

ANALYS – Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt³¹

Före de allra 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 nedgången beror på förändringar i flera strukturella faktorer. De senaste åren tycks dessa faktorer inte ha ändrats nämnvärt, men hur de utvecklas framöver och hur det i sin tur påverkar ränteläget är osäkert. Det finns argument som talar för både en högre och 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.

Den neutrala räntan varierar över tid

Före de senaste årens inflations- och ränteuppgång hade den reala räntan på tillgångar med låg risk, som statsobligationer, sjunkit trendmässigt under flera decennier. Nedgången har varit gemensam för många utvecklade länder, däribland Sverige. Centralbanker kan påverka den reala räntan på kort sikt, och därmed även resursutnyttjandet och inflationen, eftersom priser på varor, tjänster och arbetskraft är trögrörliga. Men på längre sikt styrs realräntan, det pris på sparande som balanserar utbudet av sparande och efterfrågan på investeringar, främst av strukturella faktorer.³² Det råder relativt bred konsensus om att en stor del av nedgången i den reala räntan beror på förändringar i flera av dessa strukturella faktorer. Det rör sig bland annat om demografiska förändringar, lägre produktivitetstillväxt, ett högt sparande i Kina och ett underskott på säkra tillgångar.³³

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 kallas den *neutrala* räntan. En komplicerande faktor är dock att den neutrala räntan, i likhet med exempelvis potentiell BNP, inte kan observeras direkt utan måste skattas med hjälp av statistiska metoder och från antaganden om hur ekonomin fungerar. Bedömningen av den är därmed förknippad med betydande osäkerhet.

³¹ För ytterligare diskussion och analys, se "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt", *Ekonomisk kommentar* nr 5 2024, Sveriges riksbank.

³² Under senare år har dock ett antal studier ifrågasatt den här förklaringsmodellen vilket belyser graden av osäkerhet kring ämnet, se exempelvis C. Borio, 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.

³³ För en utförlig genomgång av olika förklaringsfaktorer, se H. Lundvall "Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan", Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:87.

En ytterligare källa till osäkerhet är att den varierar över tid. Den påverkas dels av globala trögrörliga strukturella faktorer (till exempel de som nämnts ovan) som påverkar trenden i den neutrala räntan, dels av kortsiktiga faktorer såsom tillfälliga ekonomiska störningar (exempelvis från finanspolitiken) som kan få den neutrala räntan att stiga eller sjunka under ett antal år. Den här analysen syftar till att diskutera utvecklingen av den långsiktiga trenden i den neutrala räntan.

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

Det finns olika ansatser för att skatta den neutrala räntan. Under senare år har det kommit flera studier med modeller som inkluderar data för många av de strukturella faktorer som antas påverka räntans trend, till exempel demografiska förändringar. Sådana modeller visar att den neutrala räntan har fallit trendmässigt under de senaste decennierna.³⁴ Nedgången förklaras bland annat av ökad efterfrågan på säkra tillgångar, förändringar i demografi och lägre produktivitet. Dessa skattningar och beräkningar av trenden i den neutrala räntan i ett antal utvecklade ekonomier pekar på att den under senare år legat i intervallet -0,6 till 1,3 procent, men med betydande osäkerhet.³⁵ Sammantaget indikerar skattningarna inte heller att det skett någon tydlig förändring de allra senaste åren. Vissa faktorer som högre offentlig skuld och ett ökat utbud av statsobligationer kan ha höjt den, men de demografiska förändringarna har fortsatt verka 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 räntan nästan uteslutande av strukturella förändringar i omvärlden. Osäkerheten kring deras utveckling framöver är dock betydande.

Utvecklingen av artificiell intelligens (AI) skulle kunna innebära att vi nu är inne i en period av högre produktivets- och investeringstillväxt, vilket skulle bidra till en högre neutral ränta. Men det är för tidigt att dra en sådan slutsats. Den ökade geoeconomiska fragmenteringen, med större distans mellan exempelvis USA och Kina, skulle samtidigt kunna tala för en minskad press på ränteläget i utvecklade ekonomier från Kinas stora sparande. Det finns även skäl att tro att klimatomställningen kommer att påverka den neutrala räntan, men i litteraturen råder det osäkerhet om både i vilken riktning och hur mycket.

Slutsatsen att globala demografiska förändringar har drivit en del av den trendmässiga nedgången i realräntan har relativt starkt empiriskt stöd. I många länder har åldrandet nått en punkt då en allt större andel av befolkningen går i pension och kan behöva börja dra ned på sparandet. Befolkningstillväxten fortsätter dock samtidigt att dämpas

³⁴ Se exempelvis A. Cesa-Bianchi, R. Harrison och R. Sajedi (2023) "Global R*", *Staff Working Paper* No. 990, Bank of England; T. Ferreira och S. Shousha (2023), "Determinants of global neutral interest rates", *Journal of International Economics*, volume 145; och kapitlet "The natural rate of interest: drivers and implications for policy", *World Economic Outlook*, april 2023, Internationella valutafonden.

³⁵ Estimat i reala termer för euroområdet, Frankrike, Japan, Kanada, Storbritannien, Tyskland och USA,

globalt vilket minskar behovet av investeringar. Demografiska förändringar sammantaget kan antas fortsätta att pressa det globala ränteläget nedåt.³⁶ Men när fler i befolkningen blir äldre ökar samtidigt kostnaderna för sjukvård och omsorgstjänster. Det är till exempel en anledning till att den offentliga skuldsättningen i USA, och därmed utbudet av amerikanska statsobligationer, väntas öka. Det kan i sin tur antas höja den neutrala räntan.

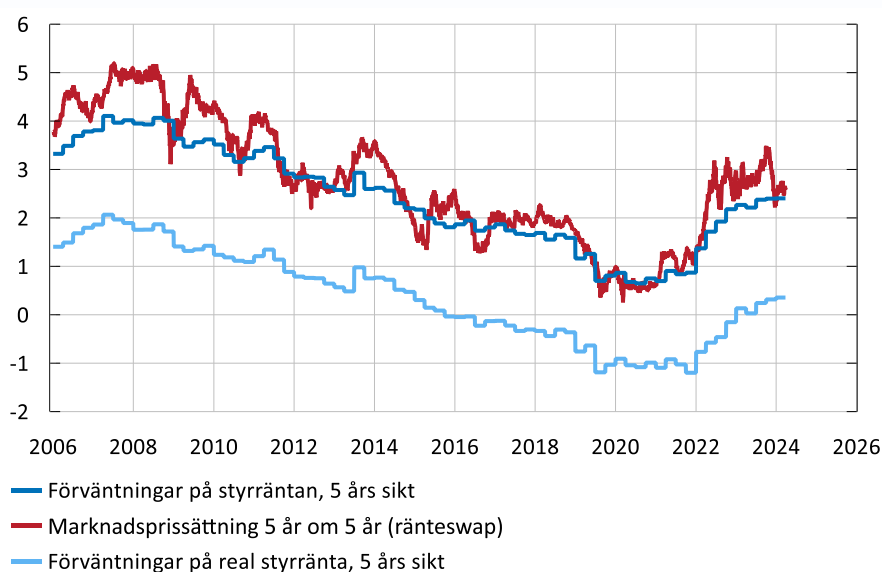
Sammantaget finns det inget entydigt svar på hur olika strukturella faktorer kommer att påverka den neutrala räntan. Gemensamt för de framskrivningar som gjorts är dock att de förändringar som väntas, oavsett riktning, sannolikt är relativt små i relation till den nedgång som skett sedan 1980-talet.

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 av en nominell femårig statsobligation om fem år har skiftat ned tydligt under en längre tid (se diagram 36).³⁷ De senaste åren har de dock stigit något och ligger nu mellan 2 och 3 procent.

Diagram 36. Marknadsprissättning 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.

³⁶ En omfattande studie finner att demografiska förändringar sammantaget globalt kan antas fortsätta hålla tillbaka ränteläget kommande decennier med omkring en procentenhet från nivån 2016, se A. Auclert, H. Malmbert, 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.

³⁷ 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.

Trots att dessa mått avser att mäta styrräntan och korta räntor på längre sikt har de varierat en hel del sedan 2019. Samtidigt tycks de globala och trögrörliga strukturella faktorer som påverkar trenden i den neutrala räntan inte ha rört sig i samma omfattning. Det pekar på att dessa marknadsmått under perioder inte nödvändigtvis endast speglar utvecklingen av de strukturella faktorer som bestämmer räntan på längre sikt.

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. 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 centralbankerna anpassa sig till de trender i den globala realräntan som är utanför deras kontroll. Över tid, i takt med att de globala räntorna har fallit, har därför många centralbanker justerat ner sina bedömningar av den egna ekonomins framtida styrränta. Riksbankens intervall för den långsiktiga styrräntan har reviderats ned från 3,5–5,0 procent 2006 till 2,5–4,0 procent 2017. Jämfört med 2017 har flera centralbanker, däribland Norges Bank och Bank of Canada, justerat ned sina bedömningar, vilket är i linje med utvecklingen av de globala trögrörliga strukturella faktorer som påverkar den neutrala räntans trend. Även Riksbanken har 2019 och 2022 kommunicerat att det är sannolikt att nivån ligger i den nedre delen av, eller något under, intervallet från 2017.

Utvecklingen av ränteläget framåt är osäkert. Strukturella faktorer kan både driva upp och hålla tillbaka ränteläget på längre sikt. Sammantaget väntas dock dessa faktorer ha relativt små effekter på ränteläget en tid framöver. Men även givet en bedömning av styrräntan på längre sikt är det osäkert var styrräntan kommer att hamna i praktiken. Ekonomin påverkas ständigt av nya kortsiktiga ekonomiska störningar som innebär att styrräntan över tid kommer att bli både högre och lägre än bedömningen av den långsiktiga styrräntan.