



Penningpolitiskt protokoll

Augusti 2025

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen nr 5

DATUM: 2025-08-19

MÖTESTID: 09:00

HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

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

Bo Broman, ordförande, riksbanksfullmäktige

Jakob Almerud
Lena Arfalk
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Anders Gånge
Ellen Kockum
Anders Kvist
Björn Lagerwall
Erik Lenntorp
David Lööv
Hilkka Nyberg
Åsa Olli Segendorf
Annica Sandberg
Emma Sandberg
Olof Sandstedt
Viking Waldén
Anne-Catherine Worth

Buster Carlsen (§1–3a)

Det noterades att David Lööv och Viking Waldén skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

§3a. Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

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

Sedan Riksbankens senaste penningpolitiska beslut har breda aktieindex stigit samtidigt som kreditspreadar har minskat både i dollar och euro. Utvecklingen har skett parallellt med intensiva förhandlingar mellan USA och omvärlden avseende handelsavtal. Under juli stärkte rapportsäsongen narrativet om USA:s dominans i tekniksektorn. Det har bidragit till att amerikanska aktieindex på senare tid har slagit flera nya rekord, efter nedgången som följde på USA:s annonsering av tullar den 2 april.

Dollarn har varierat ovanligt mycket under perioden, påverkad både av administrationens kritik mot Federal Reserves räntepolitik, samt av förväntningar om förändringar inom Federal Open Market Committee (FOMC), som förutses innebära en mjukare penningpolitisk hållning. Stundvis stigande inflationsförväntningar har också haft en viss betydelse i sammanhanget.

Amerikanska makrodata har utmanat det avvaktande budskapet från Federal Reserve vid sitt möte i juli. Lägre än väntad sysselsättning under juni, tillsammans med betydande nedrevideringar för april och maj, har bidragit till fallande amerikanska statsräntor och en tydlig omprissättning av förväntningarna på räntesänkningar. Utfall för konsument- och producentpriser för juli översteg analytikernas förväntningar men har i stort inte förändrat marknadens tro på att Federal Reserve sänker räntan i september. Prissättningen på marknaden indikerar i dagsläget en förväntan om drygt två sänkningar under året. Europeiska centralbankens budskap om att nivån på styrräntan närmar sig en neutral nivå har å andra sidan bidragit till att förväntningarna på ytterligare penningpolitiska lättnader i euroområdet har minskat något.

För räntemarknader fortsätter finanspolitiken att vara i fokus både i Europa och USA. I Europa har utsikter om expansiv finanspolitik bidragit till att statsobligationsräntor med längre löptid har stigit. I USA har den uppmärksammade budgeten som gått igenom kongressen och signerats av presidenten lett till att marknadsaktörer förväntar sig ökade budgetunderskott.

Oljepriser har sedan mitten av juni fallit tydligt, delvis på grund av minskad geopolitisk oro, men också på grund av förväntningar om ett stort utbud på marknaden framöver. Mot bakgrund av förhandlingar om handelsavtal noterades

under perioden även stor volatilitet i metallpriser för bland annat koppar och guld.

Analytiker och marknader förväntar sig att Riksbanken lämnar styrräntan oförändrad i augusti. Vidare indikerar terminskontrakt att Riksbanken kan komma att sänka styrräntan ytterligare en gång under resterande del av året. Mätt enligt KIX-index har kronan utvecklats något svagare relativt nivån efter Riksbankens senaste penningpolitiska besked i juni.

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 är fortsatt förhöjda. Under sommaren har börserna stigit och volatiliteten minskat, delvis drivet av förväntningar om räntesänkningar och till följd av att osäkerheten har minskat något vad gäller USA:s handelspolitik. Samtidigt kvarstår underliggande sårbarheter. Nya tullutspel och geopolitiska spänningar kan snabbt förändra marknadsförutsättningarna. Därtill kan svagare tillväxt, delvis som en följd av högre tullsatser, samt ökade försvarsutgifter ytterligare öka pressen på de offentliga finanserna, med potentiella effekter på marknadens riskuppfattning och finansieringsvillkor. Sammantaget innebär detta att även till synes begränsade störningar skulle kunna få breda spridningseffekter i ett globalt sammanlänkat finansiellt system, vilket understryker behovet av att värna motståndskraften både nationellt och internationellt.

I Sverige uppvisar storbankerna fortsatt hög lönsamhet och har goda marginaler i förhållande till gällande kapital- och likviditetskrav, vilket ger dem god kapacitet att upprätthålla kreditförsörjningen, även om marknadsläget skulle försämrats. Finansieringsförhållandena är för närvarande förhållandevis gynnsamma. Riskpremier har minskat för både säkerställda obligationer och kommersiella fastighetsobligationer, och det har skett nettoinflöden till företagsobligationsfonder.

Kreditgivningen från bankerna till hushåll och företag ökar, men tillväxttakten är fortsatt låg i ett historiskt perspektiv. Bostadspriserna har sjunkit något under sommaren – mer än normalt för säsongen – men kan stiga igen om den ekonomiska och geopolitiska osäkerheten minskar, tillväxtutsikterna förbättras eller låntagarbaserade makrotillsynsåtgärder, såsom amorteringskrav och bolånetak, lättas. I ett sådant scenario blir det särskilt viktigt att eventuella lättnader i makrotillsynsåtgärderna är väl avvägda, så att stigande priser och skulder inte förstärker befintliga sårbarheter och ökar riskerna för den finansiella stabiliteten.

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 beslut har diskuterats med direktionen på beredningsmöten den 11 augusti. Utkastet till penningpolitisk uppdatering diskuterades vid beredningsmötet den 14 augusti.

I juni sänkte Riksbanken styrräntan med 0,25 procentenheter till 2 procent, för att stödja den svaga konjunkturen och på så vis bidra till att stabilisera inflationen vid målet. Det konstaterades då också att ekonomin kunde komma att behöva ytterligare stöd, och prognosen för styrräntan innefattade därför en viss sannolikhet för en ytterligare räntesänkning under året.

Under sommarmånaderna har inflationen stigit oväntat mycket, och är just nu högre än Riksbankens prognos från i juni. Riksbankens bedömning i juni var att den höga inflationen i år är övergående, och en central fråga i beredningen har varit om den bilden står sig i ljuset av den överraskande höga inflationen under sommaren, eller om den oväntat höga inflationen är ett tecken på ett mer varaktigt högre inflationstryck. En annan central fråga har varit om utsikterna kring konjunkturen framöver har ändrats, särskilt med tanke på att ekonomin har utvecklats något svagare än väntat det första halvåret.

I juli var inflationen 3 procent mätt med KPIF och 3,2 procent mätt med KPIF exklusive energi. Enligt Riksbankens prognos i juni skulle inflationen stiga under sommaren, delvis till följd av den årliga uppdateringen av vikterna i KPI. Men utfallen för både juni och juli blev högre än väntat. En stor del av överraskningen förklaras av priser som brukar variera mycket, exempelvis på utrikesresor och hyrbilar, medan priserna på övriga tjänster och varor sammantaget ökade i linje med prognosen i juni. Det tyder på att den oväntat höga inflationen är tillfällig.

Riksbankens sammanställning av en bredare uppsättning av indikatorer tyder på ett inflationstryck i linje med målet, och inflationsförväntningarna är fortsatt väl förankrade. Sammantaget pekar det på inflationsutsikter i linje med inflationsmålet. Dock är prisplanerna bland företagen lite högre än normalt. Det kan också noteras att växelkursen har försvagats något under sommaren, men jämfört med början av detta år är kronkursen fortfarande avsevärt starkare.

Svensk ekonomi har utvecklats svagare än väntat under det första halvåret. Detta syns inte minst i SCB:s BNP-indikator, som visar på en svag BNP-utveckling under andra kvartalet i år. Det finns dock indikatorer som pekar på en bättre utveckling, bland annat produktionen inom näringslivet. I stora drag bedöms utsikterna för

svensk ekonomi stå sig sedan i juni och om man blickar framåt är förutsättningarna goda för en återhämtning senare i år. Räntekostnaderna för hushåll och företag har sjunkit och reallönerna fortsätter att stiga. Enligt Konjunkturbarometern har hushållen blivit mindre pessimistiska den senaste tiden, vilket kan tyda på att tillförsikten är på väg att återvända. Företagens förtroende är enligt Konjunkturbarometern och inköpschefsindex nära normala nivåer, även om det skiljer sig åt mellan branscher.

Vad gäller utvecklingen i omvärlden råder det nu något större klarhet kring de amerikanska importtullar som EU möter. Men nivåerna kring 15 procent är betydligt högre än tidigare. Överlag har utvecklingen varit i linje med de antaganden som gjordes av Riksbanken i juniprognosen. Tillväxten i USA har bromsat in, medan inflationen är något förhöjd. Marknadsaktörer förväntar sig drygt två räntesänkningar under året från Federal Reserve. I Europa är tillväxten fortsatt svag, även om det skiljer sig åt mellan olika länder. Inflationen i euroområdet enligt måttet HIKP var i juli 2 procent. Både marknadsaktörernas förväntningar och kommunikationen från ECB tyder på att räntesänkningscykeln närmar sig sitt slut.

Slutligen bör nämnas att osäkerheten i omvärlden är fortsatt stor. Den amerikanska handelspolitiken under den nya administrationen har präglats av oförutsägbarhet och kan förändras på ett oväntat sätt även framöver. En annan osäkerhetsfaktor rör hållbarheten i flera stora länders statsfinanser. Ett exempel är USA där statsskulden har ökat under en längre tid och där budgeten som beslutades i somras väntas innebära fortsatt stora underskott. Kriget i Ukraina och utvecklingen i Mellanöstern fortsätter också bidra till osäkerheten kring tillväxt- och inflationsutsikterna i omvärlden.

Det förslag till penningpolitiskt beslut som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet i direktionen vid dagens möte beskrivs i protokollsbilaga A. Förslaget innebär att styrräntan lämnas oförändrad på 2 procent. Vidare konstateras i utkastet till uppdatering att ekonomin kan komma att behöva mer stöd, och att en viss sannolikhet för att styrräntan sänks en gång till i år kvarstår.

§3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Förste vice riksbankschef Anna Breman

Jag stödjer förslaget att lämna styrräntan oförändrad, och jag ställer mig bakom de bedömningar som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

I Sverige är konjunkturen alltså svag (se diagram 2, 4 och 5 i utkastet till uppdatering). Industriproduktion och export fortsätter att visa en god utveckling,

trots ett oroligt omvärldsläge. Det är positivt att svensk industri visar motståndskraft, men det är inte tillräckligt för att ge skjuts till svensk ekonomi när tjänstesektorn utvecklas svagt och hushållen är försiktiga. Arbetsmarknaden visar heller inga tydliga tecken på att förbättras. Trögheten i konjunkturåterhämtningen talar för att penningpolitiken behöver lättas ytterligare.

Det som talar emot en räntesänkning vid dagens möte är att inflationen har stigit mer än väntat enligt de senaste utfallen för juni och juli (se diagram 6). Uppgången bedöms bero på tillfälliga faktorer, framför allt relaterade till den så kallade korgeffekten (se diagram 9). Framåtblickande indikatorer stöder alltså bilden att inflationen kommer att sjunka tillbaka mot 2 procent (se diagram 7, 8, 10, och 11). Korgeffekten var dock känd vid senaste prognostillfället och inflationen blev trots det högre än väntat. Det manar till vaksamhet.

Jag stödjer därför att lämna styrräntan oförändrad vid dagens möte. Jag vill samtidigt betona att det kvarstår en viss sannolikhet för ytterligare en räntesänkning i år, i linje med prognosen i juni. Idag vill jag fokusera på vad jag ser som viktig information för att vägleda penningpolitiken inför kommande möten.

För det första, räntebanan i juni indikerar att det är ungefär lika sannolikt att räntan lämnas oförändrad som att den sänks ytterligare en gång i år. Om inflationen inte faller och konjunkturen tydligt tar fart kan styrräntan lämnas oförändrad vid kommande möten. Det finns goda förutsättningar för en starkare konjunktur. Styrräntan har sedan maj 2024 sänkts från 4 till 2 procent, vilket underlättar för både företag och hushåll. Hushållens köpkraft har dessutom stärkts av lägre inflation och våra räntesänkningar. Det mått på inflationen som bäst mäter utvecklingen i hushållens levnadskostnader, KPI, var 0,8 procent i årstakt i senaste utfallet. Med löneökningar kring 3,5 procent i årstakt innebär det en mycket god reallöneökning.

För det andra, om inflationen faller tillbaka, och konjunkturen fortsätter att vara svag, bör penningpolitiken ge stöd till konjunkturen. Att konjunkturen tar fart är viktigt i sig, men svag efterfrågan kan även leda till att inflationen på sikt faller under målet. I ett sådant scenario kan en eller flera ytterligare räntesänkningar bli aktuella under hösten.

För det tredje, det finns fortfarande en betydande osäkerhet kvar kring omvärldsläget. Det spända geopolitiska läget består. Under sommaren har vi fått lite mer information kring tullar, bland annat mellan EU och USA, men det saknas formella skriftliga avtal. Läget på finansiella marknader, som stabiliserades under sommaren, kan snabbt ändras. Det kan påverka transmissionen av penningpolitiken genom bland annat marknadsräntor och kronans växelkurs. Därtill påverkar finansiella förhållande även stämningsläget bland hushåll och företag, och i förlängningen konjunktur- och inflationsutsikterna.

Innan jag sammanfattar vill jag, med tanke på omvärldsläget, lyfta två aspekter som påverkar penningpolitiken framöver.

Den första aspekten är att såväl nedgången i inflationen som de penningpolitiska lättnaderna har skilt sig mycket mellan olika länder (till skillnad från inflationsuppgången som var mer synkroniserad). I USA och Storbritannien ligger styrräntan kvar över 4 procent, medan ECB och Riksbanken har sänkt den till 2 procent. I Schweiz har centralbanken, SNB, sänkt styrräntan till 0 procent medan Norges Bank har en styrränta på 4,25 procent. Dessa betydande olikheter illustrerar att inflationsdynamiken och effekten av penningpolitiken ("räntekänsligheten") gör inflationsprognoser svåra.

Jag lyfter detta eftersom historiska samband kan ge dålig vägledning om vart inflationen och ekonomin är på väg. Prognosarbetet behöver präglas av öppenhet och ödmjukhet inför våra antaganden kring viktiga variabler som potentiell BNP, neutral ränta och långsiktigt real växelkurs. Styrräntan kan komma att avvika betydligt från den kommunicerade räntebanan. Att vi återkommande arbetar med alternativscenarier är ett bra stöd i att illustrera detta.¹

Den andra aspekten är att både den globala och svenska ekonomin påverkas av såväl vanliga konjunktursvängningar som betydande strukturförändringar. Det är svårt att särskilja om den svaga tillväxten i Sverige är en efterdyning av pandemin och den höga inflationen eller om den även reflekterar exempelvis lägre potentiell produktivitet.

Faktorer som vi behöver ta hänsyn till utöver vanlig konjunktur är geopolitiska spänningar, ökande handelshinder, åldrande befolkningar, lägre barnafödande, klimatförändringar och ny teknik som AI. Dessa faktorer, med undantag av AI, riskerar att dämpa produktivitetens utvecklingen och tillväxt. Det gör att även den ekonomiska politiken inom EU och Sverige kommer att vara viktigt under hösten. En reformagenda fokuserad på att stärka produktiviteten i Sverige och Europa skulle bidra till högre tillväxt. Och, högre produktivitet bidrar, allt annat lika, även till ett lägre inflationstryck.²

Låt mig sammanfatta. Jag stödjer förslaget att lämna styrräntan oförändrad på 2 procent. Och, jag delar bedömningen att det kvarstår en viss sannolikhet för ytterligare en räntesänkning i år, i linje med prognosen i juni. Men, det är viktigt att ha beredskap för att styrräntan kan bli betydligt högre eller betydligt lägre än i vår räntebana. I turbulenta tider är det viktigt att penningpolitiken bidrar till

¹ Se mitt tal vid Bank of England, "[Att våga tänka annorlunda – om Riksbankens penningpolitiska kommunikation](#)", publicerat den 25 juni 2025.

² För mer info om svensk produktivitet och reformer som kan stärka produktiviteten, se mitt tal vid Norrbottens handelskammare, "[Så påverkas svensk ekonomi och inflation av handelshinder](#)", publicerat den 20 februari 2025.

stabilitet i ekonomin genom att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet och bidra till en god konjunktur.

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 2 procent men att jag fortsatt ser en möjlighet för ytterligare en sänkning av räntan på något av våra kommande möten i år. I mitt inlägg här idag vill jag gå in lite närmare på vad som kännetecknar den här möjligheten och under vilka omständigheter vi skulle kunna börja hamna i ett läge där vår penningpolitiska plan är i behov av en revidering.

Jag kommer den här gången i mitt inlägg inte att direkt kommentera den internationella utvecklingen. Men det betyder förstås inte att den är oviktig och jag står bakom det som sägs om den i utkastet till uppdatering. Jag håller också fast vid det jag tidigare sagt om läget i vår omvärld på våra möten i maj och juni.

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte i juni har vi fått två nya inflationsutfall, för juni och juli. På vårt junimöte gav jag uttryck för en rätt stor optimism kring inflationsbilden. Inflationen var visserligen fortsatt något förhöjd men följde våra prognosbanor väl, vilket stärkte bilden av att den oväntade uppgången i början av året var tillfällig. Jag var då också inne på att en djupare analys av det underliggande inflationstrycket och av olika inflationsindikatorer snarast talade för en prisutveckling som så småningom riskerade att bli för svag.

Men de nya utfallen sedan vårt förra möte har dessvärre blivit ganska rejält mycket högre än väntat. Den negativa överraskningen skedde egentligen redan i juni då inflationen både med och utan energipriser översteg vår prognos med cirka 0,4 procentenheter. I juli låg sedan prognosfelet kvar på ungefär samma nivå, resulterande i ett utfall för KPIF-inflationen på 3 procent och för KPIF-inflationen exklusive energipriser på 3,2 procent. Att en redan för hög inflation på detta sätt blir ännu högre är förstås ingen önskvärd utveckling.

Precis som i juni är det emellertid så att det vid en närmare granskning framkommer flera aspekter som talar för att årets inflationsökning fortsätter att vara tillfällig. En sådan, som är av stor betydelse generellt sett för inflationsutvecklingen under samtliga månader hittills i år, är SCB:s årliga uppdatering av vikterna i konsumentprisindex. Som diagram 9 i utkastet till uppdatering tydligt illustrerar blir inflationen i år klart lägre om man beräknar den med oförändrade vikter från 2024. De oväntat höga inflationsutfallen i just juni och juli beror visserligen inte på viktförändringarna men det framgår klart att hela inflationsbilden i Sverige blir påtagligt annorlunda om man rensar för denna effekt.

En annan viktig aspekt, som mer direkt ger perspektiv på prognosavvikelserna i juni och juli, är utvecklingen av olika underliggande inflationsmått. På junimötet konstaterade jag att ett underliggande mått som rensar inflationen för energipriser, livsmedelspriser, priser för utrikes resor och administrativt satta priser – alltså olika produktkategorier vars priser ofta är väldigt volatila eller relativt okänsliga för förändringar i efterfrågeläget – uppvisade prisökningar såväl i årlig procentuell förändring som i en-, tre- eller sexmånaderstakt som genomgående var under 2 procent. Detta fortsätter att vara fallet när utfallen för juni och juli läggs till, vilket alltså tyder på att även den oväntade inflationsuppgången under sommaren är tillfällig.

Betryggande är också att det vid en jämförelse av KPIF-inflationen exklusive energipriser med ett stort antal mått på underliggande inflation framgår att det i de flesta fall just är KPIF-inflationen exklusive energipriser som ligger särskilt högt. Och det gäller både för utvecklingen i årlig procentuell förändring och för mer kortsiktiga prisförändringar. Även detta talar för att mycket av sommarens uppgång i KPIF-inflationen exklusive energipriser bör vara tillfällig.

En tredje aspekt, som även den mer direkt handlar om hur man ska se på de höga utfallen under sommarmånaderna, gäller våra inflationsindikatorer. Här kan man jämföra diagram 10 i utkastet till uppdatering med diagram 16 i den penningpolitiska rapporten i juni. Det framgår då att det röda fältet både under och över det senaste utfallet för KPIF-inflationen exklusive energipriser har krympt något men att detta i lite högre grad gäller för fältet över det senaste utfallet. Tolkningen är att inflationsindikatorernas spridning överlag har minskat lite grann och att det fortsätter att finnas en utveckling där indikatorerna mindre än tidigare talar för en högre inflation.

Ser vi till den nya informationen som vi har fått om konjunkturläget kan konstateras att bilden fortsätter att vara spretig och svårtolkad. SCB:s månadsindikator tyder på att BNP-tillväxten under andra kvartalet blev sämre än i vår prognos från juni. Hushållens konsumtion fortsätter att utvecklas trögt. Andra indikatorer för BNP-tillväxten pekar dock på en något bättre utveckling, bland annat produktionen inom näringslivet. Enligt Konjunkturbarometern har därtill stämningläget bland hushållen förbättrats en hel del och data över korttransaktioner tyder på en stigande konsumtion i början av det tredje kvartalet. Många arbetsmarknadsindikatorer är dock dämpade, till exempel gäller det företagens anställningsplaner. Sammantaget delar jag synen som kommer till uttryck i utkastet till uppdatering om att återhämtningen går trögt. Ser man bara till konjunkturen vore det nog önskvärt med en räntesänkning redan på dagens möte.

Det sistnämnda ger mig en bra övergång till mina resonemang om penningpolitiken. Av det jag har sagt här idag bör framgå att jag alltså tycker att

analysen om att årets inflationsuppgång är tillfällig är övertygande. Men att drabbas av ytterligare en oväntad inflationsökning i ett läge när prishöjningarna redan är för höga är givetvis inte bra. Det finns mekanismer som kan leda till att även inflationsstörningar som från början är helt tillfälliga så småningom blir mer varaktiga. Det kan ske om sådana störningar – trots att de egentligen inte borde göra det – börjar påverka mer grundläggande faktorer i inflationsprocessen, så som mer långsiktiga inflationsförväntningar, företagens prissättningsbeteende eller löneökningarna.

Mot den här bakgrunden är det av stor betydelse att inflationen nu börjar falla under månaderna som kommer. Om den inte gör det kan vi relativt snabbt hamna i ett ganska påtagligt annorlunda penningpolitiskt läge. Erfarenheter i både Sverige och andra länder visar att det är en dålig idé att i penningpolitiken försöka uppnå kortsiktiga konjunkturförbättringar med inflationsmålets trovärdighet som insats. Delegeringen av inflationsbekämpningen till en oberoende centralbank handlade just om att undvika ett sådant tänkande. Och vår egen riksbankslag är ju också mycket tydlig med att inflationsmålet är överordnat andra uppgifter som Riksbanken ska sträva efter att fullgöra. Min prioritering i ett läge när inflationen framöver inte faller tillbaka är alltså helt klar.

Men allt som jag nu har sagt betyder förstås inte att det inte finns något utrymme alls för att bedriva penningpolitiken flexibelt. Inflationen behöver givetvis inte vara exakt på målet för att man ska våga sänka räntan en gång till. Det som krävs är att den börjar falla ungefär som väntat och vi blir trygga med att vår inflationsanalys i grund och botten stämmer. Som jag tidigare var inne på är det nog redan i dagsläget önskvärt att ge konjunkturen lite mer stöd och vi ska givetvis inte vara onödigt avvaktande när det gäller att bidra till detta.

Vice riksbankschef Aino Bunge

Jag ställer mig bakom dels förslaget att vid detta möte lämna styrräntan oförändrad på 2 procent, dels de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Jag delar därmed bedömningen i utkastet till uppdatering att vårt penningpolitiska budskap från mötet i juni står sig. Men med det sagt finns det ett antal frågor kring både omvärlden och Sverige som väckts under sommaren och kräver ytterligare bevakning och kan göra att den penningpolitiska planen behöver anpassas framöver.

Låt mig börja med några resonemang kring utsikterna i omvärlden.

Jämfört med den kaotiska situationen i början av april råder nu alltså en större klarhet kring de framtida tullsatserna för amerikansk import. Företagen har

överlag också visat en anmärkningsvärd anpassningsförmåga till de nya förutsättningarna.

För Sveriges del är överenskommelsen mellan EU och USA central. Den innebär högre tullar för europeiska företag som exporterar till USA, men samtidigt inte några svarsåtgärder av betydelse från EU, något som diskuterats mycket tidigare. Det stödjer bedömningen som vi gjorde redan i våras, nämligen att tullarna sannolikt skulle driva upp inflationen i USA, men snarare dämpa den i Europa, genom en svagare efterfrågan. Men vi vet att förutsättningarna kan förändras snabbt, och effekterna på internationell handel som vi nu ser är stora. Det märks inte minst i de tvära kasten i importen till USA under det första halvåret. Det finns många aspekter som vi kommer att behöva hålla ögonen på den närmaste tiden, och för att bara ta två exempel: Hur kommer kostnaderna för importtullar till USA slutligen bäras av exportörer, importörer och konsumenter? Och vad händer med leveranskedjor och varuflöden i övriga världen, inklusive Kina?

Temat under våren med fokus på den amerikanska ekonomin med budgetunderskott, tullar och handel kommer med all sannolikhet att fortsätta under hösten eftersom svängningarna i politiken är så stora. Den initiala turbulensen med olika beslut under våren ledde till en svagare dollar och minskad investeringsvilja i amerikanska tillgångar. På de globala finansiella marknaderna har beskedet under sommaren tolkats positivt med minskad volatilitet, stigande börser och lägre kreditspreadar. Uttrycket "priced to perfection" känns ganska träffande för den aktuella situationen. En förändring är också att förväntningarna på framtida styrräntor i USA kommit ned (se diagram 3 i utkastet till uppdatering). Men det saknas inte osäkerhetsfaktorer som kan förändra utvecklingen i den amerikanska ekonomin framöver. Det gäller såväl den politiska diskussionen kring centralbankens oberoende och de stora och växande underskotten i statsfinanserna. Om vi ser fler tecken på lägre tillväxt och högre inflation i världens största ekonomi kommer det att påverka även resten av världen.

Till osäkerheten kring den amerikanska ekonomin och de finansiella marknaderna måste förstås läggas de geopolitiska riskerna, där exempelvis de senaste dagarnas möten kring Ukraina visar hur spänd situationen är.

Efter den här internationella utblicken tänkte jag gå över till Sverige. En del av den nya information vi har fått under sommaren är två inflationsutfall för juni och juli som båda visade sig vara högre än vår prognos och en bit över inflationsmålet. Vi gör inte någon ny prognos vid det här tillfället, men en utgångspunkt för prognosen för styrräntan i juni var att den högre inflation vi då såg skulle vara övergående. Tillfälliga avvikelser från målet är varken möjliga eller önskvärda att undvika, och det kan gälla såväl effekter från variationer i enskilda priser som från förändringar av statistiska mätmetoder. Just nu ser vi exempel på båda de här faktorerna: Avvikelsen från inflationsmålet påverkas mycket av enskilda priser, som till

exempel biluthyrning, och förändrade mätmetoder i form av justerade vikter, den så kallade korgeffekten.

Men, som beskrivs i utkastet till uppdatering föranleder den oväntat höga inflationen ändå vaksamhet och är en anledning till att jag i nuläget tycker att det är väl avvägt att lämna styrräntan oförändrad. Det får inte råda något tvivel om att det är 2 procent som är målet, och att bedömningen är att inflationen kommer hamna nära målet inom vad som även ekonomins aktörer uppfattar som en rimlig tidshorisont. Annars kan vi få påverkan på inflationsförväntningarna och målets trovärdighet.

Utifrån framåtblickande indikatorer anser jag att förutsättningarna för en inflation nära målet inom en rimlig tid fortsatt ser goda ut. Korgeffekten har påverkat inflationen särskilt mycket under sommaren och förväntas i stället dra ned den efter årsskiftet.³ Om inflationen i stället beräknas med oförändrade vikter är den relativt nära målet (se diagram 9 i utkastet till uppdatering). Kronan har visserligen försvagats något under sommaren, men det sker efter en längre tids förstärkning. Effekten av denna förstärkning bör slå igenom på importpriserna under hösten.

Men inte minst innebär den svaga konjunkturen en låg efterfrågan som begränsar möjligheten för företagen att höja priserna och på sikt skapar risker för inflationen på nedsidan. Mycket av mina överväganden inför det här mötet har handlat om den alltjämt svaga konjunkturen som talar för att det kan behövas en lägre styrränta. Framför allt är svenska hushåll ännu avvaktande i sin konsumtion. Förutsättningarna för en återhämtning finns där. Reallönerna fortsätter att öka och konsumentförtroendet har också återhämtat sig enligt den senaste mätningen, om än från en låg nivå (se diagram 5 i utkastet till uppdatering). Men den tidigare höga inflationens effekter på köpkraften ligger ännu kvar. Och hushållen upplever priserna som höga, vilket är en förklaring till att deras bild av inflationen i Konjunkturinstitutets barometer är så skild från de officiella KPI-siffrorna. För hushåll i hyresrätt har effekterna också tagit tid att slå igenom allteftersom hyreshöjningar tillkommit.

Till följd av den svaga tillväxten ser återhämtningen på arbetsmarknaden ut att dröja ytterligare en tid. Läget på arbetsmarknaden kan förstås också i sin tur påverka behovet av buffertsparande och synen på den egna ekonomin bland hushållen, och därigenom i sin tur slå tillbaka negativt på tillväxtutsikterna. En ytterligare avspegling av det svaga konjunkturläget och hushållens återhållsamhet är utvecklingen på bostadsmarknaden. Sedan årsskiftet har bostadspriserna i

³ Se även faktarutan "Inflationseffekter av nya vikter i KPIF" i Penningpolitisk rapport, mars 2025.

Sverige enligt HOX-statistiken fallit med ungefär 2,5 procent i säsongsrensade termer.

Men om vi tittar framåt finns det också – som beskrivs i utkastet – andra indikatorer som pekar på en mer positiv utveckling av konjunkturen, exempelvis produktionen inom näringslivet och kortdata över hushållens konsumtion från slutet av sommaren. Men vad som står klart är att vi ännu inte riktigt har sett den vändning som vi under en period har väntat oss.

Sammantaget menar jag att det är väl avvägt att lämna räntan oförändrad vid detta möte, men det ser ut som att ytterligare lättnad i penningpolitiken kan behövas i år. Avgörande blir om vi ser tydligare tecken på en vändning i konjunkturen och att vi behåller prognosen att den förhöjda inflationen är övergående.

Vice riksbankschef Anna Seim

Jag stödjer förslaget att lämna styrräntan oförändrad på 2 procent. Jag ställer mig även bakom de överväganden som förmedlas i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Som vi konstaterar i utkastet är konjunkturen fortsatt svag samtidigt som inflationen varit förhöjd under hela första halvåret och blivit oväntat hög under sommaren. Vår analys visar att den förhöjda inflationen i stor utsträckning beror på tillfälliga faktorer och vi förväntar oss att den faller tillbaka mot 2 procent när effekterna av dessa mattas av.

Vi har sänkt styrräntan med 2 procentenheter under loppet av drygt ett år och har ännu inte sett effekterna av penningpolitiken fullt ut. Det finns därför goda skäl att tro att konjunkturen kommer att stärkas framöver, i takt med att räntesänkningarna får full effekt och reallönerna stiger. Men den globala osäkerheten har gjort att återhämtningen saktat in och vi följer naturligtvis den realekonomiska utvecklingen mycket noga.

När det gäller inflations- och konjunkturutsikterna är utfallsrummet alltså stort. Även om osäkerheten kring handelspolitiken minskat något sedan junimötet präglas inkommande data av brus och få tillförlitliga signaler. Men eftersom styrränteförändringar verkar med betydande fördröjning måste vi klara av att vara framåtblickande även när ovissheten är stor.

Det är viktigt att vara vaksam när inflationen ligger över målet. Även om jag delar bedömningen att inflationen är tillfälligt hög, befarar jag att den kan överraska uppåt. Som jag lyft vid tidigare möten handlar det om att de handelshinder som nu implementeras kan utlösa brist på varor, bryta upp värdekedjor och att den inflation som sannolikt kommer att materialiseras i USA under hösten kan sprida

sig till andra länder. En risk jag ser som överhängande är att företag som inte kan höja priserna på den amerikanska marknaden i stället gör det i andra länder. I vår företagsundersökning i maj fanns det företag som uppgav sådan *pricing to market* som en möjlig strategi för att upprätthålla sin lönsamhet.⁴ Inflationen är dessutom hög trots att kronan har stärkts. Vi har under året sett det politiska och ekonomiska landskapet förändras mycket snabbt och om kronan plötsligt skulle försvagas kan inflationen stiga ytterligare.

En kanal som jag tänkt mycket på inför dagens möte är risken för självuppfyllande inflationsförväntningar. Förra veckan kom penningmarknadsaktörernas inflationsförväntningar på såväl kort som lång sikt in i linje med målet men något högre än tidigare. Forskning visar att förväntningar kan bli självuppfyllande. Om högre inflationsförväntningar uppstår bland företagen kan det påverka deras beteenden och ge upphov till både faktisk inflation och lägre sysselsättning.^[1] Företagens prisplaner är förhöjda och har varit det en tid. Detta trots att vi inte sett tydliga kostnadsökningar i data. Att prisplanerna är förhöjda väcker frågor om prissättningsbeteenden och kan spegla en allmän uppfattning om att det finns möjlighet att höja priserna i en inflationistisk miljö.

Vad gäller inflationens karaktär är min bedömning att inflationsriskerna primärt finns på ekonomins utbudssida. Eftersom konjunkturer är svaga och har varit det så länge, är det i nuläget svårt att se att vi skulle få någon efterfrågedriven inflation att tala om. Man ska dock vara medveten om att det i turbulenta tider är mycket svårt att skatta potentiell BNP.⁵ Om potentiell BNP är ovanligt låg, exempelvis på grund av störningar i leveranskedjor, kan det faktiska BNP-gapet vara betydligt mindre negativt än data antyder, eller till och med positivt, vilket skulle kunna ge upphov till inflation.

Om det uppstår mer varaktig inflation i en miljö med svag tillväxt, och i förlängningen stigande arbetslöshet, står vi inför ett stagflationsscenario. Om ett mer allvarligt sådant scenario uppstår blir det viktigt med rätt mix av finans- och penningpolitik så att den samlade stabiliseringspolitiken blir effektiv. Det finns mycket att säga om detta men idag nöjer jag mig med att konstatera att jag ser fram emot den internationella forskningskonferens om finans- och penningpolitik som vår forskningsenhet står värd för i oktober.

Vad gäller penningpolitiken framöver återkommer vi med prognoser och scenarier vid mötet i september. Det finns en viss sannolikhet för ytterligare en sänkning i år

⁴ Riksbankens företagsundersökning maj 2025, s. 11.

^[1] För skattningar av kausala effekter se exempelvis Coibion, O., Gorodnichenko, Y. och T. Ropele (2020), "Inflation Expectations and Firm Decisions: New Causal Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, 165-219".

⁵ Se Calmfors, L., Hassler, J. och A.Seim (2022), Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik, Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2022:3, avsnitt 2.1 för en diskussion.

om inflations- och konjunkturutsikterna står sig. Men för att det ska vara möjligt vill jag känna mig trygg i att de inflationsrisker som jag tagit upp här inte kommer att realiseras.

Riksbankschef Erik Thedéen

Jag stödjer förslaget att vid dagens möte lämna styrräntan oförändrad på 2 procent och jag ställer mig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Omvärldsutvecklingen präglas fortfarande till stor del av pågående konflikter i Ukraina och Mellanöstern och av USA:s nya handelspolitik. Trots betydande osäkerhet kan man nu, sett från ett ekonomiskt perspektiv, hoppas på en viss begynnande stabilitet i frågan om vilka importtullar som europeiska företag ska möta då de exporterar till USA. EU:s motåtgärder verkar dessutom utebli, eller åtminstone bli begränsade, vilket innebär minskad risk att sådana åtgärder ska driva upp priserna i Sverige och andra länder i Europa. I USA steg den underliggande inflationen i juli, men än är det för tidigt att avgöra hur stor påverkan de nya tullnivåerna i slutändan kommer att få på de amerikanska konsumentpriserna. Det är dessutom viktigt att analysera eventuell spridning av tullrelaterad inflation från USA till EU och Sverige.

I Sverige har inflationen under sommaren stigit mer än vi väntat oss och det bidrar tyvärr till en viss ökad osäkerhet kring vår prognos från juni, som innebar att inflationen ska falla tillbaka under hösten. Att inflationen nu ligger kring 3 procent innebär också en risk att inflationen framöver kan hamna längre ifrån målet, om vi överraskas av fler oväntade prisuppgångar. Det är viktigt att noga analysera orsakerna bakom prisutvecklingen mot bakgrund av att den ekonomiska återhämtningen kan behöva mer stöd av penningpolitiken. Vi måste ställa oss frågan: riskerar sommarens höga inflation att bli bestående?

I juni steg inflationen oväntat mycket och det berodde till stor del på överraskningar i priserna på bland annat kläder och hyrbilar. Detta är volatila priser vars utveckling förmodligen inte innehåller särskilt mycket framåtblickande information. I år påverkas inflationen också ovanligt mycket av förändringar i de vikter som SCB använder för att konstruera konsumentprisindex. Därför finns det skäl att tro att den uppmätta inflationen i någon mån överskattar den underliggande prisökningstakten. Bilden bekräftas om man jämför årets inflationsutfall med den underliggande prisökningstakten mätt med förra årets vikter. Mätt på detta sätt ligger prisökningarna något över 2 procent men visar inte några tendenser att stiga (se diagram 9 i utkastet till uppdatering). Dessa omständigheter talar för att KPIF-inflationen är tillfälligt hög och att den under hösten kommer att falla tillbaka igen. Men ännu är det för tidigt att dra den slutsatsen med bestämdhet.

En faktor som dämpar kostnadstrycket är den förstärkning av kronans växelkurs som skedde tidigare i år. Trots en del fluktuationer på valutamarknaderna över sommaren har kronans växelkurs mot den amerikanska dollarn stärkts med mer än 10 procent sedan årsskiftet. Även gentemot euron är kronan ett par procent starkare.

Under sommaren har vi fått en del ny och delvis svårtolkad information om det svenska konjunkturläget. Mätt med BNP-indikatorn var tillväxten under det andra kvartalet endast knappt 1 procent, jämfört med samma period föregående år. Även om en del annan statistik indikerar en något högre tillväxt, finns det i dagsläget förmodligen mer lediga resurser i ekonomin än vad vi bedömde i juni. Den slutsatsen får också stöd av ny statistik om läget på arbetsmarknaden, där antalet inskrivna arbetslösa hos Arbetsförmedlingen växer, sett som andel av arbetskraften, och där antalet varsel om uppsägning fortsatt är jämförelsevis högt. Den konjunkturuppgång som vi förväntat oss har återigen fördröjts.

Samtidigt finns skäl att vänta sig att tillväxten ska stiga framöver. Ett sådant skäl är att reallönerna nu ökar i god takt, vilket gynnar grupper med jämförelsevis hög konsumtionsbenägenhet. Dessutom har vi börjat se att hushållens framtidsförtroende stärks, även om det sker från låga nivåer. Det talar trots allt för att hushållens konsumtion ska ta fart och därmed bidra mer till den ekonomiska aktiviteten. Till bilden hör också rapporter om förbättrade tillväxtutsikter inom näringslivet och bedömningen att osäkerheten kring framtida tullar minskat något.

Vad blir då slutsatserna för penningpolitiken? Baserat på nu tillgänglig information uppfattar jag sannolikheten för varaktigt hög inflation som låg. Det mesta talar för att inflationen stigit på grund av tillfälliga faktorer, bland annat förändringar i den produktkorg som används för att beräkna prisindex. Men den höga inflationen är alltså en risk eftersom eventuella ytterligare negativa överraskningar skulle kunna ha en ogynnsam inverkan på inflationsmålets trovärdighet. Den formulering om vaksamhet som används i utkastet till uppdatering är därför väl motiverad.

Samtidigt är det i dagsläget svårt att bedöma hur snabbt konjunkturen kommer att stärkas. Även om flera omständigheter talar för att den ekonomiska aktiviteten snart ska stiga kvarstår en betydande osäkerhet. Därför finns det skäl att hålla dörren på glänt för ytterligare en sänkning av styrräntan - förutsatt att inflationsutsikterna förblir gynnsamma.

Sammantaget bedömer jag att det är lämpligt att idag lämna styrräntan oförändrad och att behålla samma signalering som vid det förra penningpolitiska mötet: att det finns en viss sannolikhet för en räntesänkning under andra halvåret.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

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

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

David Lööv

Viking Waldén

Justeras

Erik Thedéen

Anna Breman

Per Jansson

Aino Bunge

Anna Seim



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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