



Penningpolitiskt protokoll

Januari 2026

PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen nr 1

DATUM: 2026-01-28

MÖTESTID: 09:00

Penningpolitiskt protokoll till sammanträde nr 3 2026

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

Björn Andersson

Irina Andone Rosén

Lena Arfalk

Charlotta Edler

Mattias Erlandsson

Susanna Grufman

Ellen Kockum

Anders Kvist

David Lööv

Hilkka Nyberg

Åsa Olli Segendorf

Annica Sandberg

Olof Sandstedt

Anna Sjulander

Maria Sjödin

Anna Österberg

Joel Birging (§1-3a)

Maria Johansson (§1-3a)

Det noterades att Maria Sjödin och Anna Österberg ska föra penningpolitiskt protokoll.

§3 Penningpolitisk avstämning

§3a Den ekonomiska utvecklingen

Marknadsutvecklingen sedan det senaste penningpolitiska mötet

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

De finansiella marknaderna har generellt präglats av låg volatilitet, även om nya amerikanska utspel om höjda importtullar och det kommande nya valet i Japan tillfälligt bidrog till högre volatilitet och riskaversion. Kreditmarknaden kan beskrivas som stark med hög aktivitet på primärmarknaden och spreadar på historiskt låga nivåer. Den starka börsutvecklingen har fortsatt och globala aktieindex har nått nya rekordnivåer, bland annat med stöd av penning- och finanspolitik och hög riskvilja bland investerare. Aktier relaterade till tillväxtmarknader och småbolag är två kategorier som inlett året starkt.

Råvarupriser har stigit tydligt och spotprisindex noteras på de högsta nivåerna sedan 2022. Det är främst metall- och energipriser som har stigit, medan utvecklingen för priser på jordbruksråvaror varit mer dämpad. Guldpriset har handlats över 5 000 dollar per troy uns och sammantaget ser prisökningen under januari månad ut att bli den största sedan 1980.

2-åriga statsobligationsräntor har legat relativt stilla sedan i december och marknadsprissättningen indikerar att förväntningarna på Federal Reserve och Europeiska centralbanken (ECB) är ganska stabila. Detta innebär att Federal Reserve väntas sänka styrräntan 1–2 gånger i år medan ECB väntas hålla räntan oförändrad. Något att notera är att det varit volatilt i japanska statsobligationer med anledning av det utlysta nya valet, och särskilt i längre räntor har det skett stora rörelser.

Dollarn har försvagats brett och rörelsen har bland annat påverkats av spekulationer om att en intervention i den japanska yenen är nära. Kronan har å sin sida stärkts och noteras i KIX-termen på den lägsta nivån sedan 2021. Kronan får bland annat stöd av bra tillväxtutsikter samt att Riksbanken inte antas sänka räntan ytterligare. I närtid förväntar sig både marknadsaktörer och prognosmakare att Riksbanken håller räntan oförändrad. En eventuell höjning ses som aktuell tidigast mot slutet av året.

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. Riskbilden präglas av den amerikanska administrationens oförutsägbara handelspolitik och utrikespolitiska agerande. Den senaste tidens utveckling med förnyade amerikanska anspråk på Grönland och handelspolitiska påtryckningar har ökat osäkerheten. Trots viss volatilitet och försvagad amerikansk dollar har de finansiella marknaderna reagerat i begränsad omfattning och aktörer inom det finansiella systemet har hittills inte påverkats nämnvärt. Utvecklingen har dock vidgat utfallsrummet för vad som kan hända framöver, både för den makroekonomiska och finansiella stabiliteten.

Fortsatta handelspolitiska utspel och geopolitiska spänningar kan bidra till snabba förändringar i marknadssentimentet med ökad volatilitet och stigande riskpremier. I en miljö med en hög riskaptit och höga tillgångspriser kan sådana korrigeringar bli mer omfattande och få breda spridningseffekter i ett globalt sammanlänkat finansiellt system. Höga och växande offentliga skulder i flera stora ekonomier och en växande icke-banksektor kan dessutom förstärka dessa effekter. Svenska storbanker har dock god kapacitet att hantera störningar och ett ansträngt marknadsläge, där nuvarande goda lönsamhet och marginaler i förhållande till gällande kapital- och likviditetskrav ger förmåga att upprätthålla kreditförsörjningen till realekonomin.

Kredittillväxten till hushåll och icke-finansiella företag är fortsatt relativt måttlig, trots att utlåningen nu växer något snabbare, och det finns i dagsläget få tecken på en uppbyggnad av cykliska systemrisker kopplade till den privata sektorns lån. Samtidigt var nysparandet i fonder fortsatt mycket starkt under 2025, med de näst största nettoinflödena någonsin, vilket bidrog till att den samlade fondförmögenheten nådde en ny rekordnivå. Prissättningen på penningmarknaden har vid ett par tillfällen i början av året uppvisat förhöjda räntor. Detta syns i både Swestr och Stibor med 3 månaders löptid. En bättre förmåga och vilja bland penningpolitiska motparter att använda dagslåne marknaden och Riksbankens utlåningsfaciliteter skulle främja utjämningen av likviditet mellan bankerna och minska volatiliteten i korta marknadsräntor.

Den aktuella penningpolitiska beredningen

Irina Andone Rosén, 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 räntebeslut har diskuterats med direktionen den 19 och 20 januari. Utkastet till penningpolitisk uppdatering diskuterades vid beredningsmötet den 22 januari.

Vid det penningpolitiska mötet i december beslutade Riksbanken att lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent. Direktionen bedömde att en styrränta på denna nivå en tid framöver skulle bidra till att stärka den inhemska efterfrågan och skapa förutsättningar för att inflationen stabiliseras kring målet på sikt.

En central fråga i den här beredningen har varit om inflation- och konjunkturutsikterna står sig. I beredningen har det varit ett särskilt fokus på om den turbulenta geopolitiska utvecklingen i början av året har förskjutit riskbilden för inflationen i någon betydelsefull bemärkelse.

Utvecklingen i omvärlden i början av 2026 har varit dramatisk och lett till att osäkerheten kring inflations- och konjunkturutsikterna har ökat. Den amerikanska administrationens anspråk på Grönland har lett till ökade spänningar mellan USA och Europa. Det ryska anfallskriget mot Ukraina, protesterna och våldsamheterna i Iran samt USA:s aktioner i Venezuela och utspel mot andra länder har också bidragit till osäkerheten. De geopolitiska spänningarna riskerar att få betydande konsekvenser för såväl den globala som den svenska ekonomin. Det är dock ännu för tidigt att bedöma vad de mer bestående följderna blir och vilka konsekvenser de får för svensk penningpolitik. Riskbilden för inflationen bedöms mot denna bakgrund inte ha förskjutits i någon särskild riktning. Klart är dock att utfallsrummet för vad som kan hända framöver har vidgats, vad gäller såväl konjunkturen som inflationen.

Kronan har under början av året fortsatt att stärkas, och är ungefär 3 procent starkare än prognosen i december uttryckt i KIX-termer. Trots detta bedöms de finansiella förhållandena i Sverige vara gynnsamma, med goda lånevillkor för hushåll och företag.

Som beskrivs i utkastet till uppdatering var inflationen i december nära målet, men samtidigt lägre än väntat. Mätt med KPIF och KPIF exklusive energi ökade priserna med 2,1 respektive 2,3 procent i årlig procentuell förändring. Energipriserna steg långsammare än väntat, men en oväntat bred nedgång i varupriserna bidrog också till prognosfelet. De senaste månadernas svaga varuprisutveckling kan indikera att det senaste årets kraftiga kronförstärkning har haft en något snabbare och större dämpande effekt på inflationen än vad Riksbanken räknat med. I december utvecklades också tjänstepriserna något svagare än beräknat. Sammantaget kan detta vara tecken på att inflationstrycket blir något svagare en tid framöver än i Riksbankens prognos i december. Företagens prisplaner ligger samtidigt på normala nivåer och de långsiktiga inflationsförväntningarna är väl förankrade nära 2 procent. På lite längre sikt

väntas konjunkturförstärkningen innebära att inflationstrycket normaliseras i linje med bedömningen i december. Utsikterna för inflationen står sig sammantaget i stora drag.

Indikatorer tyder på att tillväxten i svensk ekonomi har varit något starkare än väntat. Enligt SCB:s månadsindikator för BNP ökade aktiviteten i svensk ekonomi i november. I näringslivet har stämningsläget enligt indikatorer förbättrats ytterligare och det är nu högre än normalt. Sysselsättningen ökade tydligt under fjärde kvartalet, även om arbetsmarknaden är fortsatt svag och arbetslösheten steg till 9,1 procent. Samtidigt fortsatte företagen att utöka sina anställningsplaner och antalet nyanmälda lediga platser gick också upp. Sammantaget står sig bedömningen av konjunkturutsikterna från december ganska väl.

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 december.

§3b Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef Per Jansson:

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte i december har utvecklingen på det internationella planet minst sagt varit turbulent. Det har handlat om nya och påtagligt förvärrade geopolitiska konflikter, där den amerikanska administrationen också har hotat flera länder med drastiskt högre tullsatser på deras export till USA. De geopolitiska konflikterna har periodvis varit så allvarliga att de har rest frågetecken kring huruvida NATO i sin nuvarande form kan fortsätta att bestå. Precis som påpekas i utkastet till penningpolitisk uppdatering är det oklart vad de konkreta och mer bestående följderna blir av detta. Ett sätt att uttrycka det är att effekterna än så länge inte låter sig kvantifieras i ett ekonomiskt sammanhang. Jag ska inom kort återkomma till detta men tolkar det alltså som att de ekonomiska bedömningar vi nu redovisar i utkastet till uppdatering i princip inte har påverkats av de här ännu så länge svåröverblickbara skeendena.

När det gäller utvecklingstendenserna för den svenska inflationen och realekonomin tyder nya utfall och indikatorer här hemma på att dessa sedan senare delen av förra året står sig i stora drag. Att inflationen faller och att det sker något snabbare än väntat är ett faktum. Men för egen del har jag ju alltsedan vårt möte i november också varit inne på att riskerna för att inflationstrycket

framöver ska bli för lågt gradvis har blivit allt större. Även den här utvecklingstendensen menar jag har fortsatt sedan vårt decembermöte. Samtidigt står den realekonomiska återhämtningen på allt fastare mark men jag ser, precis som tidigare, små risker för att detta i förlängningen ska resultera i en svårhanterligt hög efterfrågedriven inflation. Att det bara skett små förändringar i de makroekonomiska utvecklingstendenserna ger mig utrymme att i mitt inlägg här idag fördjupa mig i de möjliga penningpolitiska konsekvenser som den här utvecklingen kan föra med sig. Det började jag redan att göra på mötet i november och framför allt på mötet i december. Men nu är det, i alla fall så som jag ser det, läge att börja ta dessa möjliga konsekvenser på större allvar.

Jag vill börja med att understryka att jag helt och hållet står bakom förslaget i utkastet till uppdatering att nu lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent. Däremot är jag mer tveksam till om också kommunikationen om den framtida styrräntan ska vara densamma som på vårt senaste möte i december.

Riskerna för att inflationstrycket framöver ska bli för lågt har som sagt enligt min uppfattning successivt ökat under de senaste månaderna. Vid vårt decembermöte konstaterade jag att ett stort antal olika mått på underliggande inflation uppmätta i en-, tre- och sexmånaderstakt, som jag regelbundet började uppdatera under höginflationsperioden, aldrig sedan inflationen började stiga under inledningen av 2022 hade förmedlat en sådan samstämmig bild av ett inflationstryck under målet framöver. En uppdatering av måtten med det nya inflationsutfallet för december visar att den här bilden nu till och med har förstärkts ytterligare.

En rimlig hypotes är att den stora förstärkningen av kronans växelkurs, som inleddes i början av fjolåret, gradvis har blivit en allt viktigare faktor bakom den här utvecklingen. Bara sedan strax efter publiceringen av vårt penningpolitiska beslut i december har kronan förstärkts med drygt 5 procent mot den amerikanska dollarn och lite mer än 3 procent mot euron. Görs motsvarande beräkning i stället sedan strax efter publiceringen av vårt första penningpolitiska beslut 2025, den 29 januari, uppgår förstärkningen mot dollarn till cirka 20 procent och mot euron till ungefär 8 procent.

Det är förvisso inte möjligt att med vår penningpolitik fullt ut motverka de inflationseffekter som den här typen av mycket kraftiga växelkursförstärkning leder till. Det skulle sannolikt kräva orealistiskt stora förändringar i vår räntepolitik, särskilt som den grundläggande trenden i kronans appreciering tycks hänga samman med faktorer och omständigheter som inte har med skeenden i Sverige att göra.

Men detta betyder förstås inte att det bästa penningpolitiska svaret på utvecklingen är att ge upp och helt avstå från att reagera. Även om effekterna inte fullt ut kan motverkas är det troligt att en lättare penningpolitik gör att

avvikelserna från inflationsmålet blir mindre varaktiga än vad de annars skulle vara. Det hänger samman med att de penningpolitiska lättnaderna, även om de inte helt och hållet kan eliminera effekterna från den starkare växelkursen, ändå understryker vårt tydliga fokus på inflationsmålet och vår strävan efter att undvika stora och mer ihållande avvikelser från målet. På så sätt gör vi ändå vad vi kan för att minska risken för att inflationsmålets roll som ankare i prissättningen och lönebildningen ska försvagas alltför mycket.

Jag konstaterade inledningsvis att det för stunden inte går att kvantifiera de ekonomiska effekterna som den turbulenta internationella utvecklingen för med sig. För bara en dryg vecka sedan såg det ut som om ett fullskaligt tullkrig mellan USA och EU helt på allvar kunde bli en realitet. En sådan utveckling skulle naturligtvis vara en riktig "game changer" och helt och hållet rita om den ekonomiska spelplanen för både Sverige och många andra länder. Dessbättre tycks förhandlingar och samtal under de senaste dagarna nu ha minskat risken för ett sådant scenario. Men utvecklingen kännetecknas av tvära kast och är i princip helt oförutsägbart, vilket just gör att det än så länge inte går att kvantifiera dess ekonomiska effekter.

Men även om utvecklingens ekonomiska effekter just nu inte går att uppskatta bidrar det som händer rimligen inte till att förbättra stämningsläget och minska osäkerheten bland företag och hushåll. Tvärtom leder ju turbulensen bara till att dimman av osäkerhet tättnar ytterligare. Och om den konkreta och mer bestående effekten i huvudsak blir just ännu större osäkerhet ökar detta, i linje med hur vi resonerat tidigare, bara ytterligare riskerna för att inflationstrycket framöver ska bli för lågt, i det här fallet via en dämpning av efterfrågan.

Det förtjänar i sammanhanget att betonas att ett förhållandevis tidigt agerande i penningpolitiken här kan ha sina fördelar. Att avvakta med att agera riskerar att medföra ett behov av ännu större penningpolitiska lättnader längre fram i tiden och kan, om man hamnar rejält på efterkälken, innebära att man åter tvingas närma sig styrräntenivåer som känns obekvämt låga.

Med detta sagt står jag ju, som jag redan påpekat inledningsvis, bakom förslaget att nu lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent. Ett skäl till att jag tycker att det är lite för tidigt att sänka räntan redan på dagens möte är att det skulle utgöra en stor överraskning för marknadens aktörer. Det här argumentet tycker jag inte alltid spelar så stor roll men i det här läget när vi i direktionen ganska samstämmigt vid upprepade tillfällen har kommunicerat att vår plan är att lämna styrräntan oförändrad på nuvarande nivå under en tid framöver är det en faktor som jag tycker är av betydelse. Själv har jag förvisso under en tid resonerat om ökade nedåtrisker för inflationstrycket och att vi behöver ha beredskap att vid behov snabbt tänka om i penningpolitiken men dessa resonemang har hittills inte

varit tillräckligt skarpa och tydliga för att motivera att jag redan på mötet här idag stödjer en räntesänkning.

Ett annat skäl är att jag anser att det är klokt att vänta in SCB:s publicering av utfallet för inflationen i januari. I samband med det utfallet kommer SCB att göra ett antal metodförändringar. Några av dem har potential att påverka den uppmätta inflationen ganska mycket. Jag tänker här förstås i första hand på den årliga uppdateringen av konsumtionsvikterna i beräkningen av konsumentprisindex. Vanligen bidrar denna så kallade korgeffekt till att indexet sjunker då konsumenterna försöker ersätta relativt sett dyrare produkter med billigare. Ifjol bidrog dock korgeffekten på ett överraskande sätt till högre inflation. Omslaget jämfört med 2024 blev särskilt stort då korgeffekten för det året var mer negativ än vanligt. Osäkerheten kring hur korgeffekten kommer att påverka årets uppmätta inflation i januari är mot denna bakgrund ovanligt stor.

Det förtjänar att betonas att uppdateringen av konsumtionsvikterna i konsumentprisindex, trots att det är en metodförändring, är av stor och genuin betydelse för inflationen i Sverige. Givet att de nya vikterna på ett bra sätt speglar förändringar i konsumtionsmönster har uppdateringen en direkt koppling till de svenska konsumenternas köpkraft. Viktigt att påpeka är också att korgeffekten i januari kommer att påverka inflationen mätt i årlig procentuell förändring under årets samtliga månader. Det rör sig här alltså inte bara om en teknisk förändring som man kan betrakta som relativt oviktig.

Ett ytterligare skäl till att jag menar att det är för tidigt att redan nu sänka räntan hänger samman med kronans framtida utveckling. Det är möjligt, så som det framhålls i utkastet till uppdatering, att kronförstärkningen nu har kulminerat och effekterna på inflationen framöver därför gradvis kommer att bli mindre. Precis som konstateras i utkastet till uppdatering är kronans utveckling ”notoriskt svår att förutse” och jag är själv med all säkerhet inte bättre på att göra bedömningar av växelkursens framtida utveckling än alla våra duktiga ekonomer på den penningpolitiska avdelningen. Jag oroar mig förvisso, vilket förhoppningsvis har framgått av det jag tidigare har sagt, för att redan den förstärkning av kronan som hittills har skett kan göra att inflationstrycket ganska snart blir problematiskt lågt. Och det här problemet skulle givetvis bara förvärras ytterligare om kronan framöver skulle fortsätta att stärkas. Men den stora osäkerheten som råder kring kronans effekter och framtida utveckling talar, menar jag, ändå för att avvakta ännu lite grann med att sänka räntan.

Av det jag anført ovan framgår att det inte kan uteslutas att jag på vårt nästa penningpolitiska möte den 18 mars kommer att lägga min röst på att vi bör sänka styrräntan. Huvudfrågan för mig på dagens möte är då om jag ska formellt reservera mig mot förslaget till kommunikation om den framtida styrräntan i

utkastet till uppdatering eller om jag ska nöja mig med de resonemang jag här har fört. Efter en del överväganden har jag landat i det senare.

Det viktigaste skälet till att avstå från en formell reservation är att vi inte har gjort någon ny prognos för styrräntan och att reservationen då alltså skulle avse en kommunikation relaterad till en prognos som gjordes för en dryg månad sedan. Det tycker jag helt enkelt inte är en tillräcklig grund för en formell reservation. Och jag kan inte heller se att det på något sätt skulle göra de ståndpunkter jag redogjort för här idag tydligare än vad de redan är.

Vice riksbankschef Anna Seim

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

Jag har vid tidigare möten gett uttryck för uppfattningen att en stark inhemsk efterfrågan sporrad av en expansiv finans- och penningpolitik, tillsammans med en skör utbudssida kan skapa inflationsrisker på uppsidan framöver. Jag vill vid dagens möte kommentera om, och i så fall hur, denna bild ändrats sedan vårt beslut i december.

Omvärlden karaktäriseras av omvälvande händelser och eskalerande geopolitiska spänningar. Fokus flyttas snabbt mellan olika världsdelar, tonläget är skarpt och insatserna höga. Osäkerheten är genuin och utfallsrummet stort.

Svensk ekonomi har i denna miljö visat sig motståndskraftig. Tillväxten är nu mer ihållande, arbetsmarknaden visar allt tydligare tecken på förbättring och kronan har under en tid apprecierat kraftigt mot flera valutor, i synnerhet den amerikanska dollarn.

Precis som vid det penningpolitiska mötet den 7 maj i fjol, efter tullutspelen av den amerikanska administrationen i april, ser jag framför mig att de dramatiska skiftena i omvärlden primärt kan ge upphov till två effekter: (i) en svagare efterfrågan på grund av den ökade osäkerheten och (ii) en ännu högre risk för utbudsstörningar om exempelvis utspel om handelshinder faktiskt implementeras.

Vi befinner oss dock i en annan situation idag än förra våren i flera avseenden. Låt mig nämna två. För det första har vi lärt oss att vad som sägs och vad som sedan drivs igenom av den amerikanska administrationen inte alltid sammanfaller. För det andra är en kritisk fråga hur det senaste årets tvära kast har påverkat världsekonomin anpassningsförmåga. Det talas ofta om att ekonomin varit motståndskraftig men det har knappast varit utan kostnader. Min bedömning är exempelvis att utbudssidan är mer skör än förra våren eftersom företag som

drabbats av tullar tvingats till anpassningar som pressat vinstmarginaler och lett till förändringar i handelsflöden. Även om vi inte ser tecken på störningar i leveranskedjor i data så uppfattar jag att de är mer ansträngda och svåröverskådliga än tidigare och det finns en risk för att en störning i något led snabbt kan förstärkas i komplexa produktionsnätverk där det inte längre finns några marginaler att tala om.

Samtidigt som ansträngda värdekedjor och produktionsnätverk gör den globala utbudssidan sårbar, får svenska företag som är beroende av importerade insatsvaror hjälp av den starka kronan. Kronförstärkningen bidrar till ett svagare kostnadstryck för importerande företag och mindre behov av att höja priserna. Som vi påpekar i utkastet till uppdatering finns det tecken på att genomslaget från växelkursen till inflationen varit något starkare än normalt. Om kronan apprecierar ytterligare kan inflationen framöver bli lägre än vi tidigare räknat med. Men även om jag menar att det går att förstå kronans utveckling i efterhand är den mycket svår att prognostisera. Det beror på att den bestäms av utbud och efterfrågan på svenska kronor relativt andra valutor, och därför av faktorer som driver finansiella flöden över landsgränser.¹ I det senaste årets ständigt skiftande omvärld har efterfrågan på svenska tillgångar lett till ett inflöde av kapital och nominella apprecieringar som hållit nere inflationen. Det senaste året har lärt oss att inte ta något för givet och att sakernas tillstånd snabbt kan förändras. En plötslig återgång till vedertagna normer och stabilitet i den amerikanska ekonomin skulle kunna leda till en rekyl i dollarns utveckling och en försvagning av mindre valutor. Jag har dock i dagsläget svårt att se att det händer.

Sammanfattningsvis bedömer jag att den ökade osäkerheten minskar risken för en efterfrågedriven inflation i Sverige något samtidigt som den starka kronan leder till lägre kostnader och dämpar inflationstrycket. Min oro för inflationsrisker på uppsidan har därför avtagit något men man ska vara medveten om att förutsättningarna kan ändras snabbt.

I denna omvärld i ständig förändring är det betryggande att återhämtningen i den svenska realekonomin nu står på fastare mark, att det finns tecken på optimism på arbetsmarknaden, att styrräntan ligger på en nivå som jag bedömer är expansiv men nära neutral, och att våra ekonomisk-politiska ramverk har hjälpt oss bygga motståndskraft mot oväntade utfall.

Vi återkommer med en fullständig prognosomgång i mars och har alla möjligheter att anpassa penningpolitiken om det visar sig befogat.

¹ Se Seim, A. (2025), "Drivkrafter bakom kronans utveckling", tal, 14 november 2025.

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. Bedömningarna innebär i ett nötskal att inflations- och konjunkturutsikterna från det penningpolitiska mötet i december står sig i stora drag.

Vi lever i en tid av stor omvälvning i världspolitiken. Sedan vårt förra möte har utvecklingen varit dramatisk när det gäller framför allt Grönland, Venezuela och Iran. Samtidigt är det snart fyra år sedan kriget i Ukraina bröt ut, och det fortsätter med oförminskad styrka. Som beskrivs i utkastet till uppdatering har den senaste tidens geopolitiska händelser främst ökat osäkerheten och utfallsrummet för framtida händelser. Men den konkreta effekten på ekonomin och penningpolitiken i Sverige är svårbedömd och beror bland annat på vad som till slut förverkligas av de många utspelen från den amerikanska administrationen om tullar och andra åtgärder.

Men låt mig börja på hemmaplan med nulägesbilden av den svenska inflationen och konjunkturen.

Vi har bara fått ett nytt inflationsutfall sedan det senaste mötet och jag vill inte överdriva dess betydelse. Men det överraskade på nedsidan, både när det gäller KPIF och KPIF exklusive energi. Vi har varit beredda på att den uppmätta inflationen med start i april i år skulle tryckas ner av den sänkta matmomsen (se diagram 7 i utkastet till uppdatering). Men det senaste utfallet ger också signaler om att inflationen i närtid kan bli låg även bortsett från detta. Prisökningstakterna på kortare sikt än 12 månader är nu tydligt under 2 procent. Framför allt varupriserna överraskade nedåt i december, och det har sannolikt att göra med en starkare krona. Under förra året stärktes kronan kraftigt och har fortsatt att göra det i inledningen av det här året. Det dämpar kostnaderna för många importföretag och det samlade inflationstrycket. Det syns också i sjunkande producentpriser. Vår tidigare analys har visat att effekterna av en *kronförsvagning*, i likhet med andra kostnadsökningar, kunde vara särskilt stor när inflationen var hög.² Nu är inflationen sedan en tid nära målet, vilket skulle kunna tala för ett mer begränsat genomslag. Men som beskrivs i utkastet till uppdatering finns det tecken på att genomslaget blivit snabbare och större. Vi kommer nog behöva följa dels huruvida förstärkningen av kronan fortsätter, dels hur stort och

² Se exempelvis fördjupningen "Kronans genomslag på inflationen tycks ha varit ovanligt stort" från Penningpolitisk rapport, november 2023.

snabbt genomslaget på priserna blir. Här kan vår företagsundersökning och vår mikrodatabas vara till hjälp.³

Men i den andra vågskålen kan vi samtidigt lägga en starkare tillväxt och konsumtion än väntat (se diagram 4 i utkastet till uppdatering). Hushållen får i år kraftigt stigande realinkomster. Arbetsmarknaden brukar återhämta sig med en viss eftersläpning i förhållande till tillväxten. I de senaste utfallen kan vi notera både en stigande sysselsättning och arbetskraft, även om arbetslösheten är fortsatt hög. I vår fördjupning om arbetsmarknaden i decemberrapporten drog vi slutsatsen att den höga arbetslösheten i Sverige i huvudsak är strukturell, men att den försämring vi sett de senaste åren främst är konjunkturell och driven av en svag efterfrågan.⁴ Bedömningen var att det fanns gott om lediga resurser, men när efterfrågan återhämtar sig borde det resultera i nyanställningar. Och nu ser vi också en förbättring av anställningsplanerna (se diagram 6 i utkastet till uppdatering).

Hur ska man då väga samman en lägre inflation och en starkare konjunktur i förhållande till vår tidigare prognos? En pusselbit är våra indikatorer i form av exempelvis företagens prisplaner, som tyder på en inflation i linje med målet framöver. Dessutom är inflationsförväntningarna på längre sikt nära 2 procent. I och med att inflationstrycket i närtid ser ut att kunna bli lågt på grund av kronförstärkningen landar jag i slutsatsen att den starkare konjunkturen om något förbättrar förutsättningarna för att inflationen ska ligga nära målet på sikt.

Sammantaget ser jag alltså en god utveckling framför mig i svensk ekonomi. Men det går inte att komma ifrån den ökade globala osäkerheten, som kan kullkasta den bilden. Under hösten hade vi några varningens ord i våra penningpolitiska rapporter och uppdateringar: "Den amerikanska handelspolitiken under den nya administrationen har präglats av oförutsägbarhet och kan förändras på ett oväntat sätt även framöver." Det visade sig tyvärr vara en väldigt träffande formulering. Nu används tullarna vid upprepade tillfällen som hot i den säkerhetspolitiska debatten. Det är inte svårt att föreställa sig scenarier där nya spänningar leder till problem i den internationella handeln, utbudsstörningar och stigande inflation, eller för den delen ökad osäkerhet, försvagad efterfrågan och sjunkande inflation. Det är självklart väldigt svårt för företag att planera leveranskedjor om besked om framtida tullsatser ändras från dag till dag. Hittills har dock världshandeln och företagen, inte minst de svenska, visat god motståndskraft. Och vi ser också positiva steg som frihandelsavtal mellan EU och Mercosur samt EU och Indien. Men sammantaget är jag ändå nu något mer oroad över att osäkerheten återigen hämmar den ekonomiska aktiviteten och

³ Se exempelvis "Mikrodata ger insikter om hur företagen ändrar sina priser", fördjupning i Penningpolitisk rapport, september 2024.

⁴ Se "Gott om lediga resurser på arbetsmarknaden", i Penningpolitisk rapport, december 2025.

efterfrågan, med en lägre inflation som följd. Vi behöver se en återhämtning i ekonomin för att stabilisera inflationen på sikt och för det behövs framtidsstro och investeringsvilja, inte mer osäkerhet från politiska utspel.

På de finansiella marknaderna har vi sedan det förra mötet sett en fortsatt svagare dollar, turbulens på den japanska ränte- och valutamarknaden och ett guldpris som rusat till över 5000 dollar per troy uns. Det är nästan en dubblering av guldpriset sedan början av 2025. Men i övrigt är det anmärkningsvärt hur begränsad påverkan på de finansiella marknaderna har varit, exempelvis på börsen där riskaptiten snabbt tycks återvända efter varje störning. Risker är att reaktionen blir desto kraftigare om förväntan att tullhot ska tas tillbaka slår fel. Till det kommer de redan upptrissade värderingarna av AI-bolag, som kan utlösa en allmän korrigering framöver.

Den ökade osäkerheten och riskbilden kopplad till geopolitiken ändrar inte min syn på penningpolitiken i dagsläget eller prognosen framöver. Vi har ett gott utgångsläge i svensk ekonomi. Men det pekar återigen på behovet av vaksamhet och handlingsberedskap.

Riksbankschef Erik Thedeen

Sedan vårt senaste penningpolitiska möte har vi fått en del ny ekonomisk information och den stödjer bilden att inflationen i år blir låg, i första hand på grund av tillfälliga faktorer, och att konjunkturåterhämtningen fortsätter. I december var KPIF-inflationen 2,1 procent medan den underliggande inflationen, mätt med KPIF exklusive energi, var 2,3 procent. Båda utfallen var lägre än förväntat. En stor del av överraskningen i den underliggande inflationen berodde på oväntat låga varupriser, något som förmodligen delvis hänger samman med växelkursens förstärkning. De senaste veckorna har kronan dessutom stärkts ytterligare, vilket talar för att varuinflationen framöver kan komma att dämpas mer än vad vi tidigare antagit.

Energipriserna har samtidigt stigit en del sedan december, liksom förväntningarna på energipriserna framöver. Nettoeffekten av de högre energipriserna och den lägre varuinflationen pekar på en något lägre KPIF-inflation i år. Det handlar om mindre justeringar, men utfallen i kombination med den starkare kronan talar för att vår inflationsprognos från december snarare kommer att behöva revideras ner än upp.

Givet omständigheterna finns det skäl att nu även följa olika mått på den underliggande tjänsteprisinflationen, som påverkas mindre än varuinflationen av fluktuationer i växelkursen och därmed är mer relevant för vårt mål att stabilisera inflationen på sikt. Det gäller exempelvis prisökningstakten på tjänster exklusive utrikes resor, administrativa priser och hyror, som det senaste året legat ganska

stabil nära 2 procent. Detta mått visar alltså inga tydliga tecken på fallande inflationstryck. Min sammantagna bild är därför att KPIF-inflationen, och även inflationen mätt som KPIF exklusive energi, kan komma att bli något lägre än vad vi tidigare bedömt, men att det inte är ett tecken på någon tydlig förändring i det underliggande inflationstrycket.

SCB:s indikatorer för BNP och för hushållens konsumtion tyder på att BNP under det fjärde kvartalet växte något starkare än väntat. Ny statistik över företagens orderingång stödjer också bilden att konjunkturen fortsätter att förbättras. Den högre tillväxten har ännu inte satt några tydliga avtryck på arbetslösheten, som alltså är hög. Men trots stora varsel från Ericsson tyder de flesta arbetsmarknadsindikatorer på att efterfrågan på arbetskraft stiger, med fortsatta uppgångar i sysselsättningen som följd.

Den ekonomiska aktiviteten i nuläget ser alltså ut att vara något högre än vi förväntat, och det tyder på att tillväxten under 2026 troligen blir något starkare än vad vi bedömde i december. Än så länge handlar det dock om ganska små överraskningar och om få datapunkter. I dagsläget ser jag inte framför mig några större revideringar i tillväxtprognosen.

I stora drag står sig alltså både inflations- och konjunkturutsikterna och därför ser jag få skäl att nu justera penningpolitikens inriktning. Jag förväntar mig alltså att styrräntan förblir på dagens nivå en tid framöver och bedömer att penningpolitiken därigenom bidrar till att KPIF-inflationen stabiliseras på 2 procent på sikt. Därmed stödjer jag förslaget att idag lämna styrräntan oförändrad på 1,75 procent och jag ställer mig bakom de bedömningar som görs i utkastet till penningpolitisk uppdatering.

Under vilka omständigheter skulle det kunna bli aktuellt att sänka styrräntan ytterligare? Ett kraftigt bakslag i konjunkturuppgången är ett sådant fall men man kan också tänka sig att den frågan väcks om vi återigen överraskas av oväntat låga inflationsutfall. I en sådan situation blir det viktigt att ta hänsyn till konjunkturutsikterna, inte minst eftersom det på sikt även påverkar inflationen.

I dagsläget är tillväxten i svensk ekonomi snarast något starkare än vi väntat oss. Risken att inflationen under en tid hamnar tydligt under målet på 2 procent måste vägas mot risken att tillväxtutsikterna samtidigt stärks så mycket att ekonomin på sikt överhettas. Jag anser visserligen att en sådan utveckling är mindre sannolik, men sannolikheten skulle öka om vi nu sänkte styrräntan ytterligare i syfte att motverka att inflationen i år väntas bli tillfälligt låg. Som jag ser det blir alltså ytterligare lättnader aktuella framför allt om både konjunkturen och inflationstrycket blir oväntat svaga.

Innan jag diskuterar växelkursens betydelse vill jag även kort kommentera de senaste veckornas geopolitiska händelser, då vi bevittnat hur USA:s regering använt hot om nya tullar på import från ett flertal länder som ett instrument för sin utrikes- och säkerhetspolitik. Krisen kring Grönland har på nytt skapat osäkerhet om vilka spelregler som ska gälla för vårt ekonomiska utbyte med USA. Jag bedömer dock att sannolikheten för riktigt restriktiva handelshinder trots allt är begränsad.

Men USA:s nya utrikes- och handelspolitik påverkar den säkerhetspolitiska kartan och på längre sikt kan förändringarna i handelsmönster, lokalisering av investeringar och i internationella kapitalflöden bli betydande. Det kan även påverka valutamarknaderna och den amerikanska dollarns ställning, och kanske finns det redan nu tecken i den riktningen. Att bara studera de kortsiktiga effekterna av de politiska förändringarna i USA kan ge upphov till ett bedrägligt lugn. På längre sikt kan läget vara något helt annat.

Jag vill också kommentera kronans roll i våra överväganden. En starkare växelkurs kan som sagt innebära att varuinflationen under en tid hålls tillbaka mer än vi tidigare räknat med. Men liksom vi tidigare sett igenom faktorer som tillfälligt drivit upp inflationen, menar jag att vi nu har goda skäl att fokusera på inflationens mer långsiktiga bestämningsfaktorer, som prognoserna för resursutnyttjandet och lönerna och de långsiktiga inflationsförväntningarna.

En snabb, stor och varaktig kronförstärkning från dagens nivåer skulle visserligen kunna försvåra de penningpolitiska avvägningarna. Då kan importpriserna pressas ned så mycket att det mer brett börjar påverka företagens kostnader och därigenom deras prissättningsbeteende. I ett sådant scenario, där det dessutom är tänkbart att även de långsiktiga inflationsförväntningarna faller under 2 procent, finns det förmodligen skäl att lätta på penningpolitiken. Men det scenariot ter sig i dagsläget inte som det mest sannolika.

Min bedömning är alltså, för att sammanfatta, att vår senast publicerade prognos för styrräntan står sig väl och att riskerna är väl balanserade. Prognosen är förvisso osäker och det finns flera olika scenarier, likt de jag nyss diskuterat, som skulle kunna föranleda att penningpolitiken behöver justeras. För sådana förändringar har vi alltid beredskap. Men i dagsläget bedömer jag att penningpolitiken ligger på en stabil och rimlig kurslinje, och vi tål smärre avvikelser i datautfallen utan att omedelbart behöva ändra den utlagda kursen.

§3c Diskussion

Direktionen lyfte frågan om efterfrågans respektive växelkursens effekter på inflationen och efterlyste mer fördjupad analys, till exempel i form av scenarier, kring detta i beredningen inför det penningpolitiska beslutet i mars.

§4. Penningpolitiska beslut

Direktionen beslutade

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

Denna paragraf förklaras omedelbart justerad.

Vid protokollet

Maria Sjödin

Anna Österberg

Justeras

Erik Thedéen

Aino Bunge

Per Jansson

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