

FÖRDJUPNING – Reporäntan på lång sikt

I en liten öppen ekonomi som den svenska påverkas inhemska räntor i stor utsträckning av internationella skeenden. De senaste decennierna har nominella och reala räntor fallit trendmässigt världen över. De globala faktorer som kan förklara utvecklingen är dels strukturella trender som påverkar sparande och investeringar, dels konjunkturella faktorer kopplade till finanskrisen och eurokrisen. Den globala återhämtningen efter finanskrisen har nu pågått en längre tid och inflationen stiger, vilket väcker frågan om vart räntorna i omvärlden och i Sverige är på väg på lång sikt. De strukturella faktorer som bidragit till att räntorna fallit de senaste decennierna bedöms till viss del hålla ned räntorna även framöver. Riksbankens samlade bedömning är att reporäntan på lång sikt kan väntas ligga mellan 2,5 och 4,0 procent, vilket är lägre än det tidigare publicerade intervallet. Riksbankens prognos innebär dock att reporäntan kommer att vara avsevärt lägre än den långsiktigt normala nivån under de närmaste åren.

Räntorna har sjunkit under lång tid

Globala räntor har sjunkit trendmässigt de senaste decennierna och även om i synnerhet nominella långräntor har stigit något den senaste tiden är både nominella och reala räntor historiskt låga (se diagram 1:13). En del av förklaringen till dagens låga räntor kan hänföras till strukturella trender som inte i första hand påverkas av konjunkturen, en annan del är konjunkturell och kopplad till den internationella finansiella krisen och den europeiska skuld krisen. Studier visar att djupa och långa lågkonjunkturer kan få långvariga effekter och det kan därför vara svårt att särskilja strukturella trender från konjunkturella.

Trenden i realräntor bestäms av strukturella faktorer medan trenden i nominella räntor även påverkas av inflationsförväntningar. Nedgången i nominella räntor drevs fram till mitten av 1990-talet delvis av att inflationsförväntningarna sjönk i många länder. Därefter har inflationsförväntningarna varit förhållandevis stabila och det är istället andra faktorer som drivit ned realräntorna och därmed även de nominella räntorna. Realräntorna har fallit både i avancerade ekonomier och i tillväxtländer, vilket talar för att globala faktorer ligger bakom utvecklingen.

Det är främst realräntor som bör påverka investerings- och konsumtionsbeslut.⁵ Riksbanken och andra centralbanker har därför behövt anpassa sig till de nedåtgående trenderna i realräntor och sänka sina styrräntor till mycket låga, i vissa fall negativa, nivåer för att stimulera efterfrågan och få upp inflationen.

Att räntorna är låga trots att återhämtningen efter finanskrisen har pågått en längre tid och inflationen nu stiger väcker frågan om vart räntorna i omvärlden och i Sverige är på väg i ett längre perspektiv. Men för att bilda sig en uppfattning om hur ränteläget kommer att utvecklas framöver är det viktigt att först försöka förstå vilka faktorer som ligger bakom nedgången i reala räntor.

Vad bestämmer räntan på lång sikt?

Hur reala räntor utvecklas i ett längre tidsperspektiv bestäms av faktorer som påverkar sparandet och investeringarna. På lång sikt är det faktorer som ligger utanför centralbankernas kontroll. För en liten öppen ekonomi som Sverige påverkas inhemska räntor i stor utsträckning av internationella skeenden, åtminstone så länge den inhemska ekonomin är i god ordning. Svaga offentliga finanser, långvariga underskott i bytesbalansen eller en inhemskt genererad finansiell kris är faktorer som kan innebära att den inhemska räntenivån avviker från omvärldens under en förhållandevis lång tidsperiod.

Det globala sparandets, och investeringarnas, andel av global BNP har varit relativt oförändrad under en längre tid (se diagram 1:17). För att förklara att räntor samtidigt fallit ligger det därför nära till hands att försöka finna faktorer som har ökat viljan att spara och minskat viljan att investera.

Demografiska förändringar har i flera studier pekats ut som en viktig förklaring till nedgången i räntorna.⁶ En ut-

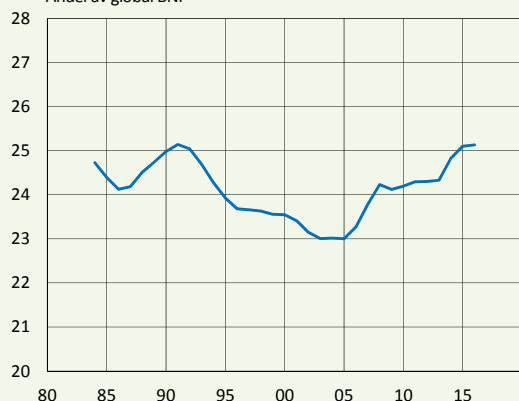
⁵ Ett hushålls beslut att konsumera idag eller spara till en viss nominell ränta för att konsumera senare beror bland annat på mängden varor och tjänster det kan konsumera i de två fallen. För att kunna göra denna jämförelse behöver hushållet ta hänsyn till förväntade prisförändringar. Då den reala räntan definieras som nominell ränta minus förväntad inflation är det således denna ränta som blir relevant i hushållets beslut. Samma principer gäller för företag som ska välja mellan att investera eller avstå från att göra det.

⁶ Rachel, L och Smith, T. (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper No. 571. Bank of England. Carvalho, C., Ferrero, A. och Nechio, F. (2016), "Demographics and Real Interest Rates: Inspecting the Mechanism", Working Paper 2016-05, Federal Reserve Bank of San Francisco. Gagnon, E., Johansson, B.-K. och Lopez-Salido, D. (2016), "Understanding the New Normal: The Role of Demographics", Finance and Economics Discussion Series 2016-080, Board of Governors of the Federal Reserve System.

gångspunkt är att sparandet är som högst under de yrkesaktiva åren i en människas liv. I världen som helhet har andelen yngre och äldre i befolkningen minskat sedan slutet på 1960-talet fram tills för några år sedan (se diagram 1:18). Denna förskjutning i befolkningssammansättningen mot en större andel i de åldersgrupper som arbetar och sparar har bidragit till att den totala sparbenägenheten ökat. Att människor även lever längre innebär, vid oförändrad pensionsålder, att sparandet behöver öka under yrkeslivet. Samtidigt har befolkningstillväxten i världen

Diagram 1:17. Globala investeringar

Andel av global BNP

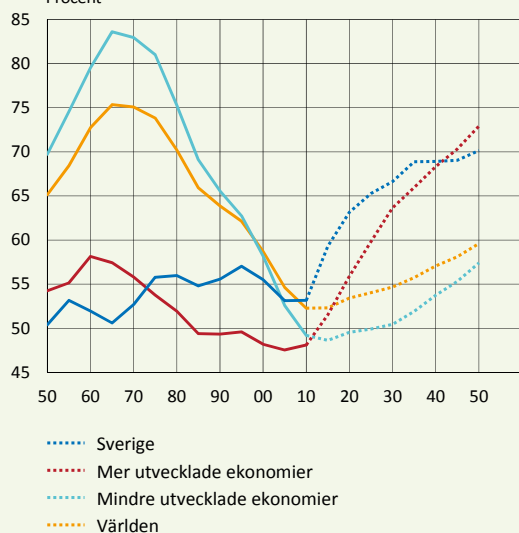


Anm. Löpande priser, 5 års glidande medelvärde.

Källa: IMF

Diagram 1:18. Yngre och äldre som andel av befolkningen

Procent



Anm. Befolkningen i åldersgrupperna 0–14 år och över 65 år som andel av befolkningen 15–64 år. Data är på 5-års frekvens och observationen för 2015 är en uppskattning.

Källa: FN

minskat och med en tidsfördröjning även tillväxten i arbetskraften. När arbetskraften ökar långsammare behöver inte heller investeringar i kapitalstocken växa lika snabbt som tidigare.

Sparandet påverkas även av inkomstfördelningen inom länder eftersom individer med högre inkomster har en högre sparbenägenhet än individer med låg inkomst. Ökade inkomstskillnader i flera länder kan därför ha inneburit att den totala sparbenägenheten ökat. Inkomstökningar i tillväxtländer kan också ha bidragit till ökat sparutrymme. Slutligen har det också skett ett ökat offentligt försiktighetssparande i många tillväxtländer efter Asienkrisen 1997-1998, där bland annat centralbanker byggt upp sina valutareserver för att kunna parera stora kapitalutflöden.

Nedgången i reala räntor kan även förklaras av olika faktorer som minskat viljan att investera. En lägre förväntad tillväxt till följd av en långsammare teknikutveckling eller en svagare tillväxt i arbetskraften innebär ett dämpat investeringsbehov. Flera andra förklaringar har också lyfts fram. Priset på kapitalvaror har fallit relativt priset på konsumtionsvaror, vilket kan innebära att investeringsbenägenheten minskar. Offentliga investeringar som andel av BNP har fallit under en lång tid, vilket skulle kunna förklaras av att det politiska stödet för sådana investeringar minskat. Slutligen så har skillnaden ökat mellan räntorna som företagen möter och statsobligationsräntorna. Därmed har investeringsviljan vid en given nivå på den riskfria räntan fallit.

De flesta internationella studier är eniga om att de ovanstående faktorerna tillsammans kan förklara en stor del av nedgången i räntorna sedan mitten av 1990-talet även om studierna skiljer sig åt vad gäller de enskilda faktorernas relativa betydelse.⁷

Mycket talar för att den långsiktiga globala räntan sjunkit

Även om bedömningarna skiljer sig åt så pekar internationella studier samstämmigt på att den långsiktiga, mer normala, nivån på reala räntan idag är betydligt lägre än tidigare. Många studier utmynnar i att den reala räntan på lång sikt troligen kommer att ligga runt 1 procent eller ännu lägre. Givet inflationsförväntningar på cirka 2 procent skulle detta motsvara en nominell ränta på runt 3 procent. Denna utveckling är inte begränsad till de avancerade ekonomierna utan bedömningar om vad som är en långsiktigt normal ränta har fallit trendmässigt även i många tillväxtländer i Asien.⁸

Eftersom det rör sig om en global trend i räntorna har flera centralbanker justerat ned sina bedömningar av den egna ekonomins långsiktiga normala ränta. Medlemmarna

⁷ Holston, K., Laubach, T. och Williams, J.C. (2016), "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", Working Paper 2016-11, Federal Reserve Bank of San Francisco. Rachel, L. och Smith, T. (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper No. 571. Bank of England. Hamilton, J.D., Harris, E.S., Hatzius, J. och West, K.D. (2015), "The Equilibrium Real Funds Rate:

Past, Present, and Future," US Monetary Policy Forum, New York., Constâncio, V. (2016), "The challenge of low real interest rates for monetary policy," Vice-President ECB, tal 15 juni 2016.

⁸ Zhu, F. (2016). "Understanding the changing equilibrium real interest rates in Asia-Pacific", BIS Working Papers No 567,

i den amerikanska centralbankens penningpolitiska kommitté har successivt reviderat ned sin medianbedömning från 4,25 procent 2012 till 3,0 procent i december 2016.⁹ Även den kanadensiska centralbanken har reviderat ned sin bedömning från 5,25 procent i mitten av 2000-talet till 3,25 procent ($\pm 0,5$ procentenheter).¹⁰ Norges centralbank bedömer att den så kallade neutrala nominella marknadsräntan befinner sig i intervallet 2,5 till 3,5 procent på några års sikt.¹¹

Riksbanken har sett över sin bedömning ett antal gånger de senaste åren

Det sker kontinuerligt förändringar i ekonomin som påverkar den långsiktiga ränteutvecklingen. Riksbanken har därför vid ett antal tillfällen det senaste decenniet sett över sitt intervall för den långsiktiga nivån på reporäntan. Långsiktig nivå kan i detta sammanhang tolkas som den nivå reporäntan väntas nå om cirka 5-10 år, i ett läge som bedöms vara konjunkturellt normalt. I juni 2006 utmynnade en analys baserad på historiska realräntor och tillväxt i Sverige och omvärlden i slutsatsen att reporäntan på lång sikt troligen ligger i intervallet 3,5–5,0 procent.¹² Denna analys följdes sedan upp 2010 med slutsatsen att det var mer troligt att den låg i intervallet 3,5–4,5 procent.¹³ Under 2014 aktualiserades frågan igen mot bakgrund av att prognosen för reporäntan var betydligt lägre än intervallet trots att svensk ekonomi i slutet av prognosperioden bedömdes vara mer eller mindre i balans med en KPIF-inflation nära målet. Slutsatsen då var att det ännu var för tidigt att avgöra i vilken utsträckning det låga globala ränteläget avspeglade konjunkturella eller mer långsiktiga faktorer. Men bedömningen var att räntorna skulle vara låga under en lång tid.¹⁴ Denna bedömning har bland annat avspeglats i de publicerade reporäntebanorna sedan dess.

Långsiktig reporänta i ljuset av historisk tillväxt och historiska räntenivåer

Perioden sedan 2008 är starkt präglad av finanskrisen och eurokrisen, vilket innebär att det är svårt att avgöra om de historiska genomsnitten verkligen ger en bild av ett normalt konjunkturellt läge. Som framgår i tabell 1:1 har den faktiska genomsnittliga BNP-tillväxten per capita sedan 2008 sjunkit ytterligare något och nedgången i de korta reala räntorna, som i genomsnitt varit omkring 2 procent sedan 1960-talet, har förstärkts.

Tabell 1:2. Tillväxt och nominella samt reala räntor

Procent

	1960-2008	1998-2008	1998-2016***
Tillväxt i BNP per capita			
Sverige	2,3	2,7	1,9
Internationellt*	2,1	2,0	1,5
Nominell 3-månadersränta			
Sverige	6,8	3,3	2,2
Internationellt*	6,9	4,4	3,1
Real 3-månadersränta**			
Sverige	1,7	1,9	1,1
Internationellt*	2,4	2,2	1,1

*Genomsnitt för Australien, Kanada, Tyskland, Storbritannien och USA. Tidserierna för räntor börjar vid olika tidpunkter för de olika länderna.

**Räntan för statsskuldsväxlar med 3-månaders löptid minus faktisk inflation.

*** För BNP per capita finns data till 2015.

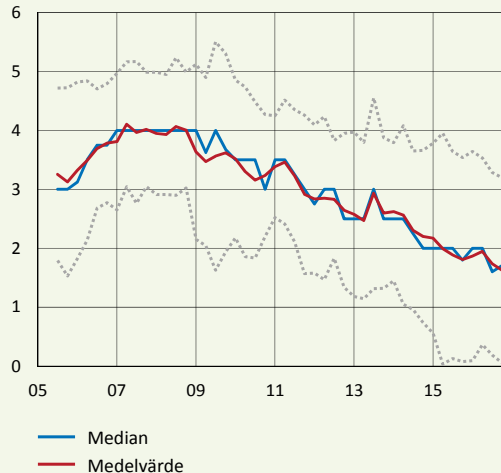
Källor: OECD, Macrobond, Världsbanken och Riksbanken

Marknadsaktörernas syn på den långsiktiga reporäntan

Framtidsblickande information från finansiella marknader visar att aktörerna förväntar sig fortsatt låga räntor framöver. Förväntningarna om reporäntans nivå om fem år som de kommer till uttryck i Prosperas undersökning har fallit från cirka 4 procent i slutet av 2009 till strax under 2 procent det senaste året (se Diagram 1:19). Samtidigt har inflationsförväntningarna legat runt 2 procent. Förväntningar på fem års sikt behöver dock förstås inte stämma överens med förväntningar på ännu längre sikt.

Diagram 1:19. Marknadsaktörernas förväntningar om nivån på reporäntan om 5 år

Procent



Anm. Enkätssvar mellan juni 2005 och november 2016. Streckade grå linjer avser +/- 2 standardavvikelse och illustrerar spridningen i enkätssvaren.

Källor: TNS Sifo Prospera och Riksbanken

⁹ Federal Reserve FOMC, "Summary of Economic Projections", December, 2016.

¹⁰ Bank of Canada, Monetary Policy Report, July 2016.

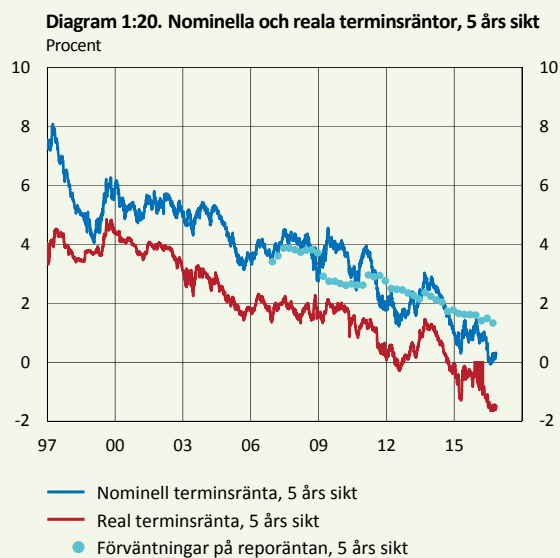
¹¹ Norges Bank (2016), "The neutral real interest rate globally and in Norway", Monetary Policy Report, September. Måttet avser den så kallade neutrala marknadsräntan som normalt är något högre än motsvarande mått för deras styrränta.

¹² Sveriges riksbank (2006), "Vad är en normal nivå på reporäntan?", Inflationsrapport 2006:2.

¹³ Sveriges riksbank (2010), "Vad är en normal reporänta?" Penningpolitisk rapport februari.

¹⁴ Sveriges riksbank (2014), "Låga globala räntor", Penningpolitisk rapport oktober.

Ett komplement till enkätundersökningar är marknadens prissättning av framtida räntor. Nominella och reala terminsräntor på fem års sikt, det vill säga dagens marknadspriser på dagslåneräntorna om 5 år, har fortsatt att falla efter 2009 (se diagram 1:20).¹⁵ Terminsräntorna består dock av två komponenter, dels en förväntan om framtida korta räntor, dels en terminspremie. Mycket tyder på att terminspremien sedan en tid är lägre än sitt historiska genomsnitt och vissa undersökningar tyder på att den till och med kan vara negativ.¹⁶ Att uppskatta terminspremier är förknippat med stor osäkerhet, men rensat för en uppskattning av dessa premier visar terminsräntorna att den förväntade korta räntan om 5 år varit runt 1,5 procent de senaste åren.



Källor: TNS Sifo Prospera och Riksbanken

Finans- och skuldkrisen försvårar bedömningen

De senaste åren har till stor del varit präglade av efterverkningar från finans- och skuldkrisen. En bedömning av vad som är en långsiktig normal reporänta bör därför inte enbart baseras på historiska tillväxttakter och räntenivåer eller framåtblickande information från finansiella marknader. Det är också mycket svårt att veta hur de faktorer som redan före finanskrisen pressade ned räntorna kommer att utvecklas. Den demografiska utvecklingen med en åldrande befolkning och en minskande andel personer i arbetsför ålder framöver borde successivt bidra till högre räntor (se diagram 1:18). Meningarna går dock isär om när denna omsvängning i demografins effekt på sparande och

räntor kan ske. En del menar att det kommer att ske relativt snart medan andra menar att det kan dröja. De senare pekar bland annat på att arbetskraftsdeltagandet bland äldre ökar och då framförallt förmögna äldre som normalt har en relativt hög sparbenägenhet.¹⁷ Rachel och Smith (2015) gör utifrån en grundlig analys bedömningen att de strukturella faktorer som bidragit till ett lägre ränteläge till stor del kommer att kvarstå, och de globala långsiktiga reala räntorna fram till 2030 bedöms i genomsnitt vara cirka 1 procent.¹⁸

Intervallet för reporäntan på lång sikt bedöms vara 2,5 – 4,0 procent

I takt med att den globala konjunkturen återhämtar sig och effekterna av finans- och skuldkrisen successivt avtar väntas räntorna stiga. Strukturella faktorer bedöms dock fortsätta bidra till att räntorna i omvärlden, och därmed också i Sverige, blir lägre än innan den finansiella krisen. Riksbankens samlade bedömning är att reporäntan på lång sikt kan väntas ligga mellan 2,5 och 4,0 procent. Denna bedömning överensstämmer med de bedömningar som andra centralbanker och bedömare gjort för de internationella långsiktiga räntenivåerna. Riksbankens tidigare publicerade intervall på 3,5–4,5 procent baserades bland annat på historiska realräntor och tillväxt. En uppdatering av dessa faktorer indikerar också att den långsiktiga räntenivån har sjunkit med omkring 1 procentenhet. Ränteläget de senaste åren har dock präglats av den svaga konjunkturen och kan därmed komma att ge begränsad vägledning om utvecklingen framöver.

Riksbankens prognos innebär att reporäntan kommer att vara mycket låg under de närmaste åren (se diagram 1:10). Den nominella reporäntan väntas uppgå till 0,5 procent i början av 2020, vilket är avsevärt lägre än den långsiktigt normala nivån. Det beror på att den globala konjunkturåterhämtningen efter det senaste decenniets kriser bedöms bli relativt långsam och att penningpolitiken därför behöver vara expansiv under en längre tid både i omvärlden och i Sverige.

¹⁵ En terminsränta är priset på ett kontrakt som innebär en skyldighet för ingående parter att fullfölja ett köp eller en försäljning av en räntetillgång till en förutbestämd ränta, terminsräntan, där själva transaktionen sedan sker vid förutbestämd tidpunkt i framtiden. Terminsräntan i ett kontrakt avspeglar marknadsaktörernas förväntade räntenivå under terminskontraktets löptid men innehåller även en riskpremie.

¹⁶ Adrian, T., Crump, R.K. och Moench, E. (2013), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of financial economics* 110 no 1.

¹⁷ Goodhart, C. och Erfurth, P. (2014), "Demography and economics: Look past the past". Tracey, M. och Fels, J. (2016), "70 is the New 65: Demographics Still Support Lower Rates for Longer", PIMCO.

¹⁸ Rachel, L. och Smith, T. (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper No. 571, Bank of England.