



Penningpolitiskt protokoll

December 2025

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen nr 8

DATUM: 2025-12-17

MÖTESTID: 09:00

Penningpolitiskt protokoll till sammanträde nr 35 2025

HANTERINGSKLASS: Ö P P E N

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

Bo Broman, ordförande, riksbanksfullmäktige

Jakob Almerud
Irina Andone Rosén
Lena Arfalk
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Susanna Grufman
Peter Gustafsson
Jesper Johansson
Ellen Kockum
Björn Lagerwall
David Lööv
Åsa Olli Segendorf
Annica Sandberg
Olof Sandstedt
Daniel Wallemo

Robin Ahlén (§1–3a)
Maria Johansson (§1–3a)

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

§3 Penningpolitisk avstämning

§3a Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

Robin Ahlén, senior ekonom på avdelningen för marknader, inledde med att redogöra för utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det förra penningpolitiska mötet i november.

Perioden sedan det förra penningpolitiska mötet har präglats av stigande statsobligationsräntor bland annat på förväntningar om stramare penningpolitik. Det förklaras av starkare konjunkturutsikter tillsammans med stramare kommunikation från vissa centralbanker. Utvecklingen skiljer sig dock åt mellan länder, där marknaden numera räknar med räntehöjningar nästa år i Kanada, Australien, Sverige och Nya Zeeland. I USA, där räntan sänktes för tredje mötet i rad förra veckan, räknar dock marknaden med ett par räntesänkningar till, men kommunikationen från Federal Reserve antyder att det kan ske i en långsammare takt än tidigare väntat. Samtidigt inleds köp av kortfristiga statspapper för att stabilisera penningmarknadsräntor. I Sverige och Tyskland har även långa statsobligationsräntor stigit, drivet av bland annat ett utökat utbud av statsobligationer till följd av en mer expansiv finanspolitik.

Stigande vinstförväntningar har bidragit till att riskaptiten generellt är god på marknaderna med börser nära tidigare rekordnivåer. De höga värderingarna och stora investeringarna inom AI-sektorn har dock lett till en viss nervositet. Men även om en del bolag har påverkats negativt under hösten syns det ingen bredare oro på kreditmarknaderna. Volatiliteten på ränte- och aktiemarknaden har stigit något till och från den senaste tiden, men förväntad volatilitet är trots orosmolnen ändå på relativt låga nivåer.

Riksbanken förväntas lämna styrräntan oförändrad vid dagens möte. De flesta prognosmakare tror också att styrräntan blir oförändrad nästa år, medan marknadsprissättningen indikerar en räntehöjning mot slutet av 2026. Förbättrade konjunkturutsikter innebär att behovet av räntesänkningar bedöms ha minskat, men samtidigt förväntas inflationen bli låg nästa år och arbetslösheten vara hög, vilket gör att Riksbanken inte förväntas ha någon brådskan att höja. De flesta analytiker räknar med att Riksbankens prognos för styrräntan skiftar upp en aning, men är oförändrad under större delen av 2026. Den svenska kronan har stärkts i KIX-termen sedan det förra penningpolitiska mötet.

Finansiell stabilitet – nuläge och risker

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

Riskerna för den finansiella stabiliteten i Sverige kvarstår i en osäker omvärld. Den globala osäkerheten består som följd av att det säkerhetspolitiska läget alltjämt är allvarligt. Det finns därtill betydande osäkerhet kopplat till den globala ekonomiska politiken, och de offentliga skulderna i flera stora ekonomier fortsätter att växa. I en miljö med en hög riskaptit och höga tillgångspriser och ett globalt sammanlänkat finansiellt system kan oväntade händelser och plötsliga förändringar i marknadssentimentet få breda spridningseffekter. En alltjämt större icke-banksektorn kan dessutom förstärka dessa effekter, bland annat genom sin kreditförmedling.

Svenska storbanker är samtidigt motståndskraftiga tack vare god lönsamhet och goda marginaler i förhållande till gällande kapital- och likviditetskrav. Storbankernas räntenetton har fortsatt att minska men provisionsintäkter, återföringar av tidigare kreditförlustreserveringar och kostnadsbesparande åtgärder har bidragit till att hålla uppe lönsamheten. Det ger dem fortsatt förutsättningar att upprätthålla kreditförsörjningen till realekonomin, även om marknadsläget skulle försämrast.

Prissättningen på penningmarknaden, främst för valutaderivattransaktioner, har vid ett antal tillfällen under året uppvisat förhöjda räntor. En bättre förmåga och vilja bland penningpolitiska motparter att använda dagslånemarknaden för transaktioner med varandra och att använda Riksbankens utlåningsfaciliteter skulle främja utjämningen av likviditet mellan bankerna och minska volatiliteten i korta marknadsräntor.

Bankernas utlåningsräntor till både hushåll och företag har fortsatt att sjunka. Samtidigt pressas marginalerna på utlåningsräntor av företagsobligationsmarknaden, delvis eftersom fortsatta fondinflöden ökar kreditutbudet. Bankernas utlåning växer nu något snabbare än tidigare under hösten, men från låga nivåer. Uppbyggnaden av cykliska systemrisker kopplade till hushållens och företagens skuldsättning bedöms dock för närvarande vara låg. Samtidigt består flera betydande sårbarheter. Det gäller särskilt de korta räntebindningstiderna hos högt skuldsatta hushåll och kommersiella fastighetsföretag. En kombination av allt högre vakanser inom vissa segment, särskilt kontor, och ett fortsatt beroende av företagsobligationsfonder bidrar till att många fastighetsföretag förblir sårbara.

Förste vice riksbankschef **Aino Bunge** kommenterade att icke-banksektorn är väldigt heterogen, med stora skillnader mellan olika typer av företag. I vissa fall kan den även bidra till att minska risker, och det är centralt i den fortsatta

analysen att försöka fånga hur systemriskerna ser ut och kan sprida sig, till exempel genom belåning och kopplingar till banksektorn.

Den aktuella penningpolitiska beredningen – nya data och prognoser

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

Underlaget till dagens räntebeslut har diskuterats med direktionen den 2, 3 och 5 december. Utkastet till penningpolitisk rapport diskuterades och bordlades vid direktionsmötet den 10 december.

Vid det penningpolitiska mötet i november lämnade Riksbanken styrräntan oförändrad på 1,75 procent. Direktionen höll fast vid bedömningen att den förhöjda inflationen var övergående och konstaterade att ny information gav stöd åt bilden att ekonomin var på väg att återhämta sig och inte gav upphov till någon tydlig förändring i inflations- och konjunkturutsikterna. Man följde därför den tidigare planen att lämna styrräntan oförändrad.

Centrala frågor i den här beredningen har inbegripit bedömningen av inflationstrycket i den svenska ekonomin i närtid, hur snabb den ekonomiska återhämtningen blir och bedömningen av mängden lediga resurser, särskilt i ljuset av den senaste tidens BNP- och arbetsmarknadsstatistik.

I rapportutkastet konstateras att globala finansiella förhållanden är fortsatt expansiva med höga börskurser och gynnsamma förhållanden för låntagare. Samtidigt är utvecklingen i omvärlden osäker mot bakgrund av bland annat geopolitiska spänningar, höga tillgångsvärderingar och svaga offentliga finanser i flera länder.

I prognosförslaget är den globala tillväxten något lägre än sitt historiska genomsnitt de kommande åren. Den amerikanska ekonomin visar tecken på att bromsa in, men inflationen väntas vara fortsatt förhöjd den närmaste tiden för att först en bit in på nästa år successivt falla tillbaka mot målet. Detta bedöms vara förenligt med att Federal Reserve sänker styrräntan ytterligare ett par gånger under 2026. I euroområdet varierar tillväxten tydligt mellan länder, men den sammantagna utvecklingen är nära den historiskt trendmässiga och inflationen fortsätter vara nära målet, förenligt med en oförändrad styrränta en tid framöver.

Ny information tyder på att den svenska ekonomin är i en återhämtningsfas. Enligt nationalräkenskaperna växte BNP snabbt under det tredje kvartalet och tillväxten var även något uppjusterad tidigare kvartal. Framöver väntas visserligen tillväxttakten bli något lägre än vad den var det tredje kvartalet, men ekonomin

väntas ändå fortsätta att växa i god takt. Läget på arbetsmarknaden är fortsatt svagt, men trots att arbetslösheten var högre än väntat i oktober och november tecknar indikatorer en allt tydligare bild av att en vändning är nära förestående. I prognosen faller därför arbetslösheten tillbaka under 2026 och sysselsättningsgraden stiger. Resursutnyttjandet mätt som ett produktionsgap väntas bli normalt i början av 2027, något tidigare än i prognosen i september. Det dröjer ytterligare en tid innan arbetsmarknaden åter är i balans.

Inflationen är fortfarande något förhöjd, men föll tillbaka i november med ett utfall väl i linje med Riksbankens tidigare prognos. Ett dämpat inhemskt kostnadstryck, en starkare krona och en mer normal effekt av viktförändringar i KPI väntas bidra till att inflationen faller ytterligare 2026, även när man bortser från de direkta effekterna av regeringens föreslagna momsförändringar. I linje med beskrivningen i rapportutkastet bedöms indikatorer tyda på att den mer underliggande inflationen kommer att ligga nära målet framöver. Penningpolitiken ger stöd åt den ekonomiska återhämtningen så att inflationen stabiliseras kring 2 procent på lite sikt.

Konjunktur- och inflationsutsikterna är osäkra, och utöver de tidigare nämnda omvärldsriskerna, kan även inhemska faktorer bidra till en annan utveckling än i Riksbankens prognoser. Det kan bland annat röra sig om oväntade inflationseffekter av den mer expansiva finanspolitiken, en felaktig bedömning av hushållens konsumtionsbeteende, AI-relaterade korrigeringar av finansiella förhållanden eller förekomsten av flaskhalsar i utbudet under den ekonomiska återhämtningsfasen. I kapitel 3 i rapportutkastet redogörs för de viktigaste riskerna som omgärdar prognosen och alternativa scenarier.

Prognosförslaget bygger på det förslag till penningpolitik som avdelningen för penningpolitik bedömer samlar en majoritet i direktionen vid dagens möte, och som beskrivs i protokollsbilaga A. Förslaget innebär att styrräntan lämnas oförändrad på 1,75 procent och ligger kvar på denna nivå en tid framöver.

§3b Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Per Jansson

Jag ställer mig bakom prognoserna och de penningpolitiska antagandena i utkastet till penningpolitisk rapport. Det innebär att jag stödjer förslaget till beslut att nu lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent och att jag, förutsatt att inflations- och konjunkturutsikterna står sig, ser framför mig att räntan kommer att ligga kvar på denna nivå under en tid framöver.

Inspirerad av ECB beskrev jag vid vårt senaste penningpolitiska möte den 4 november det penningpolitiska läget i Sverige med orden "we are in a good

place". Sedan dess har det blivit allt tydligare att den svenska ekonomin har börjat återhämta sig. Nya utfall från nationalräkenskaperna för andra och tredje kvartalet bekräftar bilden av en ökande och oväntat snabb tillväxt som hade tecknats av mer preliminära data och indikatorer inför vårt novembermöte. Månadsstatistik tyder på att den gynnsamma utvecklingen har fortsatt under fjärde kvartalet men att den inte är så stark och snabb att man behöver oroa sig för överhettningstendenser. Samtidigt har inflationen, efter en tid med ett flertal överraskande höga utfall, nu börjat falla rejält, och exklusive energipriser var utfallet för november, på 2,4 procent, till och med något lägre än väntat.

Vi är alltså utan tvekan fortsatt "in a good place" och det är faktiskt svårt att inte dra slutsatsen att vi för stunden till och med är "in a better place" än i november. Men det är viktigt att understryka att detta gäller just för stunden. Nya oväntade händelser och störningar kan som bekant snabbt ändra på saker och ting och man får alltså inte slå sig till ro och bli alltför nöjd.

Jag vill i mitt inlägg på mötet här idag bygga vidare på de tankar kring riskbilden för inflationsutvecklingen framöver som jag tog upp på vårt möte i november. Även om mina resonemang inte är av omedelbar relevans för vår penningpolitik kan de mycket väl bli av betydelse en bit in på nästa år. De ger mig också tillfälle att göra några personliga nyanseringar av rapportutkastets innehåll på ett mer generellt plan.

På vårt möte i november drog jag i min diskussion av inflationsriskerna slutsatsen att det för den mer underliggande inflationen och inflationstrycket fanns ett begränsat antal uppåtrisker samtidigt som nedåtriskerna framöver gradvis fick allt större betydelse. Den här slutsatsen håller jag fast vid och menar att riskerna för att inflationstrycket lite längre fram i tiden ska bli för lågt nu till och med har blivit lite större. Jag återkommer strax till detta men vill först lyfta en aspekt relaterad till den tillfälliga sänkningen av momsen på livsmedel som ska ske i april nästa år.

I mitt inlägg på novembermötet var jag noga med att påpeka att nedåtriskerna som jag såg framför mig inte hängde samman med den tillfälliga momssänkningen på livsmedel. Den förväntades få ett fullt och stort genomslag på den uppmätta inflationen men inte påverka den mer underliggande inflationen. Den här bedömningen står sig också i prognosförslaget som finns i dagens rapportutkast.

Men det finns naturligtvis en risk för att momssänkningen inte får fullt genomslag på livsmedelspriserna eller för med sig indirekta effekter på inflationsprocessen i stort. Min bedömning är att förutsättningarna för ett fullständigt genomslag är goda. Att det förhåller sig så hänger bland annat samman med att regeringen gett Konsumentverket och Konjunkturinstitutet uppdraget att bilda en matpriskommission som löpande ska följa och analysera livsmedelsprisernas

utveckling. En första redovisning ska ske redan den 1 mars 2026, alltså en månad innan momssänkningen träder i kraft.

Givetvis kommer även vi på Riksbanken och många andra som löpande gör inflationsanalyser att mycket noga följa utvecklingen. Till bilden hör sedan förstås också att livsmedel är en mycket viktig post i de svenska hushållens budgetar och att prismedvetenheten på området därför är väldigt hög. Även om det successivt över tid nog kan bli allt svårare att kontrollera för andra faktorer som påverkar prisutvecklingen har jag alltså gott hopp om att momssänkningen kommer att få ett bra genomslag på matpriserna.

En risk som oroar mig mer är att det ska uppstå indirekta effekter som påverkar inflationsprocessen i stort. Det kan hända om till exempel mer långsiktiga inflationsförväntningar börjar pressas ned och/eller om den framtida löneutvecklingen dämpas som ett resultat av tillfälligt oväntat höga reallöneökningar. Under 2028, när momsen höjs igen, kan inflationsprocessen också påverkas av indirekta effekter, fast då förstås i motsatt riktning. För oss på Riksbanken blir det mot den här bakgrunden viktigt att noga följa och analysera den mer underliggande inflationsutvecklingen. Det är naturligtvis en uppgift som alltid står högt på agendan hos en centralbank men vi bör nu i det uppkomna läget, när förändringar i matmomsen kraftigt kommer att påverka konsumentpriserna under flera års tid, undersöka om det inte är möjligt att använda för ändamålet mer skraddarsydda mått på underliggande inflation och indikatorer på ekonomins mer grundläggande inflationsbenägenhet.

Det kommer här att bli viktigt att analysen inte bara hängs upp på enkätundersökningar av inflationsförväntningar från relativt små urval. Förhoppningsvis kan de analytiska framsteg vi gjort i vårt AI-arbete i sammanhanget ge oss en del stöd, vad gäller både data och modellverktyg. Det ska bli mycket spännande att följa det arbete som avdelningen för penningpolitik kommer att bedriva på området.

Med allt detta sagt står jag ändå bakom antagandet att effekterna av den förändrade livsmedelsmomsen kommer att begränsas till direkta effekter på just livsmedelspriserna. Och jag går därmed över till mina resonemang om ökande risker för ett lägre inflationstryck framöver som inte har att göra med momssänkningen.

Som jag redan varit inne på föll inflationen rejält i november. Jämfört med vår senaste prognos från september var visserligen KPIF-inflationen fortfarande ett par tiondelar av en procentenhet högre än väntat – 2,3 procent, att jämföra med en prognos på 2,1 procent – men den föll med hela 0,8 procentenheter från oktober till november. För KPIF-inflationen exklusive energipriser var nedgången

också påtaglig, från 2,8 till 2,4 procent. Och här var utfallet alltså till och med lite lägre än väntat.

Vi räknar visserligen med att inflationen, både med och utan energipriser, kommer att pressas upp med ett antal tiondelar av en procentenhet av baseeffekter i december. Men därefter finns, som jag under året påpekat vid många tillfällen, ett flertal faktorer som kommer att sätta en tydlig press nedåt på prisökningarna. Det handlar bland annat om uppdaterade, mer normala viktförändringar i indexkonstruktionen för konsumentpriserna, att många av våra inflationsindikatorer tyder på ett svagt inflationstryck, att olika mått på den underliggande inflationen är låga och att prisökningar på kortare sikt än tolv månader, alltså mått på inflationen och inflationstrycket här och nu, är dämpade.

Vid en jämförelse av hur indikatorerna och de olika prismåtten såg ut inför vårt novembermöte framgår tydligt att inflationsriskerna på nedsidan nu tilltagit en hel del. Under höginflationsperioden, då det var viktigt att tidigt identifiera förändringar i prisökningarna, började jag regelbundet uppdatera och följa ett stort antal olika mått på underliggande inflation mätta i en-, tre- och sexmånaderstakt. Många av de här måtten varierar ganska mycket över tiden och måste därför tolkas försiktigt. Men det kan ändå konstateras att dessa mått aldrig sedan inflationen började stiga under inledningen av 2022 har förmedlat en sådan samstämmig bild som nu av ett inflationstryck under målet framöver.

Sammanfattningsvis fortsätter alltså min oro när det gäller riskerna för inflationstrycket framöver snarast att vara att det ska bli alltför lågt än att det ska bli alltför högt. Och jag tycker att utvecklingen sedan november om något har förstärkt den här tendensen. Som jag sade inledningsvis menar jag ändå att vi är i ett gynnsamt läge just nu och jag ser förutsättningar för att detta ska kunna bestå under en tid framöver. Men vi behöver ha beredskap att vid behov snabbt tänka om och för egen del tror jag för stunden att det i så fall snarare kommer att handla om att ytterligare sänka styrräntan än att höja den.

Vice riksbankschef Anna Seim

Jag stödjer förslaget att lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent. Jag ställer mig även bakom prognoserna och de överväganden som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport.

Den aktuella inflations- och konjunkturutvecklingen beskrivs utförligt i rapportutkastet. I stället för att upprepa det som står där vill jag identifiera element jag ser som särskilt framträdande i riskbilden och kommentera faktorer och principer som jag menar blir viktiga för penningpolitiken framöver.

Vid septembermötet i år gav jag uttryck för att jag ser inflationsrisker på uppsidan nästa år. De skäl jag då uppgav var den expansiva finanspolitiken i kombination med en ansträngd global utbudssida som jag misstänker har låg motståndskraft mot chocker. Vid novembermötet påpekade jag vidare att det finns risk för att momssänkningen på livsmedel i april nästa år, eftersom den kommunicerats så långt i förväg, skulle kunna leda till prishöjningar inför sänkningen, vilket skulle ge upphov till högre matpriser innan april. Jag är positiv till att regeringen sedan dess sjösatt den kommission som ska bevaka prisbildningen och jag bedömer att risken för sådana prisökningar därmed minskat. I sammanhanget ska man dock vara medveten om att det är mycket svårt att avgöra vad som är rimliga priser i en bransch där produktionsprocessen är komplex och kostnader varierar mycket. Vi fortsätter att följa denna utveckling noga med hjälp av analys av mikrodata.

Jag tänker ofta på inflationsuppgången 2021/22 och ser vissa likheter mellan den och vad som händer idag. Inflationen är envist något förhöjd i ett flertal länder och troligen på väg att stiga i USA. Man kan också tänka sig att det finns en viss uppdämd efterfrågan efter de senaste årens åtstramningar och återhållsamhet. Dessutom har elpriserna periodvis varit högre under hösten och vi står inför en finanspolitisk expansion både i Sverige och i omvärlden. Som jag återkommit till ofta under året är risken för utbudsstörningar dessutom förhöjd på grund av utbredda geopolitiska spänningar och den stress det globala handelsnätverket utsatts för under 2025.

Men det finns också saker som är annorlunda idag. Elpriserna har förvisso, som nämnts, varit något högre under delar av hösten, men inte alls stigit till samma nivåer som för tre år sedan. Svenska hushåll har inte heller samma buffertsparande som det de hade ackumulerat under pandemin, och har de senaste åren i genomsnitt haft en högre sparbenägenhet än tidigare. Detta är troligen ett skäl till att det är först nu vi ser allt tydligare tecken på att konsumtionen reagerar på den expansiva ekonomiska politiken. Relativt exempelvis euron och i synnerhet dollarn har den svenska kronan dessutom stärkts sedan 2023, vilket håller nere inflationstrycket. En annan viktig skillnad är att styrräntan är högre och nu närmare ett neutralt läge. När inflationen började stiga för fyra år sedan var styrräntan i utgångsläget noll.

Även om jag ser uppåtrisker för inflationen, tyder framtidsblickande data ännu inte på att mina farhågor är på väg att realiseras. Jag ställer mig därför bakom den bedömning vi gör i rapportutkastet, att inflationstrycket nästa år är förenligt med en inflation på två procent om man bortser från de direkta effekter av momssänkningen som gör inflationen artificiellt låg när den införs i april. Men jag vill med resonemanget ovan framhärda i att det finns ett antal faktorer som kräver vaksamhet. Ett händelseförlopp jag funderar mycket på är fortsatt ett där starkare efterfrågeeffekter av finanspolitiken i kombination med utbudsstörningar

skapar ett kraftigare inflationstryck än i vår prognos. Om det skulle ske kommer jag att förorda att vi anpassar penningpolitiken ungefär som i det fall vi skissar på i vårt alternativscenario med högre inflation.

Eftersom det är december är det naturligt att göra något slags bokslut. Jag konstaterar att världsekonomin överlag hittills varit motståndskraftig mot det senaste årets tvära kast. Men det finns ett antal faktorer som kan leda till såväl en starkare som svagare utveckling i omvärlden och påverka en liten öppen ekonomi som vår. Utöver de faktorer vi ständigt återkommit till under året blir det förhoppningsvis alltmer aktuellt att tänka på effekterna av ett slut på Rysslands anfallskrig i Ukraina men också på realekonomiska effekter av en eventuell korrigering på den amerikanska börsen och strukturella, mer långsiktiga effekter av den förändrade handelspolitiken. Att osäkerheten kommer att minska under 2026 framstår som en from förhoppning. Det bästa vi som centralbank kan göra i ett osäkert läge är att, grundade i ekonomisk teori och sunt förnuft, noggrant följa framåtblickande indikatorer för att uppskatta vart vi är på väg. Vi bör sedan föra en robust penningpolitik som ger upphov till acceptabla utfall även om ekonomin inte utvecklas som vi har tänkt oss.

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 rapport.

Vi närmar oss slutet av året, och det ger som alltid en möjlighet till reflektion. När vi blickar fram emot 2026 är min bedömning att den svenska ekonomin befinner sig i ett gott utgångsläge. Vi har en inflation som närmar sig målet efter att ha varit förhöjd under året och en realekonomi som nu återhämtar sig efter en längre period av svag tillväxt.

Men det går inte att komma ifrån tanken att vi lämnar ännu ett dramatiskt år bakom oss, vars konsekvenser sannolikt kommer att leva kvar en längre tid. Det återstår att se vad de mycket stora skiften som skett inom geopolitiken, i synnerhet amerikansk utrikes- och handelspolitik, får för inverkan på den globala ekonomiska utvecklingen och därmed även på Sveriges ekonomi.

Den plötsliga omsvängningen av den amerikanska handelspolitiken i våras blev en negativ chock till den globala tillväxten, men som beskrivs i rapportutkastet verkar handeln i mångt och mycket ha funnit nya vägar framåt (se diagram 2 i rapportutkastet). Tillväxten i både USA och Europa har blivit något bättre än väntat, och ett mer allmänt handelskrig har kunnat undvikas. Men vi kan förvänta oss en fortsatt oförutsägbar utveckling och kan inte avfärda risken för utbudsstörningar kopplade till geopolitiska konflikter framöver. Samtidigt finns

också förhoppningar om en fred i Ukraina och en återuppbyggnad av ekonomin där.

Oron på de finansiella marknaderna var som störst i samband med de amerikanska tullbeskeden i april. Men i takt med en ökad klarhet kring tullarna befinner vi oss nu i ett annat och lugnare läge, med nya börsrekord, hög riskvilja och låga kreditspreadar. På de finansiella marknaderna är det nu fullt fokus på AI-satsningarna och deras effekter på investeringar och tillväxt. Förväntningarna är mycket högt ställda, vilket avspeglas i värderingarna av AI-bolag. Men utöver risken för en AI-bubbla finns förstås också annan typ av oro, som består i den höga koncentrationen av teknikbolag till USA. Den kan leda till svårigheter och beroenden för oss i Europa om vi inte förmår att göra liknande satsningar och innovationer.

Årets dramatik dröjer sig tydligt kvar på valutamarknaden, där dollarn har försvagats. Den svenska kronan har gått starkt även mot andra valutor, och jämfört med inledningen av året är den nästan 5 procent starkare mot euron och mer än 15 procent starkare mot dollarn (se diagram 9 i rapportutkastet). Vi ser redan en påverkan av kronförstärkningen på inflationen via importpriserna, och i vår prognos ligger en viss fortsatt förstärkning och en dämpande effekt på konsumentpriserna nästa år.

En viktig förutsättning för penningpolitiken framöver är stabilitet i den övriga ekonomiska politiken. Där är vi i Sverige fortsatt i ett mycket gott läge med goda statsfinanser och möjlighet att planera långsiktigt. Det är mycket viktigt att värna även framöver när bland annat historiska satsningar på försvaret ska hanteras. Den svenska situationen står i stark kontrast till flera andra länder, inklusive USA, som brottas med höga och växande skulder. Vi har i Sverige under året också ännu en gång fått ett industriavtal på plats som skapar stabilitet i lönebildningen och som stärker förutsättningarna för att hålla inflationen vid målet. Inflationsförväntningarna är också stabila i linje med målet.

Efter denna tillbakablick vill jag nu i stället blicka fram emot nästa år. Och som jag nämnde inledningsvis tycker jag att utsikterna ser goda ut. Vi ser framför oss en återhämtning i svensk ekonomi samtidigt som inflationen fortsätter sin resa neråt. Låt mig börja med inflationen.

I och med det senaste inflationsutfallet för november sjönk inflationen mätt med KPIF till 2,3 procent och till 2,4 procent mätt med KPIF exklusive energi. Det var positivt att vi fick den bekräftelsen. Om vi tittar på "momentum" i inflationen, mätt som prisförändringar på kortare sikt än de vanliga 12 månaderna, är måtten nu nära eller under 2 procent (se diagram 15 i rapportutkastet). Sammanställningen av framåtblickande indikatorer pekar snarast på en övervikt

mot en lägre inflation (se diagram 18 i rapportutkastet). Det är bland annat den starkare kronan som bidrar.

Men samtidigt står det klart att vi startar från ett starkare konjunkturläge, och det är nu mer sannolikt att vi får den återhämtning som ska stabilisera inflationen på sikt. BNP ökade med 1,1 procent det tredje kvartalet jämfört med kvartalet innan, vilket var klart högre än vår prognos i september. Som beskrivs i rapportutkastet hade den höga tillväxten under tredje kvartalet en del temporära inslag men är ändå bred. Hushållens konsumtion steg i linje med deras disponibla inkomster, och sparkvoten var fortsatt hög.

Hur hushållen väljer att fördela sina ökade inkomster mellan sparande och konsumtion har varit en av de centrala frågeställningarna vid våra penningpolitiska beslut under senare år. Redan i slutet av förra året tyckte vi oss skönja tecken på en återhämtning och att konsumtionen skulle komma igång. Men det har tagit sin tid för konsumtionen att börja återhämta sig, och vi har försökt att ta ett samlat grepp om frågan i en fördjupad analys i rapportutkastet (se "Konsumtionen väntas växa i god takt framöver"). Bedömningen som görs i analysen – och som jag delar – är att konsumtionen sannolikt främst har hämmats av en svag inkomstutveckling. Vår prognos är nu att den stiger i linje med de reala inkomsterna. Men hushållens förtroende har en bit kvar till optimism, och vi får noga följa hur det utvecklas framöver (se diagram 12 i rapportutkastet). Vår kunskap om konsumtionen i Sverige begränsas också av den dåliga tillgången på data över olika hushåll. Skillnaderna mellan olika hushåll är sannolikt stora och dessutom viktiga för att förstå utvecklingen av den samlade konsumtionen.¹

En delförklaring till det alltför låga förtroendet bland hushållen är troligen att arbetsmarknaden är fortsatt svag. Även om det är normalt att arbetsmarknaden förbättras med eftersläpning i förhållande till tillväxten känner jag fortsatt en viss oro inför utvecklingen. Det är viktigt att de indikatorer som nu tyder på en vändning också resulterar i bättre utfall under våren. I vår andra fördjupande analys i rapportutkastet tittar vi närmare på den svenska arbetsmarknaden. Tre viktiga slutsatser kommer fram. För det första: En stor del av den höga nivån på arbetslösheten beror på strukturella faktorer. För det andra: Försvagningen av arbetsmarknaden de senaste åren hänger till stor del ihop med den svaga konjunkturen. För det tredje: Det är rimligt att tro att det fortfarande finns gott om lediga resurser på arbetsmarknaden och därmed en mindre risk för ett påtagligt ökat inflationstryck när det ekonomiska läget nu förbättras (se analysen "Gott om lediga resurser på arbetsmarknaden" i rapportutkastet).

¹ Se exempelvis M. Gulbrandsen, S. Nilsen och E. Njølstad (2025), "Revisiting imputed consumption expenditure during the recent tightening cycle in Norway", *Staff memo*, november, Norges Bank.

Låt mig nu gå över till de penningpolitiska slutsatserna av vad jag har sagt hittills. Jag tycker att en viktig övergripande slutsats är att vi måste fortsätta att försöka vara framåtblickande. Ett exempel rör den planerade sänkningen av matmomsen nästa år. Som våra alternativscenarier i rapportutkastet illustrerar är det centralt att "se igenom" denna tillfälliga effekt för att hamna i en situation vid denna tid nästa år där inflationen är nära sitt mål även på sikt.

Det är svårt att bedöma vilken nivå på styrräntan som stimulerar återhämtningen samtidigt som den håller inflationen vid målet även framöver. De avvägningar vi har gjort under året har lett till att vi sänkt styrräntan ytterligare tre gånger. Vår bästa bedömning nu är att styrräntan ligger kvar på nuvarande nivå en tid framöver, för att därefter långsamt börja stiga. Det är samma bedömning som i september, så när som på några marginella justeringar på lite längre sikt. Personligen känner jag mig något tryggare nu än tidigare i att vi har sänkt styrräntan tillräckligt för denna räntecykel, mycket på grund av de förbättrade konjunkturutsikterna. Men är det någonting vi har lärt oss av det här året är det att "osvuret är bäst".

Riksbankschef Erik Thedéen

Jag stödjer förslaget att idag lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent och de prognoser och bedömningar som presenteras i utkastet till penningpolitisk rapport. Både hushållens reala inkomster och BNP växte i god takt under tredje kvartalet och flera indikatorer, exempelvis inköpschefsindex, pekar på en fortsatt förstärkning av konjunkturer. Vi ser också allt tydligare tecken på att efterfrågan på arbetskraft snart ska börja stiga och nästa år stärks hushållens köpkraft även av en mer expansiv finanspolitik. Prognosförslaget i rapportutkastet innebär att svensk BNP de kommande två åren växer med drygt 4 procent och att arbetslösheten då faller med drygt en procentenhet.

Medan tillväxten tagit fart har inflationen fallit tillbaka och var i november nära vårt mål på 2 procent. Säsongsrensade data pekar på en gradvis nedväxling i inflationen i år och flera faktorer, som statistiken över priserna i producentledet och kronans starkare växelkurs, pekar på ett dämpat kostnadstryck framöver. Mycket tyder alltså på att prisökningstakten under början av nästa år kommer att fortsätta att falla och hamna strax under 2 procent. Den prognosen rymmer förstås ett mått av osäkerhet; kronans växelkurs skulle exempelvis kunna försvagas igen och inom vissa branscher är prisplanerna fortfarande ganska höga. Men den sammantagna bilden visar som sagt på ett fortsatt dämpat kostnadstryck och en fallande inflation.

Liksom i prognosen i september innebär den aktuella prognosen att styrräntan under nästa år väntas ligga kvar på 1,75 procent och att vi därefter påbörjar långsamma höjningar. Eftersom konjunkturer ser ut att stärkas lite mer än vi

tidigare förväntat oss har vi justerat upp prognosen för styrräntan något från första kvartalet 2027 och framåt. Men förändringarna i styrränteprognosen är små och inflationsutsikterna bedöms i allt väsentligt vara desamma som i september.

Vi kommer från en period av turbulent makroekonomisk utveckling och förhöjd osäkerhet men trots det befinner sig Sveriges ekonomi nu, av allt att döma, i ett förhållandevis gynnsamt läge. Min bedömning är att vårt penningpolitiska ramverk bidragit till att svensk ekonomi, utmaningarna till trots, klarat sig ganska väl genom denna utmanande period. Förtroendet för inflationsmålet har hjälpt oss att få ner och stabilisera prisökningstakten efter de starka inflationsimpulserna 2021 och 2022. En relevant jämförelse är utvecklingen på 1970- och 1980-talen, då världsekonomin och Sverige också drabbades av upprepade utbudsstörningar. Den ekonomiska politik som då fördes i Sverige hade uppenbara problem att hantera de störningarna och bidrog då snarast till att förstärka volatiliteten. Inflationsmålpolitiken har de senaste åren istället, menar jag, dämpat svängningarna och bidragit till att skapa förutsättningar för en hållbar konjunkturåterhämtning, så att hushåll och företag nu kan dra nytta av stigande reallöner och efterfrågan.

Efter några år av turbulens upplever jag som sagt att svensk ekonomi nu befinner sig i ett mer stabilt läge, trots den osäkerhet som fortfarande råder i omvärlden. Vår tolkning av det ekonomiska nuläget, och de prognoser den tolkningen ger upphov till, är därmed också något stabilare. I dagsläget har min egen känslighet minskat för kortsiktiga variationer i hur enstaka variabler utfaller; förtroendet för prognoserna har helt enkelt ökat. Det gör att vi framöver kan känna oss något mer säkra på den kurs vi valt. I denna bemärkelse blir penningpolitiken mindre "data dependent" och mer framåtblickande.

Med det sagt kommer vi, som alltid, att anpassa penningpolitiken om inflations- och konjunkturutsikterna ändras på något påtagligt sätt. Därför vill jag också kort resonera kring några av de risker som framöver kan komma att påverka hur vi utformar penningpolitiken.

Till osäkerheten om de utländska tillväxt- och inflationsutsikterna, som starkt påverkar de svenska, kan läggas osäkerheten om de svenska hushållens fortsatta val mellan konsumtion och sparande. Det finns alltså skäl att fundera på hur penningpolitiken kan behöva svara om utvecklingen blir en annan än den vi idag förväntar oss.

Eftersom det finns gott om lediga ekonomiska resurser i Sverige är det svårt att se att vi skulle höja styrräntan i närtid även om återhämtningen skulle gå oväntat snabbt givet att inflationsriskerna är fortsatt dämpade. Däremot vore det då förmodligen befogat att ändra prognosen för styrräntan genom att öka

sannolikheten för höjningar längre fram. I en sådan situation blir det särskilt viktigt att noga utvärdera utvecklingen på arbetsmarknaden och vår analys av potentiell BNP. Om efterfrågan stiger snabbt kan det, särskilt inom vissa branscher där utbudet är jämförelsevis oelastiskt, bli frågan om snabba prisökningar. Det var just sådana begränsningar i utbudet som efter covidkrisen bidrog till att inflationen steg så mycket när efterfrågan åter tog fart.

Under vilka förhållanden kan man tänka sig att vi under nästa år sänker styrräntan? Som jag ser det i dag kan en sådan åtgärd framförallt bli aktuell om *både* konjunkturen och inflationstrycket nästa år blir oväntat svaga. Då kan vi ha ett läge där den uppmätta inflationen är låg, samtidigt som våra prognoser pekar mot ett ännu lägre inflationstryck framöver. I en sådan situation är det naturligt att penningpolitiken lättas.

Om konjunkturen däremot fortsätter att stärkas ungefär på det sätt vi och andra prognosinstitut väntar oss, då är det svårare att se omständigheter som skulle motivera sänkningar av styrräntan. Anledningen är att våra prognoser för inflationens mer långsiktiga bestämningsfaktorer, som resursutnyttjandet, företagens kostnadstryck och inflationsförväntningarna, då förmodligen alltså kommer att peka på att inflationen på sikt stabiliseras vid 2 procent. I ett läge med god efterfrågan och låg inflation, som kanske dessutom har blivit ovanligt låg på grund av tillfälliga faktorer, är det klokt att vara tydligt framåtblickande och ta sikte på att inflationen sannolikt åter går upp mot målet 2 procent på lite längre sikt.

Vilken styrränta som är lämplig i en viss given situation beror förstås även på hur de övriga finansiella förhållandena utvecklas, såsom växelkurser, tillgångsvärderingar och olika riskpremier. Under andra halvåret i år, då styrräntan sänkts med 0,25 procentenheter, har kronans växelkurs utvecklats stabilt samtidigt som räntan på statsobligationer med 10 års löptid stigit med drygt 0,5 procentenheter. Det är en relativt stor uppgång som delvis drivits av de allt större obligationsemissioner som annonserats av Riksgälden. Ränteuppgången speglar också att globala finansmarknader börjat prisa in räntehöjningar i bland annat Japan, men även i Kanada och Australien. De högre svenska obligationsräntorna kommer att påverka statens räntekostnader och budgetsaldo och är en viktig orsak till att vissa bolåneinstitut på sista tiden höjt sina bundna räntor. Men uppgången får också följder för räntorna på andra lån och på investeringskalkyler, vilket kan påverka förväntningar och beslutsfattande runt om i ekonomin. Den brantare avkastningskurvan är något vi måste följa noga framöver, både dess orsaker och dess konsekvenser för penningpolitiken.

Sammanfattningsvis innebär vårt huvudscenario att svensk ekonomi de kommande två åren växer med sammanlagt drygt 4 procent, att arbetslösheten faller tillbaka och att inflationen, rensad för direkta effekter av momsförändringar,

kommer att ligga nära 2 procent. Eftersom inflationsutsikterna är gynnsamma och det finns gott om lediga resurser är det, trots stark tillväxt, lämpligt att en tid framöver låta styrräntan ligga kvar på dagens nivå. Penningpolitiken är även fortsättningsvis framåtblickande; liksom vi i år har sett igenom de faktorer som tillfälligt pressat upp inflationen, har vi, menar jag, goda skäl att nästa år se igenom de tillfälliga faktorer som då pressar ned inflationen.

Inflationsmålspolitikens huvudsakliga styrka är att vi på ett par års sikt kan stabilisera prisökningstakten vid målet på 2 procent, och att därigenom skapa stabilitet och förutsägbarhet för svenska hushåll och företag.

Mycket tyder således på att utgångsläget inför 2026 är gott. Men som alltid omgärdas de ekonomiska utsikterna av osäkerhet. Det finns en rad faktorer som kan förändra det till synes stabila läget inför 2026. Som jag uttryckte redan vid mötet i november går penningpolitiken inte på autopilot. Kursen kan te sig väldigt rak, men kan behöva justeras om det är påkallat. Vår vaksamhet bör vara fortsatt hög.

§3c Diskussion

Ingen efterföljande diskussion fördes.

§4 Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade

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

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

Irina Andone Rosén

Jesper Johansson

David Lööf

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