntas fortsätta att krympa under årets två sista kvartal. Samtidigt är det viktigt att påpeka att jämfört med andra europeiska länder faller svensk BNP från en hög nivå, en spegling av att nedgången under pandemin blev mindre, och återhämtningen efter pandemin starkare än i euroområdet. Det vi ser framför oss är en mild recession, med positiva tillväxttal nästa år. Till styrketecknen i svensk ekonomi hör arbetsmarknaden som hittills har uppvisat en mycket stor motståndskraft, och sysselsättningsgraden är rekordhög, även om utfallet för augusti var tydligt svagare. Indikatorer tyder dock på att efterfrågan på arbetskraft nu mattas av, och i vår prognos stiger arbetslösheten framöver.

Det finns nu tydliga tecken på att takten i prisökningarna mattas av. Vi ser det i prisutvecklingen på insatsvaror och livsmedel. Det kommer också till uttryck i Konjunkturinstitutets mätning av företagens prissättningsplaner. Vi har även fått flera nya inflationsutfall sedan det förra penningpolitiska mötet som pekar åt rätt håll, även om delar av inkommande inflationsutfall varit något högre än vår prognos från juni. Från en topp på drygt 10 procent i början av året har KPIF-inflationen nu fallit till 4,7 procent. Även den underliggande inflationen mätt

enligt KPIF exklusive energi fortsätter att sjunka. Det är en utveckling ungefär i linje med våra prognoser, och något som inte bara beror på att fjolårets snabba uppgång i till exempel energi- och livsmedelspriser nu faller ur 12-månaderstalen. Inflationsnedgången beror till en del på att räntehöjningarna haft önskad effekt genom att de verkat dämpande på den ekonomiska aktiviteten och dessutom hållit upp förtroendet hos företag och hushåll för att inflationsmålet varaktigt kommer att nås inom en rimlig tidshorisont. Det är av stor betydelse att vi når vårt inflationsmål för att säkra en god samhällsekonomisk utveckling, något som inte minst innefattar en återgång till stigande reallöner.

Med en inflation mätt med vår målvariabel KPIF på 4,7 procent är dock inflationen fortsatt för hög. Utvecklingen av olika delkomponenter av KPIF tyder dessutom på att inflationstrenden ännu inte är i linje med vårt inflationsmål. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi, som utgör över 90 procent av KPIF, ligger nu på 7,2 procent. Ser man enbart på tjänstepriserna, som är knappt hälften av KPIF, ökade de i augusti med 7,0 procent. Även den kortsiktiga trenden ligger alltså för högt, vilket är av extra stor betydelse nu när det finns tecken på en vändning i inflationen. Om man till exempel tar utvecklingen under de senaste tre månaderna uppräknat till årstakt är ökningen för tjänstepriserna 4,9 procent. Även KPIF exklusive energi räknat på samma sätt ligger på en alltför hög nivå, det vill säga 4,8 procent. Den kortsiktiga prisutvecklingen för energipriser är dock tydligt negativ, -18,2 procent, men den utvecklingen kan sannolikt inte bestå under någon längre tid.

Den relativt sammansatta och osäkra bilden över den rådande och framtida inflationen – där olika delar av KPI-korgen pekar åt delvis olika håll – talar för att Riksbanken bör ha en prövande och vaksam inställning och att behovet är stort av att löpande följa utvecklingen.

Inflationen och det högre ränteläget har inneburit en stor omställning för stora delar av svensk ekonomi. Hushållens konsumtion har utvecklats svagt, särskilt varukonsumtionen. Bostadsinvesteringarna har fallit kraftigt sedan 2022 och de förväntas att falla ytterligare.

Den kommersiella fastighetssektorn har att kämpa med kraftigt stigande räntekostnader, men bilden är heterogen: en del företag är hårt exponerade medan många andra fastighetsbolag har ett betydligt bättre utgångsläge. Det har påbörjats en anpassningsprocess i fastighetssektorn där flera företag strävar efter att stärka sina balansräkningar genom bland annat fastighetsförsäljningar och kapitalanskaffning för att sänka lånebördan. Det är en välbehövlig process som bör påskyndas. Vid en samlad bedömning ser jag riskerna i fastighetssektorn som hanterliga, förutsatt att inflationen kommer ned till inflationsmålet i linje med vår prognos samt att den ekonomiska utvecklingen i stort stabiliseras.

Jämfört med det förra penningpolitiska mötet är värdet på kronan i handelsviktade termer något svagare, efter att den först stärkts och sedan försvagats. Kronan är därmed fortsatt undervärderad enligt de flesta analyser. För Riksbanken är kronans utveckling viktig i och med att den påverkar inflationen. Som vi visade i den penningpolitiska rapporten i juni talar en hel del för att genomslaget från en svag växelkurs till stigande inflation kan vara större än vad vi tidigare räknat med. Det utgör en uppåtrisk för vår inflationsbedömning.

För att vi ska kunna nå vårt inflationsmål inom rimlig tid är det därför viktigt att kronan inte ytterligare försvagas. Det blir enklare att nå inflationsmålet om kronan stärks, vilket det borde finnas alla förutsättningar för givet den makroekonomiska utvecklingen i Sverige relativt omvärlden, och det faktum att kronan är undervärderad i utgångsläget. Vi utvecklar detta resonemang i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten. I fördjupningen finns också en analys som jag tycker är intressant och som pekar på att relativt kortsiktiga och finansiellt motiverade valutatransaktioner av olika slag vuxit i omfattning. Men sådana flöden kan snabbt svänga med ändrade förutsättningar och bedömningar på marknaderna. Det tyder på att när kronan börjar stärkas kan det gå fort. Det bör aktörer som agerar i kronmarknaden ta i beaktande.

Innan jag redogör för min uppfattning om hur penningpolitiken bör utformas vill jag kort beröra hur jag ser på riskerna att utvecklingen kan komma att avvika från det huvudscenario som ligger till grund för direktionens bedömningar. En risk ligger i att den inhemska efterfrågan dämpas ännu kraftigare än i prognosen och att det får inflationen att falla ännu snabbare än vad vi räknat med. Mot detta står risken för att den nedåtgående inflationstrenden råkar ut för bakslag. Det inger viss oro att oljepriserna har stigit på sistone, och man kan inte utesluta förnyade utbudsstörningar för olika varor till följd av exempelvis Rysslands pågående invasionskrig i Ukraina. Jag har redan nämnt att en utdragen kronförsvagning är en riskfaktor i sig vad gäller inflationsutvecklingen. Om dessa risker materialiseras behöver vi vara beredda att agera. Enligt min uppfattning är uppåtriskerna för inflationsutvecklingen jämfört med vår prognos fortfarande det som dominerar.

Låt mig avsluta med mina penningpolitiska överväganden. I Sverige och på många håll i världen har de penningpolitiska styrräntorna höjts i rask takt under 2022 och i år. Kommunikationen från ECB har tolkats på marknaden som att de nått ungefär rätt nivå på sina styrräntor, och att inriktningen nu är att ligga kvar på nuvarande nivåer under en längre tid. Enligt min mening är Riksbanken inte där än. Det vill säga, efter dagens höjning av styrräntan till 4 procent ser jag framför mig att ytterligare åtstramning kan bli nödvändig för att vi ska vara rimligt säkra på att inflationen fortsätter ned till vårt mål på 2 procent. Det behöver dock inte bli vid nästa möte, utan en ytterligare åtstramning kan komma senare. Räntenivån

behöver alltså vara åtstramande under överskådlig framtid, vilket även visas i vår räntebana.

Avgörande för mina ställningstaganden vid kommande möten är vad ny information säger om inflations- och konjunkturutvecklingen och om riskbilden. Det jag för min del kommer att följa särskilt noga är hur trenden utvecklas i de olika mått på underliggande inflation som finns, och därefter agera för att säkerställa att inflationen tydligt fortsätter ned och stabiliseras runt 2 procent.

## §4. Penningpolitiska beslut

### Direktionen beslutade

- om penningpolitiska åtgärder i enlighet med vad som anges i utkast till protokollsbilaga A Beslut om styrränta. Styrräntan höjs med 0,25 procentenheter till 4 procent och detta beslut ska tillämpas från och med onsdagen den 27 september 2023.
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga B Penningpolitisk rapport,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 21 september 2023 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde måndagen den 2 oktober 2023 kl. 9:30.

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

Bul Ekici

Magnus Jonsson

Justeras

Erik Thedéen

Anna Breman

Aino Bunge

Martin Flodén

Per Jansson





**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)