

# Realräntor på tio års sikt



KI-kommentar  
september 2024





Realräntor på tio års sikt

Göran Österholm

## Innehåll

|  |    |
|--|----|
| Faktorer som påverkar neutral ränta .....                              | 4  |
| Framtida korta räntor enligt marknadsräntor på statsobligationer ..... | 9  |
| Andra prognosmakares bedömning av realräntor de kommande tio åren..... | 11 |
| Konjunkturinstitutets bedömning av neutrala styrräntor om tio år ..... | 14 |

**KI-kommentarer är korta analyser om relevanta frågor för Konjunkturinstitutet. En KI-kommentar har beretts av namngivna medarbetare på Konjunkturinstitutet. KI-kommentarer är en publikation som Konjunkturinstitutet ansvarar för.**

**Reala styrräntor i Sverige, euroområdet och USA kommer framöver sannolikt att fortsatt vara låga jämfört med 1980–2007. Konjunkturinstitutet bedömer att svensk neutral real/ styrränta är 0,6 procent om tio år, det vill säga 2,6 procent nominellt vid 2 procents inflation. Osäkerheten om framtida realräntor bedöms vara högre nu än före pandemin och de senaste årens höga inflation.**

Räntors utveckling de kommande tio åren är en viktig del av de ekonomiska scenarier som Konjunkturinstitutet publicerar i samband med *Konjunkturläget*.<sup>1</sup> I slutet av dessa scenarier antas att ekonomierna befinner sig i konjunkturrell balans och att inflationen är stadigvarande på respektive centralbanks inflationsmål. En real styrränta förenlig med ett sådant ekonomiskt förhållande kallas nedan för neutral styrränta. Nivån på länders neutrala styrräntor i slutet av scenariot påverkar hur räntorna utvecklas under scenarioåren. Konjunkturinstitutet bedömer därför nivåerna på neutrala styrräntor om tio år i bland annat USA, euroområdet och Sverige.<sup>2</sup> Dessa bedömningar utvärderas löpande.

År 2019 reviderade Konjunkturinstitutet ner de framtida neutrala räntorna. I december det året bedömdes att den neutrala styrräntan på tio års sikt för Sverige var 0,3 procent, för euroområdet 0,2 procent och för USA 0,5 procent.<sup>3</sup> Sedan dess har Sverige och omvärlden bland annat genomgått en pandemi och en period med hög inflation. Centralbankerna i Sverige, euroområdet och USA höjde sina nominella styrräntor med 4,00–5,25 procentenheter under 2022–2023. Reala marknadsräntor på tioåriga statsobligationer steg även de och var högre i juli i år än 2019 (se diagram 1 och diagram 2).

Trots de stora svängningarna i nominella styrräntor och reala marknadsräntor sedan i slutet av 2019 bedömer Konjunkturinstitutet nu att neutrala styrräntor på tio års sikt för USA, euroområdet och Sverige endast är något högre än den tidigare bedömningen. Den neutrala styrräntan i slutet av scenarioperioden för Sverige och euroområdet bedöms vara 0,6 procent och för USA 0,8 procent.<sup>4</sup> Vidare bedöms att osäkerheten om neutrala räntors nivåer framöver ha ökat. Nedan redogörs för faktorer som bidrar till bedömningen.

---

<sup>1</sup> De första tre åren i scenariot, efter prognosåren, beskrivs i *Konjunkturläget*. Serier för de resterande fem åren finns i Prognosdatabasen på [konj.se](http://konj.se).

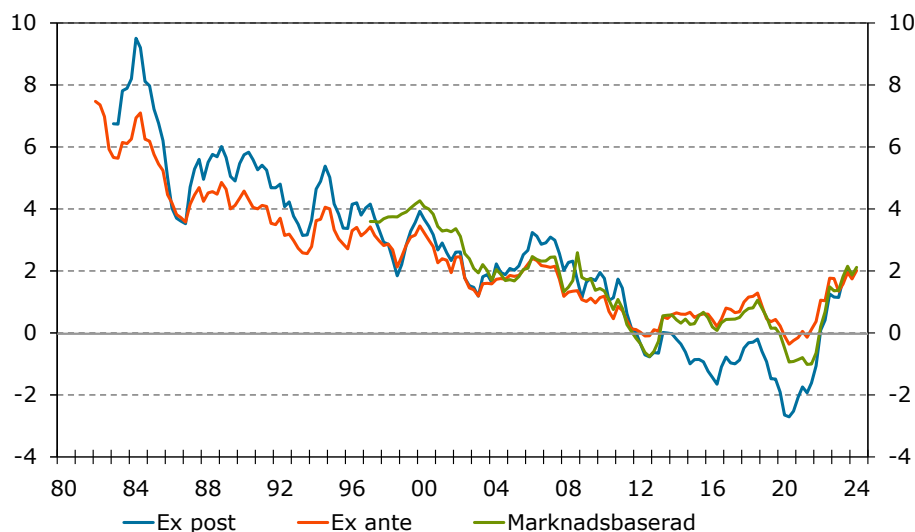
<sup>2</sup> I slutet av de tioåriga scenarierna är en nominell styrränta lika med den reala styrräntan plus inflationen enligt centralbankens inflationsmål. Dessa nivåer på nominella styrräntor avrundas till närmaste fjärdedels procent. Nominell styrränta är den styrränta som en centralbank meddelar vid publiceringen av sitt räntebeslut.

<sup>3</sup> Se fördjupningen "Ny, lägre bedömning av realräntor på tio års sikt" i *Konjunkturläget* december 2019.

<sup>4</sup> I *Konjunkturläget* som publiceras i september 2024 är sista scenarioåret 2033.

### Diagram 1 Tioårig real statsobligationsränta i USA

Procent, kvartalsvärden



Anm. Ex post avser nominell tioårsränta minus genomsnittet av inflationsutfall under löptiden. Konjunkturinstitutets inflationsprognoser från *Konjunkturläget* juni 2024 har använts som inflationsutfall efter första kvartalet 2024. Ex ante avser nominell tioårsränta minus förväntad inflation under löptiden, beräknad av Federal Reserve Bank of Cleveland. Marknadsbaserad realränta är baserad på handeln med inflationsindexerade obligationer.

Källor: Federal Reserve Bank of Cleveland, U.S. Department of Treasury, Macrobond och Konjunktur-institutet

### FAKTORER SOM PÅVERKAR NEUTRAL RÄNTA

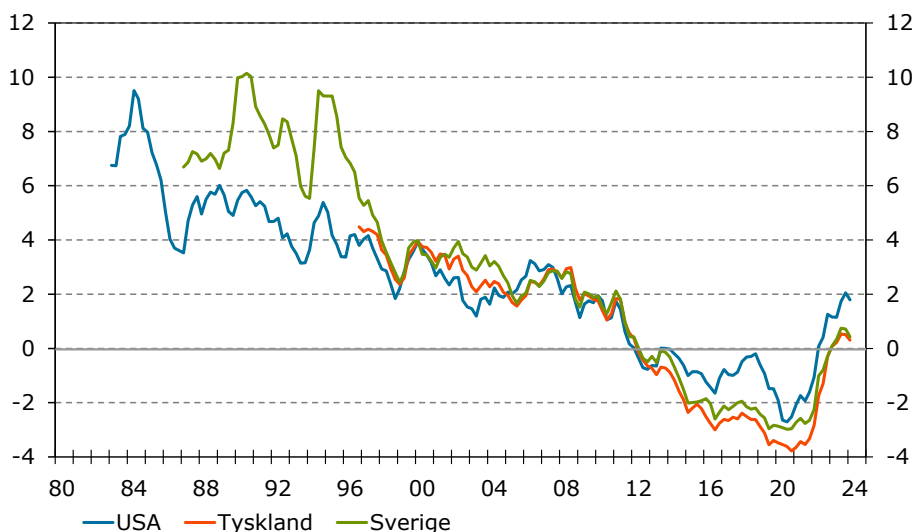
Enligt nationalekonomisk teori bestäms neutral realränta i ett land av olika faktorer som påverkar balansen mellan sparande och investeringar under många år.

Exempel på faktorer som påverkar sparandet är potentiell BNP-tillväxt, demografisk utveckling (ålderssammansättning, befolkningstillväxt och förväntad livslängd), fördelningen mellan rika och fattiga hushåll, över- eller underskott i offentlig budget och offentlig skuld. Exempel på faktorer som påverkar investeringar är produktivitetstillväxt, befolkningstillväxt, relativt utbud mellan arbetskraft och kapital, relativpriser på kapital och avkastning på investeringar. Balansen mellan sparande och investeringar påverkas även av riskpreferenser samt export och import av sparande mellan länder.

Flödet av kapital mellan länder gör att realräntor i många länder följer globala trender. Sedan 1980- och 1990-talet har realräntor sjunkit i ungefär samma omfattning i USA och i andra utvecklade ekonomier. Ett exempel är tioårig real ränta på statsobligationer i USA, Tyskland och Sverige (se diagram 2).

## Diagram 2 Tioåriga reala statsobligationsräntor

Procent, kvartalsvärden



Anm. Avser real ränta ex post, dvs nominell tioårsränta minus genomsnittet av inflationsutfall under löptiden. Konjunkturinstitutets inflationsprognoser från *Konjunkturläget* juni 2024 har använts som inflationsutfall efter första kvartalet 2024.

Källor: U.S. Department of Treasury, Macrobond och Konjunktur-institutet

Många studier har försökt förklara orsakerna till nedgången i realräntor i utvecklade ekonomier de senaste 30–40 åren med den trendmässiga utvecklingen i några av de faktorer som nämns ovan.<sup>5</sup> De sjunkande realräntorna sammanföll bland annat med en stigande andel av befolkningen i sparbenägen ålder, ökad livslängd, stigande ojämlikhet i inkomstfördelningen, fallande relativpriser på investeringsvaror samt företags växande marknadsstyrka. Finansiella kriser bidrog sannolikt till ytterligare press nedåt på realräntor i utvecklade ekonomier. Åren 2000–2007, efter finanskrisen i Asien 1997, ökade Kina och flera andra tillväxt- och utvecklingsekonomier sina valutareserver. Det innebar att dessa länder ökade sitt sparande i säkra tillgångar i andra länder, främst i USA. USA fick stora bytesbalansunderskott medan bytesbalansöverskotten ökade i Kina och oljeexporterande tillväxt- och utvecklingsekonomier. Efter det kom finanskrisen 2007–2009 och eurokrisen 2010–2012. Åren därefter präglades av ökad osäkerhet och förstärkning av många länders statsfinanser. Sannolikt bidrog det till att efterfrågan på säkra tillgångar steg i förhållande till utbudet som pressade ner räntor med låg risk.<sup>6</sup>

Framöver väntas reala räntor vara låga jämfört med 1980–2007.

<sup>5</sup> För övergripande beskrivningar, se exempelvis Rachel, L. och T. D. Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Bank of England working papers 571 och Obstfeld, M., "Natural and neutral real interest rates: past and future", working paper 31949, december 2023, NBER samt *Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan*, bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:87.

<sup>6</sup> För närmare beskrivning av skeendena i de olika perioderna se Obstfeld (2023), fotnoten ovan. För mer om minskat utbudet av säkra tillgångar se Caballero, R. J., E. Farhi och P.-O. Gourinchas. "The safe assets shortage conundrum", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, nr. 3, sommaren 2017, sid 29–46.

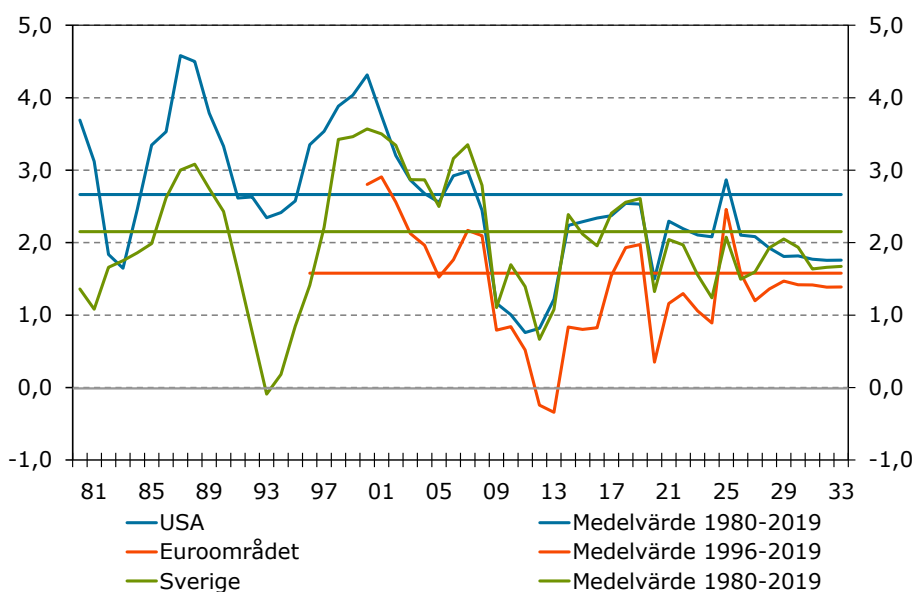
### Drivkrafter de kommande tio åren

Flera studier baserade på potentiell tillväxt, demografi och andra av ovan nämnda faktorer pekar mot att neutrala realräntor kommer fortsätta att vara låga i utvecklade ekonomier när den höga inflationen har lagt sig.<sup>7</sup>

Förhållandevis låg BNP-tillväxt framöver skulle enligt teorin tala för relativt låg neutral realränta. Konjunkturinstitutets scenarier för BNP-tillväxten de kommande tio åren i USA, euroområdet och Sverige är under historiska genomsnitt (se diagram 3).

**Diagram 3 BNP-tillväxt**

Procent



Anm. Konjunkturinstitutets scenario från *Konjunkturläget* juni 2024. Värdena avser 5 års glidande medelvärde.

Källor: Eurostat, Bureau of Economic Analysis, SCB, Macrobond och Konjunktur-institutet

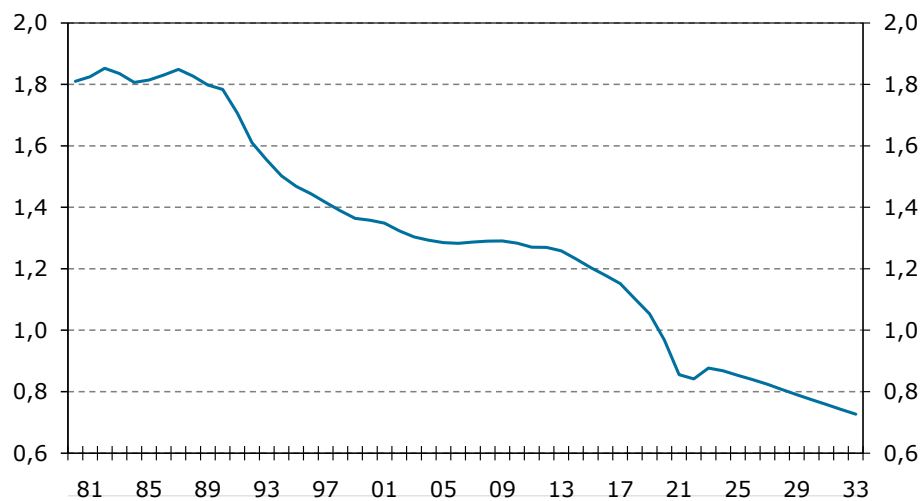
Befolkningstillväxten i världen förväntas enligt FN:s medelscenario fortsätta minska och den förväntade livslängden fortsätter att öka (se diagram 4 och diagram 5). Det finns teoretiskt stöd för att minskad befolkningstillväxt, åldrande befolkning och ökad förväntad livslängd minskar neutral realränta.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Se exempelvis Auclert, A., H. Malmberg, F. Martenet och M. Rognlie, "Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century", working paper 29161, augusti 2021, NBER och Obstfeld, M., "Natural and neutral real interest rates: past and future", working paper 31949, december 2023, NBER och *Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan*, bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:87 och *World Economic Outlook*, april 2023, IMF.

<sup>8</sup> För det teoretiska stödet för att minskad befolkningstillväxt påverkar neutral realränta negativt se exempelvis Auclert med flera (2021) och Obstfeld (2023), i fotnoten ovan.

#### Diagram 4 Befolkningstillväxt i världen

Årlig procentuell förändring

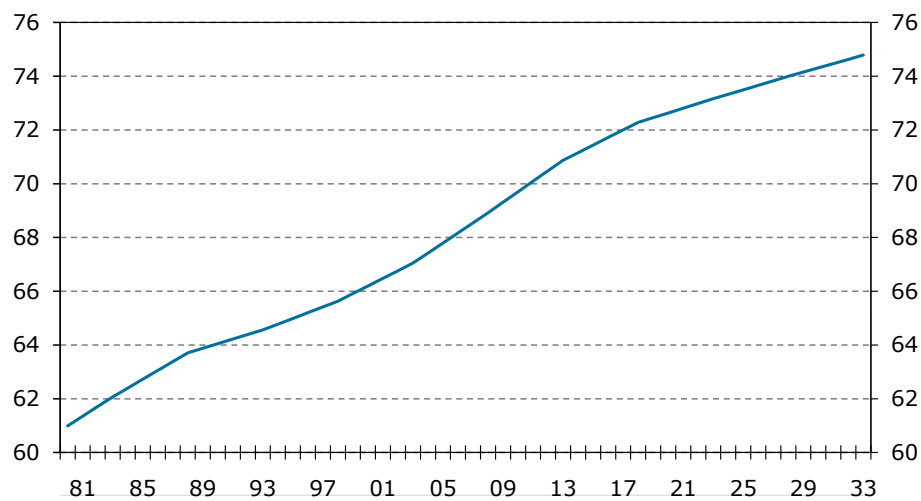


Anm. Scenarioåren 2024–2033 avser FN:s medelscenario.

Källa: FN

#### Diagram 5 Förväntad livslängd i världen

År



Anm. Scenarioåren 2024–2033 avser FN:s medelscenario.

Källa: FN



IMF beräknade 2023 scenarier för att illustrera hur neutrala realräntor i framtiden kan påverkas av bland annat omställningen till fossilfri energi och en tillbakagång i globaliseringen.<sup>9</sup>

Omställningen till fossilfria energikällor kan orsaka antingen högre eller lägre neutrala realräntor. I IMF:s scenarier av en energiomställning i linje med Parisavtalet 2015 minskar den neutrala realräntan globalt med som mest 0,5 procentenheter 2050. De närmaste tio åren är effekten mindre än på längre sikt och kan vara positiv eller negativ beroende på i vilken utsträckning som omställningen finansieras med offentliga budgetunderskott.

Ökade handelsbarriärer beräknas av IMF inte få någon påtaglig effekt på realräntor i utvecklade länder de kommande tio åren.

Ökad fragmentering av globala kapitalmarknader kan enligt IMF:s scenario ge utvecklade ekonomier 0,2 procentenheter högre realräntor om tio år.

### **Stor osäkerhet om neutral ränta**

Neutral ränta är en teoretisk konstruktion och nivån för neutral ränta är inte observerbar. Beräkningar och bedömningar av den neutrala räntans nivå är osäkra. Det är dessutom svårt att belägga empiriskt i vilken grad olika faktorer påverkar en icke observerbar variabel. De få studier som undersöker korrelationen mellan realräntor och vanligt förekommande förklaringsfaktorer under många decennier använder därför i stället trender i reala statsobligationsräntor.<sup>10</sup>

Den trendmässiga nedgången i reala statsobligationsräntor sedan 1980-talet korrelerar i viss mån med flera av förklaringsfaktorerna ovan i samma riktning som ekonomisk teori förutspår. Sett till långa perioder bakåt i tiden är det empiriska stödet mer tveksamt. En studie visar exempelvis en positiv, men låg, korrelation mellan tillväxten i BNP per capita och kort real statslåneränta i USA 1950–2016.<sup>11</sup> Dessa två variabler korrelerar däremot inte över hela perioden 1890–2016. De flesta av de förklaringsfaktorer som undersöks i studien korrelerar inte med realräntan med rätt tecken i *både* den långa och korta perioden. Studien finner däremot att en av de demografiska variablerna i studien korrelerar med realräntan i linje med teorin både i den korta och långa perioden.<sup>12</sup> En annan studie som undersöker den historiska relationen mellan vanligt förekommande förklaringsfaktorer och real statsobligationsränta omfattar 19 länder och perioden 1870–2016.<sup>13</sup> Författarna av denna studie finner inte stöd för att någon av förklaringsfaktorerna samvarierar med realräntan i linje med teorin perioden 1870–

---

<sup>9</sup> *World Economic Outlook*, april 2023, IMF.

<sup>10</sup> Två sådana studier är Lunsford, K. G. och K. D. West, "Some evidence on secular drivers of US safe real rates", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2019, 11(4): 113–139 och Borio, C., P. Disyatat, M. Juselius och P. Rungcharoenkitkul, "Why so low for so long? A long-term view of real interest rates", *International Journal of Central Banking*, september 2022.

<sup>11</sup> Se Lunsford och West i tidigare fotnot. De använder olika statslåneräntor för olika perioder. Den längsta löptiden är sex månader.

<sup>12</sup> Två av Lunsford och Wests variabler korrelerar med rätt tecken med realräntan i både den långa och den korta perioden. Dessa variabler är andelen av befolkningen som är 40–64 år och tillväxten i arbetade timmar.

<sup>13</sup> Se Borio med flera i tidigare fotnot. De använder reala räntor på tioåriga statsobligationer.

2016. Det gäller även demografiska faktorer.<sup>14</sup> Under en kortare period, 1985–2016, korrelerar däremot de flesta av förklaringsfaktorerna med realräntan i den riktning som teorin förutspår.

Studier likt de två ovan är inte formella test av teorier eller ekonomiska modeller men är exempel på att forskningslitteraturen idag inte kan sägas ge en helt entydig bild av drivkrafterna bakom neutral ränta.

I skörden av forskningsstudier förekommer därför förslag på ytterligare faktorer som skulle kunna påverka reala räntor under lång tid. Exempel på sådana förslag är att även centralbankers penningpolitik och mekanismer på finansmarknader skulle kunna påverka realekonomin under längre tid än vad som antas med förklaringsfaktorerna ovan.<sup>15</sup> Penningpolitik och skeenden på finansmarknader skulle i så fall även påverka reala räntor under lång tid. Konjunkturinstitutet följer utvecklingen i forskningslitteraturen men bedömer än så länge att de förklaringsfaktorer som tidigare nämnts, och följer av nationalekonomisk teori, är de mest relevanta för bedömningen av neutrala styrräntor i slutet av Konjunkturinstitutets tioåriga scenarier.

#### **FRAMTIDA KORTA RÄNTOR ENLIGT MARKNADSRÄNTOR PÅ STATSOBLIGATIONER**

Terminräntor på tio års sikt i USA och euroområdet är högre nu än 2019 (se diagram 6). Terminräntorna i diagrammet är korta *framtida* nominella räntor baserade på marknadsräntor på statsobligationer. Från december 2019 till juli 2024 steg terminräntan i USA med 2,4 procentenheter och i euroområdet med 2,6 procentenheter (se diagram 6).<sup>16</sup>

---

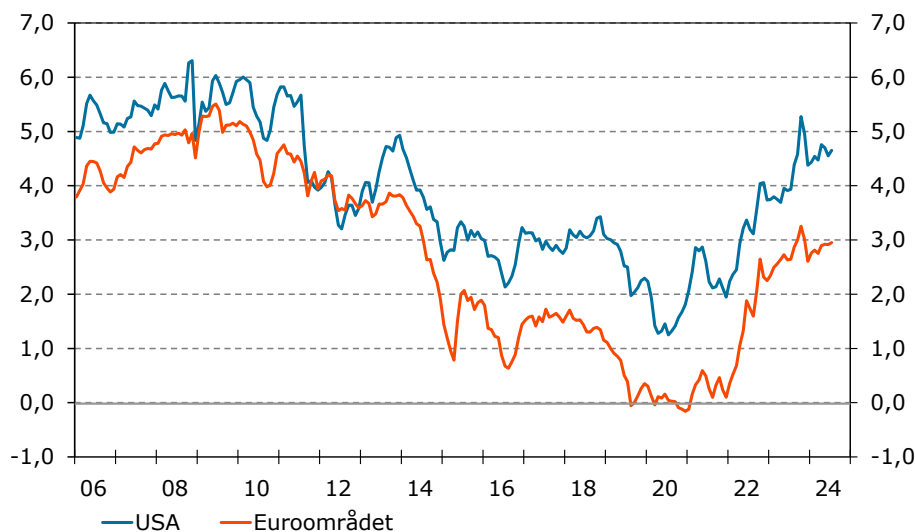
<sup>14</sup> Borio med flera (2022) finner visserligen att medianen över ländernas befolkningslivslängd och realränta korrelerar som förväntat, positivt, både i perioden 1870–2016 och 1985–2016. Relationen står sig dock inte i studiens vidare analys.

<sup>15</sup> För en sammanställning av några av förslagen, se Benigno, G. med flera, "Quo vadis, r\*? The natural rate of interest after the pandemic", BIS Quarterly Review, mars 2024 och referenser däri.

<sup>16</sup> För USA var denna ränta i genomsnitt 4,7 procent i juli 2024 och 2,3 procent i december 2019. För euroområdet var motsvarande ränta 3,0 procent i juli 2024 och 0,4 procent i december 2019.

### Diagram 6 Terminränta tio år framåt

Procent, månadsvärden



Anm. Approximativt dagslåneränta tio år framåt från observationsmånaden på x-axeln.

Källor: Federal Reserve och ECB

Terminräntan på tio års sikt kan ses som marknadens *förväntade* styrränta om tio år plus en premie.<sup>17</sup> Premien kompenserar investeraren för risk och stiger när osäkerheten om framtida räntor ökar. Beräknade värden för premien på amerikanska terminräntor tyder på att premien har stigit. Diagram 7 visar utvecklingen i premien beräknad med två olika metoder. Dessa beräkningar är osäkra men indikerar att premien har stigit med 0,9–1,5 procentenheter från december 2019 till juli 2024.<sup>18</sup> Det gör att marknadens *förväntade* korta nominella ränta inte har stigit fullt så mycket som terminräntan i diagram 6. Terminräntan (diagram 6) och premieberäkningarna (diagram 7) indikerar att marknadens *förväntade* korta nominella ränta om tio år i USA har stigit 0,8–1,4 procentenheter.<sup>19</sup>

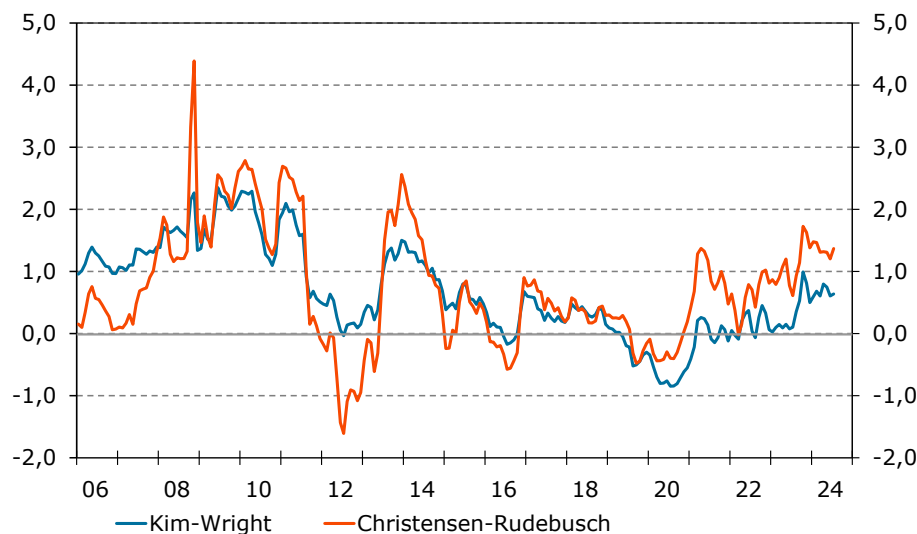
<sup>17</sup> För en noggrann beskrivning av löftidspremier se exempelvis Shiller, R. J. och J. H. McCulloch, "The term structure of interest rates", working paper 2341, augusti 1987, NBER.

<sup>18</sup> Premien med Kim-Wrights metod var i genomsnitt -0,30 i december 2019 och 0,6 i juli 2024. För denna metod finns data endast till och med 26 juli 2024. Premien med Christensen-Rudebuschs metod var i genomsnitt -0,16 i december 2019 och 1,37 i juli 2024.

<sup>19</sup>  $2,36 - 1,53 = 0,83$  och  $2,36 - 0,94 = 1,42$ .

### Diagram 7 Skattade premier på USA:s terminsränta tio år framåt

Procent, månadsvärden



Källor: Federal Reserve och Federal Reserve Bank of San Francisco

Sammantaget indikerar detta att marknadens förväntningar om korta nominella räntor på tio års sikt har stigit sedan i slutet av 2019 men inte fullt så mycket som terminsräntorna antyder i diagram 6. Vidare tyder uppgången i de skattade premierna i diagram 7 på att osäkerheten om framtida räntor har ökat.

### ANDRA PROGNOSSMAKARES BEDÖMNING AV REALRÄNTOR DE KOMMANDE TIO ÅREN

Sedan 2019 har prognosmakare gjort relativt små revideringar i sin syn på realräntor om fem till tio år (se tabell 1).

Ledamöterna i Federal Reserves penningpolitiska kommitté tillhandahåller var sin prognos vid fyra penningpolitiska möten per år.<sup>20</sup> Diagram 8 sammanfattar de långsiktiga prognoserna för real styrränta som publicerades i december respektive år 2014–2023 och i juni 2024. Diagrammet visar högsta och lägsta prognoserna samt prognosernas medianvärde. Medianprognosen var oförändrad på 0,5 procent från och med i juni 2019 till och med i december 2023.<sup>21</sup> Efter det steg medianprognosen och var 0,8 procent i juni 2024. Det är en relativt stabil utveckling med tanke på den mer påtagliga variationen i de olika måtten av real tioårig statsobligationsränta i USA under samma period (se diagram 1). Spridningen av ledamöternas prognoser skiftade upp mer än medianen (se diagram 8). Dessutom är variationen mellan ledamöternas prognoser högre i juni 2024 och december 2023 än variationen var i december 2019.<sup>22</sup> Den högre

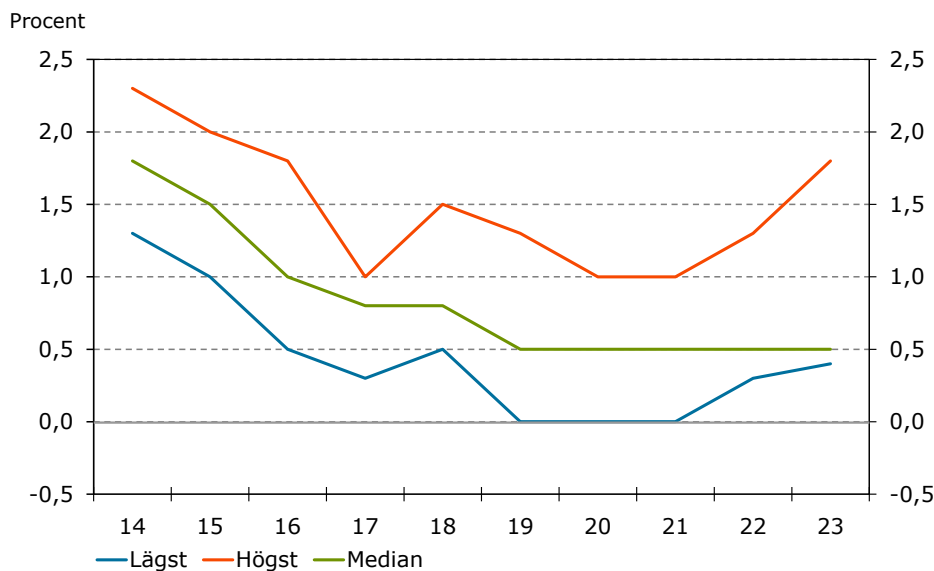
<sup>20</sup> Se Federal Reserves Summary of Economic Projections i samband med räntebeskeden i mars, juni, september och december respektive år på [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov). År 2020 uteblev marsutgåvan av prognoserna.

<sup>21</sup> Undantaget medianprognosen från i mars 2022 då den var 0,4 procent. Vid de övriga prognostillfällena under perioden var långsiktiga medianprognoserna för nominell styrränta 2,5 procent och för inflationen 2,0 procent, det vill säga real styrränta 0,5 procent.

<sup>22</sup> Standardavvikelsen var 0,42 både för prognoserna i juni 2024 och december 2023 medan standardavvikelsen var 0,29 för prognoserna i december 2019. Standardavvikelsen var lägre 2020–2022 än 2019.

variationen skulle kunna tolkas som att osäkerheten om den reala styrräntans nivå på lång sikt har ökat.

**Diagram 8 Federal Reserve**



Anm. Prognoser av ledamöterna i Federal Reserves penningpolitiska kommitté i december respektive år förutom värdena för 2024, som avser prognoserna från i juni 2024.

Källa: Federal Reserve

Bank of Canada och Norges Bank är båda centralbanker i länder som kan betraktas som små öppna ekonomier. De två centralbankerna publicerar regelbundet sina bedömningar av nivån för neutral ränta på medellång till lång sikt. Bank of Canada bedömer att den neutrala realräntan på medellång till lång sikt ligger i intervallet 0,25–1,25 procent (se tabell 1). Intervallet har samma nivå som vid bedömningen 2019 men är 0,50 procentenheter högre än 2020 och 2021 (se diagram 9).<sup>23</sup> Norges Bank bedömer att den neutrala reala räntan i Norge är i intervallet 0,0–1,0 procent på medellång sikt.<sup>24</sup> Intervallet var på samma nivå vid bedömningen 2019 (se tabell 1).<sup>25</sup>

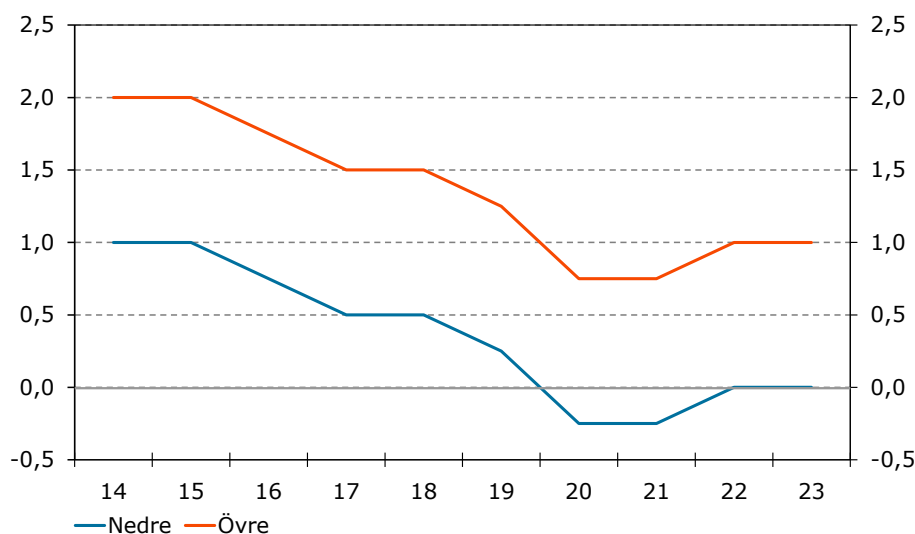
<sup>23</sup> Se *Monetary Policy Report*, april 2019, oktober 2020, april 2021, april 2022, april 2023 respektive april 2024, Bank of Canada.

<sup>24</sup> Se *Monetary policy report*, 2024:2, Norges Bank.

<sup>25</sup> Riksbanken bedömde 2017 att den reala styrräntan i Sverige på lång sikt var 0,5–2,0 procent, se *Penningpolitisk rapport*, februari 2017, Riksbanken.

**Diagram 9 Bank of Canada**

Procent



Anm. Centralbankens bedömda intervall av neutral realränta.

Källa: Bank of Canada

För amerikanska räntor på lång sikt publicerar även Congressional Budget Office (CBO) prognoser och Federal Reserve Bank of Philadelphia redovisar enkätsvar från professionella prognosmakare. CBO:s prognos för realräntan 2033 är uppreviderad med 0,4 procentenheter mellan juni 2019 och mars 2024 (se tabell 1).<sup>26</sup> Professionella prognosmakare enligt Federal Reserve Bank of Philadelphias enkät reviderade upp prognosen för realräntan med 0,1 procentenhet sedan 2019, till 1,0 procent (se tabell 1).<sup>27</sup> Enkätsvaren avser genomsnittet av räntan för de vid enkättilfället kommande tio åren.

År 2023 publicerade IMF modellbaserade scenarier av neutral realränta för flera ekonomier.<sup>28</sup> Basscenariot ger att genomsnittet av de neutrala räntorna 2033 i USA, Frankrike, Tyskland, Storbritannien och Japan är 0,0 procent (se tabell 1). Det är enligt IMF nära de nivåer som rådde före pandemin.

<sup>26</sup> Se prognoserna för real ränta på tioårig statsobligation i dataunderlaget till *The Long-Term Budget Outlook: 2024 to 2054*, Congressional budget office, mars 2024 och *The 2019 Long-Term Budget Outlook*, Congressional budget office, juni 2019.

<sup>27</sup> Enkätsvaren för nominell tioårig statsobligationsränta används här. Dessa är subtraherade med enkätens inflationsprognos och Konjunkturinstitutets bedömning av långsiktig tioårig löptidspremie på 0,6 procentenheter.

<sup>28</sup> Se *World Economic Outlook, April 2023: A Rocky Recovery*, IMF.

**Tabell 1 Andras bedömning av reala räntor upp till tio år framåt**

Procent

|   | Nuvarande bedömning    | Tidigare bedömning <sup>1</sup> | Revidering sedan 2019 |
|---|------------------------|---------------------------------|-----------------------|
| <b>USA</b>                              |                        |                                 |                       |
| Fed                                     | 0,8 <sup>2</sup>       | 0,5 <sup>2</sup>                | 0,3                   |
| CBO                                     | 1,3 <sup>3</sup>       | 0,9 <sup>3</sup>                | 0,4                   |
| IMF                                     | 0,7 <sup>3</sup>       |                                 |                       |
| FRB Phil. SPF                           | 1,0 <sup>4</sup>       | 0,9 <sup>4</sup>                | 0,1                   |
| <b>Kanada</b>                           |                        |                                 |                       |
| Bank of Canada                          | 0,25–1,25 <sup>5</sup> | 0,25–1,25 <sup>5</sup>          | 0,00                  |
| <b>Norge</b>                            |                        |                                 |                       |
| Norges Bank                             | 0,0–1,0 <sup>6</sup>   | 0,0–1,0 <sup>6</sup>            | 0,0                   |
| <b>Utvecklade ekonomier<sup>7</sup></b> |                        |                                 |                       |
| IMF                                     | 0,0 <sup>3</sup>       |                                 |                       |

<sup>1</sup>Avser senast publicerade prognos före 13 december 2019. <sup>2</sup>Medianen av långsiktiga prognoser som medlemmarna i Federal Open Market Committee gör. <sup>3</sup>År 2033. <sup>4</sup>Avser genomsnitt över tio år från första kvartalet det år enkätresultatet publicerades och framåt. <sup>5</sup>Avser medellång till lång sikt. <sup>6</sup>Avser medellång sikt. <sup>7</sup>Genomsnitt av neutrala räntor för USA, Frankrike, Tyskland, Storbritannien och Japan.

Anm. I de fall källans prognos avser tioårig statsobligationsränta är värdet nedräknat med en löptidspremie på 0,6 procentenheter, vilket är Konjunkturinstitutets bedömning av långsiktig löptidspremie. I de fall källans prognos gäller nominell ränta är värdet nedräknat med källans inflationsprognos. Om sådan inflationsprognos inte finns är värdet nedräknat med respektive centralbanks inflationsmål.

Källor: IMF WEO april 2023, Federal Reserve, CBO, Federal Reserve Bank of Philadelphia SPF, Bank of Canada och Norges Bank.

## KONJUNKTURINSTITUTETS BEDÖMNING AV NEUTRALA STYRRÄNTOR OM TIO ÅR

Neutrala styrräntor om tio år bedöms ha stigit något jämfört med före pandemin. Konjunkturinstitutet bedömer att neutrala styrräntor 2033 är 0,3–0,4 procentenheter högre än vad som i december 2019 bedömdes vara rimliga nivåer på neutrala styrräntor 2029 (se tabell 2).<sup>29</sup> Osäkerheten kring framtida realräntor bedöms även ha ökat sedan 2019.

Flera studier pekar mot att neutrala realräntor fortsatt kommer att vara historiskt låga de kommande tio åren. Den demografiska utvecklingen är en faktor som sannolikt kommer att fortsätta hålla nere realräntorna. Marknadsprissättningen på nominella statsobligationer i euroområdet och USA samt skattade riskpremier för USA indikerar att marknaden förväntar sig högre korta nominella räntor tio år framåt (2034) än vad som förväntades strax innan pandemin och tio år framåt (2029). Konjunkturinstitutet bedömer att dessa förväntade korta räntor kommer sjunka tillbaka något i takt med att inflationen i utvecklade ekonomier stabiliseras kring centralbankernas inflationsmål och penningpolitiken normaliseras. Andra prognosmakares bedömningar av framtida realräntors nivåer har förändrats förhållandevis lite sedan 2019. För real ränta i USA,

<sup>29</sup> Se fördjupningen "Ny, lägre bedömning av realräntor på tio års sikt" i *Konjunkturläget* december 2019.

som har stor påverkan på realräntor globalt, har andra prognosmakare reviderat upp sina bedömningar något.

Osäkerheten om framtida realräntor bedöms ha ökat av flera skäl. Den nationalekonomiska litteraturen kan idag inte sägas ge en helt entydig bild av i vilka utsträckning olika faktorer påverkar trendmässiga rörelser i realräntor. Exempelvis visar några studier att vanligt förekommande förklaringsfaktorer inte korrelerar som väntat över långa perioder. Vidare har skattade terminspremier på marknadsprissatta säkra tillgångar stigit i USA, vilket indikerar större marknadsosäkerhet om framtida korta nominella räntor (se diagram 7). En annan indikator på att osäkerheten har ökat om framtida realräntor är att variationen har stigit mellan prognoserna som respektive ledamot av Federal Reserves penningpolitiska kommitté tillhandahåller (se diagram 8 och fotnot 22).

Tabell 2 visar vilka nya antaganden Konjunkturinstitutet gör om nominella och reala styrräntor i slutet av de tioåriga ekonomiska scenarier som publiceras i samband med *Konjunkturläget*. De reala styrräntorna 2033 för Sverige och euroområdet är 0,6 procent och för USA 0,8 procent. Den reala styrräntan sammanräknad för KIX6-länderna är 0,6 procent.<sup>30</sup>

Konjunkturinstitutet antar att Sverige har samma neutrala styrräntenivå 2033 som KIX6-länderna. Det antagandet ska motsvara att den svenska neutrala räntan följer neutrala styrräntor i länder som är viktiga handelspartners till Sverige. Neutrala styrräntor i USA och euroområdet antas vara mindre påverkade än Sverige av omvärldens neutrala styrräntor. I Konjunkturinstitutets ekonomiska scenario är USA:s potentiella BNP-tillväxt 2033 högre än den sammanvägda potentiella BNP-tillväxten för KIX6-länderna. Konjunkturinstitutet bedömer därför att neutral styrränta för USA 2033 är något högre än för KIX6-länderna. Euroområdets potentiella BNP-tillväxt är visserligen något lägre än KIX6-ländernas men skillnaden är liten.

Det är mycket osäkert vilka nivåer som är rimliga på neutrala räntor i framtiden och ekonomier förändras hela tiden. Det kommer ständigt nya forskningsstudier om reala räntor i jämvikt som bekräftar befintliga teorier eller föreslår nya tankegångar. Konjunkturinstitutet följer därför forskningslitteraturen på området, utvärderar nivåerna för de neutrala räntorna på tio års sikt löpande och reviderar dessa nivåer vid behov.

---

<sup>30</sup> Neutral styrränta för KIX6-länderna är ett viktat medelvärde av de neutrala styrräntorna i USA, Japan, euroområdet, Danmark, Norge och Storbritannien. Sammanvägningen görs med KIX-vikter från Riksbanken.



**Tabell 2 Reala och nominella styrräntor 2033**

Procent

|                                       | Nuvarande bedömning | Tidigare bedömning <sup>1</sup> | Revidering sedan 2019 |
|---------------------------------------|---------------------|---------------------------------|-----------------------|
| <b>Real styrränta</b>                 |                     |                                 |                       |
| USA                                   | 0,8                 | 0,5                             | +0,3                  |
| Euroområdet                           | 0,6                 | 0,2                             | +0,4                  |
| KIX6                                  | 0,6                 | 0,3                             | +0,3                  |
| Sverige                               | 0,6                 | 0,3                             | +0,3                  |
| <b>Nominell styrränta<sup>2</sup></b> |                     |                                 |                       |
| USA                                   | 2,75                | 2,50                            | +0,25                 |
| Euroområdet                           | 2,50                | 2,00                            | +0,50 <sup>3</sup>    |
| KIX6                                  | 2,50                | 2,10                            | +0,40 <sup>3</sup>    |
| Sverige                               | 2,50                | 2,25                            | +0,25                 |

<sup>1</sup>Avser december 2019. <sup>2</sup>Värdena är avrundade till närmaste fjärdedels procent med undantag för den tidigare bedömningen av den sammanvägda nominella styrräntan i KIX6-länderna. <sup>3</sup>ECB har justerat upp inflationsmålet sedan 2019 vilket påverkar den nominella styrräntan utöver att den reala styrräntan har höjts.

Anm. USA:s inflationsmål är att deflatorn för hushållens konsumtion i genomsnitt stiger med 2 procent i årstakt under en period. Japans inflation 2033 antas vara 1,5 procent, vilket är lägre än Japans inflationsmål. KIX6-vägd KPI-inflation uppgår till 2,0 procent 2033. KIX6-länderna består av USA, Japan, euroområdet, Danmark, Norge och Storbritannien.

Källa: Konjunkturinstitutet.