



Ekonomisk kommentar

Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt

Caroline Flodberg

NR 5 2024, 27 mars

Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt¹

Före de senaste årens inflations- och ränteuppgång hade reala räntor i såväl omvärlden som Sverige fallit trendmässigt i flera decennier. Det råder relativt bred konsensus om att en stor del av den nedgången beror på förändringar i flera strukturella faktorer, som inte tycks ha ändrats nämnvärt de senaste åren. Hur dessa faktorer och deras påverkan på räntor kommer att utvecklas framöver är osäkert. Det finns både argument som talar för en högre ränta och argument som talar för en lägre ränta på lång sikt. Oavsett riktning är dock de förändringar som väntas sannolikt relativt små i relation till den trendmässiga nedgång som redan skett.

Författare: Caroline Flodberg, verksam vid Avdelningen för penningpolitik²

Den reala räntan på tillgångar med låg risk har minskat trendmässigt

Det är i huvudsak den reala räntan som är relevant för olika ekonomiska beslut. Den reala räntan på ett lån eller sparande kan beräknas som den nominella räntan justerad för den genomsnittliga, förväntade inflationen under den period ett lån eller sparande löper. Den reala räntan är alltså ett mått på den köpkraft en låntagare måste ge upp för att ta ett lån, eller den reala avkastningen, det vill säga hur mycket mer varor och tjänster ett sparande kommer att kunna betala för i framtiden.

Under 2022 började många centralbanker höja sina styrräntor för att få ned inflationen som steg snabbt. Före de senaste årens inflations- och ränteuppgång hade den reala räntan på tillgångar med låg risk, såsom statsobligationer och bostadslån, sjunkit trendmässigt under flera decennier. Nedgången har varit gemensam för i stort sett alla utvecklade länder, däribland Sverige (se diagram 1). Men det är också väntat att den svenska realräntan påverkas av utvecklingen i omvärlden eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi med starka internationella handelsmässiga och finansiella kopplingar.

Det råder relativt bred konsensus om att en stor del av nedgången i realräntorna globalt beror på strukturella förändringar. Den reala räntan är det pris på sparande som balanserar utbudet av sparande och efterfrågan på investeringar. I forskningen antar man därför ofta att en varaktig nedgång i realräntan antingen beror på att utbudet (sparandet) för en given ränta har ökat, eller att efterfrågan (investeringviljan) för en

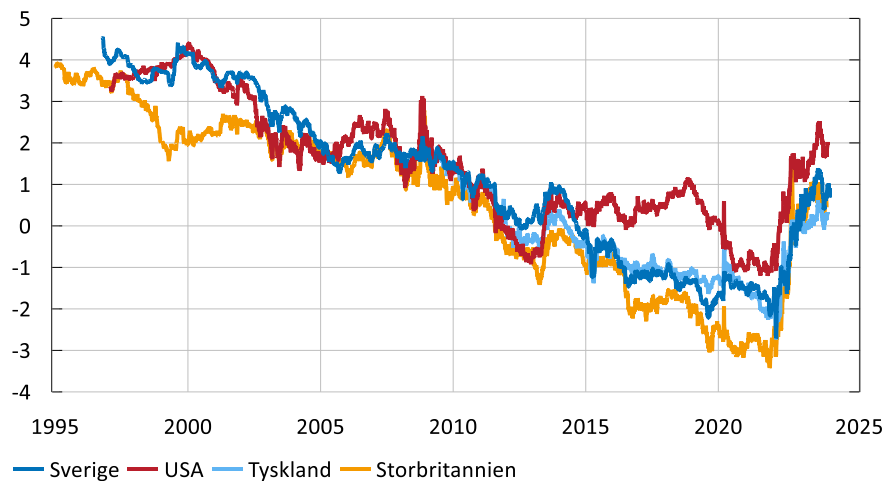
¹ Ekonomiska kommentarer är korta analyser om relevanta frågor för Riksbanken. Den kan författas av både enskilda direktionsledamöter och medarbetare på Riksbanken. Medarbetares kommentarer godkänns av avdelningschef medan direktionsledamöterna själva ansvarar för innehållet i sina kommentarer.

² Tack till Mikael Apel, Hanna Armelius, Vesna Corbo, Mattias Erlandsson, Henrik Lundvall, Ingvar Strid, David Vestin och Anders Vredin för värdefulla synpunkter.

given ränta har minskat.³ Flera olika faktorer har lyfts fram för att förklara varför sparandet de senaste decennierna har ökat varaktigt, och investeringsviljan minskat.⁴ Det rör sig bland annat om demografiska förändringar, lägre produktivitetstillväxt, ökad inkomstojämlikhet, ett högt sparande i Kina samt ett underskott på säkra tillgångar.⁵

Diagram 1. Reala statsobligationsräntor, 10 års löptid

Procent



Anm. Statsobligationsräntor för Sverige är skattade med Nelson-Siegel-metoden.

Källor: Bloomberg, Bank of England och Riksbanken.

Den neutrala räntan varierar över tid

Nationalekonomisk teori skiljer på den realränta som sparare och låntagare faktiskt möter och den realränta som är förenlig med ett normalt resursutnyttjande. Den senare brukar ibland kallas den "neutrala" räntan.⁶ Skillnaden mellan den faktiska realräntan och den neutrala räntan säger något om penningpolitikens inriktning, nämligen om den är expansiv eller åtstramande. En komplicerande faktor är dock att den neutrala räntan, i likhet med exempelvis potentiell BNP, inte kan observeras direkt utan måste skattas med statistiska metoder och från antaganden om hur ekonomin fungerar. Bedömningen av den neutrala räntans nivå är därmed förknippad med betydande osäkerhet, vilket också belyses av att finns en spridning i skattningarna av den.

³ Utgångspunkten här, och i merparten av all nationalekonomisk forskning, är att realräntan på längre sikt bestäms av utbudet av och efterfrågan på sparade medel. Under senare år har det dock kommit ett antal studier som ifrågasätter den här förklaringsmodellen vilket belyser graden av osäkerhet kring ämnet, se exempelvis Borio m.fl. (2022).

⁴ För en utförlig genomgång av olika förklaringsfaktorer, se Lundvall (2023).

⁵ På senare tid har forskningen fokuserat på en kompletterande typ av förklaring som har att göra med sammansättningen av hushålls och investerarens olika typer av tillgångar. Ett exempel handlar om det genomsnittliga hushållets inställning till risk, som kan påverkas av demografiska förändringar om fler hushåll närmar sig pension och vill minska risken i sitt sparande. En högre riskaversion kan i jämvikt leda till att den reala räntan på lån sjunker samtidigt som skillnaden i avkastning mellan riskfyllda och riskfria tillgångar stiger, se Kopecky och Taylor (2022).

⁶ Begreppet om den neutrala räntan går långt tillbaka i ekonomisk historia. Knut Wicksell introducerade begreppet "naturlig ränta" redan i slutet av 1800-talet, vilket är ett begrepp som liknar det vi diskuterar här.

En ytterligare källa till osäkerhet är det faktum att den neutrala räntan varierar över tid. Den påverkas dels av globala och ganska trögrörliga strukturella faktorer, exempelvis demografi, som påverkar jämvikten mellan sparande och investeringar, dels av kortsiktiga faktorer som tillfälliga ekonomiska störningar, exempelvis från finanspolitiken eller tillfälliga förändringar i produktiviteten, som kan få den neutrala räntan att stiga eller sjunka under ett antal år.⁷ Ett sätt att illustrera detta är att dela upp den neutrala räntan i två delar:

$$\text{Neutral ränta} = \text{trendkomponent} + \text{kortsiktig komponent}$$

Den här ekonomiska kommentaren diskuterar utvecklingen av olika drivkrafter som påverkar ränteläget på längre sikt, när resursutnyttjandet antas vara normalt och effekterna från alla kortsiktiga ekonomiska störningar också antas ha klingat av.⁸ Fokus är således på trendkomponenten i den neutrala räntan.

Empiriska skattningar och beräkningar indikerar ingen tydlig förändring av trenden i den neutrala räntan de senaste åren

Eftersom den neutrala räntan inte kan observeras direkt behöver den beräknas eller skattas med modeller och statistiska metoder. En ansats använder vanliga makroekonomiska modeller som skattar den neutrala räntan indirekt, i meningen att man inte använder data för de strukturella faktorer som påverkar räntans trend i skattningen.⁹ Skattningar med sådana modeller visar att den neutrala räntan har fallit trendmässigt under de senaste decennierna. En begränsning med denna ansats är att den inte kan särskilja trendkomponenten från den kortsiktiga komponenten, och den lämnar ofta en stor del av variationen i den neutrala räntan oförklarad. I många av dessa modeller antas dessutom att den neutrala räntan följer en så kallad slumpvandring (eng. random walk), vilket innebär att den neutrala räntans nivå framöver antas vara densamma som idag. De kan därför inte hjälpa oss att förstå varför räntan skulle kunna stiga eller falla på längre sikt.

Under senare år har det kommit ett antal studier med modeller där man istället har en mer direkt ansats och inkluderar data för många av de strukturella faktorer som man antar påverkar räntans trend.¹⁰ Även då ser den neutrala räntan ut att ha fallit trendmässigt de senaste decennierna.¹¹ Nedgången förklaras bland annat av ökad efterfrågan på säkra tillgångar, förändringar i demografi och lägre produktivitet. Sådana skattningar och beräkningar av trenden i den neutrala räntan för ett antal utvecklade ekonomier pekar på att den under senare år legat i intervallet $-0,6$ till $1,3$ procent,

⁷ För en utförligare diskussion, se Platzer m.fl. (2022) och Bank of England (2018).

⁸ I praktiken påverkas dock ekonomin ständigt av nya kortsiktiga ekonomiska störningar, vilket innebär att både den faktiska räntan och den neutrala räntan normalt avviker från trendkomponenten. När vi blickar framåt har vi dock ingen anledning att tro att en särskild ekonomisk störning ska inträffa – de ekonomiska störningarna är oförutsägbara per definition – vilket därmed antas leda oss rätt i genomsnitt över tid.

⁹ Exempel på sådana modeller är Holston-Laubach-Williams och DSGE-modeller såsom Riksbankens modell för allmän jämviktsanalys (MAJA), se Holston m.fl (2017) samt Corbo V. och I. Strid (2020) för beskrivning.

¹⁰ Se Platzer och Peruffo (2022) och IMF (2023), Ferreira och Shousha (2023) och Ferreira och Davin (2022) samt Cesa-Bianchi m.fl. (2023).

¹¹ I en sammanställning av olika typer av skattningar för den globala neutrala räntan skattas nedgången från 1990 och 2015 (eller senare) till mellan $1,5$ – $3,2$ procentenheter, se Lundvall (2023).

men med betydande osäkerhet.¹² Sammantaget indikerar skattningarna inte heller att det skett någon tydlig förändring de allra senaste åren.¹³ Vissa faktorer som högre of-fentlig skuld och ett ökat utbud av statsobligationer kan ha höjt den, men de demo-grafiska förändringarna har samtidigt fortsatt vilket verkat i motsatt riktning.

Strukturella förändringar väntas påverka ränteläget i olika riktning framöver

För en liten öppen ekonomi som den svenska bestäms trenderna i den neutrala rän-tan nästan uteslutande av strukturella förändringar i omvärlden.¹⁴ Osäkerheten kring deras utveckling framöver är dock betydande.

Slutsatsen att globala demografiska förändringar¹⁵ har drivit en del av den trendmäss-iga nedgången i realräntan har relativt starkt empiriskt stöd, och demografiska för-ändringar är också jämförelsevis enkla att förutspå givet att dagens befolkningsstruk-tur är känd. I många länder har åldrandet nått en punkt då en allt större andel går i pension och kan behöva börja dra ned på sparandet. Men samtidigt fortsätter befolk-ningstillväxten att dämpas globalt, vilket minskar behovet av investeringar. Demo-grafiska förändringar sammantaget kan antas fortsätta att pressa det globala räntelä- get nedåt.¹⁶

När fler i befolkningen blir gamla kommer dock samtidigt behoven och kostnaderna för sjukvård och omsorgstjänster att öka.¹⁷ Det är till exempel en anledning till att den offentliga skuldsättningen i USA, och därmed utbudet av amerikanska statsobligat- ioner, väntas öka.¹⁸ Det kommer att resultera i en ökning av utbudet av säkra och lik- vida tillgångar, vilket kan antas höja den neutrala räntan.

Andra strukturella förändringar är svårare att förutspå. Utvecklingen av artificiell intel- ligens (AI) skulle kunna innebära att vi nu är inne i en period av högre produktivitets- och investeringstillväxt, vilket skulle bidra till en högre neutral ränta. Men det är för tidigt att dra en sådan slutsats. Den ökade geoekonomiska fragmenteringen, med större distans mellan exempelvis USA och Kina, skulle kunna tala för en minskad press på ränteläget i utvecklade ekonomier från Kinas stora sparande. Om ”nyttan” av att hålla vissa särskilt säkra tillgångar som statsobligationer skulle bli lägre, exempelvis

¹² Estimat i reala termer för euroområdet, Frankrike, Japan, Kanada, Storbritannien, Tyskland och USA.

¹³ Det är också en bedömning som delas av andra, se Raffo och Horwich (2024), Williams (2024) samt Brand m.fl. (2024). Det finns dock även andra perspektiv, se exempelvis Schnabel (2024).

¹⁴ Även om trenden över tid är global finns det landspecifika nivåskillnader i den neutrala räntan, också mel- lan regioner med utbredd handel och stora kapitalflöden såsom euroområdet och USA. En förklaring är fö- rekomsten av olika friktioner som exempelvis mer information om, och en större benägenhet att investera i, det egna landet, samt andra skillnader i de fundamentala faktorer som påverkar investeringar och spa- rande och som inte elimineras av internationella kapitalflöden, exempelvis skillnader i produktivitet.

¹⁵ Det handlar dels om långsammare befolknings/arbetskraftstillväxt, dels om en förskjutning i befolknings- sammansättningen mot en större andel i åldersgrupper som sparar mer, samtidigt som vi lever allt längre och därmed behöver spara för en allt längre tid som pensionärer.

¹⁶ Se Auclert m.fl. (2021).

¹⁷ Se diskussion i Goodhart och Pradhan (2020).

¹⁸ Se CBO (2023).

genom ändrat regelverk för vissa finansiella institutioner, kan den neutrala räntan också stiga.¹⁹

Det finns skäl att tro att även klimatomställningen kommer att påverka den neutrala räntan, men det råder osäkerhet om både i vilken riktning och hur mycket. Å ena sidan kommer klimatomställningen att kräva betydande investeringar i flera länder och regioner, vilket kan leda till högre räntor. Investeringsbehoven på global nivå är dock jämförelsevis begränsade.²⁰ Å andra sidan kan högre skatter på fossila energikällor leda till sämre lönsamhet i olika investeringsprojekt, vilket kan pressa räntor nedåt.²¹ Dessutom innebär klimatförändringarna att framtidsutsikterna blir mer osäkra och att försiktighetssparandet kan öka, vilket också skulle verka dämpande på den neutrala räntan.²²

Sammantaget finns det inget entydigt svar på hur olika strukturella faktorer kommer att påverka den neutrala räntan. Gemensamt för de framskrivningar som gjorts är dock att de förändringar som väntas sannolikt är relativt små i relation till den trendmässiga nedgång som skett sedan 1980-talet, oavsett om faktorerna påverkar realräntan uppåt eller nedåt.

Marknadsbaserade mått har stigit något de senaste åren

Ett annat vanligt sätt att bilda sig en uppfattning om den långsiktiga räntenivån är att använda framåtblickande information från finansiella marknader. Både Prosperas enkätsvar om styrräntan på fem års sikt och prissättningen för en nominell femårig statsobligation om fem år har skiftat ned tydligt under en längre tid (se diagram 2).²³ De senaste åren har de dock stigit något och ligger nu mellan 2 och 3 procent.

Trots att dessa mått avser att mäta styrräntan och korta räntor på längre sikt, har de varierat en hel del de senaste åren. Förväntningar och prissättning föll tydligt 2019 (före covidkrisen), men har sedan 2021 åter skiftat upp. Det stora nedåtskiftet 2019 drevs bland annat av dämpade förväntningar om konjunktur- och inflationsutvecklingen i USA och euroområdet (att räntor skulle vara "low for longer"), som sedan vände tydligt när inflation och räntor steg. Under denna period tycks dock inte de globala trögrörliga strukturella faktorer som påverkar den neutrala räntans trendkomponent ha rört sig i samma omfattning. Sammantaget tyder det på att dessa marknads-mått, trots att de är långsiktiga, under perioder inte nödvändigtvis endast speglar utvecklingen av de strukturella faktorer som bestämmer räntan på längre sikt.

¹⁹ Av ett antal konstruerade scenarier är det framför allt detta scenario som påverkar utvecklingen av den neutrala räntan framåt, se IMF (2023).

²⁰ Se Aligishiev m.fl. (2022).

²¹ Se IMF (2023).

²² Se exempelvis Jonsson och Bylund (2020).

²³ Eftersom en långsiktig obligation normalt innehåller mer risk jämfört med ett kortfristigt lån är det rimligt att anta att detta mått förutom en förväntan på styrräntan även innehåller en viss positiv löptidspremie.

Diagram 2. Marknadprissättning och förväntningar på 5–10 års sikt

Procent



Anm. Penningmarknadsaktörers förväntningar, medelvärde. Förväntningar om real styrränta beräknad som förväntningar på styrränta minus inflationsförväntningar om 5 år.

Källor: TNS SIFO Prospera, Macrobond och Riksbanken.

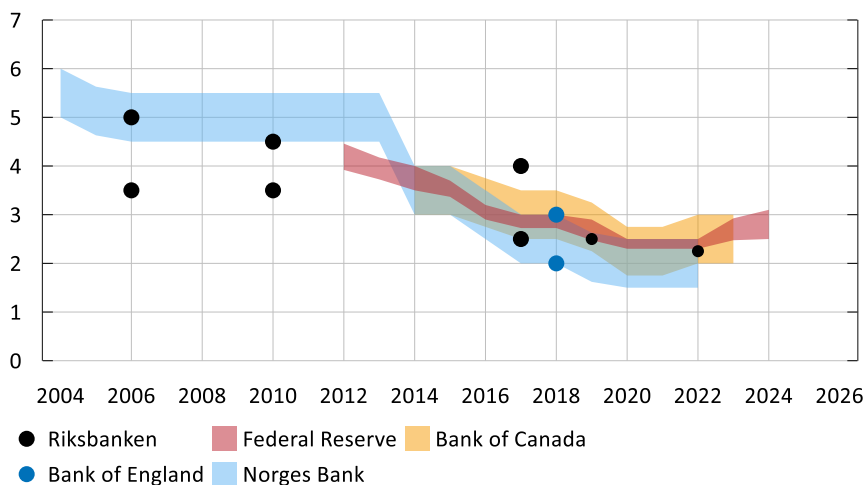
Centralbanker har gradvis justerat ned sina bedömningar av långsiktiga styrräntor

Många centralbanker publicerar med varierande frekvens en bedömning av räntan på lång sikt, eller ett intervall för den (se diagram 3). De bedömningar som Riksbanken tidigare publicerat har gällt för styrräntans nominella nivå som kan delas upp i en normal nivå för inflationen (2 procent) och en bedömning av den reala styrräntans nivå på längre sikt (5–10 år).

För att kunna bedriva en effektiv penningpolitik behöver centralbanker anpassa sig till de trender i den globala realräntan som är utanför deras kontroll. Över tid, i takt med att globala räntor har fallit, har därför många centralbanker skiftat ned sina bedömningar av den egna ekonomins framtida styrränta. Riksbankens senaste publicerade bedömning av ett intervall för räntan på fem–tio års sikt är från 2017 och uppgick till 2,5–4,0 procent. Det var en justering nedåt sedan det tidigare publicerade intervallet från 2010, eftersom tillgänglig information då pekade på att den neutrala räntan hade fallit ytterligare. Jämfört med 2017 har flera andra centralbanker justerat ned sina bedömningar av styrräntans långsiktiga nivå och även Riksbanken har 2019 och 2022 kommunicerat en bedömning om en lägre nivå, vilket är i linje med utvecklingen av de globala trögrörliga strukturella faktorer som påverkar den neutrala räntans trendkomponent. Sedan 2022 har dock både den amerikanska och kanadensiska centralbankens bedömningar rört sig något uppåt.

Utvecklingen av ränteläget framåt är osäkert. Strukturella faktorer kan både driva upp och hålla tillbaka ränteläget på längre sikt. Sammantaget väntas dock dessa faktorer sannolikt ha relativt små effekter på ränteläget en tid framöver.

Diagram 3. Centralbankers bedömningar av nominella styrräntor på längre sikt
Procent



Anm. Se fotnot för mer information.²⁴

Källor: Federal Reserve, Bank of England, Bank of Canada, Norges Bank och Riksbanken.

²⁴ Federal Reserve avser årsgenomsnitt av FOMC-ledamöternas långsiktiga bedömning av styrräntan rensad för de tre högsta och tre lägsta bedömningarna (<https://fred.stlouisfed.org/>), Bank of England (2018), Mendes (2014), Bank of Canada (2017), Carter m.fl. (2019), Brouillette m.fl. (2021), Champagne m.fl. (2023), Riksbanken (2006), Riksbanken (2010), Riksbanken (2017), Riksbanken (2019) och Riksbanken (2022) samt Norges Bank (2023). Norges Bank redovisar en bedömning av den långsiktiga räntan i reala termer. Norges Bank bytte inflationsmål från 2,5 procent till 2 procent 2018. För jämförbarhet har dock serien i diagrammet justerats upp med två procentenheter för hela tidsperioden. Europeiska centralbanken saknas i sammanställningen då de inte normalt kommunicerar en bedömning av styrräntan på lång sikt.

Referenser

Aligishiev Z., M. Bellon and E. Massetti (2022), "Macro-fiscal implications of adaptation to climate change", IMF Staff Climate Notes, International Monetary Fund.

Auclert A., H. Malmberg, F. Martenet och M. Rognlie (2021), "Demographics, Wealth, and Global Imbalances in the Twenty-First Century", NBER Working Paper Nr. 29161, National Bureau of Economic Research.

Bank of Canada (2017), "Monetary Policy Report" April 2017, Bank of Canada.

Bank of England (2018), "The equilibrium interest rate", fördjupning i Inflation Report, August 2018, Bank of England.

Borio C., P. Diyat, M. Juselius och P. Rungcharoenkitul (2022), "Why so low for so long? A long-term view of real interest rates", International Journal of Central Banking, vol 18, no 3, pp 47–87.

Brand C., N. Lisack och F. Mazelis (2024), "Estimates of the natural interest rate for the euro area: an update", ECB Economic Bulletin 1/2024, Europeiska centralbanken.

Brouillette D., G. Faucher, M. Kuncl, A. McWhirter och Y. Park (2021), "Potential output and the neutral rate in Canada: 2021 update", Staff Analytical Note 2021-6, Bank of Canada.

Carter T. J., X.S. Chen och J. Dorich (2019), "The Neutral Rate in Canada: 2019 Update", Staff Analytical Note 2019-11, Bank of Canada.

CBO (2023), "The 2023 Long-Term Budget Outlook", June 2023, Congressional Budget Office.

Cesa-Bianchi A., R. Harrison och R. Sajedi (2023), "Global R*", Staff Working Paper No. 990, Bank of England.

Champagne J., C. Hajzle, D. Matveev, H. Melinchuk, A. Poulin-Moore, K. Ozhan, Y. Park och T. Taskin (2023), "Potential output and the neutral rate in Canada: 2023 assessment", Staff Analytical Note 2023-6, Bank of Canada.

Corbo V. och I. Strid (2020), "MAJA: A two-region DSGE model for Sweden and its main trading partners", Working Paper Series No. 391, Sveriges riksbank.

Ferreira T.R.T och C. Davin (2022), "Longer-Run Neutral Rates in Major Advanced Economies", FEDS notes.

Ferreira T.R.T. och S. Shousha (2023), "Determinants of global neutral interest rates", Journal of International Economics, volume 145 (2023) 103833.

Goodhart C.A.E. och M. Pradhan (2020), "The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival", SUERF Policy Note, No 197.

Referenser

Holston K., T. Laubach och J.C. Williams (2017), "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", *Journal of International Economics* No. 108, Supplemental 1 (May): S39–S75.

IMF (2023), "The natural rate of interest: drivers and implications for policy", kapitel i *World Economic Outlook*, april 2023, Internationella valutafonden.

Jonsson M. och E. Bylund (2020), "Hur påverkar klimatförändringarna den långsiktiga realräntan?", *Ekonomiska kommentarer* nr 11, Sveriges riksbank.

Kopecky J., och A. M. Taylor (2022), "The savings glut of the old: population aging, the risk premium, and the murder-suicide of the rentier", NBER Working Paper 29944, National Bureau of Economic Research.

Lundvall H. (2023), "Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan", Bilaga 2 till *Långtidsutredningen 2023*, SOU 2023:87.

Mendes R. R. (2014), "The Neutral Rate of Interest in Canada" Bank of Canada Discussion Paper No. 2014-5, Bank of Canada.

Norges bank (2023), "Anslag på nøytral realrente", fördjupning i *Pengepolitisk rapport 2/2023*.

Platzer J. och M. Peruffo (2022), "Secular Drivers of the Natural Rate of Interest in the United States: A Quantitative Evaluation", WP/22/30, Internationella valutafonden.

Platzer J., R. Tietz och J. Lindé (2022), "Natural versus neutral rate of interest: Parsing disagreement about future short-term interest rates", *VoxEU Column*.

Raffo A. och J. Horwich (2024), "Are higher interest rates here to stay?" Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Schnabel I. (2024), intervju: [Interview with Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB](#).

Sveriges riksbank (2006), "Vad är en normal nivå på reporäntan?", fördjupning i *Penningpolitisk rapport 2006:2*, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2010), "Vad är en normal reporänta?", fördjupning i *Penningpolitisk rapport februari 2010*, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2017), "Reporäntan på lång sikt", fördjupning i *Penningpolitisk rapport februari 2017*, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2019), "Reporäntan på lång sikt", faktaruta i *Penningpolitisk rapport juli 2019*, Sveriges riksbank.

Sveriges riksbank (2022), *Penningpolitisk rapport april 2022*, Sveriges riksbank.

Williams J.C. (2024), intervju: [New York Fed chief John Williams on rate cuts, home prices, AI and onions](#).



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK)