



# Penningpolitiskt protokoll

Juni 2023

# Sammanfattning

---

För att inflationen ska komma tillbaka till målet på 2 procent inom en rimlig tid beslutade direktionen att höja Riksbankens styrränta med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Prognosen för styrräntan är att den höjs minst en gång till i år. Direktionen beslutade också att öka takten i försäljningarna av statsobligationer från 3,5 till 5 miljarder kronor per månad från och med september i år.

---

Ledamöterna konstaterade att även om KPIF-inflationen har fortsatt att sjunka sedan det penningpolitiska mötet i april så är den fortfarande alldeles för hög och långt från målet på 2 procent. Nedgången förklaras dessutom framför allt av fallande energipriser. Inflationen rensad för energipriserna sjunker långsamt och ledamöterna uttryckte oro över att det beror på oväntat hög ökningstakt i tjänstepriserna. Att tjänstepriserna fortsätter att öka snabbt indikerar att efterfrågetrycket fortfarande är högt i delar av ekonomin och denna trend i tjänsteprisökningar är något som även kan noteras i omvärlden.

Ledamöterna poängterade att kronan har fortsatt att försvagas sedan i april och att det också finns en risk att genomslaget från den svaga kronan på prisökningarna är större i nuvarande situation med hög inflation. Försvagningen av kronan och fortsatt hög efterfrågan i tjänstesektorn bidrar till att bedömningen av inflationstrycket har reviderats upp. Flera ledamöter lyfte att risken har ökat för att inflationen ska bita sig fast på en för hög nivå.

Direktionen bedömde att styrräntan behöver höjas ytterligare för att inflationen ska sjunka tillbaka till målet inom rimlig tid och att det är lämpligt att höja takten något i normaliseringen av Riksbankens balansräkning. Försäljningarna av statsobligationer utökas därför från 3,5 till 5 miljarder kronor per månad, från och med september i år. Samtliga ledamöter stod också bakom prognosen att styrräntan höjs minst en gång till i år. De betonade dock att penningpolitiken kan komma att behöva stramas åt än mer än i prognosen. Ny information och hur den bedöms påverka konjunktur- och inflationsutsikterna kommer att fortsätta vara avgörande för hur penningpolitiken utformas.

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

## Direktionen nr 3

DATUM: 2023-06-28

MÖTESTID: 09:00

HANTERINGSKLASS: ÖPPEN

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

Det noterades att Mattias Ankarhem och lida Häkkinen Skans skulle sammanställa utkastet till penningpolitiskt protokoll.

## §3a. Den ekonomiska utvecklingen

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

**Joel Birging**, avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna den senaste tiden. Sedan det penningpolitiska beskedet i april har korta statsobligationsräntor successivt rört sig högre på förväntningar om att centralbanker i utvecklade ekonomier fortsätter strama åt penningpolitiken. Även om investerare tror att centralbankerna höjer styrräntorna ytterligare indikerar marknadsräntor att slutet på räntehöjningscykeln är nära.

Stämningläget på aktiemarknaderna har överlag varit positivt under perioden även om breda aktieindex fallit den senaste tiden. Det har varit betydande spridning i avkastning på aktiemarknaden, och USA har utvecklats relativt bra med hjälp från tekniksektorn. Mått på implicit volatilitet indikerar ingen större oro bland investerare och VIX ligger på årets lägsta nivåer.

Råvarupriser är fortsatt relativt dämpade vilket bland annat beror på tecken om svagare tillväxt i Kina. Oljepriset handlas kring årets lägsta nivåer och har inte fått större lyft av produktionsminskningar från OPEC+.

Kronan har försvagats sedan i april och mot euron har kronan nått historiskt svaga nivåer. En anledning till försvagningen som marknadsaktörer lyfter fram är oron kring svenska kommersiella fastighetsbolag. Den svaga kronan och hög kärninflation i maj talar enligt analytiker för att Riksbanken höjer styrräntan med 25 punkter i juni, samt utökar försäljningarna av statsobligationer. De flesta ser också att Riksbanken höjer med ytterligare 25 punkter i september.

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

**Olof Sandstedt**, avdelningschef för avdelningen för finansiell stabilitet, redogjorde för situationen i det svenska finansiella systemet. Den höga inflationen och de högre räntorna utmanar stabiliteten i det globala finansiella systemet och riskerna är förhöjda. Det har också uppstått olika krisartade händelser i omvärlden, där myndigheter har behövt vidta åtgärder.

Det svenska finansiella systemet fungerar överlag väl. De svenska storbankerna har ett gott utgångsläge, vilket bidrog till att de klarade sig väl genom den globala bankoron i mars. Men de sårbarheter som Riksbanken under längre tid pekat på medför nu utmaningar. Det handlar inte minst om de högst skuldsatta fastighetsföretagen och bankernas stora exponering mot sektorn, men även om hushållens stora lån.

Fastighetsföretagen utgör den största risken för den finansiella stabiliteten och de högre räntorna utmanar deras framtida betalningsförmåga. Stigande räntor innebär att värdet på fastigheter faller, vilket än så länge har skett i ordnade former. Fastighetsvärden kan dock falla mer hastigt och betydande om exempelvis många fastighetsföretag tvingas sälja större volymer av fastigheter eller om det sker en kreditåtstramning. Men det finns betydande skillnader inom sektorn, och fastighetsföretag med lägre belåning har bättre förutsättningar att klara av ett högre ränteläge.

Fastighetsföretagen har fortsatt svårigheter att refinansiera sig på obligationsmarknaden och väljer främst att finansiera låneförfall genom utökade banklån från nordiska banker. För att minska risken för ett negativt förlopp har bankerna en viktig roll, dels genom att upprätthålla försörjningen av krediter till livskraftiga företag, dels genom att inom ramen för sin kreditgivning ställa krav på att fastighetsföretagen vidtar åtgärder för att minska sina finansiella risker. Även om fastighetsföretagen har börjat vidta åtgärder för att hantera rådande situation, behöver flera fastighetsföretag göra mer.

Hushållen pressas från olika håll och bostadspriserna har fortsatt att falla under våren men i något mer dämpad takt än tidigare. Nedgången hittills (maj) är drygt 13 procent från toppen i mars 2022 (säsongsjusterat). Hushållen är därtill högt skuldsatta och räntekänsliga. Deras räntebetalningar som andel av disponibel inkomst stiger snabbt och väntas närma sig nivåerna i mitten av 1990-talet. De allra flesta bolånetagare bedöms kunna fullfölja sina skuldbetalningar, men vissa hushåll kan få problem med att betala på sina lån. Därtill bidrar det höga kostnadsläget till att hushållens marginaler och motståndskraft pressas ytterligare. Detta märks i konsumtionen och sparandet som båda minskar.

Även om de svenska storbankerna har ett gott utgångsläge, visar erfarenheterna från vårens bankoro att likviditeten kan försvinna snabbt även när regulatoriska krav är uppfyllda. Givet det förhöjda riskläget anser Riksbanken att storbankerna bör sträva efter att ha betydande marginaler utöver kapital- och likviditetskraven.

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

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

Åsa Olli Segendorf, biträdande avdelningschef vid avdelningen för penningpolitik, redogjorde för den aktuella bedömningen av den makroekonomiska utvecklingen och det förslag till penningpolitiskt beslut som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle samla en majoritet av direktionen vid dagens möte. Underlaget

till dagens beslut har diskuterats med direktionen vid möten den 1, 12, 15 och 16 juni. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades vid direktionens möte den 19 juni.

Avdelningen för penningpolitik analyserar löpande den ekonomiska utvecklingen och inför varje penningpolitiskt beslut är det alltid några frågor som är mer i fokus än andra. Inflationsutvecklingen både i Sverige och i omvärlden har varit central i beredningen inför dagens möte. Inkommande statistik och annan information har analyserats efter tecken på hur den höga inflationen kommer att utvecklas framöver via till exempel inflationsförväntningar, löneökningar och prisökningar på vissa produkter. I beredningen har direktionsledamöterna poängterat osäkerheten i inflationsutvecklingen på både kortare och längre sikt, och betonat risken med att inflationen kan vara mer persistent än tidigare bedömt.

Kronan har fortsatt att försvagas sedan det penningpolitiska mötet i april. En frågeställning som har hamnat mer i fokus den senaste tiden är om genomslaget på inflationen av en förändrad växelkurs varierar beroende på tillståndet i ekonomin. Ett argument för att det skulle kunna vara så är att företag blir mer angelägna att föra vidare ökade kostnader i en mer osäker miljö där det finns oro för att kostnaderna förblir höga under en längre tid, så som kan vara fallet i en miljö där inflationen är hög. Genomslaget från växelkursen skulle då kunna vara relativt sett större. Under förra året steg inflationen snabbt, och det kan ha inneburit att genomslaget från växelkursen till inflationen ökat.

Arbetslösheten har minskat och sysselsättningsgraden har stigit i både Sverige och omvärlden efter pandemin. Utvecklingen har hållit i sig, trots att den höga inflationen lett till åtstramningar i penningpolitiken och trots att BNP-tillväxten har dämpats. De nyligen slutna avtalen på den svenska arbetsmarknaden indikerar att löneökningarna de kommande två åren visserligen blir högre än normalt, men ändå lägre än i omvärlden. Sverige borde därför ha bättre förutsättningar än andra länder att ha en stark arbetsmarknad, med hög sysselsättning, och samtidigt kunna få ner inflationen. Bedömningen är att sysselsättningen kommer att minska något när efterfrågan dämpas.

Inflationen i både omvärlden och Sverige har toppat och sjunkit relativt snabbt de senaste månaderna. Nedgången beror till stor del på att energipriserna har fallit tillbaka, men även inflationen exklusive energi har börjat sjunka, särskilt i USA. Det beror på att många av de faktorer som drev upp inflationen under 2021 och 2022 nu allt tydligare börjat klinga av. Detta i kombination med de penningpolitiska åtstramningarna och de sjunkande realinkomsterna som dämpar hushållens efterfrågan kommer att minska inflationen. Samtidigt finns det tecken på att tjänstepriserna ökar fortsatt snabbt i många länder, vilket kan tyda på att nedgången i inflationen blir trögare än väntat.

I prognosförslaget som beskrivs i rapportutkastet är BNP-tillväxten i omvärlden i år dämpad, vilket påverkar konjunkturutsikterna även i Sverige. Räntekänsliga sektorer i Sverige visar tydliga svaghetstecken, men utvecklingen skiljer sig mycket mellan olika delar av ekonomin. Arbetsmarknaden har fortsatt att vara överraskande stark, och arbetslösheten ligger kvar på historiskt låga nivåer i både USA och euroområdet, vilket går att läsa om i fördjupningen "Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden". Att arbetsmarknaden varit så stark beror bland annat på hushållens uppdämda vilja att konsumera tjänster efter pandemin. En annan orsak är att företagen av olika skäl har valt att fortsätta anställa trots att efterfrågan avtagit. Avmattningen i tillväxten i år väntas dock resultera i att arbetslösheten stiger framöver.

Kronans växelkurs har sedan det föregående penningpolitiska beslutet nått de svagaste nivåerna efter finanskrisen 2008–2009 och bidragit till inflationsuppgången. Men Riksbankens bedömning är att utvecklingen av kronan varken är huvudorsaken till uppgången i inflationen under förra året eller det som kommer att avgöra om inflationen faller framöver. Som nämnts tidigare har Riksbanken i förberedelserna till det penningpolitiska beslutet i juni dock diskuterat om genomslaget från växelkursen kan vara större när inflationen är hög än när den är låg.

I Sverige fortsatte KPIF-inflationen att sjunka i april och maj till en nivå något under Riksbankens prognos från april. Överraskande stora fall i energipriserna är en viktig förklaring till utvecklingen. Rensat för energipriser dämpas dock inflationen betydligt långsammare och är marginellt högre än förväntat. Det beror framför allt på att tjänstepriserna ökar oväntat snabbt, vilket kan avspegla att efterfrågetrycket i delar av den svenska ekonomin fortfarande är högt.

Åren 2024 och 2025 bedöms inflationen både i omvärlden och i Sverige vara ungefär i linje med centralbankernas inflationsmål.

Prognoserna bygger på det förslag till penningpolitik som finns detaljerat beskrivet i protokollsbilaga A och som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet i direktionen vid dagens möte. I korthet innebär förslaget att styrräntan höjs med 0,25 procentenheter till 3,75 procent och att Riksbankens värdepappersinnehav minskar i en snabbare takt än tidigare genom att takten i de månatliga försäljningarna av statsobligationer ökas från 3,5 till 5 miljarder kronor i september. Prognosen är att styrräntan höjs minst en gång till i år.

## §3b. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

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

Jag stödjer förslaget att höja styrräntan, räntebanan och prognoserna i utkastet till penningpolitisk rapport. Jag ställer mig även bakom förslaget att utöka försäljningen av nominella och reala statsobligationer i linje med protokolls-bilaga A.

Sedan det förra penningpolitiska mötet har inflationen sjunkit ytterligare. Vår målvariabel för inflationen, KPIF, har fallit från toppen på drygt 10 procent i december månad till 6,7 procent i det senaste utfallet för maj månad. Nedgången drivs främst av lägre energipriser, men även prisökningstakten för varor och livsmedel har vänt ner (se diagram 43 i rapportutkastet). Förutsättningarna för att inflationen ska fortsätta att falla är goda. Inflationsförväntningar är väl förankrade, producentpriser har fallit kraftigt, och arbetsmarknadens parter har visat ansvarstagande i de nya avtalen.

Anledningen till att jag stödjer en räntehöjning är att underliggande inflation visar tecken på att bita sig fast. Och, delar av inhemsk efterfrågan, främst i tjänstesektorn, är god trots den penningpolitiska åtstramningen. Ökningstakten i KPIF exklusive energi var 8,2 procent i utfallet för maj månad och tjänstepriserna, som utgör närmare 50 procent av KPI-korgen, fortsatte att stiga. För att inflationen ska fortsätta att falla mot målet krävs en bred nedgång i ökningstakten i alla priskategorier, inklusive tjänstepriser. I närtid stiger den årliga ökningstakten i tjänstepriserna ytterligare i vår prognos, men det beror till stor del på att vikterna för resor och besökstjänster är högre i år än förra året.<sup>1</sup> Idag vill jag börja med att kommentera varför just höga tjänstepriser är problematiskt innan jag kommer in på de penningpolitiska övervägandena.

För det första, tjänstepriser reflekterar inhemsk efterfrågan till större utsträckning än priser på varor, energi och livsmedel som påverkas relativt mer av globala faktorer. Inhemsk efterfrågan har mattats av,<sup>2</sup> men genomsnittet döljer stora skillnader mellan olika sektorer. Bostadsbyggandet, detaljhandeln och sällanköps-handel går mycket svagt medan tjänstekonsumtionen fortsätter att öka (se diagram 2 i rapportutkastet). Hushållen verkar prioritera konsumtion av tjänster som fritid, resor och nöjen på bekostnad av annan konsumtion.

---

<sup>1</sup> Ökningstakten i tjänstepriserna stiger från 7 procent i maj till drygt 8 procent i juli. Det reflekterar att priserna på till exempel resor, hotell och restaurangtjänster tenderar att stiga under sommarmånaderna. Och i år har dessa en större vikt i KPIF än vad de hade förra året vilket innebär att dessa prisförändringar driver upp den sammanvägda prisnivån i förhållande till prisnivån förra året.

<sup>2</sup> Hushållens konsumtion och bostadsbyggandet faller tydligt i det senaste utfallet (1,2 respektive 1,5 procent i kvartalstakt eller 2,5 respektive 1,6 procent i årstakt) och i vår prognos väntas inhemsk efterfrågan minska med 1,4 procent i år.



För det andra, tjänstesektorn har fortsatt att höja priser i snabb takt trots ytterst måttliga löneökningar. Kostnadsläget i sektorn påverkas mycket av löneutvecklingen då tjänstesektorn är sysselsättningsintensiv. Dessutom har elpriser och livsmedelspriser som bland annat påverkar hotell och restaurang fallit, men just hotell- och restaurangpriser fortsätter att öka i hög takt. Att företag fortsätter att höja priserna trots ett allt bättre kostnadsläge stödjer bilden av att efterfrågan fortfarande är hög i tjänstesektorn. För att inflationen ska falla till målet inom rimlig tid krävs därför ytterligare penningpolitisk åtstramning.

Det leder mig in på de penningpolitiska avvägningarna vid dagens möte. Vid förra mötet sa jag att jag förväntade mig ”ytterligare gradvisa höjningar i juni och/eller september. Det håller öppet för olika handlingsalternativ senare under året, inklusive ger utrymme för en återgång till större höjningar om inflationen biter sig fast på hög nivå”. När data nu visar att underliggande inflation fortfarande är hög och detta drivs av tjänstepriser är min nuvarande bedömning att en höjning är lämplig både vid dagens möte, sannolikt i september, och kanske även efter det. Jag stödjer förslaget till räntebana. Jag anser fortfarande att det lämpligt att gå fram i höjningar om 0,25 procentenheter, men som jag sa vid förra mötet utesluter jag inte en återgång till höjningar i större steg.

Det andra jag vill lyfta fram angående de penningpolitiska avvägningarna är att det är problematiskt att många hushåll och företag verkar vänta sig att styrräntan snart ska sänkas. Låt mig förklara varför. Vi vet att hushållens sparande var högt under pandemin. Det pandemi-relaterade sparandet kan ha använts för att upprätthålla konsumtion, och motverkat åtstramningen av penningpolitiken. Nu tyder data på att inflödet av nya pengar på sparkonto har minskat, men hushållens totala medel på sparkonto, är fortfarande mycket högt.<sup>3,4</sup> Med stora buffertar blir förväntningarna på styrräntan viktiga. Exempelvis, om hushållen tror att åtstramningen är tillfällig och att styrräntan snart ska sänkas kan de välja att använda sparmedel för att jämna ut konsumtionen över tid. Efterfrågan stärks och inflationen riskerar att bita sig fast på hög nivå. I förlängningen kan det leda till att vi behöver göra ytterligare räntehöjningar. Paradoxalt nog kan förväntningar om räntesänkningar i närtid innebära att vi måste höja styrräntan mer, och hålla den hög under en längre tid, än vad vi annars hade behövt.

I detta sammanhang vill jag också understryka att det inte är uppenbart att styrräntan kommer att sänkas även när inflationen är tillbaka på två procent. För att varaktigt hålla inflationen låg och stabil kan vi behöva hålla styrräntan på en högre nivå jämfört med innan pandemin.

---

<sup>3</sup> Se diagram 30 och 31 i Finansiell stabilitetsrapport 2023:1, Sveriges riksbank, samt [”Hushållen tar ut pengar från bankkonton och lånar allt mindre” \(scb.se\)](#).

<sup>4</sup> Hur viktig denna effekt kan vara är svårt att analysera då vi inte har statistik över hushållens skulder och tillgångar på hushållsnivå (se sidan 47 i Finansiell stabilitetsrapport, 2023:1, Sveriges riksbank).

Jag ställer mig även bakom att utöka försäljningar av statsobligationer. Det är ett bra komplement till styrräntehöjningar. Försäljning av statsobligationer kan dessutom bidra till bättre likviditet och motverka ytterligare kronförsvagning.

Kronförsvagningen är problematisk. Vi har inget mål för kronan, men den långa trenden med en svag krona motverkar en nedgång i inflationen. Varor och livsmedel som importerats kan bli dyrare, men det finns också andra mer indirekta effekter som kan vara viktiga i dagsläget. En stark exportsektor kan motverka en dämpning av efterfrågan. En svag krona innebär också att fler utländska turister söker sig till Sverige och en del svenskar kan välja att stanna i Sverige under semestern, vilket kan vara en anledning till att efterfrågan i tjänstesektorn är hög och tjänstepriser fortsätter att stiga.

Ytterligare en aspekt på detta är huruvida försvagningen drivs av internationella investerares oro för den kommersiella fastighetssektorn. Om det stämmer skulle en höjning av styrräntan kunna vara kontraproduktivt då det skulle kunna leda till ytterligare svagheter inom denna sektor, vilket i sin tur försvagar kronan ytterligare. Den kommersiella fastighetssektorn är räntekänslig, men det finns stora skillnader mellan olika bolag med både svaga och starka bolag.<sup>5</sup> Möjligheterna att hantera sårbarheter i enskilda bolag är betydligt bättre idag än vad den var i början av 1990-talet tack vare ett konkurrenskraftigt näringsliv och starka statsfinanser. Problem i enskilda bolag är inte en anledning för att avstå från en räntehöjning.

Låt mig sammanfatta. Det tar tid för penningpolitiken att ha effekt. Det vet vi. Räntehöjningar påbörjades under våren 2022, men de stora höjningarna var under hösten 2022 och med normalt genomslag bör vi se tydligare effekter på inflationen under hösten i år. Problemet är trögheten i nedgången i den underliggande inflationen. Och att det är delar av inhemsk efterfrågan, främst tjänstesektorn, som driver detta trots den penningpolitiska åtstramningen. Jag har ingen tolerans för att inflationen biter sig fast. Nu när nedgången har kommit igång är det av yttersta vikt att den fortsätter.

Jag stödjer därför en räntehöjning, räntebanan samt att vi utökar försäljningen av statsobligationer. Förutsättningarna är goda för en fortsatt nedgång i inflationen, men det bygger helt och hållet på att penningpolitiken håller fast vid den inslagna vägen. Penningpolitiken behöver vara tydligt åtstramande under en betydande period framöver för att vi ska komma tillbaka till varaktigt låg och stabil inflation.

---

<sup>5</sup> Se till exempel diagram 19 i Finansiell stabilitetsrapport, 2023:1, Sveriges riksbank.

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

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte i april har vi fått två nya inflationsutfall, för april och maj. Inklusive energipriser uppgick utfallet i maj till 6,7 procent. Det är 0,4 procentenheter lägre än väntat och sedan toppen i december i fjol innebär det en sammantagen nedgång i inflationen på 3,5 procentenheter. Rensat för energipriser är utvecklingen emellertid inte lika positiv. Majutfallet för inflationen exklusive energipriser landade på 8,2 procent, vilket är 0,1 procentenheter högre än i vår senaste prognos från april. Toppen för prisökningarna där energipriserna har räknats bort inträffade i februari och jämfört med denna har ökningstakten bara minskat med 1,1 procentenheter. Mycket av nedgången i inflationen som har skett de senaste månaderna är alltså en följd av ett minskat bidrag från energipriser.

Utvecklingen av Riksbankens olika mått på underliggande inflation bekräftar att inflationstrycket nu avtar men att det går ganska långsamt. Medianen för våra mått på underliggande inflation har fortsatt att falla i april och maj. I maj uppgick den till 7,6 procent, att jämföra med 8,3 procent i mars, som utgjorde den senaste noteringen vi hade tillgång till på vårt förra möte i april. Precis som inflationen exklusive energipriser toppade medianen för måtten på underliggande inflation i februari. Sedan dess har den minskat med 1,2 procentenheter, alltså ungefär i samma takt som inflationen rensad för energipriser.

När det gäller några av inflationens mer grundläggande bestämningsfaktorer – inflationsförväntningarna, lönebildningen och finanspolitiken – håller jag mer eller mindre fast vid den positiva tolkning jag gav uttryck för på vårt förra möte.

Finanspolitiken har tydligt internaliserat inflationsproblemen som nu finns och har inte en inriktning som nämnvärt försvårar Riksbankens möjligheter att få ner inflationen. Det är möjligt att elprisstödet höjer den ekonomiska aktiviteten lite mer än vad vi har räknat med men detta är i så fall en tillfällig effekt och kommer inte att påverka inflationsutsikterna på lite sikt. Framöver blir det viktigt att finanspolitiken inte läggs om för tidigt i en mer expansiv riktning. Detta understryks inte minst av de tendenser till trögheter i dämpningen av inflationsstrycket som vi nu ser.

Det nya tvååriga industriavtalet, som slöts av parterna inom industrin den 31 mars och ger totalt 7,4 procent i löneökning, innebär en stor fördel i inflationsbekämpningen för Sverige jämfört med många andra länder. Ytterligare avtal som har slutits efter industriavtalet är i linje med detta så kallade märke, vilket understryker styrkan med den svenska lönebildningsmodellen i det här läget.

Att centrala avtal sluts på ändamålsenliga nivåer betyder dock inte att det nu inte finns några risker överhuvudtaget för alltför snabba löneökningar som skulle kunna försvåra vårt arbete med att få ner inflationen. Till bilden hör här att det i

media rapporterats om lokala avtal en bra bit över industrimärket i ett antal industriföretag.<sup>6</sup> Att det blir vissa förskjutningar mellan branscher när den ekonomiska utvecklingen är ojämn är varken konstigt eller orimligt. Men om löneökningarna blir påtagligt högre än märket i företag i just den sektor som normalt brukar lägga särskilt stor vikt vid återhållsamhet är det ändå lite bekymmersamt. Det kan göra att risken för omfattande kompensationskrav blir större än om avvikelserna från märket uppstår i sektorer där den internationella konkurrensen är av mindre betydelse.

Det skulle också peka på att den svaga utvecklingen av kronans växelkurs, som i ett sådant riskscenario kan antas ligga bakom rätt stora delar av de högre löneökningarna i industrin, är ett större bekymmer för inflationen än vi hittills har utgått ifrån. Denna aspekt kommer jag att återkomma till i min penningpolitiska diskussion.

Kantar Prosperas nya mätningar av inflationsförväntningarna fortsätter också att förmedla bilden av ett starkt förtroende för inflationsmålet. De femåriga inflationsförväntningarna för penningmarknadens aktörer har sedan februari legat stabilt mellan 2,1 och 2,2 procent.<sup>7</sup> I den senaste undersökningen för juni uppgår de till 2,2 procent. Arbetsmarknadsorganisationernas mer långsiktiga inflationsförväntningar ligger i junimätningen också kvar i närheten av målet, 2,2 procent för arbetstagarorganisationerna och 2,1 för arbetsgivarorganisationerna. För den sistnämnda gruppen innebär detta visserligen en uppgång med knappt 0,2 procentenheter men avvikelserna från målet fortsätter ändå att vara liten.<sup>8</sup>

Sammanfattningsvis fortsätter det alltså att se ganska ljust ut när det gäller inflationens mer grundläggande bestämningsfaktorer. Det finns förvisso risker men ganska lite talar för att i det här läget göra någon större, mer fundamental revidering i hur snabbt inflationen väntas återgå till målet. Detta är också perspektivet i det nya prognosförslaget i utkastet till penningpolitisk rapport, där förhållandevis små revideringar begränsade till det närmaste året föreslås.

Prognosen för utvecklingen av energipriserna föreslås även denna gång revideras ner något. Att bedömningen för inflationen inklusive energipriser trots detta i närtid skrivs upp lite grann beror på att utfallet för tjänsteprisernas ökningstakt blev ganska mycket högre än väntat i maj samtidigt som vissa mer tekniska justeringar i säsongsförloppet för en del varor och tjänster görs. Fram emot hösten i år bidrar också den oväntat svaga utvecklingen av kronan tydligare till

---

<sup>6</sup> Se <https://www.di.se/nyheter/loner-langt-over-market-pa-industribolag/>.

<sup>7</sup> Jag fokuserar som vanligt på förväntningarna för KPI-inflationen snarare än för KPIF-inflationen, då svarsfrekvensen för KPIF-inflationen ofta är lägre. Eftersom vi nu är inne i en period då räntan höjs kan det framöver bli viktigare att följa och betona förväntningarna för KPIF-inflationen. För de femåriga inflationsförväntningarna är dock skillnaderna mellan de två måtten generellt sett små.

<sup>8</sup> Ser vi i stället till de femåriga förväntningarna för KPIF-inflationen ligger dessa på 2 procent för både arbetstagar- och arbetsgivarorganisationerna.

upjusteringen av prognosen. Eftersom bidraget från energipriserna beräknas bli mindre än tidigare är upprevideringen för inflationen exklusive energipriser större än motsvarande revidering för inflationen inklusive energipriser. Uppskrivningen av bedömningen för inflationen inklusive energipriser är i storleksordningen en till två tiondelar av en procentenhet medan motsvarande justering av utsikterna för inflationen rensad för energipriser uppgår till två till tre tiondelar av en procentenhet.<sup>9</sup> Från sommaren 2024 är avvikelserna mot den förra prognosen mycket små. I prognosförslaget ändras därmed sammantaget inte måluppfyllelsen för inflationen nämnvärt jämfört med bedömningen i april. Inflationen väntas alltså vara nära målet under 2024.

För att åstadkomma en inflationsutveckling enligt de här prognoserna förutsätts Riksbanken i rapportutkastet fortsätta att strama åt penningpolitiken. Närmare bestämt antas att styrräntan höjs med 0,25 procentenheter till 3,75 procent på dagens möte. Det antas dessutom att takten i försäljningarna av statsobligationer ökas, från 3,5 till 5 miljarder kronor per månad från och med september i år. En högre styrräntebana bidrar också till åtstramningen i penningpolitiken, där antagandet nu är att styrräntan når en topp på 4,05 procent, att jämföra med 3,65 procent i april. Precis som i bedömningen i april väntas styrräntan börja falla svagt under andra halvan av 2025. I slutet av prognosperioden, som är andra kvartalet 2026, beräknas styrräntan ligga på 3,75 procent i kvartalsgenomsnitt.

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

Även om jag tycker att vår nya penningpolitiska plan för stunden är välavvägd befarar jag att vi framöver kan komma att behöva revidera planen ytterligare i stramare riktning. Det har att göra med att jag i det här läget bedömer att inflationsutsikterna har större uppåtrisker än nedåtrisker. Jag vill runda av mitt inlägg med att utveckla dessa tankar något.

Aprilprognosen för inflationen rensad för energipriser ligger efter utfallet i maj visserligen bara marginellt för lågt. Men bakom detta döljer sig en trasslig dynamik där vi först tydligt överskattade utvecklingen i april för att sedan, på grund av en stor underskattning av månadsökningen mellan april och maj, i slutändan hamna ganska nära bedömningen från april, för prisökningen mätt i årlig procentuell förändring. För att bättre förstå storleken på svängningarna i inflationen exklusive energipriser under de här två nya utfallsmånaderna kan man för respektive månad beräkna den månadsvisa prisförändringen uppräknad till

---

<sup>9</sup> För några enstaka månader är revideringarna lite större på grund av baseffekter.

årstakt. Den visar, för respektive månad, vad inflationen exklusive energipriser uppgår till i årlig procentuell förändring i ett tankeexperiment där den aktuella månadsförändringen hålls oförändrad i all framtid.

Detta görs i diagram 43 i rapportutkastet och där kan man se att de två nya månadsutfallen innebär att inflationen rensad för energipriser i årlig procentuell förändring går från att i april ligga ganska nära inflationsmålet till att i maj vara en bra bit över 5 procent.<sup>10</sup> Som jag redan tidigare har påpekat förklaras utvecklingen främst av en oväntat stor ökning i tjänstepriserna, vars ökningstakt enligt samma mått gick upp med omkring 10 procentenheter från april till maj. Det är en mycket stor uppgång från en månad till en annan och ett jämnare förlopp för ökningstakten i tjänstepriserna, och därmed inflationen rensad för energipriser, hade förstås varit betydligt mindre oroväckande.

Att det just är prisökningarna för tjänster som överraskar negativt är speciellt bekymmersamt av flera skäl. Ett är att tjänsterna väger väldigt tungt i den svenska KPI-korgen, närmare 50 procent. Ett annat är att ihållande stora tjänsteprisökningar redan sedan en tid tillbaka har vuxit till att bli ett ganska stort problem i ett antal andra länder, till exempel USA och Storbritannien. Det kan tyda på att våra problem på det här området också kan bli större framöver. Hittills har det ju funnits en tendens att vi drabbas av samma inflationsproblem som omvärlden, men att det sker med en viss tidsmässig fördröjning.

Ett tredje skäl handlar om att det kan finnas ett samband mellan tjänsteprisernas snabba ökningstakt och den svaga kronan. Den lågt värderade svenska växelkursen gör ju att det blir billigt för utländska turister att konsumera i Sverige. Det kan förmodas att en hel del av denna konsumtion avser tjänster, till exempel campingplatser, stuguthyrningar, hotell eller restauranger. Det är också tänkbart att den svaga kronkursen innebär att ovanligt många svenskar väljer att semestra på hemmaplan, vilket då ytterligare skulle kunna pressa upp tjänstekonsumtionen.

Huruvida den här typen av effekter hade betydelse för de snabba tjänsteprisökningarna i maj vet vi förstås inte. Men det går i alla fall inte att utesluta att de hade det och i så fall finns all anledning att tro att ökningstakten i tjänstepriserna kommer att påverkas ännu mer under de kommande månaderna när högsäsongen för turismen inträffar.

I en faktaruta i rapportutkastet diskuteras bland annat möjligheten att växelkursens genomslag på inflationen under senare tid kan ha varit större än normalt då företagen i en höginflationsmiljö varit mer benägna än tidigare att föra över

---

<sup>10</sup> Diagrammet bygger på data med 2023 års vikter för att bättre kunna särskilja prisförändringar från så kallade korgeffekter.

olika kostnader till sina kunder, där också kronkursens effekter via dyrare import kan vara inkluderad.<sup>11</sup> Den ovannämnda möjliga kopplingen till tjänstepris-utvecklingen är en annan kanal som skulle kunna innebära att kronans inflations-effekter nu är större än de brukar vara. Och jag har redan i inledningen av mitt inlägg idag tagit upp en tredje kanal som ytterligare kan tänkas förstärka effekterna, nämligen kopplingen till de stora industribolagens löneutveckling. Det förefaller rimligt att tro att även dessa två sistnämnda kanaler har större betydelse i en höginflationsmiljö där företagen är mer benägna att höja sina priser. Men det ligger också nära till hands att anta att just de här kanalerna även mer direkt beror av nivån på växelkursen, så att deras betydelse blir allt större ju svagare kronkursen är.

Problemen förknippade med ett större genomslag av växelkursen på inflationen skulle givetvis förvärras om kronkursen fortsätter att utvecklas oväntat och omotiverat svagt. Och en sådan utveckling skulle förstås vara problematisk även om genomslaget inte skulle vara större än normalt.

Sammanfattningsvis bedömer jag alltså att det finns ett flertal uppåtrisker för inflationen. Flera av dessa är kanske risker av mer kortsiktig karaktär men de kan, om Riksbanken inte reagerar på dem, ändå skapa mycket allvarliga problem, genom att försena återgången till inflationsmålet eller i värsta fall leda till att förtroendet för målet försvagas. Som vi påpekat många gånger tidigare är den avgörande aspekten för att upprätthålla förtroendet för målet att inflationen anpassas så att det fortsätter att finnas förutsättningar för reallöneökningar inom en ganska snar framtid. Mot den här bakgrunden bör vi, menar i alla fall jag, fortsätta att ha mycket låg tolerans för inflationsöverskningar på uppsidan och full beredskap att vid behov höja styrräntan mer än vad vi nu räknar med – och, om det blir nödvändigt, till och med mycket mer.

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

Jag ställer mig bakom de bedömningar och prognoser som görs i utkastet till penningpolitisk rapport, och jag stödjer förslaget att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,75 procent, liksom räntebanan. Dessutom vill jag uttrycka mitt stöd för att försäljningen av statsobligationer utökas från 3,5 till 5 miljarder kronor.

Vid det förra mötet uttryckte jag en förhoppning om att inflationen vid detta möte tydligt skulle ha inlett sin bana ned mot inflationsmålet. Vi ser nu också att så sker, vilket är ett tecken på att penningpolitiken får effekt. Utfallet för maj avseende vår målvariabel KPIF-inflationen på 6,7 procent ligger något under prognosen från april. Men den underliggande inflationen exklusive energi sjunker

---

<sup>11</sup> Se faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög" i rapportutkastet.

som beskrivs i rapportutkastet betydligt långsammare. Inflationen mätt med KPIF exklusive energi ligger enligt utfallet i maj på 8,2 procent, vilket är en mycket hög nivå.

När det gäller KPIF-inflationen drivs nedgången fortsatt främst av de sjunkande energipriserna, som kan kontrasteras mot förra årets kraftigt förhöjda nivåer efter utbrottet av kriget i Ukraina. För att bedöma varaktigheten i inflationsnedgången tycker jag att det är rimligt att fokus just nu i första hand är på den underliggande inflationen, dvs. exklusive energi. Och här är utvecklingen mer blandad. I april blev vi positivt överraskade av att ökningstakten i livsmedelspriserna bromsat in, och till och med sjönk. Den utvecklingen fortsatte i maj, men då överraskade istället tjänstepriserna tydligt på uppsidan. För mig visar det på en fortsatt osäkerhet kring inflationens utveckling och dess väg ner till inflationsmålet.

Det som talar för en snabb nedgång i inflationen är att flera av de faktorer som ledde till uppgången förra året nu mattas av; det gäller utöver energipriserna även producentpriserna och utbudsstörningarna i form av exempelvis leveransproblem. Lönerörelsen som mynnade ut i ett nytt industriavtal minskade även risken för en pris-lönespiral i Sverige, även om löneglidningen måste bevakas.

På efterfrågesidan i Sverige är det också tydligt att de räntekänsliga delarna av ekonomin påverkas kraftigt. Bostadsbyggandet tvärbromsar på grund av lägre bostadspriser, högre räntor och ökade byggkostnader. Och vi ser att konsumtionen faller när låga reallöner och stigande räntor gröper ur hushållens köpkraft. Vi kan även notera att inflationsförväntningarna på sikt ligger kvar betryggande nära målet, samtidigt som de mer kortsiktiga förväntningarna faller i spåren av lägre utfall för den faktiska inflationen.

Men det finns också faktorer i nuläget som talar för att den höga inflationen kan dröja sig kvar längre än väntat. När det gäller företagens prissättningsbeteende visade den senaste företagsundersökningen att företagens prisplaner dämpas, men det är främst inom industrin. Inom mer konsumentnära branscher vill företagen fortsatt försöka höja priserna mer än normalt. Prisutvecklingen inom tjänstesektorn, som står för närmare hälften av KPI-korgen, är tydligt över den genomsnittliga trenden. Som betonas i rapportutkastet följer detta ett internationellt mönster och visar på risker för att inflationen i såväl Sverige som omvärlden kan dröja sig kvar på en hög nivå. Trots att vi ser en försvagning av konjunkturen i omvärlden, verkar också arbetsmarknaden stå emot bättre än väntat. I Sverige ser vi återigen att sysselsättningen överraskar på uppsidan. När det gäller övriga riskfaktorer kan jag konstatera att den geopolitiska osäkerheten av förklarliga skäl är fortsatt stor och att vi dessutom har att förhålla oss till att torka till följd av ett varmare klimat och väderfenomen kan ha relativt stor påverkan på de globala livsmedelspriserna.



Riskerna för inflationen är sammantaget, liksom i april, förhållandevis balanserade. De finansiella förhållandena är också lugnare än tidigare under våren, även om risker för finansiell stabilitet, inklusive den svenska kommersiella fastighetsmarknaden, kräver fortsatt bevakning. Men jag vill idag särskilt lyfta två frågor som bidrar till att öka osäkerheten kring utsikterna framåt: kronans svaga utveckling och kvardröjande beteendeeffekter av pandemin.

Den svenska kronan har alltså sedan det förra penningpolitiska mötet återigen försvagats och nått de svagaste nivåerna sedan finanskrisen 2008–2009. En så svag kronkurs försvårar för penningpolitiken och ökar inflationstrycket. Som framgår av rapportutkastet kan det dessutom vara så att genomslaget på inflationen av en kronförsvagning är större än vad som varit fallet historiskt, i en osäker miljö där inflationen redan är hög (se faktarutan "Växelkursens genomslag när inflationen är hög").

När det gäller kronans utveckling under fjolåret har vi själva pekat på ökad osäkerhet på de internationella finansiella marknaderna, tillsammans med att räntorna steg relativt mer i omvärlden.<sup>12</sup> Jag delar dock bedömningen som görs i rapportutkastet, nämligen att växelkursen nu framstår som omotiverat svag. Förutsättningarna för en långsiktigt sund ekonomisk politik i Sverige är goda, med exempelvis en väl fungerande lönebildning och mycket goda statsfinanser. Men som alternativscenariot i rapportutkastet visar kan en svagare växelkurs kombinerad med ett större genomslag på inflationen leda till att penningpolitiken behöver stramas åt ytterligare.

En ytterligare fråga som bidrar till osäkerheten i den ekonomiska utvecklingen, inte minst för tjänstesektorn, är kvardröjande beteendeeffekter av pandemin. Den starka utvecklingen på arbetsmarknaden, där företagen delvis behåller personal med rekryteringssvårigheterna efter pandemin i bakhuvudet, är en delförklaring till att sysselsättningen utvecklas starkare väntat (se även fördjupning "Stark arbetsmarknad i Sverige och omvärlden" i rapportutkastet). Det är naturligtvis ett önskvärt scenario om efterfrågan kan minska och inflationen sjunka utan att vi ser en kraftig uppgång i arbetslösheten.

Vi ser nu också att hushållens efterfrågan och konsumtionen faller när köpkraften minskar. Men nedgången är framförallt riktad mot varor, medan tjänster som sagt utvecklas betydligt starkare (se diagram 2 i rapportutkastet). Det är fortsatt spegelbilden av pandemin då vi inte kunde konsumera tjänster och där resorna samt hotell- och restaurangbesöken nu prioriteras.

---

<sup>12</sup> Se fördjupningen "Varför har kronan försvagats i år?", Penningpolitisk rapport, november 2022, Sveriges riksbank.

En sammankopplad källa till osäkerhet är att hushållen under pandemin byggde upp stora sparbuffertar som nu kan användas för att upprätthålla konsumtionen. SCB:s finansräkenskaper visar att insättningar på bankkonto under det första kvartalet i år var negativa för andra kvartalet i rad, vilket är unikt i ett historiskt perspektiv.<sup>13</sup> Och det här skedde trots utbetalningar av elprisstöd på 17 miljarder kronor under perioden. Det finns en osäkerhet kring hur mycket av sparat som hushållen framöver kan och vill använda för att motverka effekterna av minskade reallöner och ökade kostnader och hur det i sin tur påverkar konsumtionen och prisutvecklingen, inte minst på tjänster.

Min samlade bedömning är att penningpolitiken nu verkar åtstramande, men att ytterligare åtstramning krävs. Vi har fortfarande en alldeles för hög inflation. Att den så tydligt satt sin prägel även på prisutvecklingen i tjänstesektorn ökar riskerna för att den dröjer sig kvar och den svaga växelkursen bidrar negativt. Jag menar att räntan nu bör höjas med 0,25 procentenheter. Det är också rimligt, som räntebanan indikerar, att minst en ytterligare höjning kommer att behövas i år. Som vi sagt tidigare är det först när även den underliggande inflationen varit nära målet en tid som det finns utrymme att eventuellt sänka styrräntan, och till dess är det ännu en bra bit kvar.

Slutligen innebär det föreslagna beslutet avseende Riksbankens värdepappersinnehav, som jag också stödjer, ett ytterligare steg mot en normalisering av balansräkningen. Efter vårt beslut i februari att sälja statsobligationer med längre löptider startade faktiska försäljningar i april. De har löpt enligt plan med en god efterfrågan från marknaden. Liksom tidigare gäller att planen för minskning av värdepappersinnehaven bör präglas av förutsägbarhet. Jag instämmer helt i bedömningen i rapportutkastet att det framförallt är styrräntan som ska användas om ytterligare penningpolitisk åtstramning krävs.

Nu väntar en sommar, och i statistikskörden finns bland annat tre nya inflationsutfall innan vårt nästa penningpolitiska möte äger rum i september. Att få ned inflationen till målet är fortsatt högsta prioritet. Om inflationen långvarigt är för hög kommer de negativa konsekvenserna för svensk tillväxt och arbetsmarknad definitivt att bli betydligt större.

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

Jag ställer mig bakom förslaget att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Jag ställer mig även bakom prognosen för styrräntan och förslaget att sälja statsobligationer i snabbare takt.

---

<sup>13</sup> Se [Hushållen tar ut pengar från bankkonton och lånar allt mindre \(scb.se\)](https://www.scb.se/press/nyheter/2020/04/04/hushallen-tar-ut-pengar-fran-bankkonton-och-lanar-allt-mindre).

Höjningen av styrräntan i kombination med den nya bedömningen av hur vi kommer att sätta styrräntan framöver innebär att penningpolitiken blir lite stramare än vi planerade vid det förra penningpolitiska mötet, och ganska mycket stramare än vad jag då argumenterade för. Jag menar att det här är nödvändigt trots att KPIF-inflationen efter det förra penningpolitiska mötet har blivit lägre än väntat.

Det är huvudsakligen tre utvecklingar som sammantaget motiverar åtstramningen: Konjunkturbilden är visserligen svårtolkad men förefaller starkare än vår tidigare bedömning. Kronan har återigen försvagats påtagligt. Och de senaste inflationsutfallen är en besvikelse trots att KPIF-inflationen blivit lägre än väntat. Låt mig utveckla allt detta.

Under det senaste dryga året har vi, liksom många andra centralbanker, höjt räntan snabbt. Det är tydligt att räntehöjningarna får genomslag och att många i ekonomin påverkas av de högre räntorna. Delar av ekonomin utvecklas mycket svagt, men samtidigt uppvisar andra delar av ekonomin oväntad motståndskraft. Det gäller särskilt arbetsmarknaden där utfallen har fortsatt att vara överraskande starka. Under årets inledning utvecklades även exporten och investeringarna oväntat snabbt. Ett ytterligare exempel är bostadsmarknaden där prisfallet verkar bli lite mindre än vi tidigare bedömde.

De fortsatta och förstärkta tecknen på ekonomins motståndskraft är alltså ett skäl att fortsätta höja räntan. Men bilden av konjunkturläget är ovanligt otydlig och svårtolkad. Till exempel har hushållen under det senaste året varit mycket pessimistiska i konjunkturbarometern. Deras reala disponibla inkomster har fallit snabbt liksom varukonsumtionen. Trots det utvecklas konsumtionen av tjänster som restaurang och hotell ganska starkt. Ett annat exempel är byggandet. Trots att man talar om en kollaps för bostadsbyggandet uppger den samlade byggsektorn att konjunkturläget är normalt.

Ett tredje exempel är tillverkningsindustrin. De flesta indikatorerna, såsom Riksbankens företagsundersökning och Konjunkturinstitutets konfidensindikator tyder på att utvecklingen där är förhållandevis stark. Exportindustrin gynnas av den svaga kronan och investeringarna ligger på en hög nivå. Enligt Inköpschefsindex (PMI) är utvecklingen i tillverkningsindustrin däremot nästan lika svag som under pandemin.

Mot bakgrund av den här spretiga konjunkturbilden kommer ny information om vart konjunkturen är på väg vara mer betydelsefull än normalt inför nästa penningpolitiska beslut.

Ett andra skäl att fortsätta höja räntan är den allt svagare kronan. Sedan det förra penningpolitiska mötet har kronan försvagats med nästan 4 procent mot euron.

Och sedan början av 2022 är försvagningen nästan 15 procent. Å ena sidan är kronförsvagningen omöjlig att förklara utifrån ekonomiska fundamenta, som bytesbalans och statsfinansier, eller ränteskillnader mellan länderna. Till exempel har ECB:s och Riksbankens styrräntor utvecklats snarlikt, liksom förväntningarna på penningpolitiken framöver.

Å andra sidan verkar högfrekventa förändringar i penningpolitiken och penningpolitisk kommunikation ha haft stor effekt på växelkursen. Den senaste tidens kronförsvagning verkar till ganska stor del förklaras av att förväntningarna på utländska centralbankers styrräntor har skiftat uppåt. I ljuset av att kronan är så svag och att andra centralbanker stramar åt sin penningpolitik behöver även Riksbankens penningpolitik stramas åt. Annars riskerar kronan att försvagas ytterligare vilket i sin tur motverkar inflationsdämpningen.

Den tredje utvecklingen jag nämnde var de senaste inflationsutfallen. Energi- priserna har fallit snabbt och blivit lägre än väntat de senaste månaderna. Det är bra, och kommer att underlätta för inflationen att falla. När de volatila energi- priserna räknas bort har inflationen utvecklats ungefär i linje med vår tidigare prognos. Men bakom de siffrorna döljer sig snabba fall i livsmedelspriserna och höga ökningstakter för priset på tjänster som resor, restaurang och hotell.

Att livsmedelspriserna skulle falla i april och maj låg visserligen inte i vår prognos, men vi hade vissa indikationer som tydde på en sådan utveckling. Och mot bakgrund av de stora prishöjningarna på livsmedel under 2022 och inledningen av 2023 har det nästan varit en självklarhet att prisökningarna till viss del behöver reverseras när löneökningarna förblir måttliga.

Den snabba uppgången i tjänstepriser i maj var däremot både överraskande och oroande. Det är tänkbart att prisuppgången beror på tillfälligheter såsom stark efterfrågan på hotell- och restaurangtjänster i spåren av att elprisstödet betalades ut under våren. Mot det talar att tjänstepriserna stiger även i andra länder. Dessutom kan priserna i Sverige drivas på av att efterfrågan i de här sektorerna hålls uppe av ökad turism när kronan är svag.

Det senaste inflationsutfallet i kombination med den svaga kronan och flera överraskande starka konjunktursignaler innebär att vår bedömning av inflations- trycket är tydligt uppreviderad. Som en följd av det behöver penningpolitiken stramas åt.

Jag tycker alltså att det är rätt att höja styrräntan till 3,75 procent idag. Och jag ställer mig även bakom styrränteprognosen som indikerar att räntan behöver höjas till 4 procent senare i år. Men den bedömningen är förknippad med stor osäkerhet.

I rapportutkastet lyfter vi fram ett antal faktorer som talar för att inflationen är på väg ner mot målet. El- och drivmedelspriserna liksom de globala frakt- och råvarupriserna har sjunkit avsevärt. I Sverige har producentpriserna den senaste tiden ökat i historiskt normal takt, eller till och med minskat. Och konsumentpriserna ökar inte längre lika snabbt som under årets inledning.

Före nästa penningpolitiska möte, i september, får vi utfall för inflationen under de tre sommarmånaderna. De utfallen kommer naturligtvis att vara viktiga för nästa penningpolitiska beslut. Jag kommer vara särskilt intresserad av de månatliga prisförändringarna för olika delindex.

Om de utfallen blir ungefär i linje med vår prognos (se diagram 43 i rapportutkastet) samtidigt som tecknen på en snabb konjunkturförsvagning blir starkare kan jag se framför mig att det blir lämpligt att behålla styrräntan på 3,75 procent under resten av året. Men det förutsätter förmodligen att kronan också stärks en del från dagens nivåer, kanske orsakat av en snarlik inflations- och konjunktur-nedgång i omvärlden.

Jag kan också se scenarier där styrräntan behöver höjas mer än i prognosen. Ett scenario som ligger nära till hands efter inflationssiffrorna för maj är att tjänstepriserna fortsätter att öka överraskande snabbt samtidigt som efterfrågan på tjänster förblir hög.

Ett annat scenario som är svårt att avfärda efter det senaste årets omotiverade försvagning av kronan illustreras i rapportutkastet. Där fortsätter kronan att försvagas och den får dessutom ett ovanligt stort genomslag på inflationen. Orsaken till en sådan kronförsvagning skulle kunna vara att inflationen i omvärlden blir envist hög och att omvärldens penningpolitik därmed behöver bli stramare.

Ett tredje scenario som vi behöver ha viss bevakning på är en tilltagande löneglidning. Sysselsättningsgraden har fortsatt att öka och på vissa delar av arbetsmarknaden är bristen på arbetskraft tydlig. De löneavtal som slutits under våren ger gott hopp om att den starka arbetsmarknaden kan kombineras med måttliga löneökningar och därmed inte är ett hinder för inflationsbekämpningen. Detta är också utgångspunkten i vår prognos. Men på vissa håll nämns det nu anekdotiskt att löneökningarna börjar ta fart utöver avtalen. En sådan utveckling ser jag än så länge som ganska osannolik, men om tecknen på snabba löneökningar blir tydligare kan alltså penningpolitiken behöva stramas åt ytterligare.

#### **Riksbankschef Erik Thedéen:**

Jag stödjer förslaget att höja styrräntan med 0,25 procentenheter till 3,75 procent. Jag ställer mig även bakom de prognoser som presenteras i utkastet

till penningpolitisk rapport, inklusive styrräntebanan som indikerar att styrräntan kan komma att höjas åtminstone en gång till under hösten. Genom att höja räntan verkar vi för att inflationen ska fortsätta att falla under 2023 och 2024 för att sedan kunna stabiliseras kring målet på 2 procent. Jag stödjer också förslaget att höja volymen i de försäljningar av statspapper som pågått sedan april till 5 miljarder kronor i månaden från och med september. Eftersom de försäljningar vi gjort så här långt fungerat väl är det rimligt att göra en viss utökning, särskilt när det finns ett fortsatt behov av penningpolitisk åtstramning. I övrigt bör försäljningarna av statsobligationer präglas av förutsägbarhet och innebär en gradvis normalisering av Riksbankens balansräkning.

Den ekonomiska utvecklingen sedan det förra mötet har i stora drag varit i linje med de prognoser vi gjorde i april. Internationellt har tillväxten blivit på marginalen svagare, arbetsmarknaden något starkare och inflationen ungefär som väntat. De senaste konjunktursignalerna tyder dock på en något svagare internationell konjunkturutveckling.

I Sverige har BNP-utvecklingen blivit något bättre än vad vi väntade oss i april. Den förväntade lågkonjunkturen har hittills inte inträffat. Vid det förra penningpolitiska mötet pekade jag på möjligheten att svensk ekonomi inte skulle utvecklas så svagt som en del bedömare förutspådde. Viss data tyder på att utvecklingen blivit som jag förmodade. Ekonomins anpassning till ett högre ränteläge verkar ha varit mer robust än vad många hittills utgått ifrån. Det ökar sannolikheten för en så kallad mjuklandning i ekonomin, men det innebär samtidigt en högre risk för att aktiviteten inte dämpas tillräckligt för att pressa ner inflationen.

Men bland annat högre priser, lägre reallöner, högre räntor, och svag efterfrågan i omvärlden talar fortfarande för en svagt negativ tillväxt under resten av 2023. I år väntas BNP falla med 0,5 procent, följt av ett svagt 2024. År 2025 stiger tillväxten till strax under 2 procent, det vill säga nära normal tillväxt.

BNP-siffrorna döljer dock att utvecklingen skiljer sig väsentligt åt mellan olika delar av svensk ekonomi. Nedgången i tillväxten är inte bred, utan ser ut att bli koncentrerad till ett fåtal sektorer. Till de sektorer som utvecklas svagt hör främst bostadsinvesteringarna som väntas falla med över 25 procent i år och lika mycket till nästa år. Näringslivets övriga investeringar, å andra sidan, väntas fortsätta öka i år, med en mild nedgång 2024. Bostadsinvesteringarnas utveckling är bekymmersam. Historiskt sett står variationer i bostadsinvesteringarna för en stor andel av svängningarna i BNP-tillväxten. I vår aktuella prognos dras BNP-tillväxten under 2023 ned med över 1,5 procentenheter till följd av det svaga

bostadsbyggandet.<sup>14</sup> Prisutvecklingen på bostadsmarknaden ser ut att stabiliseras framöver. Detta kommer sannolikt inte att gynna bostadsinvesteringarna, åtminstone inte på kort sikt, men har, allt annat lika, en viss positiv effekt på den privata konsumtionen.

Även den privata konsumtionen verkar utvecklas svagt i år, och detta gäller särskilt konsumtionen av varor. Det kan vara värt att komma ihåg att varukonsumtionen steg kraftigt under pandemin, och i ett längre perspektiv ser utvecklingen än så länge inte lika illa ut som det kortsiktiga utfallet antyder. Men det råder inga tvivel om att det finns grupper i hushållssektorn som drabbats hårt av högre priser och försvagad köpkraft. Framförallt hushåll med begränsade buffertar tvingas därför anpassa sin konsumtion.

Samtidigt kan det vara värt att påpeka att olika hushåll påverkas på olika sätt. Bland grupper med högre inkomster och, framför allt, högre buffertsparande, förefaller effekterna på konsumtionen vara mer begränsade. Att tjänstekonsumtionen fortfarande ökar, beror sannolikt bland annat på att det finns många hushåll med goda marginaler.

I dessa grupper pågår en naturlig finansiell anpassning till det högre ränteläget där bland annat hushållens bankinlåning minskar. Väljer hushållen att finansiera en del av sin konsumtion med ett minskat sparande kan efterfrågan utvecklas starkare än väntat. Skulle istället sparatet åter öka kan konsumtionen falla ytterligare. Här råder stor osäkerhet och det är något som bör följas noga framöver.

Sedan det förra penningpolitiska mötet i april har vi fått två nya utfall för KPI. Det senaste gällde maj månad, och då blev KPIF-inflationen 6,7 procent, flera tiondelar lägre än vad vi förväntade oss i vid aprilmötet. KPIF-inflationen har nu sjunkit under flera månader och till och med lite mer än i våra tidigare prognoser. Men jag vill poängtera att det finns drag i inflationsutvecklingen som inte ser bra ut och som för mig är tydliga tecken på att jobbet med att få ned inflationen till målet inte är färdigt. Den sista delen på maratonloppet återstår!

Ett tecken är att KPIF-inflationen exklusive energi (KPIFxe) inte faller lika tydligt som KPIF-inflationen, trots att livsmedelspriser, som ingår i KPIFxe, sjunker sedan en tid tillbaka. Skälet till det är att priserna på varor och framför allt tjänster i stort fortsätter att öka i relativt snabb takt. Mest oroväckande är prisutvecklingen på tjänster, med en årlig ökningstakt på 7 procent i maj. Med tanke på att tjänstpriserna utgör nästan hälften av KPIF-korgen är detta en bekymmersam utveckling. Prisökningstakten för tjänster måste tydligt dämpas om vi ska lyckas få

---

<sup>14</sup> Siffran är inte rensad för bostadsinvesteringarnas importinnehåll. Tar man hänsyn till importen blir det negativa bidraget till BNP något mindre.

KPIF-inflationen tillbaka till ca 2 procent. Risken för varaktigt högre tjänstepriser är dessutom ett tema i andra jämförbara länder. Minskade utbudsstörningar talar för att prisökningstakten för varor fortsätter att falla, men prisutvecklingen för tjänster kan ha en annan dynamik. Här finns det anledning att vara vaksam. Det ska samtidigt konstateras att de olika mått på underliggande inflation som redovisas i rapportutkastet har vänt ner och det stödjer prognosen att inflationen faller ner mot målet om 2 procent.

Den svenska kronans utveckling har fortsatt att överraska negativt. Det senaste årets försvagning av kronan har varit oväntad, och det finns flera hypoteser om vad som ligger bakom deprecieringen. Jag är inte övertygad att de förklaringar som lyfts fram under senare tid, som har att göra med oro kring svenska fastighetsbolag, är troliga. Faktum är att även andra mindre valutor som den norska kronan försvagats i ungefär samma utsträckning. Dessutom ser vi få andra indikationer från prissättningen på finansmarknader, som exempelvis på bankernas upplåningskostnader, som talar för att oron för fastighetsbolagen skulle vara en avgörande faktor för kronans negativa utveckling. Det finns tvärtom, menar jag, ekonomiska fundamenta som talar för en starkare svensk krona, men när en appreciering kan ske är svårt att förutse. För Riksbanken är kronans utveckling viktig då den påverkar inflationstakten. Och här ser jag en risk från den försvagning som pågått en längre tid. I rapportutkastet finns en intressant faktaruta som redogör för några nya studier om växelkursens genomslag på konsumentpriser. En slutsats är att det procentuella genomslaget av en svag växelkurs kan vara större när inflationen är hög, då företag i sådana situationer med större osäkerhet är mer angelägna att skicka vidare kostnadsökningar till sina kunder. Detta gäller särskilt om växelkursförändringen uppfattas som permanent.

Kronans utveckling blir således en viktig faktor – av flera – i utformningen av penningpolitiken. Det finns dock *inte* anledning för Riksbanken att reagera på tillfälliga rörelser i växelkursen, men vi behöver fördjupa vår förståelse för växelkursens påverkan på inflationen. Och visar det sig att kronans försvagning under det senaste året får ett större genomslag på inflationen än vad vi tidigare antagit kan det, allt annat lika, medföra en stramare penningpolitik än vad som nu ligger i vår räntebana.

Låt mig innan jag sammanfattar säga något mer om arbetsmarknaden och lönebildningen. Sysselsättningen fortsätter att utvecklas starkt och är nu i relation till befolkningen ca 70 procent, den högsta sysselsättningsgraden sedan åren före krisen i början av 1990-talet. Varslen om uppsägningar är låga. Sammantaget visar våra och andras prognoser att arbetsmarknaden kommer att utvecklas bättre, kanske till och med mycket bättre, än vad vi tidigare trott. Det är goda nyheter för svensk ekonomi, men det kan också medföra att inflationen inte sjunker som



önskat. Det skulle kunna leda till löneglidning när företag tvingas höja lönerna på en stark arbetsmarknad. Min bedömning är dock alltjämt att svenska löneökningar i stort kommer att vara linje med det så kallade märket och därmed i linje med inflationsmålet. Men vi måste följa detta noga.

För att sammanfatta: Inflationstakten mätt med vår målvariabel KPIF faller sedan några månader tillbaka. Vi ser med andra ord tydliga tecken på att vi nu klarat av den första "fasen" i arbetet med att få inflationen tillbaka till målet. Men vi är inte klara. Nu behöver vi bedriva en penningpolitik som ser till att inflationen inte fastnar på en nivå över målet utan fortsätter ned till 2 procent och stabiliseras där. Utvecklingen av den underliggande inflationen och då inte minst tjänstpriserna är i detta sammanhang bekymmersam. Likaså är kronutvecklingen en riskfaktor, då kronan kan fortsätta att utvecklas svagare än väntat och dessutom ha ett större genomslag på konsumentpriserna än vad vi hittills räknat med. En högre ränta behövs, inte minst för att motverka tendenser till att tjänstprisökningarna blir fast på för höga nivåer. Därför röstar jag för att höja räntan med 0,25 procentenheter vid dagens möte. Och som jag ser det idag talar det mesta för att räntan behöver höjas igen under hösten.

Min bedömning är att inflationsriskerna sammantaget ligger på uppsidan och jag utesluter därför inte heller att vi kan behöva höja styrräntan mer än det som ligger i räntebanan i rapportutkastet. Jag sade vid förra mötet att vi bör inta en mer prövande inställning inför kommande beslut. Det gäller alltjämt, men inflationsriskerna är vid detta möte mer på uppsidan, vilket motiverar dagens beslut och den höjda räntebanan. Alltjämt gäller att inkommande ny information och data kommer att avgöra framtida räntebeslut, bland annat hur inflations-siffrorna ser ut kommande månader, hur företagens prissättningsplaner utvecklas, hur penningpolitiken utformas i vår omvärld och hur kronan utvecklas.

Tack för ordet!

## §4. Penningpolitiska beslut

### Direktionen beslutade

- om penningpolitiska åtgärder i enlighet med vad som anges i utkast till protokollsbilaga A Beslut om styrränta och försäljning av statsobligationer. Styrräntan höjs med 0,25 procentenheter till 3,75 procent och detta beslut ska tillämpas från och med onsdagen den 5 juli 2023. Riksbanken utökar från och med september 2023 takten på försäljningarna av svenska nominella statsobligationer till ett nominellt belopp om 4,2 miljarder kronor per kalendermånad, och svenska reala statsobligationer till ett nominellt belopp om 800 miljoner kronor per kalendermånad. I övrigt ska Riksbankens beslut från den 8 februari såvitt avser försäljning av statsobligationer gälla oförändrat,
- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga B Penningpolitisk rapport,
- att offentliggöra det penningpolitiska beslutet med motivering i ett pressmeddelande torsdagen den 29 juni 2023 kl. 9:30,
- att publicera protokollet från dagens sammanträde måndagen den 10 juli 2023 kl. 9:30.

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

Mattias Ankarhem            Iida Häkkinen Skans

Justeras

Erik Thedéen            Anna Breman            Per Jansson

Martin Flodén            Aino Bunge



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

Tel 08 - 787 00 00

Fax 08 – 21 05 31

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

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