

## FÖRDJUPNING – Låga globala realräntor även framöver?

---

Realräntorna har sjunkit trendmässigt de senaste 30 åren, världen över. Eftersom finansiella tillgångar fritt kan flyttas mellan många olika länder och valutaområden måste de reala avkastningskrav som gäller i Sverige anpassas till ungefär samma nivå som råder i omvärlden. Den globala trenden mot lägre realräntor har därför en avgörande inverkan på en lång rad ekonomiska beslut som fattas i Sverige, inklusive Riksbankens penningpolitiska beslut. I denna fördjupning diskuteras några av drivkrafterna bakom den globala trenden, dess ekonomiska konsekvenser och de slutsatser som utifrån aktuell forskning kan dras om utvecklingen framöver.

Ett par faktorer talar för att realräntorna kommer att förbli låga under överskådlig tid. En sådan faktor är att världens befolkning fortsätter att åldras och att detta dämpar lönsamheten i företagens investeringar, något som i sin tur håller nere realräntorna. Men osäkerheten om den fortsatta utvecklingen är stor och framtida politiska beslut kan ha stor påverkan. Det gäller inte minst beslut om finanspolitiken i världens största ekonomier och om åtgärder för att bromsa klimatförändringarna.

---

### Global nedåtgående trend i räntorna

Under de senaste 30 åren har den förväntade reala avkastningen på olika typer av finansiella tillgångar sjunkit trendmässigt. Trenden är global och den största nedgången har skett på olika typer av lånekontrakt, som exempelvis statsobligationer, bostadslån och skuldebrev utgivna av företag. Men flera mått visar att det skett en tydlig nedgång även i den förväntade reala avkastningen på aktier och i den genomsnittliga reala avkastningen på hela den portfölj av tillgångar som hushållen håller.<sup>40</sup> Den reala avkastning som en långivare kan förvänta sig på ett riskfritt lån brukar kallas för lånets realränta. Realräntan är ungefär lika med räntan på lånet minus den förväntade inflationen under lånets löptid.

Denna fördjupning fokuserar på den globala trend mot lägre förväntad avkastning som är gemensam för olika typer av tillgångar, och begreppen realränta och real avkastning kommer därför att användas synonymt. Men det är värt att påpeka att detta

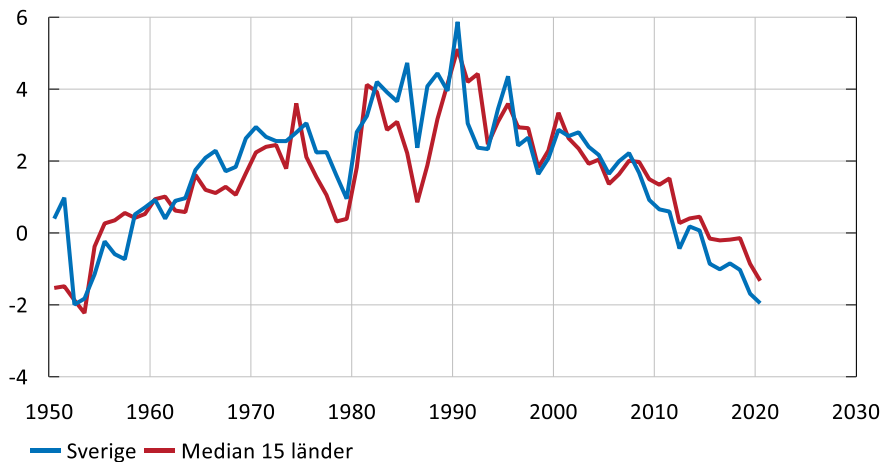
---

<sup>40</sup> Se avsnitten A och D6 i L. Rachel och T. D. Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", *Staff Working Paper No 571*, Bank of England; F. Duarte och C. Rosa (2015), "Equity risk premium: A review of models", *Economic Policy Review* 21(2), Federal Reserve Bank of New York samt Ö. Jordà, K. Knoll, D. Kuvshinov och A. M. Taylor (2019), "The rate of return on everything, 1870–2015", *Quarterly Journal of Economics* 134(3).

är en förenkling, och att det ofta är stora skillnader i avkastningen på tillgångar med olika riskprofil.

**Diagram 56. Realränta på statsobligationer 1950–2020**

Procent



Anm. Nominell ränta på statsobligationer med lång löptid minus förväntad, genomsnittlig inflation enligt BNP-deflatoren. Med lång löptid menas i de flesta fall 10 år. För varje land och år i stickprovet skattas den förväntade inflationen med två olika metoder: en prognos från en enkel autoregressiv modell, AR(1), och ett genomsnitt av inflationen under de senaste 5 åren. Vid beräkningen av realräntan används genomsnittet av de två måtten.

Källor: Jordà m.fl. (2019), nationella statistikkällor, Världsbanken och Riksbanken.

I diagram 56 illustreras den nedåtgående trenden med medianen av realräntorna på statsobligationer med lång löptid i en grupp av 15 utvecklade länder. I samma diagram visas även utvecklingen under perioden 1950 till 1990, då trenden istället var uppåtgående. Längre historiska tidsserier visar att utvecklingen under 1900-talets andra hälft inte är unik; även under tidigare perioder har uppåt- och nedåtgående trender avlöst varandra.<sup>41</sup>

Finansiellt kapital kan snabbt och till låg kostnad flyttas mellan olika länder och valutaområden. Därför måste den förväntade reala avkastningen på tillgångar som placeras i Sverige vara ungefär densamma som den avkastning som investerare kan förvänta sig om de istället placerar i utländska tillgångar med liknande riskprofil. Realräntan på säkra lån i svenska kronor kan exempelvis inte varaktigt avvika särskilt mycket från re-

<sup>41</sup> Se referensen till Jordà m.fl. (2019) i fotnot 39. Författarna beräknar mått på realräntor som för vissa länder går tillbaka till 1870-talets början. Ännu längre historiska tidsserier redovisas i P. Schmelzing (2020), "Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'supersecular' decline, 1311–2018", *Staff Working Paper* No 845, Bank of England.

alräntan på motsvarande lån i euro eller amerikanska dollar, något som också illustreras i diagram 56.<sup>42</sup> Trendmässiga förändringar i realräntan i omvärlden ger alltså upphov till motsvarande trender även i Sverige.<sup>43</sup>

### Långtgående ekonomiska konsekvenser

När realräntorna sjunker blir det billigare för hushåll att låna till konsumtion och bostadsköp, och det är då naturligt att skuldsättning och tillgångspriser ökar. Låga avkastningskrav innebär också att det blir billigare att göra olika typer av investeringar, både för det offentliga och för privata företag, och att lånekostnaderna sjunker för skuldsatta stater. Samtidigt är sjunkande realräntor en ovälkommen utveckling för de som önskar spara. Det gäller exempelvis många löntagare som sparar till sin pension, och i stor utsträckning även de institutioner och livbolag som ställt ut löften om utbetalningar till blivande pensionärer.

Även Riksbankens penningpolitiska beslut påverkas direkt och påtagligt av den globala trenden mot lägre realräntor. På lång sikt bestäms nivån på reporäntan i huvudsak av nivån på inflationsmålet och av den realränta på säkra, kortfristiga lån som gäller i omvärlden. Eftersom det finns en nedre gräns för hur lågt reporäntan kan sänkas, innebär varaktigt låga realräntor en ökad sannolikhet att Riksbanken i en framtida lågkonjunktur får svårt att använda reporäntan för att stimulera resursutnyttjandet och inflationen.

### Flera olika drivkrafter bakom lägre räntor

Trenden får alltså långtgående konsekvenser för hushåll, företag och den ekonomiska politiken. Därför är det intressant att förstå vilka faktorer som drivit ned realräntorna, så att man kan bilda sig en uppfattning om vad som är en trolig utveckling framöver. De flesta forskare är överens om att flera olika strukturella förändringar har bidragit till utvecklingen, och att dessa strukturella förändringar verkar oberoende av den penningpolitik som förs vid världens olika centralbanker. Exempel på sådana förändringar rör befolkningens ålder och förväntade livslängd, de långsiktiga tillväxtutsikterna för produktiviteten och det faktum att Kina integrerats alltmer i den globala ekonomin samtidigt som sparandet där har varit påfallande högt.<sup>44</sup>

<sup>42</sup> Om villkoren för icke-arbitrage är uppfyllda kan skillnader i realräntan mellan två olika tillgångar, utställda i olika valutor men med samma löptid, härledas till förväntade förändringar i den reala växelkursen och till skillnader i riskpremier. För att det ska uppstå betydande och varaktiga skillnader i realräntor länder emellan krävs alltså förväntningar om trendmässiga förändringar i den reala växelkursen och/eller betydande skillnader i riskpremier. Se diskussionen i King och Low (2014), "Measuring the 'world' real interest rate", *Working Paper* No 19887, National Bureau of Economic Research.

<sup>43</sup> Årtiondena efter andra världskriget präglades av ganska strikta regleringar av internationella, privata kapitalrörelser. Under denna period var det därför ofta svårt att göra arbitrage mellan tillgångar utställda i olika valutor. Bertil Ohlin har dock visat att priset på produktionsfaktorer i olika länder även tenderar att utjämnas via varuhandel. Se B. Ohlin (1933), "Interregional and international trade", Harvard University Press: Cambridge.

<sup>44</sup> Andra exempel är fallande relativpris på investeringsvaror, lägre offentliga investeringar, högre premier på säkra tillgångar och större skillnader i inkomst mellan hushållen. För icke-tekniska diskussioner av de olika drivkrafterna, se C. Bean, C. Broda, T. Ito och R. Kroszner (2015), "Low for long? Causes and consequences of persistently low interest rates", *Geneva reports on the world economy* No 17, samt L. Rachel och T. D. Smith (2017), "Are low real interest rates here to stay?", *International Journal of Central Banking* 13(3).

Även om det finns en samsyn bland de flesta forskare om att trenden har mer än en drivkraft, är de oeniga om vilka drivkrafter som varit viktigast. Ett exempel gäller de långsiktiga tillväxtutsikterna för produktiviteten. Enligt flera studier kan försämrade tillväxtutsikter för produktiviteten förklara en stor del av den trendmässiga nedgången i realräntorna. Men på senare år har det publicerats flera andra studier som på empirisk grund har ifrågasatt detta samband. I dagsläget är det därför en öppen fråga i vilken utsträckning som mer pessimistiska tillväxtförväntningar kan bidra till att förklara trenden.<sup>45</sup>

En drivkraft som diskuterats intensivt de senaste åren är befolkningens åldrande och dess effekter på sparande och realräntor. Bakgrunden är att den genomsnittliga åldern på världens befolkning nu stiger jämförelsevis snabbt. Det beror bland annat på att fertiliteten minskat och på att det i många länder föddes ovanligt stora barnkullar under årtiondena efter andra världskriget. En konsekvens är att många länder, under de senaste decennierna, har haft ovanligt stora befolkningsgrupper i medelåldern, då de flesta brukar spara som mest. Flera beräkningar visar också att befolkningens ålderssammansättning har bidragit till att pressa upp sparkvoterna och att pressa ned räntorna. En hel del ekonomer har också pekat på det faktum att dessa stora grupper nu är på väg in i pensionsåldern, och de har därför dragit slutsatsen att sparkvoterna framöver kommer att sjunka och realräntorna stiga.

En annan strukturell förändring, som också anses ha bidragit till att pressa ned realräntorna, är ökad ojämlikhet i hushållens inkomstfördelning. Det är väl belagt att höginkomsttagare i genomsnitt sparar en större andel av sina inkomster än låg- och medelinkomsttagare. I många utvecklade länder har ojämlikheten i inkomster ökat trendmässigt under lång tid.<sup>46</sup> Den här trenden har inneburit att en större andel av hushållens samlade inkomster nu går till höginkomsttagarna, något som alltså borde bidra till att öka sparandet bland hushållen.

### Hushållens sparande och dess effekter på realräntan

Det är värt att notera att båda dessa drivkrafter - befolkningens åldrande och ökad ojämlikhet - anses ha verkat genom samma kanal, nämligen högre sparande. Tanken är att det på global nivå finns en långsiktig, strukturell jämvikt där det totala sparandet är lika med de samlade investeringarna. Om sparandet ökar av strukturella skäl, exempelvis därför att inkomstfördelningen blivit mer ojämn eller därför att befolkningen åldrats, då måste den reala jämviktsräntan sjunka. Anledningen är att företagens incitament att investera behöver öka, så att det samlade sparandet och summan av alla investeringar åter hamnar i balans. Gradvisa, strukturella ökningar i sparandet

---

Ett exempel på en alternativ syn på drivkrafterna bakom realräntetrenden finns i C. Borio, P. Disyatat och P. Rungcharoenkitkul (2019), "What anchors for the natural rate of interest?", *Working Paper No 777*, Bank for International Settlements.

<sup>45</sup> För diskussion av och referenser till studier om kopplingen mellan lågfrekventa samband mellan realräntor och tillväxt, se E. Gagnon, B. K. Johannsen och D. López-Salido (2021), "Understanding the new normal: the role of demographics", *IMF Economic Review* 69(2), samt H. Lundvall (2020), "Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?", *Penning- och valutapolitik* nr 1, Sveriges riksbank.

<sup>46</sup> Se T. Piketty och E. Saez (2006), "The evolution of top incomes: A historical and international perspective", *American Economic Review* 96(2).

skulle därmed också leda till en trendmässig nedgång i den reala jämviktsräntan. Detta skulle i sin tur innebära att centralbankerna, om de håller fast vid sina inflationsmål, undan för undan måste sänka den långsiktiga eller normala nivån på sina styrräntor.<sup>47</sup>

Förklaringen att det är ett ökat sparande som drivit ned realräntan kan kanske förvåna en del eftersom kvoten mellan hushållens samlade lån och deras inkomster länge har vuxit, både i Sverige och i flera andra länder. Men det finns ingen motsättning här, utan det är istället naturligt att skulderna stiger när sparandet ökar. I varje land finns det ju vid varje givet tillfälle miljontals enskilda hushåll som har mycket olika ekonomiska förutsättningar, och som befinner sig i olika skeden i livet. Poängen är att idén om högre sparande handlar om den genomsnittliga sparbenägenheten för alla hushåll. En högre genomsnittlig sparbenägenhet innebär att den globala jämvikten förskjuts, så att realräntan sjunker och sparandet och investeringarna stiger som andel av BNP. Men den lägre realräntan innebär samtidigt att det blir billigare att låna. En del hushåll kommer därför att välja att låna mer än de annars hade gjort och detta bidrar till att driva upp kvoten mellan lån och inkomster.

En av svagheterna med hypotesen att ökad ojämlikhet drivit upp sparandet handlar just om effekten på den genomsnittliga sparbenägenheten. I studier av sparandet i USA visar det sig visserligen att sparandet bland höginkomsttagare har ökat eftersom en större andel av hushållens samlade inkomster gått till denna grupp. Men under samma period har sparkvoterna bland låg- och medelinkomsttagare sjunkit, och denna nedgång har varit så stor att den genomsnittliga sparkvoten för alla hushåll blivit lägre.<sup>48</sup> Analys av data från fler länder tyder också på ett negativt samband mellan det genomsnittliga sparandet i hushållssektorn och nivån på ojämlikhet i inkomstfördelningen.<sup>49</sup>

## Demografiska faktorer påverkar både sparande och investeringar

Hur är det då med hypotesen att en åldrande befolkning bidragit till att pressa ned räntorna? Av de förklaringar till lägre realräntor som undersökts i olika forskningsstudier, är detta en av dem med starkast empiriskt stöd.<sup>50</sup> Men flera studier visar också att mekanismen inte är riktigt så enkel som det ibland påstås, nämligen att åldrandet har drivit upp sparkvoterna. Demografiska förändringar påverkar både hushållens

<sup>47</sup> Den reala jämviktsräntan kan definieras som den nivå på realräntan på kortfristiga lån som på lång sikt är förenlig med ett normalt resursutnyttjande, så att arbetslösheten är på sin långsiktigt hållbara nivå, och med att inflationen är på inflationsmålet. Se M. T. Kiley (2020), "What can the data tell us about the equilibrium real interest rate?", *International Journal of Central Banking* 16(3).

<sup>48</sup> Se A. Mian, L. Straub och A. Sufi (2021), "What explains the decline in  $r^*$ ? Rising income inequality versus demographic shifts", samt F. Guvenen (2021), "Commentary: What explains the decline in  $r^*$ ? Rising income inequality versus demographic shifts", båda framlagda vid 2021 års Jackson Hole Economic Symposium, arrangerat av Federal Reserve Bank of Kansas City.

<sup>49</sup> Se F. Alvarez-Cuadrado och M. El-Attar Vilalta (2018), "Income inequality and saving", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 80(6).

<sup>50</sup> Se C. A. Favero, A. E. Gozluklu och H. Yang (2016), "Demographics and the behaviour of interest rates", *IMF Economic Review* 64(4); K. G. Lunsford och K. D. West (2019), "Some evidence on secular drivers of US safe real rates", *American Economic Journal: Macroeconomics* 11(4); J. M. Poterba (2001), "Demographic structure and asset returns", *Review of Economics and Statistics* 83(4), samt L. Rachel and T. D. Smith (2017), "Are low real interest rates here to stay?", *International Journal of Central Banking* 13(3).

sparbenägenhet och företagens incitament att investera.<sup>51</sup> Båda effekterna måste beaktas då man beräknar åldrandets effekter på realräntan.

I en ny studie av Auclert med flera (2021) undersöks effekterna av demografiska förändringar på global nivå, och resultaten bekräftar att åldrandet har bidragit till att realräntorna sjunkit.<sup>52</sup> Författarna visar också att åldrandet sannolikt kommer att fortsätta att pressa den reala jämviktsräntan nedåt, trots att en allt större andel av befolkningen nu når de åldrar över 60 år då sparandet brukar minska. Anledningen är just att åldrandet påverkar både sparandet och företagets incitament att investera. Att fertiliteten fallit i många stora ekonomier, inklusive USA, EU och Kina, innebär att befolkningen i arbetsför ålder nu växer långsammare än den gjort tidigare. Avkastningen på de flesta investeringar är nära kopplad till tillgången på arbetskraft avkastningen blir högre ju mer arbetskraft som finns tillgänglig. Under några årtionden från 1965 och framåt växte exempelvis USA:s arbetskraft i en jämförelsevis snabb takt, när efterkrigsårens stora barnkullar kom in på arbetsmarknaden. Då var det lönsamt för många företag i USA att investera, inte minst eftersom det fanns gott om folk att anställa och eftersom efterfrågan växte snabbt då allt fler människor kom i arbete. På motsvarande sätt är flera av världens stora ekonomier nu inne i en period när arbetskraften växer långsammare, och då lönar det sig mindre för företagen att genomföra stora investeringar. Om befolkningsprognoserna slår in kommer denna utveckling dessutom att fortsätta, och fler länder kommer att gå in i en fas när arbetskraften växer långsammare.

### **Globala obalanser har bidragit till att pressa ned realräntorna**

Men resultaten i studien av Auclert med flera (2021) visar också att fenomenet med en åldrande befolkning knappast ensamt kan förklara de senaste 30 årens trend mot lägre realräntor. De demografiska förändringarna borde helt enkelt inte ha gett upphov till så stora effekter på hushållens samlade besparingar som de som uppmätts.

En omständighet som lyfts fram i flera studier, och som utgör en kompletterande förklaring, är att sparandet varit betydligt högre än investeringarna i vissa länder och regioner. Det gäller inte minst i Kina, där både sparande och investeringar ökade till höga nivåer efter att landet 2001 blev medlem i världshandelsorganisationen, WTO. Sparandet ökade dock betydligt mer än investeringarna, vilket resulterade i betydande överskott i Kinas bytesbalans (se diagram 57). I Kina har sparandet varit högt både i den offentliga sektorn och bland hushållen. Flera omständigheter har lyfts fram för att förklara hushållens ovanligt höga sparkvot, till exempel fallande effektiva ersättningsnivåer i pensionssystemet, i kombination med snabba demografiska förändringar.<sup>53</sup>

<sup>51</sup> Se exempelvis E. Gagnon, B. K. Johannsen och D. López-Salido (2021), "Understanding the new normal: the role of demographics", *IMF Economic Review* 69(2) och D. Krueger och A. Ludwig (2007), "On the consequences of demographic change for rates of returns to capital, and the distribution of wealth and welfare", *Journal of Monetary Economics* 54(1).

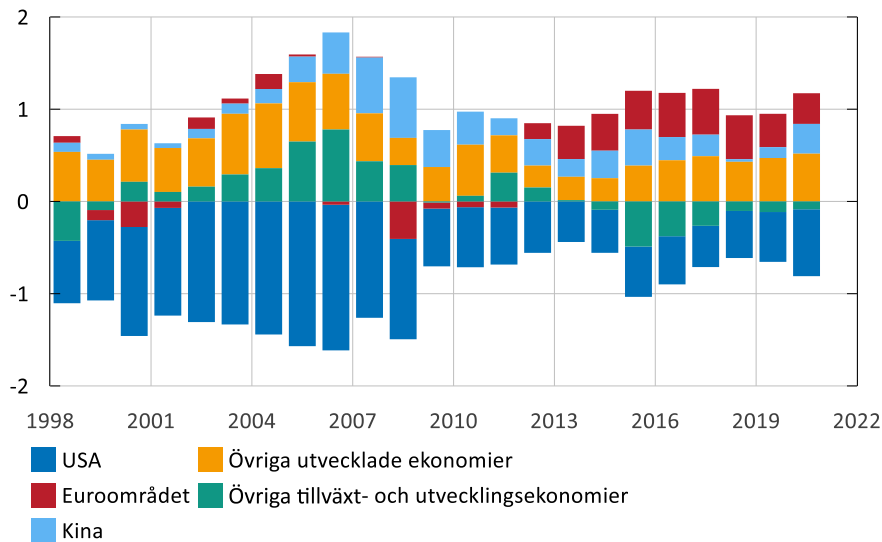
<sup>52</sup> Se A. Auclert, H. Malmberg, F. Mertenet och M. Rognlie (2021), "Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century", *Working Paper* No 29161, National Bureau of Economic Research.

<sup>53</sup> Se N. Coeurdacier, S. Guibaud och K. Jin (2015), "Credit constraints and growth in a global economy", *American Economic Review* 105(9) samt D. T. Yang (2012), "Aggregate savings and external imbalances in China", *Journal of Economic Perspectives* 26(4).

De senaste åren har dock överskotten i Kinas bytesbalans minskat, och detsamma gäller för flera petroleumexporterande länder som missgynnats av de stora fallen i oljepriset 2014.

### Diagram 57. Bytesbalans i olika länder och grupper av länder

Andel av världens samlade BNP, procent



Anm. Bytesbalans i USD som andel av världens samlade BNP, uttryckt i USD till löpande pris. Klassificeringen av länder i kategorierna utvecklade, tillväxt- och utvecklingsekonomier följer konventionen i IMF:s World Economic Outlook.

Källor: IMF och Riksbanken.

Men euroområdets bytesbalans har under samma period stärkts avsevärt, och valutaområdet utgör nu en betydande nettoexportör av kapital (se diagram 57). Utvecklingen hänger delvis samman med den europeiska skuldcrisen 2011–2012, som fick till följd att investeringarna föll och sparandet steg i flera av de länder i Sydeuropa som tidigare haft stora underskott. Förenklat kan man säga att dessa länder före skuldcrisen lånade stora belopp från andra länder i valutaområdet, främst Tyskland. I samband med skuldcrisen krympte underskotten i Sydeuropa drastiskt, och flera länder började uppvisa överskott. Samtidigt har Tyskland fortsatt att ha ett totalt sparande som vida överstigit landets jämförelsevis låga investeringskvot.<sup>54</sup>

Det kan vara värt att påpeka att det höga sparandet i Asien och Tyskland förmodligen har bidragit till att hålla nere sparandet i USA och i flera andra utvecklade ekonomier. Mycket tyder nämligen på att lägre realräntor, i kombination med en större tillgång till krediter, har bidragit till att många hushåll i USA dragit ned på sitt sparande, och att skuldsättningen istället har ökat.<sup>55</sup>

<sup>54</sup> För en diskussion av orsakerna bakom Tysklands stora överskott, se blogginlägg av B. Bernanke, april 2015. "[Why are interest rates so low, part 3: The global savings glut](#)".

<sup>55</sup> Jämför med resultaten i Coeurdacier m.fl. (2015), se referens i fotnot 53.

## Trendens fortsatta utveckling påverkar Sverige

Sammanfattningsvis har alltså befolkningens åldrande och globala obalanser bidragit till att pressa ned realräntorna de senaste 30 åren. En förklaring till de globala obalanserna är särskilda omständigheter i vissa länder och regioner, inte minst Kina och euroområdet, som har skapat stora sparandeöverskott just där. Hur förändringar i olika länders inkomstfördelning påverkat utvecklingen är mer oklart.

Att världens befolkning fortsätter att åldras är ett skäl att tro att trenden mot lägre realräntor blir bestående. Ett andra skäl är historiska data över reala avkastningskrav som visar att trender i de flesta fall består under ganska lång tid och inte vänder snabbt.

Men det finns betydande osäkerhet, inte minst vad gäller utvecklingen i Kina. Eftersom den kinesiska ekonomin är stor och snabbväxande, och sparandet i utgångsläget är högt, kan framtida politiska beslut få stor betydelse. Det gäller exempelvis utformningen av olika socialförsäkringssystem. Den globala jämvikten påverkas även av politiska beslut i andra länder och världsdelar. Det gäller både finanspolitikens inriktning i vid mening och nivån på det offentliga sparandet.

En ytterligare källa till osäkerhet är klimatförändringarna, som kan påverka realräntorna via flera olika kanaler. Om en effektiv klimatpolitik inte kommer på plats ökar risken för negativa ekonomiska effekter från den globala uppvärmningen. En sådan utveckling borde bidra till att pressa ned realräntorna ytterligare.<sup>56</sup> Men omställningen till en mer klimatneutral produktion väntas också leda till omfattande investeringar i många länder, något som påverkar realräntorna i motsatt riktning.

En liten, öppen ekonomi som Sverige har endast marginell påverkan på den globala trend som diskuterats här. I gengäld har samma trend stor ekonomisk betydelse för svenska hushåll och företag, och för utformningen av den ekonomiska politiken. Om realräntan fortsätter att vara låg borde exempelvis fler investeringsprojekt betraktas som lönsamma, jämfört med om realräntan i stället börjar stiga igen.

Även de penningpolitiska besluten påverkas av det globala utbudet av sparande och investeringar. Den reala jämviktsräntan på säkra, kortfristiga lån har en avgörande betydelse för styrräntornas normala nivå, både i omvärlden och Sverige. Om jämviktsräntan förblir låg eller sjunker ytterligare innebär det, givet dagens nivå på inflationsmålen, att styrräntorna förblir jämförelsevis låga även på sikt. I ett sådant scenario ökar sannolikheten att centralbankerna begränsas i sina möjligheter att stimulera resursutnyttjandet och inflationen med hjälp av räntevapnet.

---

<sup>56</sup> Se E. Bylund och M. Jonsson (2020), "Hur påverkar klimatförändringarna den långsiktiga realräntan?", *Ekonomiska kommentarer* nr 11, Sveriges riksbank.