



Penningpolitiskt protokoll

November 2025

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen nr 7

DATUM: 2025-11-04

MÖTESTID: 09:00

Penningpolitiskt protokoll till sammanträde nr 30 2025

HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

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

Bo Broman, ordförande, riksbanksfullmäktige
Tomas Eneroth, vice ordförande, riksbanksfullmäktige

Jakob Almerud
Irina Andone Rosén
Lena Arfalk
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Susanna Grufman
Anders Gånge
Ellen Kockum
Anders Kvist
Björn Lagerwall
David Lööv
Hilkka Nyberg
Åsa Olli Segendorf
Annica Sandberg
Anne-Catherine Worth

Buster Carlsen (§1–3a)

Det noterades att David Lööv och Irina Andone Rosén ska föra penningpolitiskt protokoll.

§3 Penningpolitisk avstämning

§3a Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

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

Sedan Riksbankens penningpolitiska besked i september har marknaderna påverkats av utvecklingen i handelskonflikten mellan USA och Kina. I början av oktober uppstod nya spänningar i handelsrelationerna mellan länderna. Dessa var en följd av utspel om exportkontroller av sällsynta jordartsmetaller från Kina och ökade hot om tullar från USA. Kommunikationen efter det nyligen hållna mötet mellan de två ländernas presidenter gav dock en tydlig signal om att båda sidor har agerat för att undvika en större eskalering, vilket återigen bidragit till en mer optimistisk stämning på de finansiella marknaderna.

Utvecklingen på de globala aktiemarknaderna fortsätter att till stor del vara driven av starka ekonomiska resultat i teknik- och AI-bolag. Rapportsäsongen har visat att stora belopp fortsätter att investeras i AI-infrastruktur. Högt ställda förväntningar har bidragit till att pressa upp värderingarna ytterligare. Kreditspreddar steg temporärt i början av oktober delvis på grund av utlåningsförluster hos amerikanska regionala banker, men fortsätter att vara på låga nivåer i ett historiskt perspektiv.

Bedömningen av den ekonomiska utvecklingen i USA försvåras av att publicering av officiell statistik har fördröjts till följd av nedstängningen av statsapparaten. Amerikanska centralbanken Federal Reserve har i linje med marknadens förväntningar fortsatt att sänka styrräntan, men det senaste beslutet i oktober visade på en ökad splittring bland beslutsfattarna i Federal Reserve Open Committee (FOMC). Vid presskonferensen i samband med beskedet betonade centralbankens chef Powell att det inte är självklart att räntan sänks på nytt i december. Uttalandet överraskade marknaden och bidrog till stigande amerikanska statsräntor och terminräntor. Utöver räntebeslutet meddelades även att Federal Reserves minskning av sin balansräkning kommer att avslutas den 1 december.

I Europa är finanspolitiken fortsatt i fokus. I Frankrike har statsräntorna fallit tillbaka något och är nu närmare andra motsvarande europeiska räntor. Men osäkerheten kring landets statsfinanser fortsätter att vara stor efter att

premiärminister Lecornu föreslagit att pensionsreformen från 2023 ska pausas fram till efter presidentvalet våren 2027. Europeiska centralbanken (ECB) höll vid det senaste mötet räntan oförändrad på 2 procent för tredje mötet i rad, vilket var i linje med marknadens förväntningar.

Guldpriset har stigit tydligt sedan september, bland annat drivet av efterfrågan från investerare som ser det som en säker tillgång i tider av höga statsskulder, geopolitisk osäkerhet, och räntesänkningar från Federal Reserve. Ett ökat säljtryck delvis från spekulativa investerare har dock pressat tillbaka priset från de högsta nivåerna.

Den senaste tiden har det vid några tillfällen förekommit ökad volatilitet i korta svenska penningmarknadsräntor. Volatiliteten är en följd av att det i takt med att Riksbanken minskar sin balansräkning åter blir vanligare med en mindre mängd likviditet i banksystemet. Utvecklingen gör att bankerna behöver börja utjämna likviditet mellan varandra igen, för att motverka den ökade variationen i de korta räntorna. Dessa rörelser har dock varit kortvariga och räntorna har över tid fortsatt att följa styrräntan väl.

Riksbanken förväntas lämna styrräntan oförändrad vid dagens beslut enligt både marknadsprissättning och analytiker. Även framöver är förväntningarna inställda på att styrräntan hålls kvar på nuvarande nivå.

Finansiell stabilitet – nuläge och risker

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

Den osäkra omvärlden gör att det fortsätter att finnas risker för den finansiella stabiliteten i Sverige. Det säkerhetspolitiska läget är alltjämt allvarligt och det är ännu oklart hur bestående den nuvarande, något mindre konfliktfyllda, inriktningen av handelspolitiken kommer att vara och vilka effekter de ökade handelshindren får. Därtill finns det även betydande osäkerhet kring den ekonomiska politiken i USA mer generellt och dessutom fortsätter de offentliga skulderna att växa i flera stora ekonomier samtidigt som en hög riskaptit har bidragit till höga tillgångspriser. Sammantaget bidrar det till att det finansiella systemet är sårbart för plötsliga förändringar i marknadssentimentet och för en snabb omvärdering av tillgångar eller ökade riskpremier, vilket kan få omfattande spridningseffekter i ett globalt sammanlänkat finansiellt system. Den växande roll som icke-banksektorn har i det globala finansiella systemet, bland annat genom sin kreditförmedling, kan dessutom förstärka dessa effekter.

För en liten öppen ekonomi som den svenska, med ett välutvecklat men omvärldsberoende finansiellt system, är många av dessa risker relevanta och

externa störningar kan snabbt påverka svenska aktörer via handels-, finansierings- och tillgångskanaler. Svenska storbanker är dock motståndskraftiga med god lönsamhet och goda marginaler i förhållande till gällande kapital- och likviditetskrav. Det ger dem kapacitet att upprätthålla kreditförsörjningen till realekonomin, även om marknadsläget skulle försämrats. Bankerna har också haft god tillgång till upplåning i amerikanska dollar. Drygt 20 procent av bankernas säkerställda obligationer i svenska kronor ägs av utländska aktörer, som i stor utsträckning finansierar sig via repor. Det är därför viktigt att bankerna upprätthåller förtroendet från utlandet, eftersom en stor del av deras finansiering sker i utländsk valuta.

Som nämnts ovan har prissättningen på penningmarknaden, främst för valutaderivattransaktioner, vid ett antal tillfällen uppvisat förhöjda räntor, som överstigit nivån för lån i Riksbankens stående faciliteter. En bättre förmåga och vilja bland penningpolitiska motparter att använda dagslånemarknaden och Riksbankens utlåningsfaciliteter skulle främja utjämningen av likviditet mellan bankerna och minska volatiliteten i korta marknadsräntor.

Uppbyggnaden av de cykliska systemriskerna kopplade till hushållens och företagens skuldsättning bedöms för närvarande vara låg. Samtidigt består flera betydande sårbarheter. Det gäller särskilt inom den kommersiella fastighetssektorn, där de allt högre vakanserna inom vissa segment, särskilt kontor, i kombination med beroendet av företagsobligationsfonder gör många fastighetsföretag fortsatt sårbara.

Den aktuella penningpolitiska beredningen

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

Underlaget till dagens beslut har diskuterats med direktionen på beredningsmöten den 24 oktober. Utkastet till penningpolitisk uppdatering diskuterades vid beredningsmötet den 27 oktober.

I september sänktes styrräntan med 0,25 procentenheter till 1,75 procent. Det konstaterades då att tillväxten varit svag under en längre tid, och att tidpunkten för den förväntade återhämtningen successivt skjuts fram. Räntan sänktes för att ge ytterligare stöd till återhämtningen och för att på sikt stabilisera inflationen vid målet.

I ljuset av detta har en central fråga i den här beredningen varit hur svag konjunkturen är och om återhämtningen nu är på väg. En annan central fråga har

varit om Riksbankens bedömning att den högre inflationen i år är övergående fortfarande står sig. Slutligen har det även diskuterats om det skett några förskjutningar i riskbilden som påverkar förutsättningarna för penningpolitiken.

Tillväxten i ekonomin ser ut att ha varit något starkare än väntat under det tredje kvartalet i år, enligt preliminär statistik från SCB. Månadsindikatorer tyder på att även konsumtionstillväxten blev något högre än väntat. Det samlade stämningsläget bland hushåll och företag enligt Konjunkturbarometern har också förbättrats och är nu på en normal nivå. Detta stärker bilden av att ekonomin är på väg att återhämta sig. Vidare finns tecken på att arbetsmarknaden är på väg att vända, även om den har fortsatt att utvecklas svagt under det tredje kvartalet. Utvecklingen på arbetsmarknaden beskrivs närmare i utkastet till uppdatering. Sammantaget står sig konjunkturutsikterna i stora drag.

Inflationen är fortfarande över målet men har sjunkit i linje med prognosen i september. Mätt med KPIF var den 3,1 procent i september och mätt med KPIF exklusive energi 2,7 procent. Tjänstepriserna ökar fortfarande snabbare än normalt medan priserna på varor och livsmedel ökar i en gradvis långsammare takt, delvis till följd av en starkare krona. En bred uppsättning indikatorer pekar på ett inflationstryck i linje med målet. Sammantaget stärker de nya utfallssiffrorna Riksbankens tidigare bedömning att den förhöjda inflationen är övergående.

Även i omvärlden har utvecklingen varit ungefär som väntat. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve sänkte sitt styrränteintervall med 0,25 procentenheter till 3,75–4 procent i slutet av oktober, medan ECB höll sin styrränta oförändrad på 2 procent på sitt senaste möte, som också hölls i slutet av oktober. Marknadens förväntan om kommande styrräntor för de båda centralbankerna är i stora drag i linje med förväntningarna vid det penningpolitiska mötet i september.

Slutligen till osäkerheten, och hur den påverkar förutsättningarna för penningpolitiken. Riskerna kring den ekonomiska utvecklingen är fortsatt stora. En inhemsk osäkerhetsfaktor rör hushållens konsumtionsbeteende och hur den expansiva finanspolitiken kommer att påverka konjunkturer och inflationen. I omvärlden präglas riskbilden fortsatt av geopolitiska konflikter, osäkerhet kring handelspolitiken, höga tillgångsvärderingar på finansiella marknader och svaga statsfinanser i flera länder. Den sammantagna riskbilden bedöms dock inte ha förskjutits på något påtagligt sätt sedan september.

Det förslag till penningpolitiskt beslut som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet i direktionen vid dagens möte beskrivs i protokollsbilaga A. Förslaget innebär att styrräntan lämnas oförändrad på 1,75 procent. Styrräntan väntas ligga på denna nivå en tid framöver, i linje med prognosen från september.

§3b Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Per Jansson

Jag ställer mig bakom de ekonomiska och penningpolitiska bedömningar som redovisas i utkastet till penningpolitisk uppdatering. Det innebär att jag stödjer förslaget till beslut att nu lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent och också ser framför mig att räntan kommer att ligga kvar på denna nivå under en tid framöver, i linje med prognosen i september.

”We are in a good place.” Med de orden har ECB-chefen Christine Lagarde vid flera tillfällen under denna höst beskrivit hur hon för stunden ser på det penningpolitiska läget i euroområdet. Jag menar att den här beskrivningen av penningpolitiken också på ett bra sätt fångar hur man just nu kan se på det penningpolitiska läget här i Sverige.

Inflationen är visserligen fortsatt förhöjd men har börjat falla i linje med vår septemberprognos. I september uppgick den med och utan energipriser till 3,1 respektive 2,7 procent. Att inflationen fortsätter att ligga över målet och också förväntas göra det under årets återstående månader beror, som vi under året påpekat vid ett flertal tillfällen, i hög grad på viktförändringarna i indexkonstruktionen för konsumentpriserna. Med oförändrade vikter från 2024 var inflationen exklusive energipriser i september just under 2 procent.

Att de aktuella inflationsutfallen en hel del överskattar det mer genuina inflationstrycket framgår också tydligt av våra inflationsindikatorer, olika mått på underliggande inflation och, framför allt, prisökningstakter på kortare sikt än tolv månader.

När det gäller inflationsindikatorerna, som illustreras i diagram 10 i utkastet till uppdatering, är det bara ett fåtal indikatorer som just nu tyder på att det föreligger några uppåtrisker från rådande inflationsnivå. Den mest alarmistiska av dessa är prisplanerna i konsumtionsvaruindustrin, en indikator som ofta visat sig fungera mindre bra empiriskt.¹

Måtten över prisökningstakter på en, tre och sex månaders sikt förmedlar snarast en bild av en inflationstakt som framöver löper risken att bli för låg. Särskilt låga är varuprisökningarna på en och tre månaders sikt, där man kan förmoda att kronans rätt stora förstärkning hittills under året nu börjar sätta en del avtryck. Det är dock

¹ De andra två indikatorerna som signalerar vissa uppåtrisker är hushållens inflationsförväntningar och hemmamarknadsprisindex för konsumtionsvaror i producentled.

viktigt att notera att den här typen av mer kortsiktiga prisökningstakter är väldigt volatila, särskilt just på en och tre månaders sikt. På sex månaders sikt är utvecklingen lite mer stabil och där ligger också färre prisökningar tydligt under 2 procent.

Summeras inflationsläget har alltså, precis som noteras i utkastet till uppdatering, bedömningen att den just nu förhöjda inflationen är övergående stärkts. Lite längre fram i tiden kan det till och med finnas en risk för att inflationstrycket blir för lågt. Det är viktigt att betona att det här inte handlar om den tillfälliga sänkningen av momsen på livsmedel som, trots att den kommer att få stora direkta effekter på den uppmätta inflationen, i vår nuvarande bedömning ju inte beräknas ha någon betydelse för det mer genuina inflationstrycket. Min syn att det för inflationstrycket finns ett begränsat antal uppåtrisker samtidigt som nedåtriskerna framöver gradvis får allt större betydelse är en viktig utgångspunkt för mina penningpolitiska resonemang och jag återkommer strax till detta.

Även realekonomin utvecklas ungefär som väntat, möjligen med ett visst inslag av positiva överraskningar, åtminstone för BNP-tillväxten.

Enligt preliminär statistik från SCB växte BNP med 1,1 procent under det tredje kvartalet jämfört med föregående kvartal. Den preliminära statistiken är visserligen skakig men detta var en betydligt starkare utveckling än i vår prognos i september, där motsvarande ökning för BNP förutsågs landa på 0,5 procent. Ny statistik från produktionssidan tyder på att flera branscher i ekonomin bidrar till tillväxten. Detta tillsammans med nya ganska starka månadsindikatorer för konsumtionstillväxten i form av HUKO för augusti och detaljhandeln för augusti och september stärker intrycket att BNP-tillväxten nu tagit bättre fart och således också tillförlitligheten i den preliminära BNP-statistiken.

Men även om det skulle vara så att vi framöver kommer att behöva revidera upp vår prognos för tillväxten, och kanske i förlängningen också för arbetsmarknaden, är jag inte orolig för att återhämtningen ska bli så stark att den leder till problem med en för hög inflation. Det kommer ändå att ta tid att återställa hushållens köpkraft och det osäkra och svårbedömda internationella läget gör att hushållen och företagen nog även fortsatt kommer att vara ganska försiktiga med att konsumera och investera.

Till detta kommer att företagen säkert kommer att tänka efter både en och två gånger innan de gör några mer betydande höjningar av sina priser, utöver det som är nödvändigt för att hantera tullarna och kanske vissa andra mer varaktiga kostnadsökningar. En inte oviktig faktor här är den relativt stora förstärkningen av kronans växelkurs som har skett under året och där det inte heller kan uteslutas att utvecklingen med en starkare kronkurs fortsätter ännu en tid.

Sammanfattningsvis tycker jag alltså att man kan säga att även vi på Riksbanken nu är "in a good place" och jag ser förutsättningar för att detta gynnsamma läge ska kunna bestå under en tid framöver.

Det centrala på kort sikt är att inflationen fortsätter att falla från sin för stunden alltför höga nivå. Och det finns det alltså allt tydligare tecken på att den håller på att göra. Konjunkturen ser lite starkare ut och det kanske blir så att vi framöver behöver revidera upp våra prognoser för den realekonomiska utvecklingen något. Men så länge detta inte för med sig några större risker för ett alltför högt inflationstryck är en sådan utveckling naturligtvis bara glädjande och något som vi bör välkomna.

När det gäller riskerna för det mer genuina inflationstrycket är, som jag varit inne på, min oro snarast att det framöver ska bli alltför lågt än alltför högt. Som har framgått av det jag har sagt här idag finns det flera skäl till det, bland annat att olika mått på de mer underliggande prisökningarna blir allt lägre, att jag inte tror att den efterfrågedrivna inflationen kommer att bli problematiskt hög och att inflationsbidraget från tidigare kostnadsökningar framöver kommer att avta successivt.

Men det kommer att ta ytterligare lite tid innan de här riskerna mer tydligt dyker upp på vår penningpolitiska radar. Och det är givetvis också så att ekonomin kan träffas av nya störningar som ändrar på det som man, baserat på nu tillgänglig information, förväntar sig. Även om jag själv just nu är mer bekymrad för nedåtrisker än för uppåtrisker gäller alltså att undvika att låsa sig och hela tiden ha beredskap att agera i alla riktningar i penningpolitiken.

Förste vice riksbankschef Aino Bunge

Jag ställer mig bakom dels förslaget att vid detta möte lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent, dels de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering. Som beskrivs i utkastet till uppdatering följer vi nu den tidigare kommunicerade planen för penningpolitiken. Den bedömningen bygger på att utsikterna för inflationen och konjunkturen står sig i stora drag och att det inte har skett några stora förskjutningar i riskbilden.

Den information vi har fått sedan det senaste penningpolitiska mötet i september är inte så omfattande, men den har varit positiv i meningen att den fortsatt tyder på en inflation nära målet på sikt, samtidigt som vi ser tecken på att konjunkturen stärks. Låt mig kommentera inflationen och frågan om den återhämtning av konjunkturen som vi väntat oss nu är här.

Vid det förra mötet var vår prognos att den uppmätta inflationen enligt vår målvariabel KPIF skulle variera under de kommande åren på grund av mer

tillfälliga faktorer. Det handlar framför allt om effekten av den sänkta matmomsen (se diagram 13 i utkastet till uppdatering). Det finns all anledning att upprepa det budskap vi hade då om att vi bör se igenom denna effekt och fortsätta att analysera det underliggande inflationstrycket med en framåtblickande ansats. Men med det sagt bör vi även noga följa påverkan på förväntningar och beteende som kommer av att aktörerna i ekonomin möter en låg inflation under nästa år – enligt vår prognos i september förväntas inflationen mätt med KPIF hamna under 1 procent under stora delar av 2026.

Tittar vi på prisökningstakterna på kortare sikt än 12 månader är de nu nära eller under 2 procent (se diagram 9 i utkastet till uppdatering). En bred uppsättning indikatorer över inflationstrycket ger också bilden av en inflation nära målet framöver (se diagram 10 i utkastet till uppdatering). Vi ser en lägre prisökningstakt på livsmedel och varor, något som sannolikt har en hel del att göra med att det senaste årets förstärkning av kronan nu slår igenom i konsumentledet. Det blir samtidigt viktigt att följa prissättningsbeteendet hos företagen och deras prisplaner när vi ser att köpkraften och viljan att konsumera hos hushållen ökar. Vi observerar exempelvis redan en högre ökningstakt i priser på tjänster som utrikes resor och hotell och restaurang, vilket tyder på ett stigande efterfrågetryck i de sektorerna. Men överlag anser jag att utsikterna är goda för en inflation nära målet framöver.

Vi har samtidigt varit tydliga i vår kommunikation med att prognosen om en inflation nära målet framöver bygger på en återhämtning av konjunkturen. Sedan september har tecknen blivit tydligare på att den håller på att realiseras, både i faktiska utfall och i förtroendet hos hushåll och företag. Som beskrivs i utkastet till uppdatering blev BNP-tillväxten starkare än väntat under det tredje kvartalet enligt preliminär statistik, med en årstakt på 2,4 procent (se diagram 4 i utkastet till uppdatering). SCB:s månadsindikator tyder även på att konsumtionen har stärkts och blivit något högre än väntat. Konjunkturinstitutets barometer visar att hushållens förtroende stiger, även om det fortfarande är lägre än normalt (se diagram 5 i utkastet till uppdatering). Det som framför allt drar ner stämningsläget är inställningen till köp av kapitalvaror.

Vid det senaste mötet uttryckte jag oro över hushållens alltför pessimistiska syn som framkommit i olika undersökningar. Den oron bekräftas i viss mån av företagen i vår egen undersökning.² De har sett sina förhoppningar bli grusade tidigare och vill se en tydlig vändning innan de gör nya investeringar eller anställningar. Ett talande citat är ”det känns som att konsumenterna har en större plånbok men att de inte känner sig rikare”.

² Se Riksbankens företagsundersökning, september 2025.

Men Konjunkturinstitutets barometerindikator som täcker både hushåll och företag steg samtidigt i oktober för fjärde månaden i följd och ligger nu på en normal nivå (se diagram 5 i utkastet till uppdatering). Bland företagen är stämningsläget nu starkare än normalt. Konjunkturinstitutets barometer täcker betydligt fler företag än vår egen undersökning, vilket är en tänkbar förklaring till skillnaderna i resultaten.

För att förtroendet hos hushållen ska fortsätta stiga och återhämtningen komma i gång på allvar tycker jag att det är viktigt att även arbetsmarknaden utvecklas i linje med vår förväntan. Där är signalerna något mer blandade, med indikatorer som pekar åt lite olika håll. Jag tycker att det är förståeligt att det efter en lång period av svag konjunktur har funnits en avvaktande inställning hos företagen kring anställningar. Slutsatsen i utkastet till uppdatering som jag också delar är att det nu ändå finns tecken på att utvecklingen är på väg att vända till det bättre.

Vad gäller riskbilden kvarstår den i stora drag, även om det har skett vissa förändringar. Jag har redan varit inne på de inhemska riskerna och osäkerheten kring styrkan i hushållens efterfrågan. I omvärlden är det geopolitiska läget fortsatt spänt, men bland annat vapenvilan i Gaza bidrar förhoppningsvis till en något lugnare utveckling. Osäkerheten kring handelspolitiken kvarstår, även om överenskommelsen mellan USA och Kina i förra veckan skingrade dimman något.

Jag vill än en gång framhålla den höga riskaptit vi ser på finansiella marknader, trots det oroliga läget. I utkastet till uppdatering lyfter vi bland annat fram risken kring de höga värderingarna inom den amerikanska techsektorn, och att negativa nyheter där skulle kunna utlösa en mer generell korrigering av värderingarna på finansiella marknader och även resultera i stigande kreditspreadar.

Sammanfattningsvis känner jag mig trygg i både beslutet att låta styrräntan vara oförändrad och bedömningen att den förväntas ligga kvar på nuvarande nivå en tid framöver, i linje med prognosen i september. Jag tycker att inflations- och konjunktursikterna står sig väl, och riskbilden känns samtidigt balanserad, med faktorer på både upp- och nedsidan.

Vice riksbankschef Anna Seim

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

Vid vårt möte i september reserverade jag mig mot beslutet att sänka styrräntan till 1,75 procent med motiveringen att den expansiva finanspolitiken nästa år, i kombination med risker på utbudssidan kan skapa ett inflationstryck framöver. Även om jag då förespråkade en oförändrad ränta på 2 procent betyder det inte

att jag idag föreslår en höjning till den nivån. Sådan ryckighet i penningpolitiken vill vi normalt undvika och givet att räntan faktiskt sänktes bedömer jag att den nuvarande nivån ger bäst förutsättningar för en stabil utveckling framöver.

Inflationen är fortsatt förhöjd men aktuella data tyder på att den faller tillbaka i linje med vår prognos. Samtidigt finns det tecken på att konjunkturen nu tar fart. Idag vill jag utveckla några av mina argument från förra mötet och ta upp tre skäl till att jag fortsatt ser en viss risk för att inflationen kan bli högre än förväntat nästa år. Det handlar om (i) risken för att den aviserade momssänkningen på livsmedel i april nästa år inte får det genomslag på konsumentpriserna som vi antog i prognosen i september; (ii) att faktiskt sentiment och efterfrågetryck i ekonomin ännu inte syns i de utfall vi har tillgång till; och (iii) att lägre offentligt och privat sparande framöver kan göra att den neutrala räntan blir något högre.

I våra prognoser från september, som vi alltså i allt väsentligt bedömer står sig, räknar vi med ett starkt genomslag från den aviserade momssänkningen på konsumentpriserna. Detta gör att inflationen blir låg från och med april 2026, fram till slutet av 2027. Vi har sagt att vi ska se igenom de direkta effekterna av momssänkningen i penningpolitiken men bevaka det underliggande inflationstrycket. Jag ser primärt två skäl till att momssänkningen kan leda till ett inflationstryck som motiverar vaksamhet.

Vid förra mötet argumenterade jag för att momssänkningen kommer att leda till en synlig ökning i köpkraft. Även om den inte är särskilt stor i kronor och ören på individnivå kan den vara symboliskt viktig och bidra till en optimism som får beteendeeffekter och bidrar till ökad konsumtion. Som jag konstaterade senast gynnar momssänkningen alla hushåll, även de köpstarka individer högt upp i inkomstfördelningen som står för en stor del av den aggregerade konsumtionen.

Det finns dessutom en risk för att momssänkningen får ett mindre genomslag på prisökningstakten än i de länder där jämförbara åtgärder införts. Anledningen är att denna sänkning, till skillnad från exempelvis den i Portugal som vi hänvisade till i den penningpolitiska rapporten i september, annonserats ett halvår i förväg.³ Det finns därmed en risk för att livsmedelsföretag gradvis höjer priserna innan april för att på sikt öka sina vinstmarginaler utan att tappa marknadsandelar. Regeringen har gett Konsumentverket i uppdrag att tillsammans med andra myndigheter övervaka prisutvecklingen och av det skäl jag nämner här bör det ske snarast, innan sänkningen faktiskt genomförs. Vi följer detta noga och studerar kontinuerligt detaljerade prisdata för att tidigt upptäcka tecken på ett starkare inflationstryck. En viktig detalj i sammanhanget är att om vi får den här typen av

³ I Portugal annonserades momssänkningen 24 mars 2023 och infördes mindre än en månad senare, 18 april. Den kom dessutom som en överraskning, se Bernardino, T., Gabriel, R.D., Quelhas, J. och Márcia Silva-Pereira (2025), "The full, persistent, and symmetric pass-through of a temporary VAT cut", *Journal of Public Economics*, Vol. 248.

beteendeeffekter så får det, till skillnad från en tillfällig momssänkning, beständiga effekter på prisnivåer. Om livsmedelsföretagen höjer priserna under våren för att de bedömer att momssänkningen skapar utrymme för högre priser utan att minska efterfrågan, så blir ju de priserna den nya jämviktsnivån. När momsen sedan halveras och så småningom återinförs, så sker ju det relativt denna nya prisnivå.

Låt mig så kommentera konjunkturläget. Den konjunkturåterhämtning som hämmats av stor osäkerhet och högt sparande visar tecken på att ta fart. BNP-indikatorn, som visserligen inte är särskilt tillförlitlig, kom förra veckan in betydligt över vår prognos för tredje kvartalet. Samtidigt är arbetslösheten hög och företagen pessimistiska i vår senaste företagsundersökning. Det finns en möjlighet att budgeten och den senaste räntesänkningen ännu inte internaliserats av hushåll och företag och därför inte påverkat de utfall vi nu har tillgång till. Jag misstänker att den expansiva budgeten för 2026, i kombination med de räntesänkningar på totalt 2,25 procentenheter vi redan genomfört sedan maj 2024 och som alltjämt sipprar ut i ekonomin, kan vara det som slutligen vänder pessimism till optimism. Vidare kan de lättnader i de bolånebaserade makrotillsynsåtgärderna som föreslås införas nästa år öka aktiviteten och optimismen på bostadsmarknaden och därmed verka som en katalysator för återhämtningen.

Jag vill slutligen kommentera den neutrala räntan. Vi gör alltjämt bedömningen att den långsiktiga neutrala räntan ligger någonstans i intervallet 1,5–3 procent. Den aktuella styrräntan på 1,75 procent ligger därmed i den nedre delen av intervallet. Den expansiva finanspolitiken de kommande åren minskar det offentliga sparandet samtidigt som de lättnader i amorteringskraven som föreslås införas nästa år sannolikt kommer att minska det privata sparandet. Även om exempelvis positiva effekter av AI på investeringar drar åt andra hållet, är min bedömning att det lägre sparandet kan pressa upp den neutrala räntan. Eftersom en högre neutral ränta gör att en given styrränta blir mer expansiv, talar detta för att den penningpolitik som vi nu för verkligen kommer att stärka konjunkturen.

I kombination med en utbudssida som präglas av geopolitiska risker, kan en starkare inhemsk konjunktur av de skäl jag diskuterat ovan, göra negativa BNP-gap positiva. Det kan skapa ett starkare inflationstryck nästa år. Men det finns också ett antal faktorer som kan göra att inflationen och konjunkturen utvecklas svagare än vi ser framför oss. Frågetecken kvarstår exempelvis kring utvecklingen i omvärlden, arbetsmarknaden och de svenska hushållens sparbeteende. Som vanligt följer vi inkommande data noggrant och letar efter tecken på vart vi är på väg så att vi kan föra en penningpolitik som är framåtblickande. Vi återkommer i december med en fullständig prognosomgång och är alltid beredda att anpassa penningpolitiken om konjunktur- och inflationsutsikterna ändras.

Riksbankschef Erik Thedéen

Ny information sedan det penningpolitiska mötet i september har i stora drag bekräftat den bild av inflations- och konjunkturutsikterna som vi då tecknade i den penningpolitiska rapporten. Prisökningstakten är fortfarande högre än målet på 2 procent men den underliggande inflationen faller tillbaka. Under kommande år väntas KPIF-inflationen, rensat för direkta effekter av momsförändringar, ligga strax under eller nära 2 procent. Konjunktureren var svag under det första halvåret i år men BNP-tillväxten stiger och vår prognos är att arbetslösheten snart ska börja falla tillbaka. Prognoserna bygger på den penningpolitik vi utformade i september och som innebär att styrräntan väntas ligga kvar på 1,75 procent en tid framöver. Min bedömning är alltså att en sådan penningpolitik innebär en rimlig avvägning mellan risken för kvarvarande hög inflation och risken för att inflationen faller under målet. Vidare ger den föreslagna penningpolitiken fortsatt stöd till den ekonomiska återhämtningen, och därmed till en något starkare arbetsmarknad. Jag ställer mig därför bakom utkastet till penningpolitisk uppdatering och förslaget att idag lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent.

Eftersom prognoserna oundvikligen är osäkra måste olika risker vägas mot varandra. Det handlar både om att identifiera möjliga riskscenarier och bedöma hur sannolika de är.

Låt mig först skissa ett möjligt negativt scenario för svensk ekonomi där inflationen faller snabbare och mer, jämfört med prognosen från september.

Trots positiva signaler om konjunktureren är det tänkbart att efterfrågan under kommande kvartal blir oväntat låg. Man kan föreställa sig flera scenarier där omvärldsrisker materialiseras och medför att tillväxten i svensk export blir svagare än vad vi och andra prognosmakare antagit. Till det ska läggas att de svenska hushållen hittills varit försiktiga i sin konsumtion, något som drivit upp sparkvoten och nu skapar fortsatt osäkerhet om styrkan i den inhemska efterfrågan. Det finns alltså en risk att inflationen på sikt faller under vårt mål. Dessutom skulle en fortsatt svag ekonomisk utveckling göra att arbetslösheten förblir förhöjd, något som, i ett läge med låg inflation, skulle kunna motivera en något lättare penningpolitik.

I ljuset av ett sådant scenario kan man möjligen fundera på om inte dagens höga arbetslöshet, i kombination med en inflation som är på väg ner mot målet och möjligen hamnar därunder, redan idag motiverar en lägre styrränta. En huvudanledning att inte sänka räntan ytterligare är, enligt min mening, att vi nu ser tydliga tecken på stigande tillväxt och förbättrade konjunkturutsikter, exempelvis i SCB:s BNP-indikator och Konjunkturinstitutets barometerundersökning. Ett annat skäl är den samlade ekonomisk-politiska inriktningen, som nästa år blir tydligt stimulerande, inte minst till följd av en

expansiv finanspolitik. Riskerna till trots har jag därför gott hopp om att prognosen om en bättre konjunktur nästa år, med högre tillväxt och sjunkande arbetslöshet, ska bli verklighet.

Låt mig så beskriva ett annat negativt scenario med stigande inflation.

De senaste åren har vi flera gånger sett exempel på betydande störningar på ekonomins utbudssida, som under coronapandemin och i samband med Rysslands invasion av Ukraina. De har drivit upp priserna på olika råvaror men också påverkat företagens komplexa leveranskedjor, ofta med högre kostnadstryck som följd. En risk är att kvardröjande effekter av dessa störningar kan ha bidragit till att hålla uppe inflationen även på senare tid. Om vi skulle drabbas av nya störningar finns en risk att ekonomin idag, via inflationsförväntningar och företagens prissättningsbeteende, är mer känslig än tidigare för sådana utbudsproblem och att genomslaget på inflationen därför blir större. Om inflationen, som i detta scenario, skulle ligga kvar på en förhöjd nivå och utsikterna dessutom försämrats på grund av fortsatta störningar till ekonomins utbudssida, kan det komma att motivera en högre styrränta.

De olika risker jag diskuterat skulle således, om de materialiseras, kunna föranleda förändringar i penningpolitiken, i stramare eller mjukare riktning. Trots dessa risker är jag relativt övertygad att den räntebana som vi publicerade i september fortfarande står sig väl. Ny information har som sagt i stora drag bekräftat vår bild av inflations- och konjunkturutvecklingen, även om tillväxtutsikterna nu sammantaget ser något starkare ut. En styrränta på 1,75 procent innebär att penningpolitiken ger stöd åt återhämtningen och nästa år bidrar finanspolitiken med ytterligare stimulanser. Jag ser således inte något skäl att ändra styrräntan, varken uppåt eller nedåt, under en tid framöver. Dessutom menar jag att den avvägning vi gjort ger viss trygghet i våra prognoser och vår penningpolitiska plan; min tröskel för en ändrad styrränta i närtid, såsom det uttrycks i räntebanan, är något högre nu än den var tidigare. Penningpolitiken körs dock inte på autopilot; vi ska som alltid vara beredda att anpassa penningpolitiken om det sker förändringar i riskbilden. Men i dagsläget ser jag framför mig att vi håller fast vid den kompasskurs som vi satte i september.

§3c Diskussion

Ingen efterföljande diskussion fördes.

§4 Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

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

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

David Lööv

Irina Andone Rosén

Justeras

Erik Thedéen

Per Jansson

Aino Bunge

Anna Seim



SVERIGES RIKSBANK
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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