



# Penningpolitiskt protokoll

Maj 2025

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen nr 3

DATUM: 2025-05-07

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  
---  
Lena Arfalk  
Therese Asplund  
Charlotta Edler  
Heidi Elmér  
Mattias Erlandsson  
Susanna Grufman  
Peter Gustafsson  
Jesper Johansson  
Anders Kvist  
Mika Lindgren  
Björn Lagerwall  
David Lööv  
Ann-Leena Mikiver  
Hilkka Nyberg  
Åsa Olli Segendorf  
Annica Sandberg  
Emma Sandberg  
Olof Sandstedt  
---  
Joel Birging (§1–3a)  
Maria Johansson (§1–3a)

Det noterades att Jesper Johansson och Mika Lindgren skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

## §3a. Den ekonomiska utvecklingen

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

**Joel Birging**, senior marknadsekonom på avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det förra penningpolitiska mötet i mars.

De finansiella marknaderna har under perioden präglats av hög volatilitet och det är framför allt amerikansk handelspolitik som varit den utlösande faktorn. Den amerikanska presidentens tullbesked den 2 april ledde till tydliga nedgångar på aktiemarknaderna och högre riskpremier på kreditmarknader. De senaste veckorna har situationen lugnat ner sig och det finns förväntningar om att de amerikanska tullsatserna kommer bli lägre än vad som presenterades i början av april. Prissättningen på råvarumarknader sänder dock negativa signaler kring [de ekonomiska] utsikterna, med guldpriset på nya rekordnivåer och stora nedgångar för oljepriset.

Handelspolitiken väntas av många bedömare bidra till både lägre tillväxt och högre inflation i amerikansk ekonomi. Marknadsräntor indikerar att Fed sänker styrräntan senare under året. ECB väntas fortsätta med styrräntesänkningar och de flesta bedömares bild är att tullarna främst innebär risker på nedsidan för både tillväxt och inflation i euroområdet.

Dollarn har försvagats och breda dollarindex har fallit till de senaste årens lägsta nivåer. Två bidragande faktorer till försvagningen är att investerare efter en längre period då amerikanska tillgångar presterat väl allokerar om till andra marknader, samt förväntningar om att den amerikanska ekonomin kommer drabbas särskilt negativt av tullarna.

Kronan har stärkts med nästan 2 procent i KIX-termer sedan Riksbankens besked i mars, men utvecklingen i april har varit mer blandad. Kronan är en av de valutor som stärkts mest mot dollarn men den har försvagats mot yenen och schweizerfrancen. Riksbanken väntas lämna styrräntan oförändrad idag men marknadsräntor indikerar att det blir åtminstone en räntesänkning under året.

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

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

Det råder ovanligt stor osäkerhet i omvärlden till följd av de tvära kasten i den globala handels- och säkerhetspolitiken. Volatiliteten på finansiella marknader har periodvis varit hög och de finansiella förutsättningarna har snabbt förändrats, vilket har inneburit att utfallsrummet för vad som kan hända i realekonomin blivit

betydligt större. Utvecklingen kan medföra oförutsedda händelser som leder till att motståndskraften i det finansiella systemet testas, både globalt och i Sverige.

Flera stora och viktiga ekonomier har idag ansträngda offentliga finanser med höga statsskulder och stora budgetunderskott. Det gäller särskilt i USA, där statsobligationsräntor stigit och den amerikanska dollarn tappat i värde mot andra länders valutor. Om denna utveckling speglar ett minskat förtroende för den amerikanska ekonomin och fortsätter kan det få betydande konsekvenser för exempelvis global marknadslikviditet och marknadspriser.

Hittills har det svenska finansiella systemet visat sig motståndskraftigt, och finansiella marknader har fungerat tillfredställande. Den finansiella turbulensen i början av april ledde till att intradagskraven på marginalsäkerheter hos den centrala motparten Nasdaq Clearing steg till nivåer som senast observerades under våren 2020 och i samband med bankoron våren 2023. Marknadsaktörer har dock kunnat möta de högre kraven. Samtidigt möter både svenska storbanker och icke-finansiella företag högre riskpremier för sin marknadsfinansiering. Men även om kostnaden är något högre har bankerna haft tillgång till både kort och lång marknadsfinansiering i såväl svenska kronor som utländsk valuta.

Fondandelsägare har sålt fonder med Nordamerikaexponeringar och i stället köpt fonder med europeiska tillgångar. Sammantaget har nettoutflödena från svenska fonder under turbulensen varit begränsade och hittills främst koncentrerats till aktiefonder. Företagsobligationsfonder, som blivit allt viktigare för företagets finansiering, har nettotillgångar på historiskt höga nivåer och är fortsatt sårbara för stora uttag från sina andelsägare. Stora uttag skulle särskilt påverka kommersiella fastighetsföretag, vilka då skulle få förnyade problem med att refinansiera obligationslån och kostnaden för dessa skulle samtidigt bli betydligt högre. Det skulle leda till en ogynnsam utveckling, särskilt när hyresmarknaden för kontor samtidigt är svag och vakanserna fortsätter att öka.

### **Den aktuella penningpolitiska beredningen**

**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 bedömer samlar en majoritet av direktionen vid dagens möte.

Underlaget till dagens beslut har diskuterats med direktionen på beredningsmöten den 28 april. Utkastet till penningpolitisk uppdatering diskuterades med direktionen vid beredningsmötet den 30 april.

I mars lämnade Riksbanken styrräntan oförändrad på 2,25 procent. Den oväntat stora inflationsuppgången i början av året bedömdes i hög grad bero på över-

gående faktorer. Bedömningen fortsatte att vara att en konjunkturåterhämtning krävdes för att stabilisera inflationen nära målet. Inte minst mot bakgrund av den dramatiska utvecklingen i omvärlden betonades vidare Riksbankens viktiga uppgift att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet och att penningpolitiken anpassas om inflations- och konjunkturutsikterna skulle kräva det.

Centrala frågor i beredningen inför dagens möte har varit hur den nya amerikanska handelspolitiken och ökade osäkerheten påverkar konjunktur- och inflationsutsikterna. En annan fråga har rört hur penningpolitiken mer generellt ska förhålla sig till det mycket osäkra läget i den globala ekonomin.

Inflationen är något förhöjd i utgångsläget, men ny information ger stöd åt prognosen från i mars att den högre inflationen i år är övergående. I mars och april blev inflationen ungefär som antogs i marsbedömningen. Enligt SCB:s preliminära beräkning var KPIF-inflationen 2,3 procent i april samtidigt som inflationen mätt med KPIF exklusive energi uppgick till 3,1 procent.

Enligt Konjunkturinstitutets barometer är företagens prisplaner fortsatt förhöjda, i synnerhet inom detaljhandeln. Samtidigt tyder inköpschefsindex på att såväl industrins som tjänsteföretagens insatsvarupriser har ökat i en mer normal takt de senaste månaderna. Kronan har dessutom fortsatt att förstärkas och mer högfrekventa data tyder på att uppgången i livsmedelspriser, som bidrog till att inflationen steg i början av året, har dämpats den senaste tiden. Avtalsrörelsen resulterade i löneökningar som bedöms vara förenliga med inflationsprognosen i den penningpolitiska rapporten från i mars och inflationsförväntningarna är väl förankrade enligt mätningar från Origo Group.

Ny information tyder vidare på en lite svagare utveckling av BNP men en lite lägre arbetslöshet under det första kvartalet jämfört med marsprognosen. Den förhöjda osäkerheten till följd av utvecklingen i omvärlden väntas bidra till att hushåll och företag både i Sverige och hos viktiga handelspartners i viss mån skjuter upp konsumtion och investeringar. Detta innebär att återhämtningen i den svenska ekonomin troligtvis dröjer ytterligare, något som i så fall skulle bidra till att dämpa inflationsutsikterna på lite sikt jämfört med bedömningen i mars. Det finns samtidigt faktorer som skulle kunna bidra till en högre inflation. Bland dessa kan nämnas störningar i leveranskedjor och en mer betydande europeisk vedergällning i form av högre importtullar mot USA. Osäkerheten kring bedömningen av inflationsutsikterna är ovanligt stor, och ännu finns endast en begränsad mängd data som visar hur den ekonomiska aktiviteten har utvecklats hittills under det andra kvartalet.

Tillväxtutsikterna i USA har försämrats till följd av höjda tullar och ökad osäkerhet. Förväntningar om högre inflation har bidragit till att hushållen har blivit betydligt mer pessimistiska sedan mars men bland företagen har förtroendet hittills sjunkit

betydligt mindre. I mars var inflationen visserligen något lägre än väntat, men de höjda tullarna på import till USA innebär stigande kostnader för många företag, och bidrar sannolikt till högre inflation, främst på kort sikt.

I euroområdet växte BNP visserligen något snabbare det första kvartalet jämfört med kvartalet innan, men tillväxten var fortsatt låg. Hushåll och företag fortsätter också att vara pessimistiska om den ekonomiska utvecklingen. Osäkerheten som omger bland annat utformningen av den nya amerikanska handelspolitiken väntas försvaga konjunkturutsikterna, men effekterna blir mindre än i USA. Mätt med HIKP var inflationen i april oförändrad på 2,2 procent medan ökningstakten i HIKP exklusive energi steg något till 2,8 procent. Löneökningstakten har dock dämpats samtidigt som euron har stärkts vilket bidrar till ett lägre inflationstryck. Osäkerhetens negativa effekter på efterfrågan kan komma att tynga inflationsutsikterna framöver, men utvecklingen är svårbedömd.

Det förslag till penningpolitiskt beslut som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet i direktionen vid dagens möte beskrivs i protokolls-bilaga A. Förslaget innebär att styrräntan lämnas oförändrad på 2,25 procent. Inflationen är i utgångsläget något förhöjd, men ny information stödjer prognosen från mars att den högre inflationen är övergående. Att konjunkturutsikterna försvagats talar för en lägre inflation på lite sikt, men det finns samtidigt faktorer som skulle kunna leda till att inflationen blir högre än väntat. Osäkerheten är stor, men sammantaget bedöms det vara något mer troligt att inflationen blir lägre än att den blir högre än i marsprognosen. Det skulle i så fall kunna tala för en något lättare penningpolitik framöver.

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

#### **Vice riksbankschef Anna Seim**

Jag ställer mig bakom beslutet att lämna styrräntan oförändrad på 2,25 procent och stödjer de överväganden som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppdatering. Även om dagens inflationsutfall var i linje med vår prognos delar jag bedömningen att inflationen framöver kan bli lägre än vi trodde i mars. Men det finns också faktorer som kan göra att den blir högre. Vid dagens möte vill jag diskutera sådant som inte ryms i en penningpolitisk uppdatering och (i) kommentera hur vi kan navigera i en miljö där det är svårt att blicka framåt, och (ii) belysa faktorer jag ser som centrala för utvecklingen framöver.

Eftersom det tar tid innan förändringar av styrräntan slår igenom i ekonomin måste våra beslut i stor utsträckning vägledas av prognoser. Eftersom störningar ständigt drabbar ekonomin är detta en utmaning i normala tider, men det är onekligen ännu svårare när världen karaktäriseras av vad som kallas *Radical*

*Uncertainty* – ett tillstånd där det knappast är meningsfullt att försöka kvantifiera osäkerhet, där samband blir instabila och ekonomiska strukturer kan förändras i grunden.<sup>1</sup>

Världen kännetecknas alltid av osäkerhet om exempelvis ekonomins funktionssätt och utvecklingen på finansiella marknader. Ett särdrag hos den ekonomiska utvecklingen sedan maktskiftet i Vita huset i januari är dock att den ovisshet som uppstått primärt orsakats av den implementerade och signalerade ekonomiska politiken. Mått på handelspolitisk- och ekonomisk-politisk osäkerhet, som de senaste 30 åren generellt legat stabilt på låga nivåer är nu kraftigt förhöjda.<sup>2</sup>

I en mer normal konjunktur, där signaler om den ekonomiska politiken ligger fast, kan vi alltid med hjälp av empirisk forskning om exempelvis finanspolitiska multiplikatorer eller samband mellan växelkurser och importpriser, uppskatta hur centrala utfall påverkas av politiken i omvärlden. Men när spelplanen ändras från en dag till nästa, när beslut återkallas eller provas i domstolar, när etablerade sanningar och principer utmanas, skapas en ryckighet som vi inte kan luta oss mot empiriska studier för att förstå. När flera dimensioner av osäkerhet dessutom samverkar, finns risk för förstärkningsmekanismer som gör skattningar på historiska data otillförlitliga.

I ovissa lägen kan ekonomisk teori hjälpa oss med åtminstone kvalitativa utsagor om vart vi är på väg. Det kan låta otillräckligt men ger oss en viss riktning. Vi kan använda handelsteori för att dra slutsatsen att tullar skapar inflation primärt i landet som inför dem, men de globala allmänna jämviktseffekterna beror på hur andra länder svarar. Handelsmodeller kan också belysa hur länder flyttar produktion eller väljer nya handelspartners när handelshinder införs. Teorier om prissättningsbeteende hjälper oss att förstå hur vinstmaximerande företag agerar när vissa marknader inte längre är ett alternativ. Effekterna på inflation och sysselsättning beror på vilka mekanismer som dominerar.

Min tolkning av det aktuella läget är att det finns två huvudspår. Ett är att handelskonflikten och ovissheten gör hushåll och företag så försiktiga att högre sparande och lägre investeringar leder till vikande efterfrågan och markant lägre tillväxt. Ett annat alternativ är att störningar på ekonomins utbudssida leder till brott i globala värdekedjor och brist på insats- och konsumtionsvaror i olika delar av världen. Om inflationen blir lägre eller högre framöver beror då på vilka av dessa krafter som dominerar. Bakom kulisserna finns dessutom bland annat effekter av ökade försvarssatsningar, ett möjligt inflöde av kinesiska varor på den

---

<sup>1</sup> Se till exempel King, Mervyn (2022), "Monetary Policy in a World of Radical Uncertainty", SUERF Policy Note, No. 263, January 2022.

<sup>2</sup> Se Londono, Juan M., Ma, Sai och Anne Wilson (2025), "Costs of Rising Uncertainty", FEDS Notes, April 2025. Den ekonomisk-politiska osäkerheten var också mycket hög under pandemin.

europiska marknaden, effekter på den neutrala räntan av förändringar i sparande och investeringar, och tvära kast i finansiella flöden.

Efter beskedet den 2 april att USA skulle införa omfattande importtullar på en majoritet av världens länder var jag övertygad om att det första huvudspåret ovan skulle dominera och såg framför mig en markant lägre tillväxt globalt. Sedan dess har emellertid signalerna varit blandade och vi vet ännu inte vad som faktiskt kommer att realiseras. Som vi beskriver i utkastet till penningpolitisk uppdatering är svenska företags prisplaner fortsatt höga och det finns en risk för att de prissättningsbeteenden som uppstod under inflationsuppgången 2022–23 finns kvar. En allmän uppfattning om att det finns en risk för utbudsstörningar kan leda till prishöjningar även om faktiska kostnadsökningar uteblir. När vi återkommer med en fullständig prognosomgång i juni blir det därför särskilt viktigt att kartlägga förändringar i underliggande inflationstryck för att kunna stävja eventuella prisökningar i ett tidigt skede. Men vi är också mycket uppmärksamma på svaghetstecken i den inhemska konjunkturen och följer inte minst utvecklingen på arbetsmarknaden noga.

I denna oförutsägbara miljö vill jag ännu en gång framhålla hur viktigt det är med en robust penningpolitik – att vi fattar räntebeslut som ger upphov till acceptabla utfall även i alternativa scenarier. Som jag framhöll vid förra mötet är det i dagsläget rimligt att vi kontinuerligt prövar i vilken utsträckning inkommande data kan tolkas som tillförlitliga signaler och agerar därefter. Detta ska inte på något sätt tolkas som en ovilja att agera. Vi kommer att justera styrräntan om inflations- och konjunkturutsikterna visar att det är motiverat. Det neutrala ränteläge vi utgår från ger oss goda förutsättningar att hantera den osäkra vägen framåt.

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

Jag stödjer förslaget att lämna styrräntan oförändrad på 2,25 procent, och jag ställer mig även bakom de penningpolitiska bedömningar som presenteras i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Sedan det förra penningpolitiska mötet har utsikterna för den globala ekonomin försämrats, framför allt på grund av den amerikanska handelspolitiken. Utsikterna för inflationen är svårbedömda och det finns risker för både högre och lägre inflation. Det är möjligt att EU och andra länder lyckas förhandla med USA och att tullar på hög nivå inte införs, men oberäkneligheten kring amerikansk politik kommer ändå att bestå.

Vid dagens möte vill jag därför fokusera på utsikterna för konjunkturen och inflationen, givet ny information sedan förra mötet och permanent oberäknelighet kring amerikansk politik, för att sedan diskutera vad det innebär för de penningpolitiska avvägningarna vid dagens möte.



Svensk konjunktur ser ut att dämpas i närtid. Arbetsmarknaden visar svaghets-tecken, framför allt inom tjänstesektorn, och arbetslösheten har stigit (se diagram 7 i utkastet till uppdatering). Enligt KI-barometern har hushållens förtroende fallit tydligt, medan det hos företagen än så länge är relativt oförändrat. Men anekdotisk information vittnar om en ökad pessimism även bland företagen och att de avvaktar med investeringsbeslut och ser över sina strategier.

Det finns forskning om hur osäkerhet påverkar makroekonomisk utveckling.<sup>3</sup> Denna forskning tyder på att den leder till sämre realekonomisk utveckling. Om den består under en längre tid kan de negativa effekterna på ekonomin bli betydligt större än om den snabbt faller tillbaka till normala nivåer. Som jag redan har betonat är det troligt att amerikansk politik kommer att präglas av oberäknelighet under flera år framöver, vilket riskerar att dämpa tillväxten globalt.

De flesta studier tyder även på att osäkerhet leder till lägre inflation, men dessa resultat är mindre entydiga. En negativ effekt på inflationen kan uppkomma vid en minskad efterfrågan. Samtidigt kan viss typ av osäkerhet, exempelvis en handelskonflikt, skapa störningar i leveranskedjor som kan driva upp priser, alltså en så kallad utbudsstörning. Effekterna på inflationen beror därför på om efterfråge- eller utbudseffekten dominerar. Detta är en ytterst relevant fråga för penningpolitiken i den nuvarande situationen.

I USA väntas inflationen stiga till följd av införda tullar och problem med leveranskedjor samtidigt som efterfrågan dämpas. Men inflationsutsikterna i Europa och i Sverige kan snarare bli lägre då effekten av svag efterfrågan väntas dominera. Det kommer därför att bli viktigt hur eventuella europeiska motåtgärder mot amerikanska tullar utformas. I dagsläget avvaktar EU med motåtgärder, men det finns beredskap för omfattande tullar på amerikanska varor och tjänster om USA inför de reciproka tullarna på höga nivåer.

För inflationsutsikterna i Sverige behöver vi även ta hänsyn till inhemska faktorer. Vi har fått två nya inflationsutfall sedan det förra mötet. Utfall för inflationen i mars och april tyder på en inflationsutveckling i linje med vår senaste prognos. Utöver utfallen har vi även fått mer framåtblickande information. Av denna information är det endast prisplaner i KI-barometern, främst prisplaner för icke-varaktiga varor (som huvudsakligen är livsmedel), som tyder på höga prisökningar framöver. Stigande livsmedelspriser är problematiskt eftersom det tenderar att påverka hushållens inflationsförväntningar och tränger undan annan konsumtion<sup>4</sup>, men prisplanerna har historiskt inte alltid varit en bra framåtblickande indikator

---

<sup>3</sup> Se en kommande Ekonomisk kommentar av Hans Dellmo för en översikt av forskningslitteraturen inom detta område.

<sup>4</sup> Se även min diskussion i det penningpolitiska protokollet från mars.

för den allmänna prisnivån. Övrig information, inklusive producentpriser, priser på insatsvaror i PMI, utvecklingen i tjänstepriser, kronans växelkurs och låga energipriser på både el-och drivmedel, tyder sammantaget på ett något lägre inflationstryck än i vår senaste prognos.

Ytterligare en viktig pusselbit som kommit sedan förra mötet är industriavtalet. Arbetsmarknadens parter har igen visat stort ansvarstagande i ett svårt läge. Ett tvåårigt avtal skapar tydlighet i en osäker omvärld och ger goda förutsättningar för fortsatt stigande reallöner för hushållen. En väl fungerande lönebildning och väl förankrade inflationsförväntningar ger starkt stöd till en inflation i linje med målet på både kort och lång sikt.

Sammantaget delar jag bedömningen i utkastet till penningpolitisk uppdatering, att det är troligt med lägre tillväxt och något lägre inflation än i vår senaste prognos. Det talar för en lägre styrränta vid kommande möten om vi ser att denna prognos håller. Det leder mig in på de penningpolitiska avvägningarna vid dagens möte. Nyckelfrågan för min del är hur vi kan agera vid kommande möten om utvecklingen blir annorlunda än vad vi tror. Vi publicerar inga alternativscenarier i den penningpolitiska uppdateringen, men låt mig ge två exempel som illustrerar hur jag tänker.

För det första, anta att vi sänker styrräntan nu, men att handelshinder leder till oväntat hög inflation. I efterhand framstår sänkningen som felaktig och vi behöver reversera beslutet genom att höja styrräntan för att undvika varaktig hög inflation. Det skapar tvära kast för hushåll och företag och kan skada centralbankens förtroende.

För det andra, anta i stället att tillväxten bromsar in kraftigt och inflationen faller mer än väntat. Då borde vi i efterhand ha sänkt styrräntan tidigare. I ett sådant scenario har vi dock möjlighet att sänka räntan snabbt och mycket. Med åtta möten per år är det kort tid mellan mötena och många möjligheter att agera. Det som kommer att bli avgörande för svensk ekonomi är inte ett enskilt möte utan den samlade penningpolitiken under kommande månader.

Svagheten med det här resonemanget är att inflationsutsikterna kan vara lika svårbedömda vid nästa möte. Ny information kan ge motstridiga signaler och ekonomisk politik i USA kan vara lika svårtolkad som den är nu. Vi måste ändå fatta ett penningpolitiskt beslut. Besluten kan i efterhand visa sig fel med facit i hand.<sup>5</sup> Men osäkerhet och vilja att invänta ny information får inte bli en ursäkt för att inte agera vid kommande möten.

---

<sup>5</sup> Det är därför det är så viktigt att beslut bör utvärderas baserat på den information och den statistik som fanns vid beslutstillfället.

Innan jag avslutar vill jag betona att den ekonomiska politiken inom EU och den svenska finanspolitiken också kommer att bli viktig för svensk ekonomi på kort och lång sikt. Satsningar på försvar kommer att ge ett visst stöd till konjunkturen. Om EU och Sverige dessutom satsar på reformer som stärker tillväxt och konkurrenskraft kommer det kunna motverka de negativa effekterna av tullar. En reformagenda fokuserad på att stärka produktiviteten i Sverige och Europa skulle bidra till högre tillväxt och möjliggör reallöneökningar. Och högre produktivitet bidrar, allt annat lika, även till ett lägre inflationstryck.<sup>6</sup>

Låt mig sammanfatta. I turbulenta tider är det viktigt att penningpolitiken bidrar till stabilitet i ekonomin genom att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet. Om inflationen skulle ta fart igen skadar det redan sårbara hushåll och företag som precis har tagit sig igenom flera tuffa år. Jag stödjer därför beslutet att lämna styrräntan oförändrad. Men, om inflations- och konjunkturutsikterna ändras kommer vi att agera. Och med nuvarande information är det mer troligt att nästa steg blir en sänkning än en höjning.

### **Vice riksbankschef Aino Bunge**

Jag ställer mig bakom dels förslaget att vid detta möte lämna styrräntan oförändrad på 2,25 procent, dels de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Som redan har nämnts flera gånger har de olika utspelen från den amerikanska administrationen avseende handels- och säkerhetspolitik skapat en mycket stor osäkerhet sedan vårt förra penningpolitiska möte (se diagram 1 i utkastet till uppdatering). Den abrupta omställningen av global handelspolitik är en negativ chock till den globala tillväxten. Som en liten och handelsberoende ekonomi kommer Sverige att påverkas av såväl osäkerheten som svagare tillväxtutsikter hos våra handelspartners. De motstridiga beskeden kring politiken har även orsakat stora svängningar på de finansiella marknaderna. Under perioden med ökad oro kan vi notera att dollarn har försvagats, vilket avspeglar en minskad vilja att placera i amerikanska tillgångar.

I samband med de dramatiska tullbeskeden den 2 april var oron som störst på de finansiella marknaderna, vilket inte minst framgår av VIX-index (se diagram 1 i utkastet till uppdatering). Men även på marknader som är centrala för den finansiella stabiliteten, som marknaden för amerikanska statsobligationer, var turbulensen stor och riskpremierna steg. Nu är dessa tullar pausade samtidigt som turbulensen på de finansiella marknaderna har avtagit, men det är fortfarande

---

<sup>6</sup> I mitt tal "[Så påverkas svensk ekonomi och inflation av handelshinder](#)", publicerat den 20 februari i år, diskuterar jag bland annat den svenska produktiviteten och reformer som kan stärka den.

oklart hur ett mer långsiktigt scenario för handelspolitiken ser ut. Vi kan förvänta oss fortsatt volatilitet.

Den ekonomiska utvecklingen framöver är sammantaget mycket svårbedömd. Riskerna för en svagare konjunktur finns tydligt också i Sverige, med en dämpad efterfrågan och en lägre inflation som följd. Men det finns också risker för ett återigen upptrappat handelskrig och globala utbudsstörningar, till exempel till följd av problem i leveranskedjor. Det skulle i stället kunna leda till en högre inflation i Sverige.

Med den osäkerhet som råder kring utvecklingen är det till hjälp att relatera till olika alternativa scenarier och vilken påverkan de skulle kunna få på inflationen och tillväxten i den svenska ekonomin. I de penningpolitiska uppdateringarna publiceras inga prognoser och heller inga alternativa scenarier. För min del handlar det i stället om att väga faktorer mot varandra som pekar åt olika håll jämfört med vår bedömning i mars. Låt mig utveckla det resonemanget lite.

Till att börja med är det värt att beakta att vi har ett utgångsläge där inflationen i Sverige är något förhöjd. Det senaste utfallet för inflationen fick vi så sent som idag. I och med att det är ett snabbestimat har vi inte kännedom om utvecklingen av de olika komponenterna, men utfallen sedan den penningpolitiska rapporten i mars ligger i linje med vår prognos. Det stärker bedömningen att inflationsuppgången under inledningen av året är övergående och delvis kopplad till tekniska faktorer som korgeffekten.

Vi har också fått ett nytt industriavtal på plats som skapar stabilitet i lönebildningen och pekar på förtroende för inflationsmålet. Att vi fick ett tvåårigt avtal på relativt återhållsamma nivåer förbättrar förutsättningarna att hålla inflationen vid målet de kommande åren.

I mars var vår bedömning att en återhämtning var på väg i den svenska ekonomin. Denna bedömning byggde dels på att reallönerna stiger och förväntas fortsätta att göra det, dels på de positiva effekterna av de tidigare genomförda sänkningarna av styrräntan. De indikatorer som vi såg i slutet av förra året och början av det här året gav också stöd åt vår syn på konjunkturutsikterna.

I mer aktuella data ser vi nu hur hushållens förtroende återigen faller kraftigt. Osäkerheten kan leda till fortsatt sparande och avvaktan när det gäller konsumtionen. Ett exempel på detta är att bostadsmarknaden fortfarande visar svaghetstecken. Ekonomisk-politisk risk och osäkerhet påverkar också företagens beslut om investeringar, även om vi ännu inte ser några tydliga effekter i publicerade enkäter. Men anekdotisk information, som samtal med företag, tyder på en ökad pessimism även bland dem. Inköpschefsindex (PMI) har också skiftat

nedåt för tjänstesektorn, med tjänsteföretag som signalerar ett minskat antal anställda. Det är i sin tur inte en positiv signal till arbetsmarknaden och hushållen.

Jag tycker att de realekonomiska utsikterna talar för att det behövs en något lättare penningpolitik framöver. Det bygger på antagandet att den negativa effekten på efterfrågan av den ekonomisk-politiska osäkerheten kommer att dominera över risken för tullrelaterade prishöjningar och därmed dämpa inflationen både i Europa och Sverige. Det är ett rimligt antagande så länge Europas svar på tullarna inte blir alltför omfattande. Låga ökningstakter i producentpriser och den starkare kronan är ytterligare faktorer som talar för måttliga prishöjningar framöver och risker för en lägre inflation än i vår tidigare prognos.

Men det finns också en risk för högre inflation än vi såg framför oss i mars. Den senaste barometern från Konjunkturinstitutet visar att prisplanerna är fortsatt förhöjda (se diagram 9 i utkastet till uppdatering). Det är centralt att vi inte ser en återgång till ett prissättningsbeteende påverkat av senaste årens inflations-uppgång. Och det gäller särskilt om den globala handelsoron resulterar i utbudsstörningar som höjer kostnaderna för svenska företag. Jag menar att det är viktigt att noga följa utvecklingen av företagens prisplaner – inte bara i barometern utan även i vår egen företagsundersökning.

Sammantaget är alltså min bild att konjunkturtsikterna ser svagare ut än i mars, och att riskerna har ökat för en lägre inflation framöver än i vår senaste prognos. Jag menar dock att det i rådande miljö är rimligt för oss att fortsätta att agera gradvis med en viss försiktighet och försöka att undvika tvära kast i penningpolitiken – för att inte spä på osäkerheten ytterligare. Givet de sänkningar som vi redan har gjort är styrräntan på en nivå som just nu framstår som väl avvägd. Mot denna bakgrund ställer jag mig bakom beslutet att idag lämna styrräntan oförändrad.

Med det sagt får som nämnts inte försiktighet och osäkerhet framöver leda till passivitet i penningpolitiken. Den information vi har fått sedan det förra mötet pekar alltså på att det har blivit mer sannolikt att styrräntan behöver sänkas ytterligare. Vi bör följa utvecklingen noga och vara beredda att agera om så krävs.

### **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 2,25 procent. Jag vill i mitt inlägg här idag komplettera beskrivningen och analysen i utkastet till uppdatering med några personliga reflektioner kring inflationsläget och förutsättningarna framöver för penningpolitiken.

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte i mars har vi fått två nya inflationsutfall, för mars och april. Aprilutfallet, som publicerades på morgonen idag, är ett så kallat Snabb-KPI utan information kring utvecklingen av undergrupperna i konsumentpriserna. Utfallen visar att inflationen fortsätter att vara förhöjd, särskilt om de volatila energipriserna exkluderas. I april uppgick KPIF-inflationen till 2,3 procent medan inflationen exklusive energipriser kom in på 3,1 procent.

Även om inflationen under de två senaste månaderna har utvecklats ungefär som väntat är det naturligtvis inte helt optimalt att vi nu går in i en mycket osäker och svårbedömd framtid med prisökningar som i utgångsläget är för stora. I linje med beskrivningen i utkastet till uppdatering fortsätter jag dock att ha en stark övertygelse om att inflationsuppgången som skedde i början av året är tillfällig. Den berodde i hög grad på att vissa priser som ändras sällan fortfarande påverkas av tidigare kostnadsstegringar, att några livsmedelspriser har ökat ovanligt mycket mot bakgrund av bland annat ogynnsamma vädereffekter och att SCB i januari gjorde sin årliga uppdatering av viktsystemet för de svenska konsumentpriserna. Förutsatt att den här typen av faktorer inte ger upphov till andrahandseffekter i prissättningen eller driver upp inflationsförväntningarna på lite längre sikt är det, så som jag ser det, ganska självklart att de inte kommer att påverka inflationen på ett mer bestående sätt och därför också bör ses igenom i penningpolitiken.

Men det stora som har hänt sedan vårt möte i mars handlar förstås om politikförändringarna som har skett i USA, och inte minst då på det handelspolitiska området. Under en period i början av april såg det ut som om vi var på väg in i ett handelskrig av en omfattning som aldrig någonsin tidigare skådats. Marknadsreaktionerna blev våldsamma och i USA höjdes kritiska röster från flera som tidigare uttryckt stöd för Vita husets tullpolitik. Det tycks ha påverkat Trumpadministrationen som under de senaste veckorna har slagit in på en något mer försiktig och avvaktande väg. Om det här är en bestående förändring i strategin och kommer att leda till en begränsning, eller till och med kanske till en fullständig slopning, av tullar som redan har införts går förstås inte att veta. Men jag är ändå försiktigt optimistisk och tror också att EU kommer att göra allt som står i dess makt för att inte bidra till en upptrappning av konflikten.

Om den här mer positiva utvecklingen besannas behöver de direkta negativa effekterna av tullarna på tillväxten och inflationen varken bli väldigt stora eller mycket långvariga, framför allt inte för EU. Ett problem som är svårare att göra sig av med är emellertid den osäkerhet som de tvära kasten i politiken har skapat. Även om den amerikanska administrationen framöver börjar bedriva en politik som är mer resonlig och förutsägbar kommer det sannolikt att ta ganska lång tid innan osäkerheten återgår till att bli mer normal. Så länge detta inte har skett är risken stor för att både konsumtionen och investeringarna hålls tillbaka. Men den stora fördelen med detta scenario jämfört med ett scenario där det inte sker

någon avtrappning av handelskonflikten är att stagflationsriskerna blir betydligt mindre. Ökad osäkerhet kan visserligen leda till lägre tillväxt men det sker då förmodligen först och främst via en minskning i aggregerad efterfrågan, som för med sig fallande, inte stigande, inflation. Det är förstås en utveckling som är lättare att hantera i penningpolitiken, särskilt om inflationen redan i utgångsläget är förhöjd.

Precis som utkastet till uppdatering lutar jag i dagsläget åt att den europeiska inflationen i slutänden kommer att domineras av negativa efterfrågeeffekter från den ökade osäkerheten. Ett centralt antagande för att så ska bli fallet är att EU i stor utsträckning håller igen med att införa tullar på varor som importeras från omvärlden. En faktor som förstärker de negativa inflationseffekterna för många europeiska länder, inklusive Sverige, är den växelkursappreciering som har följt i spåren av den minskade viljan att placera i amerikanska tillgångar. För den svenska kronan handlar det sedan strax efter vårt räntebeslut i mars om en förstärkning motsvarande drygt 5 procent mot den amerikanska dollarn och cirka 1 procent mot euron. Om detta återspeglar ett försämrat förtroende för amerikansk politik, och i förlängningen ekonomi, vilket en hel del faktiskt talar för att det gör, kan förstärkningen av kronan och vissa andra valutor mot dollarn mycket väl fortsätta ett bra tag till och i slutänden bli väldigt stor.

En annan faktor som kan förstärka pressen nedåt på den europeiska och svenska inflationen är att handelskonflikten övergår till att bli mer av ett bilateralt tullkrig mellan USA och Kina. Då skulle delar av den kinesiska exporten som tidigare gick till amerikansk ekonomi kunna riktas om till Europa, vilket via ett ökat utbud av varor i så fall skulle kunna leda till lägre inflation.

Min sammantagna slutsats för svensk inflation just nu blir därmed att mycket talar för att den framöver kommer att falla och att det mycket väl kan ske snabbare än vi antog i prognosen i mars. Med detta sagt delar jag ändå synen i utkastet till uppdatering att osäkerheten i den här bedömningen är mycket stor. Om handelskonflikten eskalerar och involverar svarsåtgärder från ett större antal länder, inklusive EU, ökar i stället snabbt risken för att inflationen kan bli högre än väntat. Inflationsuppgången skulle i ett sådant scenario kunna förstärkas av att även företag som inte påverkas av tullarna passar på att höja sina priser. Att företagens prisplaner enligt Konjunkturinstitutets mätningar ligger kvar på ovanligt höga nivåer minskar i sammanhanget inte precis den oro man känner för ett sådant prissättningsbeteende.

Mot den här bakgrunden tycker jag att det är klokt att nu lämna styrräntan oförändrad och invänta mer information för att få en tydligare bild av konjunktur- och inflationsutsikterna. Med de förhållandevis snabba räntesänkningar vi gjort sedan maj i fjol till och med januari i år, från 4 till 2,25 procent, är styrräntan idag

på en bra nivå för att vi framöver ska kunna hantera konjunktur- och inflationsöverskningar både uppåt och nedåt.

### **Riksbankschef Erik Thedéen**

Jag ställer mig bakom förslaget att lämna styrräntan oförändrad på 2,25 procent och de bedömningar som beskrivs i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

USA:s president har de senaste månaderna fattat beslut som innebär att utsikterna för konjunkturen och inflationen för närvarande är osedvanligt osäkra. Därför är det också ovanligt svårt att ge vägledning om hur Riksbankens styrränta kommer att utvecklas det kommande året.

Med utgångspunkt i den information som nu föreligger gör vi tolkningen att konjunkturen i omvärlden och Sverige sannolikt blir svagare, möjligen väsentligt svagare, jämfört med prognosen i PPR mars. En sådan försvagning skulle verka dämpande på prisökningstakten. Det är i nuläget svårt att bedöma hur starka inflationsimpulser som handelskonflikterna kommer att ge upphov till i Europa och Sverige. En ganska trolig utveckling är att impulserna blir jämförelsevis små. Givet övriga förutsättningar för inflationsutvecklingen skulle det i så fall tala för att svensk inflation på sikt kommer att sjunka under målet på 2 procent om styrräntan inte sänks från nuvarande nivå. Men det är också möjligt att handelskonflikterna skapar störningar i globala leveranskedjor som leder till högre kostnader för företagen, eller att deras prissättningsbeteende påverkas på något annat sätt. Osäkerheten är så stor att jag bedömer att det är klokt att tills vidare låta styrräntan vara oförändrad på 2,25 procent.

Den osäkerhet som nu präglar utvecklingen har flera olika dimensioner. En central sådan gäller förstås frågan om hur tullar och andra internationella ekonomiska spelregler kommer att utformas på sikt. Det är tänkbart att vissa besked om främst tullar kommer relativt snart, men det kan dessvärre komma att dröja ganska länge innan vi får mer klarhet.

En annan viktig dimension gäller frågan om hur själva osäkerheten påverkar hushållens och företagens beteende, både utomlands och i Sverige. Vi bedömer att osäkerheten kommer att hämma företagens investeringar och privat konsumtion. Det finns dock än så länge begränsat med data att bygga analysen på och dessutom är signalerna delvis motstridiga. Å ena sidan indikerar exempelvis företagen, i KI:s barometer, en ganska begränsad påverkan av den policy-osäkerhet som uppstått; deras framtidsstro är relativt stabil. Å andra sidan indikerar hushållen en kraftigt fallande ekonomisk framtidsstro. Samtidigt är detaljhandelsförsäljningen alltså relativt stabil, trots ökad osäkerhet. Det råder således både osäkerhet om hur det nya läget påverkar stämningläget bland



hushåll och företag och osäkerhet om hur ett nytt stämningsläge sedan påverkar hushållens konsumtion och företagens investeringar.

Även om det mest troliga är att tillväxten i Sverige försvagas kan man mycket väl tänka sig scenarier där de negativa effekterna på konjunkturen blir mindre. Här finns det skäl att tro att vi om några månader vet lite mer om hur konsumtionen och investeringarna påverkas.

I rådande läge är det också särskilt svårt att avgöra hur inflationen i Sverige kommer att påverkas. Handelskonflikterna kommer sannolikt att ge upphov till inflationsimpulser i Europa och Sverige, men de direkta effekterna är troligen begränsade. Bedömningen bygger dock på flera osäkra antaganden, bland annat gällande EU:s tänkbara motåtgärder mot USA och – mer allmänt – vilka konsekvenser som handelskonflikterna får på företagens globala leveranskedjor och därmed på utvecklingen av kostnader för frakt, råmaterial och andra insatsvaror. Även om det som sagt lär dröja innan vi får klarhet i frågan om tullar, finns det ändå skäl att tro att vi under kommande månader får viss betydelsefull information om hur förhandlingarna mellan USA och EU fortlöper. Detsamma gäller kopplingen mellan tullarna och företagens kostnader, där vi nu noga kommer att följa både hur företagen försöker hantera sina leveranskedjor och hur de agerar i prissättningen mot kund. Till att börja med blir det viktigt att studera prissättningsdynamiken på de amerikanska konsumentmarknaderna.

Utgångspunkten för vår aktuella syn på inflationsutsikterna är att KPIF-inflationen är nära målet på 2 procent, samtidigt som den underliggande prisökningstakten, mätt med KPIF exklusive energi, alltjämt är något hög. I PPR mars diskuterade vi skälen bakom vår bedömning att även den underliggande inflationen så småningom kommer att falla tillbaka mot vårt mål. En sådan utveckling ter sig alltjämt som sannolik och den nya information som framkommit sedan det förra penningpolitiska mötet rör framför allt riskbilden runt vår inflationsprognos, snarare än huvudscenariot. Det handlar exempelvis om tullförhandlingarna mellan USA och EU, där EU:s eventuella beslut om motåtgärder kan få särskild betydelse för prisökningstakten i Sverige. Om förhandlingarna får ett utfall som innebär att våra tullsatser på import från USA höjs väsentligt på många kategorier av produkter, då riskerar vi att hamna i en situation med både högre prisökningstakt och lägre tillväxt.<sup>7</sup> I en sådan situation kan det för Riksbanken bli svårare att uppnå målet att stabilisera inflationen och samtidigt bidra till en balanserad realekonomisk utveckling. Om prisimpulserna från tullarna då skulle sprida sig, med indirekta effekter och effekter på inflationsförväntningarna som innebär risker för inflationsmålets trovärdighet, då kommer vi behöva välja en mer

---

<sup>7</sup> Se till exempel Auclert, Rognlie och Straub (2025), "The Macroeconomics of Tariff Shocks", NBER, Working Paper No. 33726, April 2025, samt referenser däri.

restriktiv penningpolitik, med potentiellt negativa effekter på arbetslöshet och sysselsättning.

Nu påverkas förstås inflationsutsikterna av flera andra faktorer, utöver de effekter som är direkt kopplade till tullarna. En viktig sådan faktor är de tvååriga löneavtal som slutits i årets avtalsrörelse. Det är välkommet och viktigt att avtalsförhandlingarna tagit Riksbankens inflationsmål om 2 procent som utgångspunkt. Avtalen bidrar med förutsägbarhet och stabilitet i företagens kostnadsutveckling, något som reducerar riskerna att eventuella prisimpulser leder till ovälkomna andrahandseffekter på inflationen.

En annan faktor av betydelse är kronans växelkurs, där vi de senaste månaderna sett en välkommen förstärkning, främst mot den amerikanska dollarn. Rimligtvis har även denna utveckling en koppling till de beslut och utspel som kommit från Vita huset, men här är orsakssambanden som vanligt ganska svåra att genomskåda. Klart är dock att kronförstärkningen, tagen för sig, minskar risken för att inflationen ska hamna över målet. Åt andra hållet pekar det faktum att vissa prisplaner i företagssektorn alltså tyder på en vilja att höja priserna.

Sammanfattningsvis tvingas jag konstatera att några av de risker som jag berörde i mitt inlägg vid det förra penningpolitiska mötet nu tycks materialiseras. De tullsatser som aviserats från USA är dessutom högre än jag befarat. Risken för att de globala tillväxtutsikterna försämrats påtagligt har därför ökat. I detta osäkra läge bidrar penningpolitiken till stabilitet i första hand genom att hålla inflationen varaktigt låg och stabil. Detta ska varken förstås så att Riksbanken med precision kan styra enskilda inflationsutfall eller att enskilda inflationsutfall styr penningpolitiken. Inflationsmålspolitiken handlar i stället om att anpassa styrräntan i dag för att inflationen ska kunna stabiliseras vid målet på ett par års sikt. När ekonomins aktörer känner förtroende för Riksbankens vilja och förmåga att uppnå prisstabilitetsmålet har vi även skäl och möjlighet att utforma penningpolitiken så att den kan bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning. Med en styrränta på 2,25 procent har vi handlingsutrymme att agera på det sätt som kan krävas för att uppnå våra mål. Bedömningen nu är att det något väger över för att nästa steg blir en sänkning av styrräntan, men det är långt ifrån säkert. Tills vidare bibehåller vi kurs och fart.

## §4. Penningpolitiskt beslut

### Direktionen beslutade

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

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

Jesper Johansson

Mika Lindgren

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](mailto:registratorn@riksbank.se)  
[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)