

FÖRDJUPNING

Historiskt låga realräntor det kommande decenniet

Den globala realräntan har minskat trendmässigt de senaste 30 åren och är nu mycket låg. Prissättning på finansiella marknader indikerar att den globala realräntan förblir låg under lång tid. Konjunkturinstitutet bedömer att realräntan av strukturella skäl kommer att vara fortsatt låg i Sverige och i omvärlden det kommande decenniet även om den stiger långsamt.

I denna fördjupning diskuteras strukturella faktorer som ligger till grund för Konjunkturinstitutets prognoser över centralbankernas styrräntor de kommande tio åren. Fördjupningen inleds med en beskrivning av realräntans utveckling de senaste 30 åren. Sedan följer en teoretisk diskussion kring strukturella faktorer som påverkar realräntan samt en analys av hur dessa och andra faktorer kan komma att utvecklas framöver. Fördjupningen avslutas med Konjunkturinstitutets prognos för nominella och reala styrräntor i Sverige, USA och euroområdet det kommande decenniet.

Realräntans utveckling de senaste 30 åren

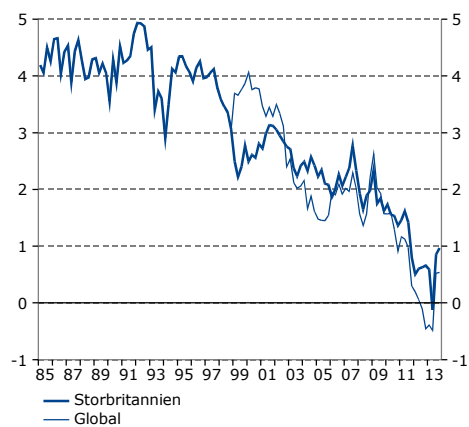
Den förväntade realräntan är central i makroekonomisk analys. Den definieras som nominell ränta minus förväntad inflation. Eftersom det finns flera olika nominella räntor och inflationsförväntningar finns det flera olika realräntor i ekonomin.

Centralbankernas styrräntor är ett mått på en kortsiktig, riskfri räntenivå som bestäms med hänsyn tagen till både konjunkturella och strukturella faktorer. I syfte att uppskatta förväntningar om framtida riskfri kort ränta används ofta statsobligationer utgivna av länder med hög kreditvärdighet. Räntan på dessa statsobligationer och centralbankernas styrräntor påverkas i stor utsträckning av samma faktorer. Räntan på statsobligationer är dock normalt högre till följd av den längre löptiden (så kallad löptidspremie).

Kapitalmarknaden är global och därför bestäms realräntans trendmässiga utveckling i hög grad av globala strukturella faktorer. Eftersom Sverige är en liten öppen ekonomi med fria kapitalrörelser kan Sverige inte trendmässigt avvika från den globala utvecklingen. I syfte att få ett globalt perspektiv på nuvarande låga nivåer för realräntan visas i diagram 147 räntan för en sammanvägd real (inflationsskyddad) statsobligation för G7-länderna (exklusive Italien) med lång löptid, vanligtvis tio år eller

Diagram 147 Realränta på statsobligationer med lång löptid

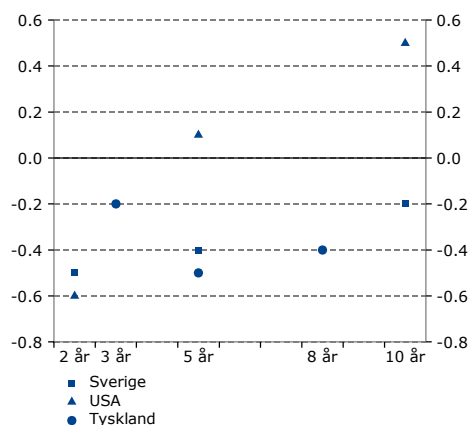
Procent, kvartalsvärden



Anm. Den globala serien börjar 1999kv1.
Källa: King och Low (2014).

Diagram 148 Realränta på statsobligationer med olika löptid

Procent, 2014-12-05



Källa: Macrobond.

längre. Denna realränta utgör en marknadsmässig bedömning av långsiktiga realräntor.¹⁰¹ Storbritannien var först ut med inflationsskyddade statsobligationer bland G7-länderna och särredovisas i diagrammet. Det dröjde till andra halvan av 1990-talet innan fler G7-länder följde efter med liknande inflationsskyddade statsobligationer.¹⁰²

Den nedåtgående trenden i den globala realräntan är tydlig i diagram 147, inte minst sedan 2000-talets början. Denna bild bekräftas i diagram 148 som visar marknadsprissättning av så kallade realobligationer med olika löptider. Den reala avkastningen är negativ för Sverige och Tyskland på löptider upp till tio år medan den är endast svagt positiv i USA för en tioårig löptid (0,5 procent). Den sammantagna bilden är en trendmässigt fallande realränta på statsobligationer samt en fortsatt mycket låg realränta framöver.¹⁰³

Flera strukturella faktorer har lyfts fram för att förklara den historiska utvecklingen de senaste 30 åren.¹⁰⁴ Fallande investeringar relativt BNP bland utvecklade länder, minskade riskpremier tack vare lägre inflation och ökad finansiell integration är tre bidragande faktorer till utvecklingen under 1980-talet och första halvan av 1990-talet. Den kraftiga nedgången sedan början av 2000-talet kan förklaras av ett ökat sparande i tillväxtekonomierna tillsammans med en ökad preferens från dessa länder för tillgångar med låg risk, företrädesvis statsobligationer.¹⁰⁵ Den finansiella krisen och den efterföljande lågkonjunkturen har också inneburit en ökad efterfrågan på statsobligationer från bland annat centralbanker, försäkringsbolag och pensionsfonder.¹⁰⁶ Det bör betonas att utvecklingen sedan den finansiella krisen 2007 samtidigt är mer svårtolkad eftersom den perioden, utöver strukturella faktorer, starkt präglas av en mycket svag konjunkturell utveckling.

¹⁰¹ Se King och Low (2014).

¹⁰² Enskilda länders realräntor kan påverkas både av växelkurspremier och riskpremier. Växelkurspremier summeras till noll på global nivå. I syfte att undvika att enskilda länders riskpremier får en oproportionerlig vikt beräknar King och Low (2014) BNP-vägda realräntor. Italien, som ingår bland G7-länderna, exkluderas från beräkningen då Italiens realränta under senare år bedömdes vara för starkt påverkad av riskpremier kopplade till statsbankrutt och/eller utträde ur eurosamarbetet.

¹⁰³ Det finns en internationell diskussion både inom den akademiska världen och vid policyinstitutioner huruvida det är den så kallade neutrala räntan som har fallit tillbaka och kommer att vara fortsatt låg framöver, se till exempel Armelius m.fl. (2014), Borio och Disyatat (2014), Bouis m.fl. (2014), IMF (2014) och Tuelings och Baldwin (2014).

¹⁰⁴ För översikter, se Bouis m.fl. (2014) och IMF (2014).

¹⁰⁵ IMF (2014).

¹⁰⁶ Bouis m.fl. (2014) och Summers (2014).

Teoretiska förklaringsfaktorer till utvecklingen av realräntan

I forskningslitteraturen finns olika teorier om realräntan. I en bytesekonomi bestäms realräntan av tre faktorer: produktivitetstillväxt, befolkningstillväxt och avvägningar mellan nuvarande och framtida konsumtion. Med pengar som betalningsmedel finns två räntor, den ena är den neutrala realräntan, vilken bestäms av samma faktorer som i en bytesekonomi, den andra är bankräntan.¹⁰⁷ Ett vanligt antagande i den här typen av modell är att ekonomin drivs av den teknologiska utvecklingen. Konjunkturrörelser förklaras då av fluktuationer i den teknologiska utvecklingen. Det är dock inte troligt att de kraftiga fall i BNP-nivå som har observerats under enstaka perioder av 1900- och 2000-talen kan förklaras av normala konjunkturstörningar. Snarare har det konstaterats att det, förutom de normala fluktuationerna, då och då förekommer stora kraftiga negativa störningar i efterfrågan med mycket omfattande nedgångar av BNP som följd.

Barro (2006) studerar hur stora negativa chocker till teknologi och produktionskapacitet påverkar tillgångspriser i en bytesekonomi. Barro beräknar en årlig sannolikhet för kriser med fall i BNP per capita på 15–64 procent till 1,5–2,0 procent. Sannolikheten att ekonomin då och då utsätts för stora negativa ekonomiska chocker innebär att räntan på riskfria tillgångar såsom bankkonton med insättningsgarantier och statsskuldväxlar blir låg. Anledningen är att placerare kan antas ogilla risk och är mindre villiga att investera i riskfyllda tillgångar ju högre sannolikheten är för en kris. Miles (2014) utvecklar Barros analys och kommer fram till liknande slutsatser, nämligen att en ökning i sannolikhet från 1 till 2 procent för en kris som ger 20 procent fall i BNP minskar den riskfria realräntan med 1,4 procentenheter.

I de traditionella, neoklassiska, modellerna antas att hushållen kan aggregeras på ett sådant sätt att man kan studera summan av alla hushåll eller ett så kallat representativt hushåll. Då bestäms sparande och investeringar av det representativa hushållets avvägning mellan konsumtion i dag och konsumtion i framtiden. Detta är dock ett resultat som kan sättas ur spel om hänsyn tas till att olika generationer sparar olika mycket. Eggertson och Mehrotra (2014) utvecklar en överlappande generationsmodell (OLG-modell)¹⁰⁸ med tre generationer (unga som lånar, mellan-

¹⁰⁷ Den neutrala realräntan och bankräntan är gamla begrepp som introducerades av Knut Wicksell redan runt sekelskiftet 1900. Enligt Wicksell bestäms inflation av skillnaden mellan dessa två räntor, se Wicksell (1898). Idén om en neutral ränta är numera en central del i alla centralbankers modeller.

¹⁰⁸ Overlapping generations model.

generation som sparar och äldre som använder sparade medel). Författarna identifierar olika orsaker till varför utbudet av sparande ökar samt att efterfrågan på lån minskar, vilket innebär att realräntan sjunker. Ett skäl till sjunkande realränta under lång tid är om den yngre generationen, som i en senare period blir sparare, av olika skäl lånar mindre än tidigare. Ett sådant skäl kan vara att ekonomin drabbas av en skuldsättningskris ("deleveraging chock") liknande den finansiella krisen. Realräntan sjunker för att unga minskar sin efterfrågan på lån. Ett annat skäl är om mellangenerationen, som sparar mest, blir en större andel av den totala befolkningen. Under vissa demografiska förutsättningar kan den neutrala realräntan bli varaktigt negativ. I kombination med låg inflation och antagandet om restriktioner på penningpolitiken, såsom det att den nominella räntan inte kan sjunka under noll, innebär att den faktiska realräntan blir högre än den neutrala. Ekonomin kan då hamna i en varaktig stagnation, "secular stagnation".

EN TROVÄRDIG PENNINGPOLITISK ANALYS HAR STÖRRE MÖJLIGHETER ATT PÅVERKA EKONOMIN

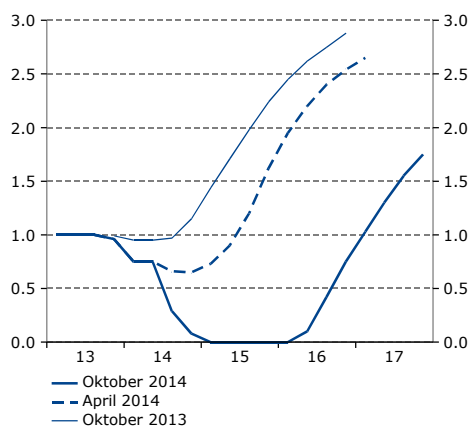
Centralbanker använder framför allt styrräntan för att påverka den ekonomiska aktiviteten. Utöver att bestämma styrräntan på kort sikt visar flera centralbanker, bland annat Riksbanken och Federal Reserve, även en prognos för styrräntan flera år framöver. Om denna prognos är trovärdig, exempelvis genom att den underbyggs av en solid ekonomisk analys, påverkas även marknadsräntor med lång löptid. I syfte att presentera en trovärdig prognos för styrräntan behöver centralbanker noga analysera både konjunkturella och strukturella faktorer. Därutöver behöver centralbanker även kommunicera hur de gör avvägningar mellan exempelvis arbetslöshet, inflation och finansiell stabilitet.

Ett aktuellt exempel som illustrerar ovanstående resonemang är Riksbankens revideringar av prognosen för reporäntan under det senaste året. Som framgår i diagram 149 har räntebanan reviderats ned kraftigt mellan oktober 2013 och oktober 2014. Vid den senaste nedrevideringen analyserade Riksbanken strukturella faktorer som kan innebära att reporäntan kommer att behöva vara låg under lång tid.¹⁰⁹ Därutöver har Riksbanken kommunicerat att man jämfört med penningpolitiken de senaste åren nu avser att lägga mycket större vikt vid att få upp den låga inflationen relativt att bromsa hushållens skuldsättning.

Riksbankens analys och ställningstaganden har sammantaget sannolikt bidragit till att marknadens förväntningar om reporäntan har justerats ned både på två och fem års sikt det senaste året

Diagram 149 Riksbankens prognos av reporäntan vid olika tillfällen

Procent, kvartalsvärden



Källa: Riksbanken.

¹⁰⁹ Se Armelius m.fl. (2014) och Sveriges riksbank (2014).

(se diagram 150). De räntor som hushåll och företag möter har också minskat under denna period. Det är dock svårt att avgöra i vilken mån Riksbankens analys och ändrade räntebana har bidragit till denna förändring eftersom bakomliggande faktorer som exempelvis räntor i omvärlden samtidigt har ändrats.

Centrala faktorer för utvecklingen av realräntan det kommande decenniet

Prissättningen på finansiella marknader implicerar en lägre förväntad framtida realränta på säkra tillgångar än vad som förelåg före den finansiella krisen. I detta avsnitt diskuteras olika faktorer som påverkar realräntan via effekter på benägenheten att spara respektive investera i reala tillgångar.¹¹⁰

Figur 1 visar schematiskt hur den globala realräntan bestäms. Om den globala benägenheten att spara exempelvis ökar, skiftar utbudskurvan utåt. Om benägenheten att investera i reala tillgångar minskar skiftar efterfrågekurvan inåt. Båda dessa förändringar bidrar till en lägre realränta.

FLERA FAKTORER TALAR FÖR FORTSATT HÖG GLOBAL SPARBENÄGENHET

Hög osäkerhet: Finanskrisen och de dramatiska värdeförändringarna i fastigheter och olika riskfyllda värdepapper har, tillsammans med frågetecken kring eurons framtid, sannolikt ökat risken för stora negativa störningar såsom Barro (2006) avser. Hushåll, företag och marknadsaktörer kan uppleva en större sannolikhet än innan finanskrisen att någon stor, negativ händelse kan komma att inträffa vilket gör framtida inkomster från arbete och kapital mer osäkra än tidigare. Det ökar benägenheten till så kallat försiktighetssparande och minskar benägenheten att investera i reala tillgångar (se figur 1).

Den högre osäkerheten kan också medföra att tillväxtekonomierna kommer att ha ett fortsatt högt sparande.¹¹¹ Därutöver kommer stater i många utvecklade ekonomier att öka sitt sparande framöver i syfte att minska de höga statsskuldsvåren som byggs upp.

Demografi: Generellt är det den äldre generationen som har negativt sparande och generationer med goda arbetsinkomster

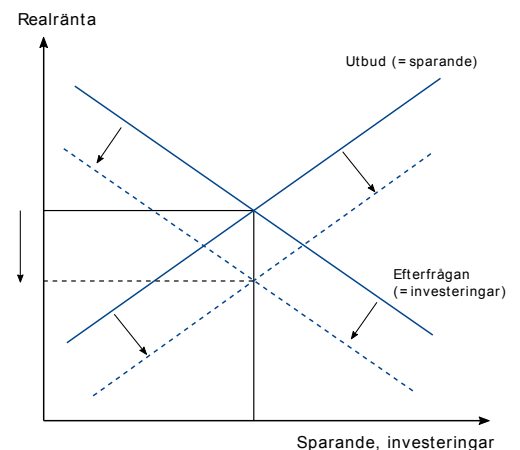
Diagram 150
Penningmarknadsaktörers förväntningar på reporäntan

Procent, månadsvärden



Källa: TNS Sifo Prospera.

Figur 1 Bestämningen av global realränta

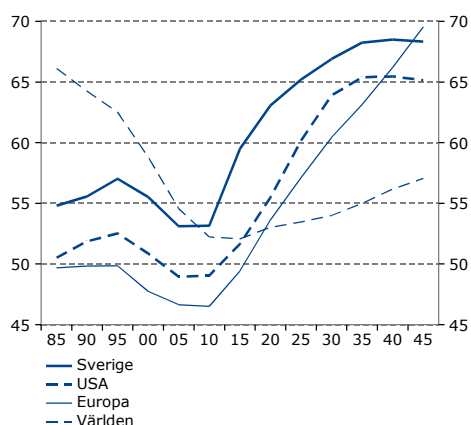


¹¹⁰ Benägenheten att spara och investera kan också ändras av konjunkturella skäl men analysen här fokuserar på strukturella förändringar.

¹¹¹ IMF (2014).

Diagram 151 Antal yngre (<15 år) och äldre (65+år) i förhållande till arbetsför befolkning (15–64 år)

Procent



Källa: Förenta nationerna.

som sparar. Ju högre andel av befolkningen som behöver stöd till sin försörjning desto mindre sparar det genomsnittliga hushållet. Om man definierar en total beroendekvot som andelen under 15 år och över 64 i relation till den arbetsföra befolkningen 16–64 år så har denna under en längre tid varit fallande globalt sett (se diagram 151). Både minskad andel unga och äldre inverkar positivt på sparandets nivå men äldrekvoten har betydligt större effekt.¹¹²

Befolkningsprognoser pekar nu på ett trendbrott och en stigande total beroendekvot under de närmaste decennierna är ofrånkomlig (se diagram 151). Trendbrottet domineras av en betydande ökning av äldrekvoten. En lång period med ökat demografiskt betingat sparande efterföljs nu av dess motsats vilket successivt bidrar till en högre realränta.¹¹³

Det kan dock, åtminstone det kommande decenniet, finnas motverkande faktorer. Den finansiella krisen och den efterföljande lågkonjunkturen har satt djupa spår i de offentliga finanserna i många utvecklade länder. Den demografiska utvecklingen innebär att stora pensionsavgångar väntar i många länder. Denna kombination – svaga offentliga finanser och stor ökning av andelen pensionärer de kommande decennierna – kan medföra att hushållen i större utsträckning än innan finanskrisen misstror åtaganden inom de offentliga pensionssystemen vilket medför att de själva känner sig tvungna att spara mer.¹¹⁴

Ojämlighet: En successivt ökad ojämlikhet är ytterligare en faktor bakom den ökade sparbenägenheten och därmed den fallande realräntan.¹¹⁵ Hushåll med höga inkomster har en högre sparbenägenhet än de med lägre inkomster eftersom de sistnämnda i större utsträckning behöver använda sin inkomst till konsumtion. När en allt större andel av de totala inkomsterna hamnar hos en liten grupp med redan höga inkomster stiger därför sparbenägenheten i den globala ekonomin vilket driver ner realräntan.

FLERA FAKTORER TALAR FÖR FORTSATT SVAG INVESTERINGSEFTERFRÅGAN

Lägre potentiell tillväxt: Som framgick i teoridiskussionen ovan är potentiell tillväxt en fundamental faktor för nivån på realräntan. I enkla neoklassiska modeller är den sistnämnda lika

¹¹² Leff (1969).

¹¹³ Erfurth och Goodhart (2014) och IMF (2014).

¹¹⁴ Jimeno m.fl. (2014). Se även Backus m.fl. (2013).

¹¹⁵ Glaeser (2014), Gordon (2014) och Summers (2014).

med tillväxttakten på lång sikt. Som framgår av diagram 153 bedömer internationella organisationer att den potentiella tillväxten har växlat ner 2008–2013 jämfört med perioden innan finanskrisen.¹¹⁶ De bedömer dock att den framöver successivt kommer att öka till de utvecklingstakter som gällde innan krisen. Undantaget är euroområdet där den potentiella tillväxttakten bedöms fortsätta vara lägre än innan krisen det kommande decenniet. En lägre potentiell tillväxt – både via en långsammare teknologiutveckling och svagare tillväxt av arbetskraften – innebär lägre investeringsbehov, vilket skiftar efterfrågan inåt i figur 1.

Det finns även andra faktorer som pekar mot en fortsatt svag investeringsefterfrågan. Empirisk analys visar att det tar många år innan investeringarna som andel av BNP återhämtar sig efter en finansiell kris.¹¹⁷ Det kan bero på flera faktorer. Ökad osäkerhet som diskuterades ovan kan leda till högre kompensation för risk och därmed högre avkastningskrav vilket dämpar investeringsutvecklingen.¹¹⁸

Krympande balansräkningar: Nuvarande liksom många tidigare finansiella kriser har inneburit en så kallad ”balance sheet recession”.¹¹⁹ En sådan kännetecknas av att värdet på hushållens och företagens tillgångar har fallit i många länder medan värdet på skulderna bestått. I syfte att återställa en önskvärd relation mellan skulder och tillgångar ökar både hushåll och företag sitt finansiella sparande och investerar mindre, vilket pressar ned realräntan.

Slutsatser och implikationer för Konjunkturinstitutets prognos

Det finns flera strukturella faktorer som pekar mot att realräntan kommer att vara låg under många år framöver. Konjunkturinstitutet prognostiserar därför en jämförelsevis långsam ökning av styrräntorna det kommande decenniet, inte minst i euroområdet.

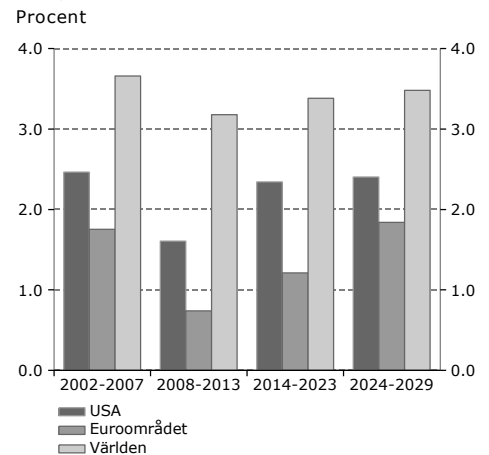
¹¹⁶ Diagram 153 visar ett genomsnitt av bedömningarna från Europeiska kommissionen, IMF och OECD. Europeiska kommissionen har ej någon bedömning för världen samt perioden 2025–2029. IMF:s bedömning från World Economic Outlook (WEO) sträcker sig till 2019. För åren 2020–2029 används bedömningar från IMF Economic Modeling Division såsom de kommer till uttryck i den senaste uppdateringen av Global Projection Model (GPM). De sistnämnda överensstämmer i stort med WEO-bedömningen 2002–2019.

¹¹⁷ IMF (2014). Se även Lewis m.fl. (2014).

¹¹⁸ Jimeno m.fl. (2014) och Summers (2014).

¹¹⁹ Koo (2014) och Buttiglione m.fl. (2014).

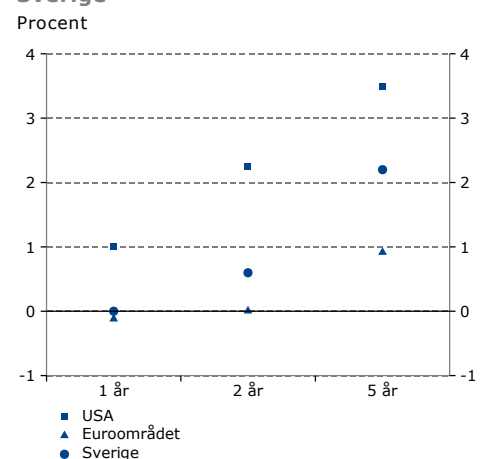
Diagram 153 Potentiell tillväxt



Anm. Genomsnitt från tre internationella organisationer. Se fotnot 116.

Källor: Europeiska kommissionen, IMF och OECD.

Diagram 152 Förväntad nominell styrränta i USA, euroområdet och Sverige

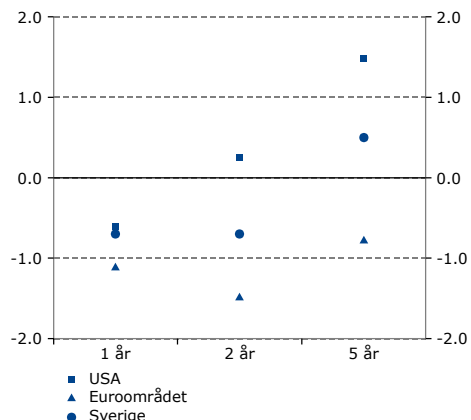


Anm. Uppmätt i oktober för USA och euroområdet respektive december för Sverige. Se fotnot 120.

Källor: New York Federal Reserve, Europeiska centralbanken och TNS Sifo Prospera.

Diagram 154 Förväntad real styrränta i USA, euroområdet och Sverige

Procent



Anm. Avser oktober för USA och euroområdet respektive december för Sverige. Se fotnot 120.
Källor: New York Federal Reserve, ECB och TNS Sifo Prospera.

Diagram 155 Tvååriga marknadsförväntningar i Sverige

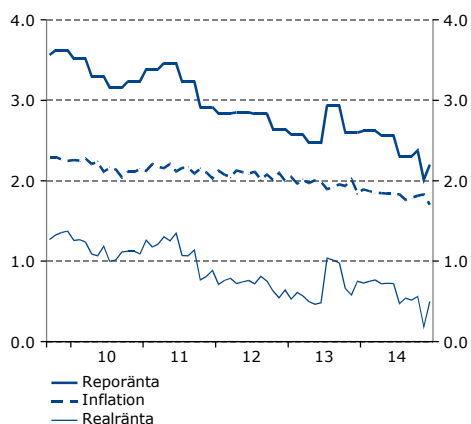
Procent, månadsvärden



Anm. Penningmarknadsaktörer. Se fotnot 120.
Källor: TNS Sifo Prospera och Konjunkturinstitutet.

Diagram 156 Femåriga marknadsförväntningar i Sverige

Procent, månadsvärden



Anm. Penningmarknadsaktörerna. Se fotnot 120.
Källor: TNS Sifo Prospera och Konjunkturinstitutet.

MARKNADSFÖRVÄNTNINGAR TYDER PÅ FORTSATT LÅGA STYRRÄNTOR

Marknadsaktörernas bedömningar, vilka de ger uttryck för i prissättningen på finansiella instrument och i enkäter, kan tolkas i termer av framtida styrräntor. Det är dock viktigt att påpeka att marknadens bedömning inte nödvändigtvis stämmer överens med andra prognosmakares bedömningar, däribland Konjunkturinstitutets. Det kan bero på olika syn avseende både ekonomins konjunkturella och strukturella utveckling.

I diagram 152 och diagram 154 framgår marknadsförväntningar på nominella respektive reala styrräntor i Sverige, USA och euroområdet.¹²⁰ En relativt stor skillnad föreligger mellan USA och euroområdet. Federal Reserve förväntas höja styrräntan till 2,25 respektive 3,5 procent om två respektive fem år. ECB förväntas inte höja räntan de närmaste två åren och sedan endast till knappt 1 procent om fem år vilket innebär en negativ real styrränta. Den förväntade utvecklingen i Sverige ligger närmare euroområdet på två års sikt och ungefär mitt emellan USA och euroområdet på fem års sikt. Nominell och real styrränta i Sverige förväntas om fem år uppgå till 2,2 respektive 0,5 procent.

En tidsserie av marknadsförväntningar på två och fem års sikt för den svenska reporäntan, inflationen och realräntan framgår av diagram 155 och diagram 156. Sista observationen är december 2014 och innebär att marknadsaktörerna förväntar sig en reporänta på ca 0,6 procent om två år när konjunkturen enligt både Riksbanken och Konjunkturinstitutet är nära balans. Det motsvarar en real reporänta på -0,7 procent.

Sammantaget är det uppenbart att marknadsaktörer förväntar sig en historiskt låg, om än långsamt stigande, realränta många år framåt i tiden. Det gäller framför allt euroområdet och Sverige medan förväntningarna beträffande USA indikerar en, i ett historiskt perspektiv, mer normal utveckling i en konjunkturupp-gång.

REALRÄNTAN LÅG MEN STIGANDE DET KOMMANDE DECENNIET

Centralbankernas reala styrräntor är för närvarande negativa i Sverige, USA och euroområdet. Konjunkturinstitutet bedömer, liksom marknadsaktörerna, att nominella och reala styrräntor kommer vara låga, om än långsamt stigande framöver. Det har sin grund i att flera strukturella faktorer fortsätter att verka ned-

¹²⁰ Förväntad realränta har beräknats som skillnaden mellan marknadsaktörernas styrränte- och inflationsförväntningar enligt enkätundersökningar, bortsett från förväntad nominell styrränta i euroområdet som är beräknad från obligationsprissättning.

pressande på realräntan, dock i successivt allt mindre omfattning det kommande decenniet.

- Det är rimligt att anta att oron för att stora nya negativa störningar ska inträffa avtar ju längre tid som går efter finanskrisen. Hushållens och företagens förväntningar om framtida inkomst och tillväxt är delvis adaptiva och osäkerheten faller tillbaka ju längre tid som förflyter utan att en ny större störning inträffar.
- Hushåll och företag har successivt minskat sina skulder sedan finanskrisen vilket har pressat ner konsumtion, investeringar och därmed realräntan. Skuldanpassning bedöms minska framöver då skulderna fortsätter att successivt närma sig önskvärda nivåer.¹²¹
- Den potentiella tillväxttakten i BNP bedöms successivt öka det kommande decenniet (se diagram 153).
- Den underliggande globala demografiska trenden bör hålla tillbaka det globala sparandet och successivt höja realräntan (se diagram 151). På kortare sikt när osäkerheten kring många utvecklade länders offentliga finanser fortfarande är stor kan dock detta kombinerat med en åldrande befolkning tillfälligt innebära ett högre sparande.
- I slutet på prognosperioden bedöms realräntan stiga upp mot 2 procent. Uppgången i realräntan beror både på en ökad potentiell tillväxttakt och den förändrade demografiska sammansättningen. Den sistnämnda innebär en snabbt ökande beroendekvot och därmed minskad sparbenägenhet.¹²²

I diagram 157 och diagram 158 framgår Konjunkturinstitutets prognos av nominella och reala styrräntor i Sverige, USA och euroområdet. I diagram 159 visas prognoserna över resursutnyttjandet.

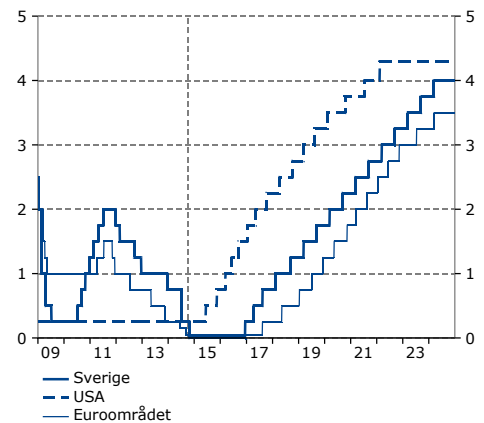
USA: USA ligger före euroområdet i konjunkturcykeln och inflationstakten är också klart närmare målet. Marknaden förväntar sig också en tidigare och markant snabbare uppgång av styrräntan i USA. Sammantaget bedöms ett stigande resursut-

¹²¹ Se Buttiglione m.fl. (2014).

¹²² Erfurth och Goodhart (2014) menar att den förändrade demografiska sammansättningen innebär att realräntan 2025 kan uppgå till 2,5–3 procent.

Diagram 157 Styrräntor

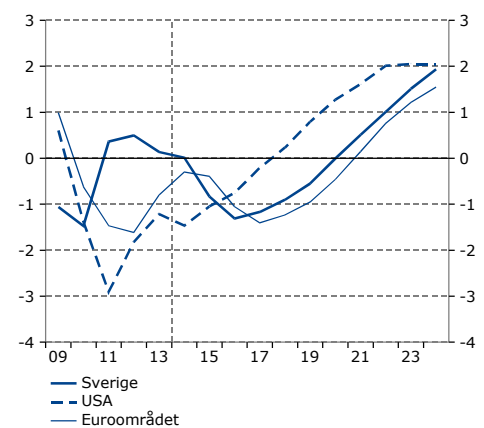
Procent, dagsvärden



Källor: Europeiska centralbanken, Federal Reserve, Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

Diagram 158 Reala styrräntor

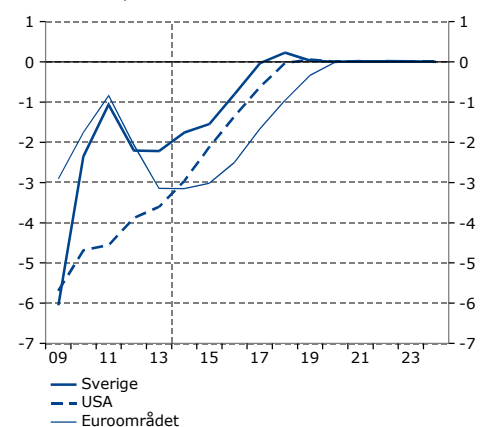
Procent, årsvärden



Anm. Realräntorna är baserade på Konjunkturinstitutets prognos av KPIF, KPI respektive HIKP. Källor: Europeiska centralbanken, Federal Reserve, Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

Diagram 159 BNP-gap

Procent av potentiell BNP



Källor: IMF, OECD och Konjunkturinstitutet.

nyttjande och ekonomisk balans under 2018 i USA:s ekonomi vara förenlig med en ökning av styrräntan, från nuvarande 0,25 procent, till ca 2,5 procent (se diagram 157).¹²³ Åren därefter stiger styrräntan ytterligare mot 4,3 procent vilket motsvarar en real styrränta på 2 procent. Det beror bland annat på att den potentiella tillväxten ökar, osäkerheten hos hushåll och företag fotsätter att avta, skuldanpassningen fortskrider och den arbetsföra befolkningen faller tillbaka som andel av total befolkning.

Euroområdet: Både de konjunkturella och strukturella problemen i euroområdet är markant större jämfört med i USA. Det kommer innebära att den realränta som är förenlig med balans behöver vara lägre än i USA under många år framöver. När BNP-gapet inom euroområdet sluts 2020 uppgår styrräntan endast till ca 1,5 procent, vilket innebär en realränta på ca -0,5 procent (se diagram 157–159).¹²⁴ I takt med att de strukturella problemen avtar ökar styrräntan successivt och når 3,5 procent vid prognosperiodens slut.

Sverige: Reporäntan börjar höjas i slutet av 2016 och uppgår till i genomsnitt ca 0,5 procent 2017 när svensk ekonomi når balans (se diagram 158).¹²⁵ Därefter stiger den reala styrräntan långsamt. Det beror framför allt på att svensk ekonomi är nära knuten till euroområdets ekonomi och penningpolitik. Om den svenska penningpolitiken skulle avvika mer från den som förs inom euroområdet skulle växelkursen bli starkare och lågkonjunkturen i Sverige förlängas. Den svenska realränta som är förenlig med ekonomisk balans är därmed nedpressad under lång tid på grund av eurområdets konjunkturella och strukturella problem.

Referenser

- Armelius, H., P. Bonomolo, M. Lindskog, J. Rådahl, I. Strid och K. Walentin (2014), "Lägre neutral ränta i Sverige?", Ekonomisk kommentar nr. 8, november 2014, Sveriges riksbank.
- Backus, D., T. Cooley och E. Henriksen (2013), "Demography and low frequency capital flows", NBER Working Paper No. 19465.

¹²³ De femåriga marknadsförväntningarna för styrräntan uppgår till 3,5 procent (diagram 152). Konjunkturinstitutets prognos fem år framåt (2019) är något lägre, ca 3 procent.

¹²⁴ Det är i linje med marknadsförväntningarna som innebär en realränta på ca -0,8 procent fem år framåt, det vill säga 2019.

¹²⁵ Det är i linje med marknadsaktörerna som förväntar sig en nominell reporänta på 0,6 procent två år framåt.

- Barro, R. J. (2006), "Rare disasters and asset markets in the twentieth century", *Quarterly Journal of Economics*, 121, No. 3, sid. 823–866.
- Borio, C. och P. Disyatat (2014), "Low interest rates and secular stagnation: Is debt a missing link?", VOX, 25 juni 2014, <http://www.voxeu.org/article/low-interest-rates-secular-stagnation-and-debt>.
- Bouis, R., K-I. Inaba, L. Rawdanowicz och A. K. Christensen (2014), "Factors behind the decline in real long-term government bond yields", OECD Working paper No. 1167.
- Buttiglione, L., P. R. Lane, L. Reichlin och V. Reinhart (2014), "*Deleveraging? What deleveraging?*", Geneva Reports on the World Economy, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) och Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Eggertsson, G. B. och N. Mehrotra (2014), "A model of secular stagnation", NBER Working Paper No. 20574.
- Erfurth, P. och C. A. E. Goodhart (2014), "Demography and economics: Look past the past", VOX, 4 november 2014, <http://www.voxeu.org/article/demography-and-economics-look-past-past>.
- Glaeser, E. L. (2014), "Secular joblessness", uppsats i *Secular stagnation: facts, causes and cures*, VoXEU, e-bok, CEPR Press.
- Gordon, R. J. (2014), "The turtle's progress: Secular stagnation meets headwinds", i *Secular stagnation: facts, causes and cures*, VoXEU, e-bok, CEPR Press.
- IMF (2014), "Perspectives on global real interest rates", kapitel 3 i *World Economic Outlook*, april, IMF.
- Jimeno, J. F., F. Smets och J. Yiangou (2014), "Secular stagnation: A view from the Eurozone", i *Secular stagnation: facts, causes and cures*, VoXEU, e-bok, CEPR Press.
- King, M. och D. Low (2014), "Measuring the 'world' real interest rate", NBER Working Paper No. 19887.
- Koo, R. C. (2014), "Balance sheet recession is the reason for secular stagnation", i *Secular stagnation: facts, causes and cures*, VoXEU, e-bok, CEPR Press.
- Leff, N. H. (1969), "Dependency rates and saving rates", *American Economic Review*, 59, No. 5, sid. 886–896.
- Lewis, C., N. Pain, J. Strasky och F. Menkyna (2014), "Investment gaps after the crisis", OECD Working paper No. 1168.

Miles, D. (2014), “The transition to a new normal for monetary policy”, tal, 27 februari 2014, Bank of England.

Summers, L. (2014), “U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound”, *Business Economics* 49, No. 2, sid. 64–73.

Sveriges riksbank (2014), *Penningpolitisk rapport*, oktober 2014.

Teulings, C. och R. Baldwin (2014), *Secular stagnation: Facts, causes and cures*, VoxEU, e-bok, CEPR Press.

Wicksell, K. (1898), *Interest and prices*, engelsk översättning av R. F. Kahn 1936, Macmillan.