Vad är en normal nivå på reporäntan?

Det allmänna ränteläget är för närvarande lågt i ett historiskt perspektiv, såväl i Sverige som i t ex euroområdet. I takt med ett stigande inflationstryck väntas ränteläget stiga. Vad som bör betraktas som mer normala räntenivåer är svårt att avgöra. Resultaten i denna ruta tyder på att en normal nivå för reporäntan antagligen ligger någonstans i intervallet 3 ½–5 procent. Erfarenheterna visar emellertid att reporäntan under ganska långa perioder kan hamna utanför även detta ganska breda intervall.

Exakt vad som bör betraktas som mer normala räntenivåer än dagens är svårt att avgöra, men samtidigt påverkas såväl ränte- som inflationsprognoser av vilka antaganden som görs om vad som är rimliga långsiktiga nivåer på nominella och reala räntor. De finansiella marknaderna är framåtblickande, och förväntningar om vilka förhållanden som kommer att gälla på lång sikt påverkar utvecklingen även på kort sikt. Omvänt gäller också att de långfristiga räntorna påverkas av förväntningar om hur centralbankerna kommer att förändra sina kortfristiga styrräntor.

Ett sätt att bilda sig en uppfattning om vad som är en normal räntenivå är att se på genomsnitt över långa perioder. Räntenivån kan förväntas variera med det allmänna konjunkturläget, men ser man på en tillräckligt lång tidsperiod som utmärkts av ungefär lika mycket högkonjunkturer som lågkonjunkturer, bör man kunna få en uppfattning om vad som är ett normalt ränteläge (dvs. i ett normalt konjunkturläge). Den nominella räntan är lika med real ränta plus förväntad inflation. Det innebär att det kan ske förändringar i vad som betraktas som en normal räntenivå om det sker långsiktiga – icke konjunkturrelaterade – förändringar i det som påverkar realräntan eller inflationen. Förändringar i penningpolitiken världen över har t.ex. lett till varaktigt lägre inflation och därför också lägre nominalräntor jämfört med för 20–30 år sedan.

Ekonomisk teori säger att realräntan bestäms bl. a. av tillväxten i ekonomin och hushållens s.k. tidspreferenser. Med tidspreferenser avses hur hushållen värderar konsumtion vid olika tidpunkter under livscykeln. Vanligtvis antas att individer strävar efter en förhållandevis jämn konsumtion över tiden, men också att de på marginalen har viss otålighet som gör att de ogärna skjuter sin konsumtion på framtiden. En väntad framtida inkomstökning kommer således att leda till en ökad efterfrågan på lån som gör det möjligt att konsumera åtminstone en del av den framtida inkomsten redan idag. Hur hög låneränta hushållen är villiga att betala beror både på tidspreferensen och på hur snabb tillväxten väntas bli. Ju högre tillväxt, desto mer konsumtion vill hushållen skifta från framtiden till idag.[10] Ekonomisk teori talar därför för en relativt hög realränta om tillväxten är hög.

I en värld med fria kapitalrörelser bestäms inte den nominella räntenivån i varje land oberoende av de nominella räntorna i andra länder. Kapitalet tenderar att strömma dit ränteläget är högst, vilket begränsar skillnaderna i nominella räntor. Ett sätt att bilda sig en uppfattning om vad som är en normal nominell räntenivå kan vara att studera hur räntenivån varierar mellan länder och beräkna den genomsnittliga nominella nivån. Vissa ränteskillnader kan dock bestå under en lång tid till följd av olika risk- och likviditetspremier. För statlig upplåning inom OECD-kretsen är visserligen kreditriskerna små, men riskerna förknippade med valutakursfluktuationer kan vara stora, åtminstone på några års sikt. På lite längre sikt tenderar emellertid valutakursfluktuationer och inflationsskillnader att ta ut varandra och den nominella räntenivån i Sverige kan antagligen inte avvika särskilt mycket från det internationella ränteläget efter att hänsyn tagits till skillnader i inflationstakter (dvs. realräntorna kan förväntas vara ganska lika).[11] Räntenivåer som varit vanliga historiskt kan mot den bakgrunden ge en fingervisning om vad en normal nominell nivå bör vara.

Beräkningar av en långsiktig normal ränta

10 För en teoretisk diskussion om den långsiktiga realräntan, se fördjupningsruta "Begreppet real långsiktig jämviktsränta", i Inflationsrapport 2000:3 samt Jonsson, M. , "Realräntan och penningpolitiken", *Penning- och Valutapolitik* Nr 1, 2002, Sveriges riksbank.

11 För en utförligare diskussion om en normal ränta i ett internationellt perspektiv, se t.ex. Archibald, J. och L. Hunter, "What is the neutral real interest rate, and how can we use it?", *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol 64, No 3, 2001.

(real och nominell) försvåras av att det de senaste årtionden skett stora förändringar i samhällsekonomin som lett till att långsiktiga relationer mellan olika ekonomiska variabler ändrats över tiden. Världens länder har gradvis blivit alltmer beroende av varandra, både genom den ekonomiska tillväxten i sig och till följd av minskade regleringar av internationella flöden av kapital, varor och tjänster. I Sverige och i många andra länder skedde dessutom omfattande avregleringar av de inhemska finansiella marknaderna under 1980-talet. Därtill kommer att nominella räntenivåer fallit sedan penningpolitiken blivit inriktad på att skapa låg och stabil inflation. De omfattande förändringar som skett har antagligen påverkat nivån på vad som kan betraktas som en långsiktig normal ränta (både realt och nominellt) och gör att historiska genomsnitt därför kan vara missvisande.

Ett annat problem vid beräkningar av vad som är en normal ränta är att det i varje land och varje tidpunkt inte finns en unik relevant ränta utan ett helt spektrum av räntor på olika nivåer som beror på kreditrisken hos låntagaren, lånens löptid och likviditeten i värdepapperen (i den mån det rör sig om standardiserade kontrakt som kan överlåtas och handlas på en marknad). Den s. k. avkastningskurvan beskriver hur räntan på lån beror på respektive låns löptid. Ur ett penningpolitiskt perspektiv är hela avkastningskurvan av intresse. Centralbankerna styr via sin penningpolitik i första hand de kortfristiga nominella räntorna, men effekterna av penningpolitiken på inflationen, via t.ex. konsumtion och investeringar, antas ofta till stor del gå via de mer långfristiga nominella räntorna.

I resten av denna ruta redovisas data som kan användas för att göra uppskattningar av ett intervall för en normal kortfristig nominell ränta.[12] Som påpekats ovan finns det ett stort antal problem med att göra sådana uppskattningar. Siffrorna måste tolkas försiktigt och leder inte till någon entydig slutsats.

Empiriska skattningar

En indikator på vad en normal real ränta ungefär bör vara ges av den långsiktiga reala tillväxten i ekonomin.[13] Tabell R1 visar hur den reala BNP-tillväxten har varierat mellan olika länder och olika tidsperioder.[14] I samtliga länder var tillväxten högre under 1960-talet än den varit sedan dess. I USA har tillväxten de följande decennierna legat stabilt kring 3 procent per år, vilket också är det oviktade genomsnittet för alla länderna i tabellen över hela perioden sedan 1960. Av tabell R2 framgår att sett över alla länderna i urvalet har den genomsnittliga konsumtionstillväxten under de olika decennierna legat nära den genomsnittliga BNP-tillväxten, alltså kring 3 procent. Skillnaderna mellan länderna är dock tidvis stora och tillväxten både i BNP och den privata konsumtionen har i genomsnitt varit högre i USA än i exempelvis Tyskland, Storbritannien och Sverige.

Tabell R3 visar att den internationella räntenivån var relativt låg under 1960-talet. Under detta decennium var även inflationen precis som på senare tid relativt låg vilket bidrog till att hålla nere de nominella räntenivåerna. Samtidigt var kreditmarknaderna starkt reglerade vilket gör att det inte går att använda räntedata från 1960-talet för att bilda sig en uppfattning om vad som är en normal räntenivå idag. 1970- och 1980-talen var perioder med hög inflation, vilket höjde de nominella räntorna världen över. Under 1980-talet avreglerades kreditmarknaderna och räntorna blev mer marknadsbaserade. Samtidigt var det offentliga sparandet negativt i flera länder, vilket kan ha bidragit till högre realräntor än på 1960- och 1970-talen (se tabell R4). På 1990-talet etablerades låginflationspolitiken och

12 För en diskussion om den långsiktiga realräntan, se fördjupningsruta "Realräntan och penningpolitiken", i Inflationsrapport 2000:1.
13 Standardteorier innebär att tillväxten och realräntan normalt ligger ganska nära varandra, men det exakta sambandet beror på vilka mer specifika antaganden om ekonomins funktionssätt som görs i de olika teorierna. Vissa teorier pekar på att det som är relevant för realräntan inte är BNP-tillväxten som i tabellerna R1 och R2, utan tillväxten per capita. Tillväxt i BNP och konsumtion per capita ligger normalt 0,5-1,0 procentenheter lägre än de i tabell R1 och R2.
14 Länderna är godtyckligt valda men är alla marknadsbaserade OECD-ekonomier som antingen tillhör de stora länderna (USA, Tyskland, Storbritannien) eller är länder som införde inflationsmål ungefär samtidigt som Sverige (Australien, Nya Zeeland). Länderna i urvalet är valda för att ge exempel på läget i ekonomier (och tidsperioder) utmärkta av olika grad av utrikeshandelsberoende, olika penningpolitiska regimer, etc.

de nominella räntorna återgick till lägre nivåer. Initiala trovärdighetsproblem för låginflationspolitiken bidrog dock troligen till att hålla uppe räntorna under en tid, inte minst i Sverige. Sedan 1998 kan trovärdigheten för den nya penningpolitiska regimen i Sverige anses vara fullt ut etablerad, varför perioden fr o m 1998 kan vara intressant att studera ur ett svenskt perspektiv.[15] Genomsnittet för den korta nominella räntan i Sverige har legat på omkring 3,3 procent under senare år. Det är marginellt högre än i USA och Tyskland, men lägre än i Storbritannien, Kanada, Australien och Nya Zeeland.[16] Den kortfristiga realräntan i Sverige har på senare år legat på genomsnittet för länderna i urvalet, 2,2 procent.

Skillnader i korträntor mellan olika länder kan under kortare perioder vara motiverade av att ekonomierna befinner sig i olika konjunkturfaser. En beräkning av normala räntenivåer bör därför försöka ta hänsyn till konjunkturella faktorer. Ett enkelt sätt att rensa för konjunkturens effekt på ränteläget är att anta att räntenivån bestäms av en s.k. Taylorregel.[17] I denna antas att centralbankerna gör förändringar av styrränta med hänsyn till inflations- och BNP-utvecklingen. Enligt regeln ska centralbanken sätta sin styrränta på dess långsiktiga eller normala nivå när inflationen är lika med inflationsmålet och BNP-nivån ligger på sin potentiella nivå.

Mer formellt är Taylorregeln:

$$i_t = i^* + 1{,}5(\pi_t - \pi^*) + 0{,}5(y_t - y_t^*) + \varepsilon_t$$

där i är den nominella styrräntan, i^* den nominella långsiktiga normala räntan, π inflationen, π^* inflationsmålet, y produktionen, y^* den potentiella produktionen och ε en avvikelse som tar hänsyn till att regeln inte gäller exakt.[18] Genom att sätta in historiska data över nominella styrräntor (i), avvikelser från inflationsmålet ($\pi - \pi^*$) och det så kallade produktionsgapet ($y - y^*$) i denna ekvation kan den normala räntan i^* beräknas. Beräkningen blir en uppskattning av centralbankens uppfattning om den normala räntan i^*, givet antagandet att Taylorregeln ger en bra beskrivning av penningpolitiken.

Det finns både för- och nackdelar med att använda denna förhållandevis enkla specifikation för att beräkna den normala räntan i^*. Å ena sidan är det lätt att göra jämförelsen när beräkningen sker på samma sätt och med samma enkla formel för alla länder. Å andra sidan är Taylorregeln en alltför grov beskrivning av penningpolitiken för att ge ett precist mått på den normala styrräntan, inte minst eftersom det skett stora förändringar i penningpolitikens uppläggning de senaste decennierna. Exempelvis har den relativa betydelsen av inflationen och den reala produktionen antagligen ändrats över tiden. Den penningpolitik som bedrivs idag är dessutom i stor utsträckning framåtblickande och baseras därför på prognoser snarare än på faktiskt observerade utfall på gapen. Trots dessa invändningar är resultaten av skattningarna av den normala styrräntan baserade på en Taylorregel intressanta. Överlag ger skattningarna samma bild som den nominella räntan i sig själv; räntenivån har fallit sedan 1980-talet i alla länder (se tabell R6). I både USA och Sverige ger Taylorregeln en normal styrränta under 1998–2005 som är högre än det genomsnittliga värdet på den korta räntan enligt tabell R3. Detta avspeglar att både inflationen och resursutnyttjandet varit relativt lågt i USA och Sverige under denna period, och att penningpolitiken därför varit "mer expansiv" än normalt, i termer av Taylorregeln. Taylorskattningen ger en normal, konjunkturrensad styr-

15 Enkätundersökningar ger vid handen att den nya regimens trovärdighet är etablerad under hösten 1996 i så måtto att förväntningarna om inflationen ett år fram i tiden ligger nära 2 procent. Prissättningen på penningmarknaden indikerar dock att förtroendet är etablerat först under vårvintern 1998 genom att skillnaden mellan räntorna på en svensk och en tysk 10-åring statsobligation då var nere på nivåer som har gällt sedan dess, dvs. en skillnad mindre än 0,5 procentenheter (se diagram R1).

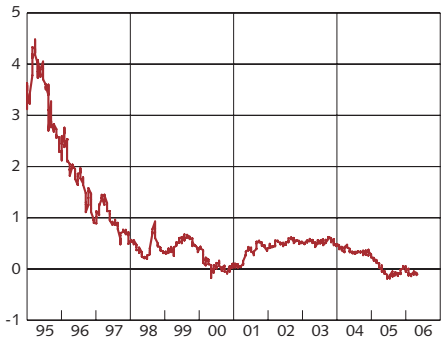
16 Realräntan beräknad ex post, dvs. nominell ränta justerad för faktisk inflation snarare än förväntad, ger i stort sett samma bild relativt andra länder under 1998-2005. Kanadas realränta var dock lägre än den svenska som var 2,2 procent (se tabell R4). Under perioden 1996-2005 var genomsnittet för den svenska korta nominella räntan något högre än 1998-2005 (3,6 procent).

17 Se Taylor, J. ,"Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 1993.

18 Taylors ursprungliga studie använde den långsiktiga realräntan. I uppställningen ovan ersätter en långsiktig nominell ränta och ett långsiktigt inflationsmål Taylors långsiktiga realränta. Produktionsgap är beräknade med hjälp av s k HP-filter på säsongsrensade reala BNP-serier. Ändpunktsproblematiken i HP-skattningarna är reducerad genom att loggade BNP-serier först prognostiseras med hjälp av en AR(4)-process.

Källa: Riksbanken

Diagram R1. Ränteskillnad mellan svensk och tysk 10-årig nominell statsobligation
Procentenheter



ränta på 4,6 procent för perioden 1998–2005 i Sverige.[19] Det är i mitten av intervallet bland länderna i tabell R5 under perioden 1998–2005 (3,7–5,7 procent).

Slutsats och några avslutande observationer

Bedömningar av vad som är en normal räntenivå är osäkra av flera skäl. Det har skett omfattande förändringar av samhällsekonomin under senare år och det är fortfarande svårt att särskilja vad som är långsiktiga eller strukturella förändringar och vad som är av mer cyklisk eller tillfällig karaktär. De siffror som redovisats ovan kan därför endast ge en fingervisning om vad som är en normal räntenivå. Resultaten i denna ruta tyder på att den genomsnittliga nivån på den nominella korträntan i Sverige under 1998–2005 (3,3 procent) har varit lägre än normalt, såväl i ett historiskt perspektiv som med hänsyn till konjunkturläget.

Den nominella räntan är lika med realräntan plus förväntad inflation. Realräntan har både historiskt och internationellt sett tenderat att ligga nära nivåer för ekonomins trendmässiga tillväxttakt. För Sveriges del betyder det ungefär 3 procent under senare tid. Med ett mål om 2 procents inflation skulle en normal nivå på den nominella räntan därmed vara kring 5 procent. Denna grova tumregel bortser emellertid bl.a. från skillnader mellan räntor med olika löptider. Centralbankers styrräntor är inga marknadsräntor och avser dessutom mycket kortfristiga lån. De ligger i regel lägre än kortfristiga marknadsräntor, som i sin tur och på senare tid ofta legat under 5 procent, se tabell R3. Skattningarna av Taylor-regler ger normala styrräntor på 3,7–5,7 procent, se tabell R5, vilket dock bör tolkas försiktigt med tanke på att såväl centralbankernas inflationsmål som produktionsgapet kan vara svårt att mäta. Sammantaget tyder siffrorna som redovisats i denna fördjupningsruta på att en normal nivå för reporäntan uppskattningsvis ligger någonstans i intervallet 3½–5 procent. Men som framgår både av förhållandena just nu och de historiska erfarenheterna i Sverige och andra länder kan reporäntan under ganska långa perioder hamna utanför även detta ganska breda intervall.

Tabell R1. Genomsnittlig BNP-tillväxt under olika tidsperioder
Procent

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	1998–2005	1960–2005
USA	4,5	3,2	3,0	3,0	3,1	3,3
Tyskland	4,3	3,1	1,8	1,5	1,3	2,5
Storbritannien	3,0	2,4	2,3	2,1	2,7	2,5
Sverige	**4,4**	**2,4**	**2,3**	**1,7**	**2,9**	**2,6**
Kanada	5,4	4,1	3,0	2,4	3,4	3,5
Australien	4,7	3,2	3,3	3,2	3,5	3,5
Nya Zeeland	na	na	na	2,6	3,3	2,7
Oviktat genomsnitt	4,4	3,1	2,6	2,4	2,9	2,9

Anm. För Nya Zeeland är urvalet 1988–2005.

Källor: US Department of commerce, UK Office for National Statistics (ONS), Statistics Canada, Australian statistician, Statistics New Zealand, SCB, Federal statistical office Germany

19 Beräknat på kvartalsdata var inflationsgapet 1998-2005 i genomsnitt -1,0 procentenheter. Under samma period var reporänta i genomsnitt 3,2 procent. Om Tayloransatsen baseras på perioden 1996-2005 blir skattningen av jämviktsräntan 5,3 procent.

Tabell R2. Genomsnittlig konsumtionstillväxt under olika tidsperioder
Procent

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	1998–2005	1960–2005
USA	4,5	3,4	3,2	3,2	3,7	3,5
Tyskland	na	na	na	1,7	1,0	1,3
Storbritannien	2,3	2,6	3,3	2,2	3,4	2,7
Sverige	**3,6**	**2,1**	**1,7**	**1,0**	**2,4**	**2,1**
Kanada	4,6	4,2	2,7	2,1	3,3	3,3
Australien	4,5	3,5	3,1	3,2	4,0	3,6
Nya Zeeland	na	na	na	2,5	3,8	2,9
Oviktat genomsnitt	3,9	3,2	2,8	2,3	3,1	2,8

Anm. För Nya Zeeland är urvalet fr o m 1988, för Tyskland fr o m 1992.

Källor: US Department of Commerce, UK Office for National Statistics (ONS), Statistics Canada, Australian Statistician, Statistics New Zealand, SCB, Federal Statistical Office Germany

Tabell R3. Genomsnittlig nominell ränta på 3-månaders statsskuldväxel under olika tidsperioder
Procent

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	1998–2005	1960–2005
USA	4,0	6,3	8,8	4,9	3,1	5,0
Tyskland	na	4,8	6,0	5,4	3,2	5,6
Storbritannien	6,2	8,9	11,4	7,9	5,0	8,3
Sverige	**5,5**	**6,4**	**11,7**	**8,0**	**3,3**	**7,4**
Kanada	4,4	7,0	11,3	6,2	3,6	6,7
Australien	na	8,7	14,5	7,2	5,2	9,3
Nya Zeeland	na	na	14,6	8,1	6,0	8,2
Oviktat genomsnitt	5,0	7,0	11,2	6,8	4,2	7,2

Anm. Serierna på 3-månadersräntan är ofta inte fullständiga. För Tyskland startar serien i juli 1975, för Storbritannien i januari 1964, för Sverige i december 1962. För Australien är 3-månadersräntan en s.k. Bank bill och serien börjar i juni 1969. För Nya Zeeland är 3-månadersräntan en s.k. Deposit rate som börjar i december 1987.

Källor: OECD, Federal Reserve, SCB, Reserve Bank of Australia, Bank of Canada, Reserve Bank of New Zealand

Tabell R4. Genomsnittlig ex post real ränta på 3-månaders statsskuldväxel under olika tidsperioder
Procent

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	1998–2005	1960–2005
USA	1,7	-0,5	3,5	1,9	0,8	1,4
Tyskland	na	0,9	3,2	2,9	1,8	2,4
Storbritannien	2,2	-2,9	4,3	4,3	2,6	2,0
Sverige	**1,7**	**-1,8**	**4,0**	**4,8**	**2,2**	**2,2**
Kanada	1,9	0,0	5,0	4,1	1,5	2,5
Australien	na	-0,5	6,5	4,7	2,6	3,3
Nya Zeeland	na	na	8,5	6,0	4,1	5,5
Oviktat genomsnitt	1,9	-0,7	5,0	4,1	2,2	2,8

Anm. Kort realränta definieras som räntan på en 3-månaders statsskuldsväxel minus den genomsnittliga årliga inflationen de 12 senaste månaderna. Serierna på 3-månadersräntan är ofta inte fullständiga. För Tyskland startar serien i juli 1975, för Storbritannien i januari 1964, för Sverige i december 1962. För Australien är 3-månadersräntan en s.k. Bank bill och serien börjar i juni 1969. För Nya Zeeland är 3-månadersräntan en s.k. Deposit rate som börjar i december 1987.

Källor: OECD, Federal Reserve, SCB, Reserve Bank of Australia, Bank of Canada, Reserve Bank of New Zealand, Statistics Canada, Australian Bureau of Statistics, Statistics New Zealand, OECD, UK Office for National Statistics (ONS)

Tabell R5. Beräknad nominell långsiktig normal styrränta utifrån en Taylorregel under olika tidsperioder
Procent

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	1998–2005	1960–2005
USA	4,2	7,1	10,0	5,0	4,3	6,2
Tyskland	4,1	5,3	5,7	5,7	4,4	5,1
Storbritannien	6,0	9,4	11,4	8,2	5,3	8,4
Sverige	**5,1**	**6,3**	**9,3**	**5,8**	**4,6**	**7,4**
Kanada	na	na	na	5,8	3,7	4,6
Australien	na	na	11,8	9,6	4,7	9,3
Nya Zeeland	na	na	18,8	11,4	5,7	10,8
Oviktat genomsnitt	4,9	7,0	11,2	7,4	4,7	7,4

Anm. Inflationsmål före dess att kvantitativa mål formellt trätt i kraft är definierade som det aktuella decenniets medelvärde i respektive land. T.ex. är inflationsmålet under 1960-talet i USA satt till 2,3 procent vilket är genomsnittet för den amerikanska inflationen mätt som 4 kvartals förändring i KPI under perioden 1960q1-1969q4. För Kanada gäller urvalet fr o m 1992, för Australien fr o m 1980 och för Nya Zeeland fr o m 1987.

Källor: OECD, Federal Reserve, SCB, Reserve Bank of Australia, Bank of Canada, Reserve Bank of New Zealand