



Penningpolitiskt protokoll

Augusti 2026

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen nr 5

DATUM: 2026-08-19

MÖTESTID: 09:00

Penningpolitiskt protokoll till sammanträde nr 22 2026

HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

NÄRVARANDE: Erik Thedéen, ordförande

Aino Bunge

Per Jansson

Anna Seim

Göran Hjelm

Bo Broman, ordförande, riksbanksfullmäktige

Tomas Eneroth, vice ordförande, riksbanksfullmäktige

Jakob Almerud

Lena Arfalk

Alexander Czarnota

Charlotta Edler

Mattias Erlandsson

Caroline Flodberg

Susanna Grufman

Matilda Kilström

Ellen Kockum

Henrik Lundvall

David Lööv

Hilkka Nyberg

Åsa Olli Segendorf

Annica Sandberg

Olof Sandstedt

Anna Sjulander

Frida Widholm

Anne-Catherine Worth

Buster Carlsen (§1-3a)

Maria Johansson (§1-3a)

Det noterades att Alexander Czarnota, David Lööv och Frida Widholm ska föra penningpolitiskt protokoll.

§3 Penningpolitisk avstämning

§3a Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Buster Carlsen, marknadsekonom på avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det förra penningpolitiska mötet i juni.

Geopolitiken fortsätter att vara ett dominerande tema på finansiella marknader. Genomfarten i Hormuzsundet är återigen begränsad, men inte helt blockerad, efter den initiala lättnad som följde med avsiktsförklaringen som signerades i juni. Oljepriset har stigit sedan det penningpolitiska mötet i juni och terminspriserna är nu på ungefär samma nivå som när Riksbanken gjorde sina prognoser i juni. Begränsad framkomlighet och raffineringsskapacitet, bland annat på grund av utslagning av och skador på ryska anläggningar, har därtill bidragit till stigande priser på förädlade oljeprodukter. Vidare har även den extrema torkan i Europa skapat utbudsstörningar, bland annat genom de lägre vattennivåerna i Rehnfloden, vilket har lett till stora konsekvenser för prämtrafiken.

Samtidigt finns det flera faktorer som begränsat prisuppgången på råolja. Utöver omdirigerad export, framför allt via Saudiarabien, har bland annat Kinas minskade råoljeimport varit en tydligt bidragande faktor.

Globala statsobligationsräntor med längre löptider har stigit, med en särskilt tydlig brantning av den amerikanska avkastningskurvan. Utvecklingen förklaras framför allt av en oro för många länders offentliga skuldsättning i kombination med fortsatt stora emissionsvolym, vilket innebär att utbudet av statspapper är stort. Det växande utbudet av företagsobligationer i både USA och Europa, bland annat för att finansiera den omfattande AI-expansionen, är också en bidragande faktor. Federal Reserves beslut att lämna styrräntan oförändrad i juli har i kombination med bland annat fortsatt dämpade inflationsutfall fått marknaden att ifrågasätta om några räntehöjningar i USA kommer att ske i närtid.

Japanska yenen stärktes tydligt efter att USA och Japan utförde en koordinerad valutaintervention för första gången på 15 år. Marknaden tolkade detta som att USA ville hindra Japan från att sälja amerikanska statspapper för att finansiera interventioner. Utöver stora rörelser i den japanska valutan har volatiliteten på valutamarknaden generellt varit låg under sommaren.

Breda aktieindex har under sommaren noterat nya rekordnivåer både i USA och Europa. Förnyad oro kring AI-investeringarnas omfattning, bland annat efter Kinas lansering av en ny språkmodell, samt farhågor relaterade till finansieringen av de

ökade kapitalinvesteringarna har dock bidragit till att aktiekurser har varierat kraftigt inom sektorer relaterade till AI. Sydkoreanska marknadsindexet (KOSPI), som är en viktig indikator för den globala AI-handeln, har under sommaren fallit kraftigt. Det har lett till att lokala myndigheter har infört åtgärder för att begränsa handeln med hävstångsprodukter för privatinvesterares.

Analytiker och marknaden räknar med en oförändrad ränta vid dagens penningpolitiska beslut. Marknadsprissättningen har dock skiftat högre sedan beslutet i juni och prissätter nu drygt en räntehöjning på en kvarts procentenhet mot slutet av 2026. Kronan, mätt enligt KIX-index, har försvagats något sedan beslutet i juni. Flera analytiker påpekar att en fortsatt kronförsvagning i kombination med att ECB förväntas fortsätta att höja sin ränta kan vara ett skäl till att Riksbanken kommer att bedriva en stramare penningpolitik framöver.

Finansiell stabilitet – nuläge och risker

Olof Sandstedt, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för situationen i det finansiella systemet.

Riskerna för den finansiella stabiliteten i Sverige har under en längre tid varit förhöjda. Det hänger samman med det osäkra omvärldsläget, inte minst den amerikanska administrationens oförutsägbara handels- och utrikespolitik, samt kriget i Mellanöstern. Nya attacker mot fartyg som passerar genom Hormuzsundet och infrastruktur har orsakat fortsatta utbudsstörningar och volatila energipriser. Det svenska finansiella systemet har hittills visat motståndskraft, och viktiga finansieringsmarknader och infrastruktur har fungerat väl. Samtidigt påverkas den fortsatta riskbilden i hög grad av hur konflikten utvecklas och hur långvariga effekterna av utbudstörningarna förväntas bli.

Statsobligationsräntor med lång löptid har under sommaren fortsatt att stiga och är i flera länder på höga nivåer, bland annat till följd av försämrade offentligfinansiella utsikter. De offentliga ränteutgifterna är nu i flera länder på historiskt höga nivåer som andel av BNP, och ökar budgetunderskotten ytterligare. Samtidigt är risktagandet på finansiella marknader fortsatt högt. Riskpremier på flera finansiella tillgångar har minskat och är på låga nivåer, vilket ökar risken för snabba och breda korrigeringar av tillgångspriser och ökad volatilitet på finansiella marknader. Med stöd av de rådande höga tillgångsvärderingarna har flera stora AI-relaterade företag också valt att ta in nytt kapital på globala finansieringsmarknader, framför allt genom ökad skuldfinansiering, vilket ökat marknadskoncentrationen ytterligare till dessa företag.

Trots oroligheterna över sommaren är bedömningen att Sverige står väl rustat vid ett försämrat ekonomiskt läge, och att det svenska finansiella systemet i sin

helhet har goda förutsättningar att stå emot och hantera störningar. De svenska storbankerna är lönsamma och har goda marginaler ned till kraven på kapital och likviditet, och således förutsättningar att upprätthålla kreditgivningen till real ekonomin även vid en störning. Däremot har hoten kopplade till cyberangrepp ökat mot bakgrund av den snabba teknologiska utvecklingen och det osäkra säkerhetspolitiska läget. Det understryker behovet av stärkt operativ beredskap hos alla centrala aktörer i det finansiella systemet.

Den aktuella penningpolitiska beredningen

Jakob Almerud, senior ekonom på avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den aktuella bedömningen av den makroekonomiska utvecklingen och det förslag till penningpolitiskt beslut som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet av direktionen vid dagens möte.

Underlaget till dagens räntebeslut har diskuterats med direktionen vid beredningsmöten den 10 och 11 augusti. Utkastet till penningpolitisk uppdatering diskuterades vid beredningsmötet den 13 augusti.

Vid det penningpolitiska mötet i juni lämnade Riksbanken styrräntan oförändrad på 1,75 procent. Den penningpolitiska beredningsprocessen präglades då starkt av kriget i Mellanöstern. Riksbanken bedömde att risken för att inflationen skulle bli för hög hade ökat, men eftersom inflationen var låg och konjunkturen svag i utgångsläget fanns det ett visst utrymme att invänta en tydligare bild av utvecklingen av kriget och dess effekter på svensk ekonomi.

I beredningen inför dagens penningpolitiska beslut har centrala frågor varit om de svenska inflations- och konjunkturutsikterna från juni står sig, samt om riskbilden har förskjutits i någon särskild riktning. Fokus har legat dels på effekterna från de utbudsstörningar som följer av kriget, dels på utvecklingen av den inhemska ekonomin.

Trots junis avsiktsförklaring mellan USA och Iran har kriget i Mellanöstern fortgått under sommaren. Information som inkommit sedan dess, bland annat om index på globala leveransstörningar och prisutvecklingen på olja, urea och aluminium, tyder på att de ekonomiska effekterna av kriget hittills har blivit mindre än vad som initialt befarades. Men eftersom kriget fortfarande pågår finns den grundläggande orsaken till utbudsstörningarna kvar och risken för att inflationen ska bli för hög kvarstår.

På finansiella marknader har långa räntor stigit under sommaren. I Europa har utvecklingen sannolikt framför allt drivits av förväntningar om högre korta räntor. I USA beror det troligtvis mest på högre terminspremier, vilket bland annat kan

spegla en ökad osäkerhet kring inflationen och svaga offentliga finanser. Kronan, mätt som KIX-index, är något svagare än vid det penningpolitiska mötet i juni.

Vad gäller den inhemska ekonomiska utvecklingen visar preliminär statistik att ekonomin har utvecklats starkare än förväntat under det andra kvartalet. Vidare visar barometerindikatorn att både hushållens och företagens förtroende har stigit. Även orderingången i industrin har ökat under sommaren. Sammantaget talar detta för en något starkare inhemsk ekonomi, både i utgångsläget och framöver. Denna bild återspeglas dock ännu inte på arbetsmarknaden, som har utvecklats något svagare än väntat under sommaren.

Inflationen, mätt som KPIF och KPIF exklusive energi, var i juli 0,2 respektive 0,3 procentenheter högre än i juniprognosen. En stor del av prognosfelet berodde på oväntat snabbt stigande priser på reserelaterade tjänster. Det är inte ovanligt att priserna på dessa tjänster varierar mycket. Den uppmätta inflationen är låg, men detta beror främst på de direkta effekterna av tillfälliga finanspolitiska åtgärder. Exkluderas dessa åtgärder var KPIF-inflationen 2,2 procent medan KPIF exklusive energi var 1,6 procent. Företagens prisplaner enligt konjunkturbarometern har dämpats något, men är fortfarande på en förhöjd nivå.

Samttaget står sig inflations- och konjunkturutsikterna i stora drag. Osäkerheten kring utsikterna fortsätter dock att vara stor. Utöver kriget i Mellanöstern finns flera andra risker som kan påverka inflations- och konjunkturutsikterna. Det går heller inte att utesluta att krigets effekter kan förstärkas av andra mer underliggande sårbarheter i den globala ekonomin.

Det förslag till penningpolitik som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet i direktionen vid dagens möte beskrivs i protokollsbilaga A. Förslaget innebär att styrräntan lämnas oförändrad på 1,75 procent. Sannolikheten för att styrräntan höjs i år kvarstår.

§3b Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Anna Seim

Jag stödjer förslaget att lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent. Jag ställer mig även bakom bedömningarna i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Kriget i Mellanöstern har nu pågått i snart sex månader och gett upphov till ett ökat globalt kostnadstryck via högre energi-, råvaru- och fraktpriser. Svensk media förmedlar en bild av mycket låg svensk inflation, men faktum är att, rensat för de direkta effekterna av de tillfälliga finanspolitiska åtgärderna som bland annat syftar till att kompensera hushållen för ovannämnda utbudsstörningar och som vi genomgående kommunicerat att vi ska se igenom, är inflationen i termer av vår

målvariabel KPIF 2,2 procent och KPIF exklusive energi 1,6 procent. Vidare har inflationen ökat snabbt sedan kriget bröt ut. Data över den mer underliggande inflationen över de senaste tre och sex månaderna, som redovisas i diagram 11 i utkastet till uppdatering, vittnar om ett tydligt momentum uppåt.

Som framgår är jag alltså orolig för att inflationen ska bli för hög. Det är svårt att föreställa sig en beständig lösning på kriget i Mellanöstern i närtid. Förhandlingar om ett fredsavtal verkar ibland pågå, men händelserna under sommaren har bekräftat något vi även diskuterade vid det penningpolitiska mötet i juni – att situationen är bräcklig och processen har präglats av många bakslag. Det finns dessutom ytterligare ett antal omvärldsfaktorer som riskerar att öka inflationstrycket framöver, exempelvis det extrema vädret i delar av Europa och Rysslands anfallskrig i Ukraina.

Trots detta förespråkar jag idag en oförändrad styrränta. Oljepriset och vissa råvarupriser har fallit tillbaka under sommaren trots att trafiken genom Hormuzsundet har varit begränsad. Världsekonomin har därmed, precis som när tullarna initialt höjdes, visat sig vara anmärkningsvärt motståndskraftig. Det finns två dimensioner av denna motståndskraft. Den ena är att de oljelager som använts under krisen inte är outtömliga och användandet av dem blir därför en slags konstgjord andning som inte är långsiktigt hållbar. Men den andra är att företag verkar ha anpassat sig till situationen och därmed gjort globala värdekedjor mer robusta. Det är svårt att bilda sig en uppfattning om hur omfattande och elastisk denna anpassningsförmåga är, och om den skett till priset av något annat. Men den väcker en viss förhoppning om att världsekonomin närmat sig en jämvikt där beroendet av Hormuzsundet är något mindre. Om så är fallet skulle de kostnadsdrivna inflationsimpulserna kunna avta framöver, även om kriget i Mellanöstern fortgår.

En omständighet som i stället talar för att den svenska inflationen kan accelerera framöver, är att utbudsstörningarna nu samverkar med en betydligt starkare konjunktur än tidigare. Vid vårt möte i juni förde jag ett resonemang om att hur stark efterfrågan är har stor betydelse för inflationseffekterna av en utbudsstörning eftersom den avgör i vilken mån kostnader kan övervältras på konsumenterna. Och om företagen i kölvattnet av en serie kostnadschocker höjer priserna oftare, blir Phillipskurvan brantare, så att en given ökning i ekonomisk aktivitet kan få större inflationseffekter. Preliminär statistik tyder nu på att BNP utvecklats tydligt starkare än väntat under andra kvartalet, samtidigt som hushållens konfidensindikator stärkts och konsumtionen stadigt växer. Att vi nu närmar oss ett normalt resursutnyttjande, som med finanspolitiken som katalysator kan stärkas ytterligare, är en avgörande skillnad jämfört med tidigare.

Min bedömning är därför att det kan bli nödvändigt att höja styrräntan under hösten. Vid vårt möte i maj argumenterade jag för att en åtstramning i tid kan

minska risken för att vi måste höja mer kraftfullt senare och det uttalandet står jag förstås fast vid.

Som alltid måste vi vara framåtblickande i våra beslut. Givet att vi nu står inför svåröverskådliga finanspolitiska konsekvenser av det svenska riksdagsvalet, ett amerikanskt mellanårsval i november och dessutom måste hantera konsekvenserna av det allvarliga världsläget är det en grannlaga uppgift. När vi återkommer med fullständiga prognoser och en penningpolitisk rapport i september kommer vi även fortsatt att arbeta med noggrant utformade scenarier som beskriver möjliga vägar framåt genom detta stora utfallsrum.

Vi har, som alltid, hög beredskap att anpassa penningpolitiken om det visar sig motiverat.

Förste vice riksbankschef Aino Bunge

Jag ställer mig bakom dels förslaget att vid detta möte lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent, dels de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Det har varit en sommar med fortsatt fokus på Mellanöstern och det krig som tyvärr ännu inte har närmat sig en långsiktigt hållbar lösning. Men som beskrivs i utkastet till uppdatering har de ekonomiska konsekvenserna av kriget och de efterföljande utbudsstörningarna hittills blivit mindre än befarat. Den senaste månadsrapporten om oljemarknaden från International Energy Agency (IEA) pekar på att de högre priserna inte bara skapat starka incitament att anpassa utbudet, utan också lett till att efterfrågan minskat mer än vad som tidigare beräknats.¹ Användningen av oljelager, en ökad produktion i andra länder, alternativa transportvägar och en kraftigt minskad efterfrågan från bland annat Kina har verkat dämpande på oljepriset. Samtidigt kvarstår riskerna både för att konflikten eskalerar och för att de indirekta effekterna blir mer omfattande än vi räknat med.

Även om vi alltjämt lever i en värld präglad av kriget och mycket osäkra geopolitiska förhållanden har företagen, liksom vid förra årets tullturbulens, visat en närmast överraskande stor anpassningsförmåga. Vi ser också att indikatorer på störningar i globala leveranskedjor har sjunkit (se diagram 2 i utkastet till uppdatering). Sammantaget leder det här mig till följande slutsats: medan den penningpolitiska diskussionen under slutet av våren i princip var helt inriktad på konflikten fortsatta förlopp och dess ekonomiska effekter, behöver vi nu rikta blicken i större utsträckning mot på den inhemska ekonomiska utvecklingen och

¹ Se [Oil Market Report - August 2026 – Analysis - IEA](#).

andra faktorer. Det finns en hel del andra omvärldsfaktorer som bubblar under ytan och som jag återkommer till strax.

Men låt mig inleda med inflationen i Sverige. Och där tycker jag att bilden framöver är ”spretig”, med faktorer som pekar i olika riktningar. Under sommaren har vi fått inflationsutfall som varit högre än väntat. Men precis som under förra sommaren verkar det ha att göra med rese- och semesterrelaterade tjänster, som till sin natur har en mycket dynamisk prissättning. Vi har också sett stigande priser på elektronikprodukter som troligen kan kopplas till den höga efterfrågan på halvledare. Samtidigt har livsmedelspriserna sjunkit, men här finns å andra sidan tecken på att bland annat väder- och klimatrelaterade faktorer kan komma att trycka upp dem framöver.

Den uppmätta KPIF-inflationen dras nu ned med så mycket som 1,5 procentenheter av tillfälliga skattesänkningar. Rensat från dessa effekter – och energipriser – är inflationen 1,6 procent. Jag menar att det här måttet i nuvarande läge ger den bästa bilden av den underliggande inflationen. Och det är just nu en bit under vårt mål på 2 procent. Med det sagt blir det viktigt att under hösten få bekräftelse på att det är mer tillfälliga sommarrelaterade faktorer som den senaste tiden har överraskat på uppsidan. Företagens prisplaner har sjunkit (se diagram 13 i utkastet till uppdatering), men fortsatta utbudsstörningar kan snabbt förändra den bilden i ett läge när den inhemska efterfrågan tar mer fart.

Det leder mig osökt in på utvecklingen av den svenska konjunkturen. Återhämtningen i ekonomin fortsätter, och vi närmar oss sannolikt ett normalt konjunkturläge. Jag sa vid förra mötet i juni att jag hade en något mer positiv bild av det ekonomiska läget, och den bilden har förstärkts under sommaren. Svensk industri har en god orderingång. Efter några svaga månader har konsumtionen bland hushållen tagit fart. Det avspeglas även i konjunkturbarometern, där hushållens stämningsläge nu är nära en normal nivå. Det här är i sig ett skäl till att styrräntan framöver bör höjas från en något stimulerande till en mer neutral nivå, oavsett effekter från utbudsstörningar. Jag menar att det i grunden är en positiv utveckling, mot bakgrund av den utdragna lågkonjunktur som vi har gått igenom.

Men min bild är att vi ännu inte är där, eftersom det fortfarande finns lediga resurser i ekonomin, inte minst på arbetsmarknaden. Där släpar återhämtningen efter något mer än väntat. Arbetsmarknaden bör stärkas nu när vi ser en tydligare återhämtning av efterfrågan. En faktor som är viktig att följa, och som jag har tagit upp i ett tal nyligen, är att en ökad AI-användning kan påverka företagens anställningsplaner.² De investeringar som görs i IT-infrastruktur i syfte att öka användningen av AI kan också göra företagen mindre benägna att anställa

² Jag diskuterade AI och dess effekter på ekonomin och penningpolitiken mer ingående i mitt tal i maj. Se [Bunge: AI är överallt nu, men hur påverkas penningpolitiken? | Sveriges Riksbank](#).

personal – allt för att hålla kostnaderna under kontroll i en situation där produktiviteten ännu inte ökat tydligt. I vår företagsundersökning i våras såg många företag ännu inte så stora effekter på verksamheten av AI, men väntade sig desto större effekter i ett femårsperspektiv.³ Effekterna skiljer sig samtidigt åt mellan olika sektorer. Helt klart är att det krävs en omfattande strukturomvandling på många håll om de enorma AI-relaterade investeringar som nu görs i världen över ska löna sig.

Osäkerheten kring effekterna av AI har under sommaren också lett till oro och svängningar på världens börser, där den sammantagna utvecklingen av börsindexen blir alltmer kopplad till AI-relaterade bolag. Riskaptiten har generellt varit hög på de finansiella marknaderna, vilket bland annat yttrat sig i låga kreditspreadar. De finansiella förhållandena har också påverkats av uppgångar i långräntor och förväntningar på en stramare penningpolitik i omvärlden. Kronans växelkurs är nu något svagare än vid vårt förra penningpolitiska möte, men den kan påverkas mycket framöver av bland annat investerares riskvilja och penningpolitiken i omvärlden.

Sammantaget tycker jag att det är rimligt att avvakta med att ändra räntan idag, och kommunicera att sannolikheten för en räntehöjning kvarstår sedan juni. Då indikerade vår räntebana ungefär 50 procents sannolikhet för att räntan skulle höjas under hösten. Men liksom i juni finns inflationsriskerna i huvudsak på uppsidan. Ökade spridningseffekter av utbudsstörningarna samt att den inhemska efterfrågan tar fart mer än väntat, framför allt i kombination, skulle kunna öppna för oväntat stora prisökningar i Sverige. Om vi ser tecken på en bredare inflationsuppgång bör vi ha beredskap att strama åt penningpolitiken tidigare än förväntat. Men där är vi enligt min mening inte idag.

Vice riksbankschef Göran Hjelm

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent och de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Jag inleder med att kommentera de ekonomiska följderna av kriget i Mellanöstern och övergår sedan till svensk konjunktur- och inflationsutveckling. Jag avslutar med en bedömning av riskbilden samt penningpolitiska avvägningar.

Sedan beslutet i juni har kriget och dess effekter gett såväl negativa som positiva ekonomiska signaler. När det gäller det förstnämnda dominerar att konflikten förefaller vara långt ifrån en hållbar lösning. Givet tidigare skeenden i konflikten samt att parterna verkar stå långt ifrån varandra i grundläggande tvistefrågor ser jag två risker av betydelse för penningpolitiken. Dels risk för eskalering med

³ Se [Riksbankens företagsundersökning](#).

betydande skadeverkningar på produktion och distribution från området, dels risk för en mer varaktig, lågintensiv konflikt som leder till begränsade varuleveranser. Jämfört med när vi tog beslut i juni, då avsiktsförklaringen mellan parterna var nysignerad, bedömer jag dessa två risker som större i dagsläget.

Utvecklingen de senaste månaderna har dock även inneburit flera, för penningpolitiken, positiva signaler. Den övergripande bilden är att effekterna av kriget har blivit tydligt mindre än vad statistik och indikatorer visade under våren samt vad flera bedömare befarade. Priset på flera råvaror har fallit tillbaka även om nivån i flera fall fortfarande är förhöjd. Som en följd av detta sjönk svenska importpriser i maj och juni med sammantaget cirka 2 procent efter att ha ökat med nästan 9 procent under mars och april.⁴ När det gäller indikatorer har bland annat företagets prisplaner för insatsvaror enligt flera källor fallit från nästan två standardavvikelse över det normala till klart under en standardavvikelse.⁵ Motsvarande nedgång har också skett för det globala indexet för störningar i leveranskedjor (se diagram 2 i utkastet till uppdatering) som jag nämnt i tidigare protokoll. Det är särskilt positivt då kraftiga uppgångar i sådana mått har visat sig inte bara innebära betydande indirekta effekter utan även andrahandseffekter på inflationen.⁶

När det gäller risken för andrahandseffekter mer generellt bedömer jag den som begränsad baserat på utvecklingen så här långt. Inflationsförväntningarna är förankrade kring målet, lönebildningen förväntas utgå från inflationsmålet och, givet utformningen av det finanspolitiska ramverket, finns inte utrymme för breda, efterfrågestimulerande stimulanser kommande år.

Över till svensk konjunktur och inflation. Den svenska konjunkturen har fortsatt att förstärkas och olika mått på resursutnyttjandet närmar sig normala nivåer. Därtill visar indikatorer att en ytterligare förstärkning i närtid är sannolik. Konjunkturuppgången det senaste året är också bred, hittills med visst undantag för byggsektorn men där är flera framåtblickande indikatorer nu positiva. När det gäller arbetsmarknaden upplever företagen mindre brist på arbetskraft än normalt. Därtill är arbetslösheten förhöjd även i grupper som står jämförelsevis nära arbetsmarknaden. Sammantaget tyder detta på att det finns möjlighet för ytterligare ökning av resursutnyttjandet genom att arbetsmarknaden svarar upp mot en fortsatt ökad efterfrågan på varor och tjänster.

När det gäller inflationsutsikterna ger utfall och indikatorer sedan junimötet en relativt mångfacetterad bild. Den korta storyn är att inflationen blivit högre än prognostiserat medan flera framåtblickande indikatorer har dämpats i linje med

⁴ Enligt Importprisindex från PPI (Prisindex i producent- och importled, SCB).

⁵ Konjunkturbarometern (Prisplaner, insatsvaror) och PMI (Prisplaner, insatsvaror inom industrin).

⁶ Se Baslandze, S and S Fuchs (2026), "The price of delay: Supply chain disruptions and pricing dynamics", *Journal of International Economics*, kommande.

att effekterna av konflikten blivit mindre än förväntat. Jag vill särskilt lyfta fram betydelsen av hur inflationsutfallen tolkas. När trovärdigheten för inflationsmålet är hög har penningpolitiken handlingsfrihet att på kort sikt bortse från tillfälliga variationer i inflationen, detta i syfte att uppnå en mer stabil realekonomisk utveckling samt undvika ryckighet i styrräntan. Det är skälet till att i normalfallet bortse från variationer i energipriser samt att för närvarande även bortse från effekter från tillfälliga finanspolitiska åtgärder. Detta underliggande mått uppgår nu till 1,6 procent i årstakt, det vill säga under men ganska nära 2 procent. Vad som skulle kunna vara mer oroande är att utvecklingen av detta mått de senaste tre månaderna är nästan 4,5 procent i uppräknad årstakt, det vill säga tecken på ett starkt så kallat momentum för inflationen. Det är dock så att den absoluta lejonparten av denna prisuppgång, inklusive Riksbankens prognosfel, beror på ovanligt stora prisökningar på reserelaterade tjänster vilka kan väntas dämpas kommande månader i linje med hur det har sett ut de senaste åren. Exkluderas reserelaterade tjänster uppgår tremånaderstakten endast till knappt 1,5 procent, vilket jämfört med 4,5 procent ger en helt annan bild av "momentum". Det innebär inte att man lättvindigt ska välja att bortse från vissa komponenter i den uppmätta inflationen. Samtidigt är det viktigt att bilda sig en uppfattning av vad den senaste prisutvecklingen kan indikera för inflationstryck framöver. I den analysen tycker jag inte man helt ska bortse från de stora prisökningarna inom reserelaterade tjänster, bland annat då jag bedömer att de i viss mån beror på indirekta effekter från ökade energipriser.

Över till riskbilden. Jag tycker att den fortsatt är asymmetrisk, där risken att inflationen blir för hög dominerar. Det beror i allt väsentligt på kriget i Mellanöstern och risken för kraftiga prisstegringar i händelse av en eskalering som jag beskrev ovan. Jag bedömer också att det finns en risk att indirekta effekter i år och nästa år från de störningar kriget hittills fört med sig blir större än vad vi har räknat med, särskilt om resursutnyttjandet skulle stiga tydligt mer än i juniprognosen. Framöver blir det därför viktigt att analysera hur stor del av inflationen, både vad gäller utfall och prognos, som kan bero på direkta och indirekta effekter av utbudsstörningarna.

Vad betyder då detta sammantaget för penningpolitiken? Givet den senaste utvecklingen i Mellanöstern tycker jag det är lämpligt att börja fundera på penningpolitiken i ett scenario där konflikten blir varaktig och lågintensiv och där hänsyn till en eventuell framtida eskalering inte är längre är rimlig. Sedan en tid har banan för styrräntan sakta anpassat sig mot medelpunkten i det av Riksbanken bedömda intervallet för neutral styrränta på sikt. Jag tycker det är en rimlig utgångspunkt men två omständigheter är viktiga att betona. Den första är att vilken styrräntenivå som på kort sikt är lämplig för att nå nominell och real stabilitet kan skilja sig från den bedömda neutrala nivån på sikt, särskilt om faktorer som är exogena för penningpolitiken tillfälligt avviker från det normala,

till exempel vad gäller omvärldsefterfrågan, finanspolitikens inriktning eller större växelkursrörelser som inte beror på relativ penningpolitik. Det andra omständigheten är att bedömningen av intervallet för neutral styrränta på sikt, och särskilt dess medelpunkt, är omgärdad av betydande osäkerhet. Dessa två omständigheter bidrar till att det inte är utan svårigheter att bedöma om nuvarande styrräntenivå har en expansiv effekt på ekonomin eller ej. En indikation är att resursutnyttjandet har ökat, inte minst sedan nuvarande räntenivå beslutades i september 2025. Samtidigt är det rimligt att den snabba räntenedgången från 4 till 1,75 procent *i sig* via flera kanaler tydligt bidragit till konjunkturuppgången. Med detta sagt är min, om än osäkra, bedömning att nuvarande styrräntenivå är något expansiv, bland annat då hushållen, som i genomsnitt har hög räntekänslighet, har fortsatt att öka konsumtionen i relativt god takt och då den räntekänsliga byggsektorn förefaller utvecklas relativt starkt framöver. Men även om utvecklingen framöver successivt blir ungefär som i linje med prognosen i juni har vi en "prövningarnas tid" framför oss vad gäller penningpolitiken. Med det menar jag att vi måste pröva oss fram och noga analysera vilken effekt aktuell styrränta och räntebana i grunden har på ekonomins utveckling.

Kopplat till nuvarande situation tycker jag det är lämpligt att styrräntan är fortsatt svagt expansiv vilket jag alltså bedömer att nivån 1,75 procent är. Tack vare främst lediga resurser på arbetsmarknaden finns möjlighet att expandera ekonomin ytterligare utan att resursutnyttjandet utgör någon betydande risk för en för hög efterfrågedriven inflation. Ett högre resursutnyttjande än i juniprognosen skulle dock öka risken för ökad utbudsdriven inflation i form av större indirekta effekter från Mellanöstern-relaterade störningar. Som jag framfört tidigare behöver dock det sistnämnda inte med nödvändighet föranleda en stramare penningpolitik eftersom det är lämpligt att se igenom viss utbudsdriven inflation när omständigheterna i övrigt gör detta möjligt. Likt i juni anser jag att risken för eskalering av kriget med kraftiga prisökningar som följd, motiverar en sannolikhet för räntehöjning under året. Höjningen av räntebanan i juni betraktar jag som en respons i förväntningstermer baserat på sannolikheten att eskalering skulle ske multiplicerat med de effekter det kan få. Om en eskalering *skulle* realiseras och leda till stora priseffekter kan det innebära betydligt större räntehöjningar än vad räntebanan från juni implicerar vilket illustrerades i ett scenario i vår junirapport.

Vice riksbankschef Per Jansson

Jag ställer mig bakom de ekonomiska och penningpolitiska bedömningar som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppdatering. Det innebär att jag stödjer förslaget till beslut att nu lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent och den

kommunikation kring den framtida penningpolitiken som görs i utkastet till uppdatering.

Vid vårt penningpolitiska möte i juni beskrev jag den svenska inflationsbilden som gynnsam och uttryckte skepsis mot så kallade försäkringshöjningar av styrräntan, som jag bara såg ett behov av om man befarar att inflationsmålet har ett trovärdighetsproblem. Bakgrunden till min optimistiska syn på inflationsbilden i Sverige var ett gott utgångsläge sett till rådande inflationsnivå och inflationstryck, att ett relativt svagt konjunkturläge gjorde att risken för en snabbt och kraftigt stigande efterfrågedriven inflation var liten och att utbudsstörningarna vid tidpunkten för vårt möte i juni inte hade fört med sig några anmärkningsvärt stora inflationseffekter. Till bilden hörde också att vissa framsteg i fredsförhandlingarna mellan USA och Iran kunde noteras just före vårt möte. I mitt inlägg här idag avser jag att uppdatera min syn på dessa olika aspekter och omständigheter.

Sedan junimötet har vi fått nya inflationsutfall, för juni och juli. För bägge dessa månader var utfallen, både med och utan energipriser, högre än väntat. Det största prognosfelet gällde inflationen exklusive energipriser i juli, där vår prognos uppgick till 0,2 procent men utfallet hamnade på 0,6 procent. För inflationen inklusive energipriser blev juliutfallet 0,7 procent, att jämföra med en prognos på 0,5 procent. Rensat för de direkta effekterna av de tillfälliga finanspolitiska åtgärderna, som vi ju strävar efter att se igenom i penningpolitiken, var motsvarande siffror för inflationen med och utan energipriser 2,2 respektive 1,6 procent. För mig fortsätter detta att sammantaget utgöra ett ganska gott utgångsläge.

En omständighet som något grumlar bilden av ett gynnsamt utgångsläge för svensk inflation är att olika mått på prisförändringar på kortare sikt har ökat påtagligt i juni och juli. I juli uppgick exempelvis prisökningarna rensade för energipriser och tillfälliga finanspolitiska åtgärder i uppräknad årstakt de senaste sex månaderna till en bit över 2 procent. Ser man till utvecklingen de senaste tre månaderna var motsvarande prisökningar nästan 4,5 procent. Detta ska alltså jämföras med 1,6 procent enligt den vanliga tolv månadersförändringen.

Att uppgången i måtten på prisförändringar på kortare sikt i hög grad är en följd av stigande priser på reserelaterade tjänster kan tala för att den är tillfällig. Dessa priser brukar variera en hel del och i det här fallet förefaller det vara vissa tjänstepriser som brukar öka mycket under sommarmånaderna som steg särskilt snabbt i år. Men det går heller inte att utesluta att åtminstone en del av uppgången i dessa prisförändringar hänger samman med oväntat stora indirekta priseffekter av utbudsstörningarna, exempelvis till följd av kraftigt stigande priser på flygbränsle. Om så är fallet är det möjligt att uppgången kommer att visa sig vara mer ihållande.

Med detta går jag över till konjunkturläget och risken för en snabbt och kraftigt stigande efterfrågedriven inflation. Enligt ny månadsstatistik från SCB ökade BNP klart snabbare än väntat under andra kvartalet, både jämfört med första kvartalet och jämfört med andra kvartalet i fjol. Mätt som säsongsjusterad kvartalstillväxt uppgick BNP-ökningen till 1,4 procent, att jämföra med en prognos på 0,9 procent i den penningpolitiska rapporten från juni. Flera indikatorer tyder nu på att ekonomin är nära ett normalt konjunkturläge och på att konjunkturen kommer att fortsätta att stärkas framöver.

Det är dock knappast så att man i dagsläget behöver bekymra sig för att ekonomin snart ska överhettas. Mot det talar att tillväxten ju trots allt inte ser ut att bli ohälsosamt snabb och att utvecklingen på arbetsmarknaden går ganska trögt. Men på marginalen är det ändå svårt att inte dra slutsatsen att risken för en lite snabbare efterfrågedriven inflation nu har ökat. En faktor som bidrar här är att finanspolitiken är ovanligt expansiv och att det, i ljuset av de vallöften som gjorts under den senaste tiden, finns en risk för att den framöver blir ännu mer expansiv. Att så mycket av de genomförda och aviserade åtgärderna handlar om kortsiktiga stöd till hushållen snarare än insatser för att höja ekonomins långsiktiga tillväxtpotential är i sammanhanget inte heller en fördel.

När det gäller utbudsstörningarna kan konstateras att de framsteg i fredsförhandlingarna mellan USA och Iran som gjordes just innan vårt penningpolitiska möte i juni inte har blivit bestående. Något slags dialog förefaller visserligen alltjämt finnas mellan parterna men den formella vapenvilan tog slut i måndags och avsiktsförklaringen som undertecknades den 17 juni måste dessvärre, i alla fall för stunden, bedömas vara överspelad.

Trots detta har effekterna på oljemarknaden under sommarmånaderna varit begränsade. Det är tydligt att anpassningsförmågan vad gäller såväl utbud som efterfrågan har varit större än vad man tidigare har trott. Bortfallet av export av olja genom Hormuzsundet har kompensats genom användning av lager, ökad produktion på annat håll, alternativa transportvägar och tydligt minskad efterfrågan, framför allt från Kina.

Den ökade anpassningsförmågan har för stunden inneburit att utbudsstörningarnas påverkan på globala värdekedjor har minskat en hel del. Men det är viktigt att understryka att detta är en momentan bild och att vissa av de faktorer som möjliggjort att marknader och företag har kunnat anpassa sig inte kommer att vara för evigt. Det gäller kanske framför allt användningen av lager och Kinas kraftiga neddragningar av sin oljeimport.

Att det just nu inte över huvud taget går att se hur man ska hitta en väg framåt mot en hållbar fred, med acceptabla villkor för både parterna själva och omvärlden i övrigt, är mot den här bakgrunden djupt oroväckande. Situationen blir naturligtvis inte bättre av att det också finns allvarliga utbudsstörningar på andra håll än i Mellanöstern, till exempel i Ryssland och Ukraina samt i länder som har drabbats av extremväder med torka och bränder som följd.

Låt mig summera de slutsatser för inflationsbilden och penningpolitiken jag drar av denna genomgång. Vad gäller de nya inflationsutfallen sedan vårt förra möte är min slutsats att utgångsläget i huvudsak fortfarande är bra men att det har skett en viss förskjutning i sämre riktning. Detsamma gäller risken för att vi ska få en högre efterfrågedriven inflation. När det gäller utbudsstörningarna finns både positiva och negativa aspekter att redovisa. Men det som bekymrar mig mest just nu är att man inte alls kan se någon väg framåt mot en hållbar fred.

Sammantaget bedömer jag mot den här bakgrunden att inflationsbilden idag är något sämre än den var i juni. Men det ska understrykas att förskjutningarna är små. De har, så som jag uppfattar det, för stunden snarare en påverkan på kommunikationen kring riskerna för inflationsutvecklingen framöver än en direkt kvantitativ effekt på vår penningpolitiska plan, i linje med skrivningarna i utkastet till uppdatering.

Att jag fortsätter att vara skeptisk till försäkringshöjningar av styrräntan har i sammanhanget också en viss betydelse. Det finns ett starkt förtroende för vårt inflationsmål, väl illustrerat av både mer långsiktiga inflationsförväntningar och hur arbetsmarknadens parter bedriver lönebildningen. Vi har därför ett utrymme att avvakta med att anpassa penningpolitiken även om det finns vissa risker för en förhöjd inflation framöver. Däremot bör vi, precis som vi nu gör, i förväg tydligt kommunicera att vi inte kommer att tveka att agera om det är tydligt att ett större inflationsproblem är på väg att uppstå. Skulle vi med detta sätt att bedriva penningpolitiken hamna lite "efter kurvan" har jag gott hopp om att vi med några tidiga räntehöjningar i större steg än de vanliga 0,25 procentenheter relativt snabbt åter kan få penningpolitiken att vara i linje med utvecklingen.

Riksbankschef Erik Thedéen

Jag stödjer förslaget att idag lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent och jag ställer mig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Under sommaren har konjunkturuppgången stärkts och samtidigt har vi noterat oväntat höga inflationsutfall. Svenska företag uppger att efterfrågan och lönsamheten har stigit på sistone och vi har under sommaren också fått rapporter

om stark orderingång inom tillverkningsindustrin. Jag blir mer och mer övertygad om att konjunkturuppgången nu står på fastare mark.

Även från euroområdet kommer mer positiva tillväxtsignaler och på finansmarknaderna har räntor på både utländska och svenska lån med lång löptid stigit markant. Det kan tolkas som att marknadsaktörer förväntar sig högre framtida styrräntor till följd av starkare tillväxtutsikter. Även amerikanska långa räntor har stigit, men där är en möjlig tolkning att stora offentliga underskott och viss osäkerhet om hur Federal Reserve ska agera kan ha bidragit. Den amerikanska avkastningskurvan har också blivit tydligt brantare, vilket stärker en sådan tolkning.

Den låga inflation som kunnat noteras i Sverige under sommaren får mycket uppmärksamhet, men nedgången var i själva verket mindre än vad vi och flera andra prognosinstitut räknat med. Flera tillfälliga finanspolitiska åtgärder, såsom den sänkta momsens på livsmedel, bidrar i dagsläget till att hålla tillbaka den uppmätta prisökningstakten. Det förtjänar därför att åter betona hur viktigt det är att nu exkludera effekterna av dessa åtgärder för att få en mer rättvisande bild av det underliggande inflationstrycket. Mätt på detta sätt låg KPIF-inflationen i juli på 2,2 procent, och samma mått exklusive energi noterade 1,6 procent. Och det är tydligt högre än våra prognoser från juni. Men det ska sägas att en förklaring till de högre inflationsutfallen är höga resekostnader, som tenderar att variera mycket mellan enskilda månader.

Bedömningen av styrkan i det underliggande inflationstrycket är svår och försvåras mer generellt eftersom världsekonomin de senaste åren har drabbats av flera kraftiga utbudsstörningar, nu senast de kopplade till kriget vid Persiska viken. Störningarnas effekter på företagens kostnader, hushållens efterfrågan och konsumentpriserna är osäkra. När inflationen utvecklas på ett oväntat sätt, såsom nu skett under några sommarmånader, är det ofta svårt att snabbt utröna i vilken utsträckning det beror på tillfälliga störningar, mer varaktiga förändringar i utbudet eller högre efterfrågan.

När jag har funderat kring inflationsriskerna framåt har jag försökt se på likheter och skillnader jämfört med läget för cirka ett år sedan. Under våren 2025 hade USA aviserat kraftiga tullhöjningar gentemot EU och en rad andra länder och dessutom hade tillväxten saktat in, både i omvärlden och i Sverige. Vi oroades då också av höga inflationsutfall och det var oklart i vilken utsträckning det handlade om tillfälliga eller mer varaktiga uppgångar i prisökningstakten. Men vi bedömde att uppgången troligtvis var tillfällig och att den ganska snart skulle falla tillbaka. Vi ansåg att den ekonomiska återhämtningen behövde stöd och valde med utgångspunkt i vår strategi med en framåtblickande penningpolitik att sänka styrräntan med sammanlagt en halv procentenhet. De kostnadsökningar som utbudsstörningarna gav upphov till ledde sedan inte heller till breda prisökningar.

En rimlig tolkning är att den jämförelsevis låga efterfrågan från hushållen var en av flera faktorer som bidrog till att inflationsimpulserna inte spreds.

Idag finns en liknande osäkerhet kring vilken effekt olika utbudsstörningar har på konsumentpriserna. Hittills ser vi inga tydliga tecken på en varaktig, bred uppgång i inflationen, inte i Sverige och inte heller hos våra viktigaste handelspartners. Flera mått på pristryck och utbudsstörningar indikerar också att effekterna av kriget i Mellanöstern än så länge varit mildare än vad man kunde befara i våras.

Men konflikten kring Persiska viken fortgår, om än med varierande intensitet. En del tillfälliga åtgärder, som Kinas minskade import av petroleumprodukter, har bidragit till att dämpa uppgången i oljepriset. Samtidigt kvarstår begränsningar i kapaciteten att raffinera råolja och i Europa är priset på naturgas fortsatt ungefär dubbelt så högt, jämfört med nivån vid årsskiftet. Även världsmarknadspriserna på diesel och bensin är höga. Utbudsstörningar framför allt på de olje- och gasrelaterade marknaderna är alltså fortsatt en inflationsrisk. Dessutom har sommarens extrema värme i delar av Europa skapat problem; det handlar bland annat om torka som försvårar både transporter på Europas floder och kylningen av flera kärnkraftsreaktorer.

Kort sagt finns det fortfarande risk för ett tryck uppåt på företagens kostnader. Inflationsutfallen har varit högre och det går inte att utesluta att en del av uppgången kan bero på en kombination av stigande energipriser och en relativt god efterfrågan till följd av en starkare konjunkturutveckling.

Svensk ekonomi rör sig nu i relativt snabb takt mot ett normalt resursutnyttjande. Det betyder att de utbudsstörningar som vi nu upplever sker i en ekonomi som präglas av en god efterfrågan. Jag bedömer därför att risken nu är större att inflationsimpulser från krig, torka och tillfälliga flaskhalsar ska ge upphov till andrahandseffekter i form av bredare prisuppgångar. Den starkare tillväxten innebär också att fjolårets argument för lägre ränta – som mycket handlade om den svaga konjunkturer – inte längre gäller.

Min slutsats är att vaksamheten mot stigande inflation måste vara hög. Men riskerna för högre inflation är långt ifrån entydiga. Alltjämt finns det lediga resurser i ekonomin och det kan vara så att den ekonomiska tillväxten tar fart utan att det i närtid ger ett tydligt avtryck på arbetsmarknaden. Om detta tillstånd blir långvarigt stiger produktiviteten och tillväxten kan vara hög under en längre tid utan att inflationsriskerna tilltar.

Det traditionella mönstret vid en konjunkturuppgång är dock att efterfrågan på arbetskraft ökar med viss fördröjning, vilket via olika kanaler så småningom kan leda till att inflationsriskerna ökar. När tillväxten kommer i gång är det till en början i regel ovisst hur lång denna eftersläpning på arbetsmarknaden kommer

att vara och vad sluteffekten på inflationen blir. Här råder helt enkelt stor osäkerhet och vi måste följa utvecklingen noga. Idag accentueras osäkerheten av den växande användningen av AI som skulle kunna innebära helt nya mönster i de annars någorlunda stabila sambanden, över konjunkturen, mellan tillväxt och efterfrågan på arbetskraft.

Hur påverkas då mina penningpolitiska överväganden av den nya information vi nåtts av under sommaren? De alltmer positiva konjunktursignalerna innebär en ökad risk att höga energikostnader, orsakade av kriget och av väderrelaterade störningar, kan få fäste och leda till en mer bred uppgång i inflationen.

Mot denna bakgrund bedömer jag att vår nästa förändring av styrräntan behöver bli en höjning. Det blir centralt att löpande analysera de fortsatta effekterna av de höga energipriserna, styrkan i de olika drivkrafter som påverkar tillväxten och hur företagens efterfrågan på arbetskraft utvecklas. Vinden har tilltagit och farten har ökat och med det ökar också riskerna något. Nästa steg blir att minska segelytan, men tidpunkten för det är fortfarande osäker.

§3c Diskussion

Ingen efterföljande diskussion fördes.

§4 Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

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

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Alexander Czarnota

David Lööv

Frida Widholm

Justeras

Erik Thedéen

Aino Bunge

Per Jansson

Anna Seim

Göran Hjelm



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08 - 787 00 00
Fax 08 - 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se