

FÖRDJUPNING

Ny, lägre bedömning av realräntor på tio års sikt

Realräntorna i Sverige och globalt kommer sannolikt att vara fortsatt låga i ett historiskt perspektiv de närmaste tio åren. Konjunkturinstitutet bedömer att realräntorna är högre om tio år men att nivån är lägre än vad som antagits tidigare. I den här fördjupningen beskrivs bakgrunden till dessa nya bedömningar.

Konjunkturinstitutet gör scenarier för den svenska och internationella ekonomins utveckling tio år framåt i tiden. Dessa publiceras fyra gånger per år i samband med Konjunkturläget. Konjunkturinstitutet antar i scenarierna att effekter av konjunkturella störningar klingar av och att inga nya störningar inträffar. Det innebär att ekonomierna antas befinna sig i konjunkturell balans i slutet av scenarioperioden. Räntor är en viktig del i dessa scenarier. En utgångspunkt i scenarierna är vilka nivåer de neutrala korta realräntorna³¹ har om tio år i Sverige och i våra viktigaste handelsländer, de så kallade KIX6-länderna.³² Neutrala realräntor är de reala räntor som är förenliga med fullt resursutnyttjande och ett uppfyllt inflationsmål. De neutrala realräntorna ligger till grund för nivån på respektive lands reala styrränta om tio år.

Konjunkturinstitutets bedömning är en sammanvägning av litteratur inom området, marknadsinformation samt prognoser från internationella organisationer. Konjunkturinstitutets senaste översyn av de reala styrräntorna på tio års sikt gjordes i början av 2017. Nedan följer en redogörelse av den nya översynen som lett till en nedrevidering av de neutrala realräntorna om tio år.

Historiska och framtida drivkrafter för neutrala reala räntor

Enkla makroekonomiska modeller ger som standardresultat att realräntan på lång sikt bestäms av den trendmässiga BNP-tillväxten.³³ Flera studier finner dock att detta samband är relativt svagt.³⁴ Realräntor på längre sikt drivs mer av strukturella

³¹ Även kallad jämviktsrealräntor i tidigare texter från Konjunkturinstitutet.

³² KIX6-länderna består av USA, 12 länder i euroområdet, Norge, Danmark, Storbritannien och Japan.

³³ Se exempelvis Galí (2015).

³⁴ Se Hamilton m.fl. (2016), Holston m.fl. (2016) och Rachel och Summers (2019).

förändringar som får sparbetendet och investeringsbenägenheten att förändras över tiden. Den svenska kapitalmarknaden är dessutom väl integrerad med kapitalmarknaderna i omvärlden. Därför påverkas den neutrala räntan i Sverige i hög grad av hur neutrala räntor utvecklas globalt, där den neutrala räntan i USA spelar en särskilt viktig roll.³⁵

Realräntorna i Sverige, Tyskland och USA har fallit trendmässigt de senaste 30–40 åren (se diagram 55), på liknande sätt som i många andra länder. Enligt en beräkning har global realränta fallit med ca 4,5 procentenheter från 1980-talet till 2015.³⁶ Beräkningar av hur mycket neutrala realräntor har fallit är osäkra och varierar. Enligt en studie från 2019 har neutral realränta för utvecklade länder fallit med 3 procentenheter de senaste 40 åren.³⁷ En tidigare studie finner att den neutrala realräntan i USA och euroområdet fallit med ca 3 procentenheter mellan 1990 och 2016.³⁸ En annan studie beräknar i stället att den neutrala realräntan i USA har sjunkit med ca 1 procentenhet mellan 1980 och 2016.³⁹ Några av de mer omtalade orsakerna till dessa fallande neutrala realräntor är demografisk utveckling, ökat sparande från utvecklingsländer, ökad ojämlikhet inom länder, ökad global ekonomisk osäkerhet, låg investeringsbenägenhet och fallande relativpriser på kapitalvaror.

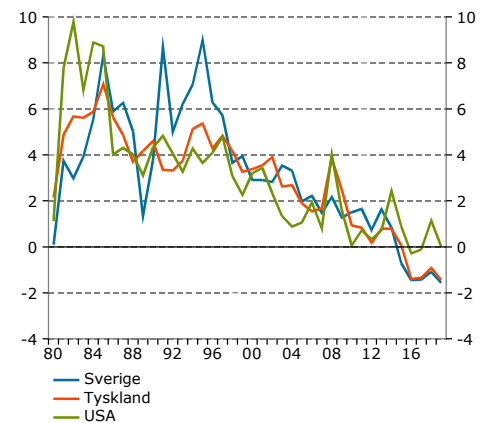
DEMOGRAFIS PÅVERKAN PÅ NEUTRAL RÄNTA

Den demografiska utvecklingen påverkar nivån på den neutrala realräntan både via sparande och investeringar. En ökad förväntad livslängd ökar sparandet till pensioner medan en ökad andel äldre i befolkningen minskar sparandet. Nettot av dessa påverkar det totala sparandet. En sjunkande fruktsamhet sänker utbudet av arbetskraft på sikt och därför minskar efterfrågan på krediter till investeringar i realkapital.

Många studier baserade på så kallade OLG-modeller⁴⁰ pekar mot att den demografiska utvecklingen sedan 1980-talet har sänkt de neutrala realräntorna med runt 1 procentenhet i USA,

Diagram 55 Långa realräntor

Procent, årsgenomsnitt



Anm. Tioåriga statsobligationsräntor minus samtida inflation, mätt med KPI för USA och Tyskland samt KPIF för Sverige.

Källor: SCB, OECD, Macrobond och Konjunkturinstitutet.

³⁵Se Armelius m.fl. (2018).

³⁶ Marknadsbaserad lång realränta för G7-länder utom Italien, se Rachel och Smith (2015).

³⁷ Rachel och Summers (2019).

³⁸ Holston m.fl. (2016)

³⁹ Se Johannsen och Mertens (2016) och deras filterestimater.

⁴⁰ Överlappande generationsmodell (*overlapping generations model*).

eurområdet och globalt. Beräkningarna varierar dock och osäkerheten är stor.⁴¹

Enligt FN:s befolkningsprognos för 2015–2030 kommer fruktsamheten i världen att fortsätta minska något (se diagram 56) och förväntad livslängd vid 65 års ålder att öka (se diagram 57). Detta trycker ner reala räntor framöver. Samtidigt accelererar andelen personer över 64 år i världsbefolkningen (se diagram 58), vilket ger ett tryck uppåt på realräntorna.

Beräkningar med OLG-modeller pekar i de flesta fall mot att den demografiska utvecklingen leder till att de neutrala realräntorna fortsätter vara på nuvarande nivå eller lägre.⁴² Några bedömer dock att den demografiska utvecklingen ger högre neutrala realräntor framöver.⁴³

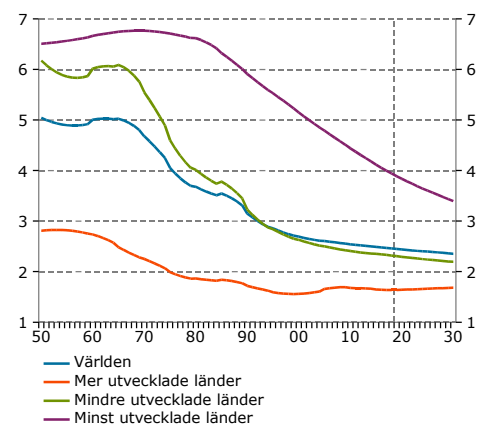
STIGANDE STATSSKULDER LEDER TILL HÖGRE REALRÄNTOR

Statsskulden i flera stora länder har ökat sedan finanskrisen 2007–2009 och fortsätter sannolikt att öka framöver i många länder, bland annat i USA och Kina.⁴⁴ Enligt Congressional Budget Office ökar statsskulden i USA från 78 procent av BNP i slutet av 2019 till 144 procent 2049.⁴⁵ Det ökade utbudet av statsobligationer ger i sig en press uppåt på reala räntor, allt annat lika. Studier avseende USA finner att en ökning av statsskulden som andel av BNP med 1 procentenhet ger 0,02–0,04 procentenheter högre realränta på sikt.⁴⁶

UTLÄNDSKT SPARANDE I UTVECKLINGSLÄNDER

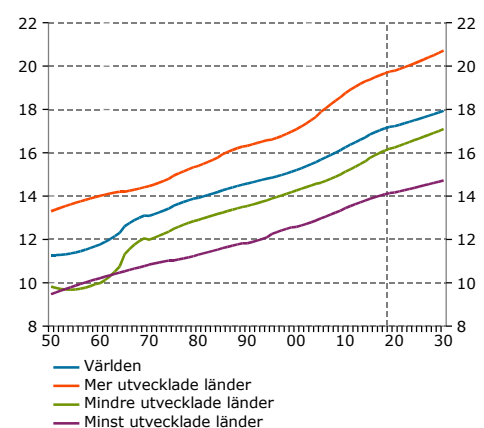
Mellan 1996 och 2007 ökade sparandet i snabbare takt än investeringarna i utvecklingsländer, främst i Kina men även i

Diagram 56 Summerad fruktsamhet
Barn per kvinna



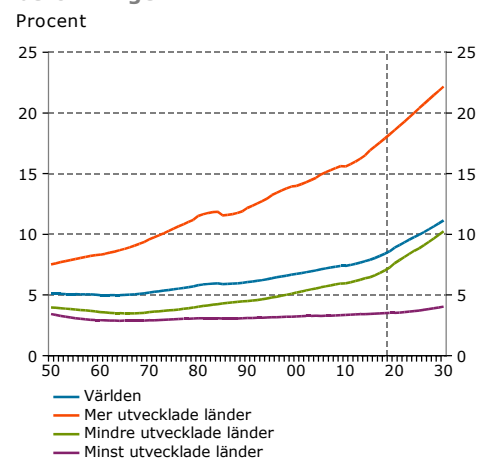
Källor: FN och Macrobond.

Diagram 57 Förväntad livslängd vid 65 År



Källor: FN och Macrobond.

Diagram 58 Andelen äldre än 64 år i befolkningen



Källor: FN, Macrobond och Konjunkturinstitutet.

⁴¹ Några exempel från litteraturen. Rachel och Summers (2019) beräknar att demografin sänkt de neutrala realräntorna i utvecklade länder med 1,8 procentenheter sedan 1970-talet. Rachel och Smith (2015) beräknar att demografin sänkte realräntor globalt med 0,9 procentenheter sedan 1980-talet. Carvalho med flera (2016) finner att den demografiska utvecklingen har minskat den neutrala räntan för en representativt utvecklad ekonomi med åtminstone 1,5 procentenheter mellan 1990 och 2014. Den globala realräntan har enligt Lisack med flera (2017) fallit med 1,6 procentenheter sedan 1980 på grund av demografi. Gagnon med flera (2016) beräknar att den neutrala räntan i USA blivit 1,25 procentenheter lägre sedan 1980 till följd av demografiska faktorer. I Papettis (2019) huvudscenari står demografi för 1,00–1,25 procentenheter lägre neutral ränta i eurområdet 1990–2030.

⁴² Carvalho m.fl. (2016), Gagnon m.fl. (2016), Lisack m.fl. (2017) och Papetti (2019).

⁴³ Se Rachel och Smith (2015) samt Goodhart och Pradhan (2017).

⁴⁴ Goodhart och Pradhan (2017).

⁴⁵ Se CBO (2019).

⁴⁶ Se Gamber och Seliski (2019) och en sammanställning av Rachel och Summers (2019).

oljeproducerande länder.⁴⁷ Ett begränsat utbud av riskfria tillgångar i dessa länder gjorde att överskottet sparades i relativt säkra tillgångar i USA och andra utvecklade länder. Detta beräknas ha bidragit till fallet i global realränta med 0,25 procentenheter.⁴⁸

Bytesbalansen i Kina och andra utvecklingsländer har minskat som andel av BNP sedan 2007 (se diagram 59). Dessa andelar fortsätter falla gradvis, delvis till följd av en åldrande befolkning, bland annat i Kina. Även oljeexporterande länders sparande i utlandet faller successivt framöver i takt med att den globala ekonomin ställer om från fossila bränslen. Det minskade sparandet i dessa regioner ligger i linje med IMF:s prognoser (se diagram 60). Detta kan, enligt vissa bedömare, ge en gradvis press uppåt på realräntorna framöver.⁴⁹

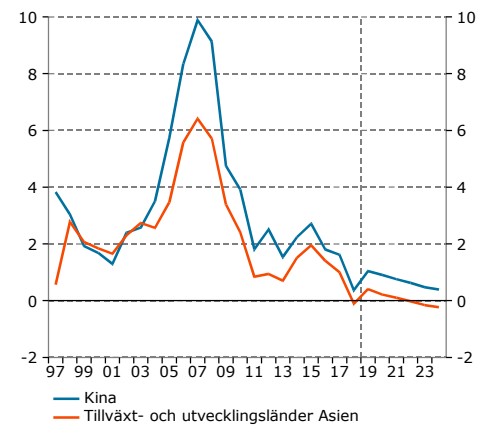
EKONOMISK OJÄMLIKHET INOM LÄNDER OCH NEUTRAL RÄNTA

Några studier visar att ökad ojämlikhet sedan 1970 och 1980-talet har haft en långsiktigt dämpande effekt på realräntor i storleksordningen 0,6–1,0 procentenheter.⁵⁰ Ekonomisk ojämlikhet inom landet kan öka genom att till exempel skillnaden i arbetsinkomster växer eller förmögenheter ökar. Om skillnaden i arbetsinkomster gör att en större andel av arbetsinkomsterna går till höginkomsttagare, som vanligen har högre marginell sparbenägenhet än låginkomsttagare, tenderar detta att leda till ökat sparande. Detta leder i sin tur till ett stigande utbud av krediter som sätter press nedåt på realräntan.

Modellresultat från två studier ger att den ekonomiska ojämlikheten fortsätter att ge en svagt dämpande effekt på neutral realränta.⁵¹ Medan en annan modell resulterar i att neutrala realräntan faller med ytterligare ca 1 procentenhet till 2040.⁵² En studie, som grundar sina argument i ett bredare ekonomiskt resonemang än via en modell, argumenterar däremot för att

Diagram 59 Bytesbalans

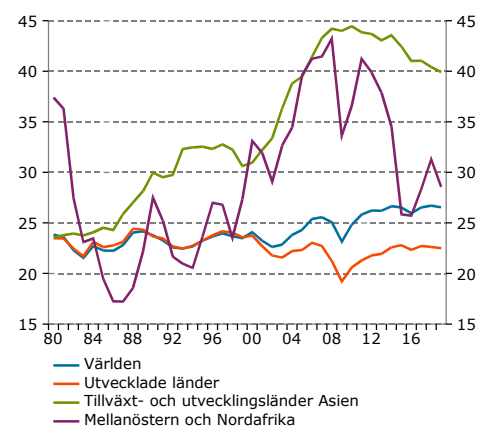
Procent av BNP



Källor: IMF och Macrobond.

Diagram 60 Bruttosparande

Procent av BNP



Källor: IMF och Macrobond.

⁴⁷ Det Bernanke kallade *the global saving glut hypothesis*, se Bernanke (2005) och (2007).

⁴⁸ Se Rachel och Smith (2015).

⁴⁹ Se Rachel och Smith (2015).

⁵⁰ Se Rachel och Summers (2019) som visar på en dämpande effekt på 0,6 procentenheter sedan 1970-talet för OECD-länder, Auclert och Rognlie (2018) som visar på en dämpande effekt på 0,8 procentenheter sedan 1980-talet för USA och Straub (2019) som visar på en dämpande effekt på 1,0 procentenhet sedan 1970-talet för USA.

⁵¹ Se Auclert och Rognlie (2018) samt Rachel och Summers (2019).

⁵² Se Straub (2019).

ojämlikheten inom länder minskar framöver och att den neutrala räntan stiger.⁵³

FALLANDE RELATIVPRISER PÅ KAPITAL OCH AVTAGANDE INVESTERINGAR

Kapitalandelen har stigit trendmässigt i utvecklade länder sedan 1980-talet. En förklaring är att arbetskraftsutbudet har ökat i länder i Asien och östra Europa och att arbetsintensiv produktion flyttats från utvecklade länder till lågkostnadsländer.⁵⁴

En annan förklaring skulle kunna vara att trendmässigt fallande relativpriser på kapitalvaror driver på kapitalfördjupningen. Detta förutsätter dock att den långsiktiga substitutionselasticiteten mellan kapital och arbete är högre än 1, det vill säga att arbete är relativt lätt att ersätta med kapital. Några empiriska resultat pekar dock på att denna substitutionselasticitet på lång sikt är lägre än 1.⁵⁵ Trendmässigt fallande relativpriser på kapitalvaror skulle i så fall hålla tillbaka investeringarna i löpande priser och därmed tendera att sätta en press nedåt på realräntan.⁵⁶ En sammanfattande studie bedömer att låga relativpriser ger en fortsatt, men avtagande, nedåtpress på neutrala räntor.⁵⁷

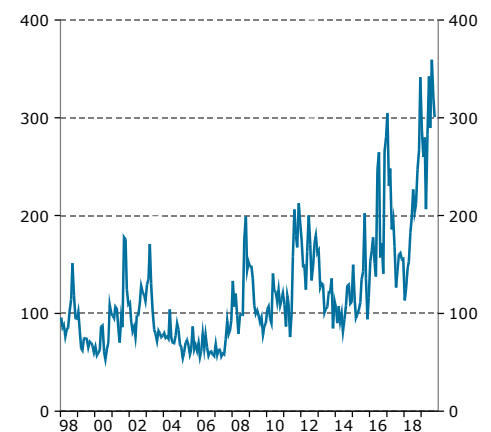
GLOBAL EKONOMISK OSÄKERHET

Sedan finanskrisen 2008 har den globala ekonomiska osäkerheten ökat (se diagram 61). Störningar som leder till ökad global ekonomisk osäkerhet kan resultera i ökat försiktighetssparande och dämpade investeringar. Effekterna kan hålla i sig i ett decennium efter det att störningen inträffat.⁵⁸ Empiriska studier visar även att marginaler och riskpremier på riskfyllda tillgångar har ökat jämfört med 1980-talet, särskilt det senaste decenniet.⁵⁹

Som framgår av diagram 61 är den globala ekonomisk-politiska osäkerheten för närvarande mycket hög. Konjunkturinstitutet antar att den nuvarande höga globala ekonomiskpolitiska osäkerheten normaliseras framöver i scenariot. Som noterades ovan kan denna osäkerhet dock verka dämpande på reala riskfria

Diagram 61 Global ekonomisk-politisk osäkerhet

Index, månadsvärden



Källor: Economic Policy Uncertainty och Macrobond.

⁵³ Se Goodhart och Pradhan (2017).

⁵⁴ IMF (2017) och Goodhart och Pradhan (2017).

⁵⁵ Karabarbounis och Neiman (2014) kommer fram till att substitutionselasticiteten är över 1. IMF (2017) kommer fram till liknande resultat för utvecklade länder. Chirinko (2008) samt Chirinko och Mallick (2016) finner att substitutionselasticiteten på lång sikt är lägre än 1.

⁵⁶ Se Rachel och Smith (2015).

⁵⁷ Se Rachel och Smith (2015).

⁵⁸ Se Bonciani och Oh (2019).

⁵⁹ Se Brand m.fl. (2018).

räntor det kommande decenniet innan osäkerheten successivt avtar och bidrar till att realräntorna börjar stiga.

CENTRALBANKERNAS OKONVENTIONELLA PENNINGPOLITISKA ÅTGÄRDER OCH PÅVERKAN PÅ DEN NEUTRALA RÄNTAN

Okonventionell penningpolitik innefattar en rad olika åtgärder, som exempelvis centralbankers framåtblickande guidning (*forward guidance*), negativ nominell styrränta och kvantitativa lättnader.

En typ av kvantitativa lättnader innebär att centralbanker köper statsobligationer på andrahandsmarknaden och betalar med reserver i centralbanken (i Sverige riksbankscertifikat). Detta för att sänka statsobligationsräntor med flera års löptid. I detta fall behåller centralbanken obligationerna under lång tid. Å ena sidan förändrar detta förfarande inte det totala utbudet av säkra tillgångar, utan förflyttar bara tillgångar med olika löptider. Det skulle i så fall inte påverka neutral realränta.⁶⁰ Å andra sidan kan banker inte sälja reserverna på marknaden på samma sätt som statsobligationer, vilket gör att utbudet av säkra tillgångar på marknaden faktiskt minskar och neutral realränta faller. En studie finner empiriskt stöd för att okonventionell penningpolitik har bidragit till att sänka neutrala realräntor och att det skulle tala för att den neutrala realräntan stiger framöver vid en eventuell nedtrappning av centralbankers okonventionella penningpolitik.⁶¹ Forskningen om okonventionella penningpolitiska åtgärders effekter på den neutrala räntan är dock fortfarande ganska sparsam och ger inte någon övertygande bild av utvecklingen framöver.⁶²

Faktisk real statsobligationsränta kan dock komma att stiga måttligt framöver som följd av en gradvis nedtrappning av kvantitativa lättnader.⁶³

KONJUNKTURINSTITUTETS BEDÖMNING AV HUR STRUKTURELLA FAKTORER KOMMER PÅVERKA NEUTRALA REALRÄNTOR PÅ TIO ÅRS SIKT

Den demografiska utvecklingen kommer ge ett svagt tryck nedåt eller en neutral effekt på neutrala räntor de kommande tio åren. Normalisering av global osäkerhet, avtagande sparbenägenhet i tillväxtekonomierna och stigande statskulder tros däremot ge ett

⁶⁰ Se Rachel och Summers (2019).

⁶¹ Filardo och Nakajima (2018).

⁶² Se Rachel och Summers (2019) och Brand m.fl. (2018).

⁶³ Williams (2017).

tryck uppåt på neutrala räntor på tio års sikt. Sammantaget bedöms de strukturella faktorernas utveckling leda till att neutral realränta globalt stiger gradvis de närmaste tio åren.

Ränteförväntningar och prognoser från andra bedömare

Prognoser för hur de strukturella faktorerna ovan kommer att påverka neutrala realräntor framöver är förknippat med mycket stor osäkerhet. Därför kan marknadens förväntningar om räntor och prognoser från andra bedömare ge ytterligare vägledning.

IMPLICITA TERMINSRÄNTOR SEDAN 2016

Att döma av implicita terminsräntor⁶⁴ har marknadens förväntningar på framtida nominella dagslåneräntor⁶⁵ mestadels fallit sedan Konjunkturinstitutets senaste översyn av de reala styrräntorna, som gjordes i början av 2017.

Diagram 62 och diagram 63 visar årsgenomsnitt av implicita terminsräntor för USA respektive euroområdet.⁶⁶ Terminsräntorna är baserade på marknadsprissättningen av statsobligationer och avser så kallade *instantaneous forward interest rates*, vilka kan ses som approximationer av framtida nominella dagslåneräntor. Dessa implicita terminsräntor ger en grov bild av marknadens förväntningar i dag på de nominella dagslåneräntornas nivåer i framtiden. Dessa implicita terminsräntebanor är dock inte korrigerade för terminspremier, vilket gör att förväntade dagslåneräntor kan vara antingen lägre eller högre än respektive bana visar. Terminspremierna på tio års sikt är sannolikt negativa för närvarande till följd av centralbankers köp av statsobligationer och att efterfrågan på riskfria tillgångar varit hög under lång tid.⁶⁷ Mest sannolikt är därför att förväntade dagslåneräntor i nominella termer är högre än vad terminsräntebanorna ger sken av.

Innevarande års terminsräntebanor för både USA och euroområdet ligger lägre än vad de gjorde 2016, 2017 och 2018 (se diagram 62 och diagram 63). Euroområdets terminsräntebana för 2019 har dock skiftat ner mer tydligt från föregående år jämfört med i USA.

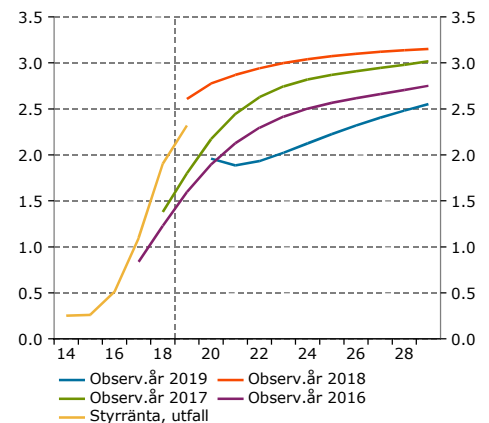
⁶⁴ Implicita terminsräntor avser här framtida nominella dagslåneräntor beräknade från marknadspriser på statsobligationer med löptider upp till 10 år.

⁶⁵ Dagslåneräntor avser årsränta på lån som löper över natten, från en dag till nästa.

⁶⁶ Serierna för 2019 är genomsnittet fram till och med november 2019.

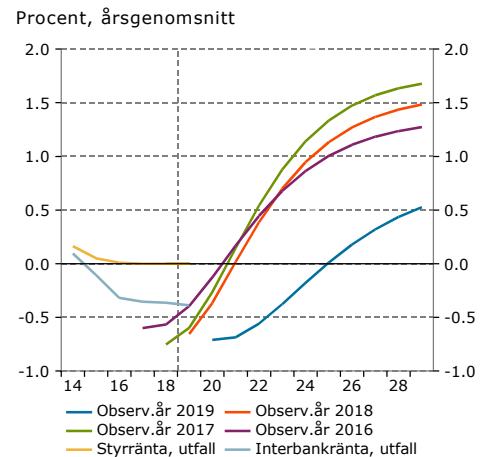
⁶⁷ För Federal Reserve Bank of St. Louis beräkningar av terminspremier på amerikanska statsobligationer, se <https://fred.stlouisfed.org/series/THREFFTP10>

Diagram 62 Implicit terminsränta, USA
Procent, årsgenomsnitt



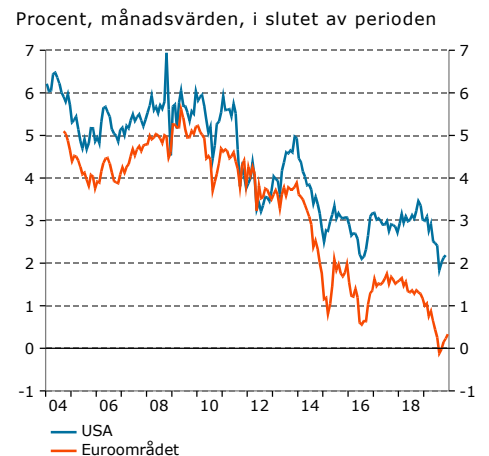
Källor: Federal Reserve, Macrobond och Konjunkturinstitutet.

Diagram 63 Implicit terminsränta, euroområdet
Procent, årsgenomsnitt



Källor: ECB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 64 Implicit terminsränta om 10 år
Procent, månadsvärden, i slutet av perioden



Källor: Federal Reserve, ECB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 64 visar utvecklingen månad för månad sedan 2004 av implicit terminsränta på tio års sikt för USA och euroområdet. Kurvorna utgör slutänden på terminsräntebanorna i diagram 62 och diagram 63. Den implicita terminsräntan på tio års sikt har fallit både i USA och i euroområdet sedan i början av 2017. För euroområdet har fallet dock varit större än fallet i USA. De implicita terminsräntorna på tio års sikt är även låga i ett historiskt perspektiv och den för euroområdet har dessutom legat lägre än den för USA i flera år (se diagram 64).

Sammantaget ger prissättningen av statsobligationer att marknaden i dag förväntar sig lägre nominella räntor om tio år än vad den gjorde i början av 2017. De implicita terminsräntorna indikerar dock att nominella räntor i både USA och euroområdet förväntas vara något högre om tio år än vad styrräntorna är nu.⁶⁸

ANDRAS PROGNOSE AV RÄNTOR PÅ LÅNG SIKT

Några få organisationer publicerar återkommande ränteprogno- ser på fem till tio års sikt.

Consensus Economics⁶⁹ publicerar genomsnitt av flera bedö- mares prognoser på nominell tioårig statsobligationsränta och inflation i flera länder. Consensusprognoserna i tabell 10 är om- räknade till real styrränta (se anmärkning tabell 10). Samtliga dessa prognoser är nedreviderade sedan i början av 2017. Pro- gnoserna för euroområdet i tabellen är genomsnittet av progno- serna för Tyskland, Frankrike, Italien, Nederländerna och Spa- nien. Consensusprognosen för Sverige är även den nedreviderad men utelämnas här eftersom Konjunkturinstitutet är en av re- spondenterna till enkäten.

Congressional Budget Office, Federal Reserve och Federal Reserve Bank of Philadelphia⁷⁰ är ytterligare några organisationer som publicerar långsiktiga prognoser för räntor i USA. Även dessa är nedreviderade sedan i början av 2017. Federal Reserves prognos⁷¹ har, likt consensusprognosen för USA, reviderat ner prognosen för real styrränta på lång sikt från 1,0 procent till 0,5 procent.

Enkla beräkningar av kort realränta nu tyder på att andra prognosmakare förväntar sig att amerikansk realränta kommer

⁶⁸ Det är dock vanligt att terminsräntebanor är stigande i större eller mindre ut- sträckning genom historien, vilket delvis kan förklaras med att löptidspremier vanli- gen stiger med löptiden.

⁶⁹ Consensus prognoser är hämtade från Consensus Economics publikation Consen- sus Forecasts, som kommer ut en gång i månaden. April- och oktoberpublicering- arna innehåller bland annat ränteprogno- ser på upp till tio års sikt.

⁷⁰ En sammanställning av prognoser under namnet The Survey of Professional Forecasters.

⁷¹ Avser medianen av långsiktiga prognoser som medlemmarna i Federal Open Mar- ket Committee gör.

vara nära oförändrad eller något högre framöver. Prognoserna för Tyskland och övriga euroområdet tyder på att realräntorna förväntas stiga från nuvarande nivåer.

Tabell 10 Andras prognoser av reala styrräntor på lång sikt

Procent

	Ny bedömning	Tidigare bedömning ¹	Revidering
USA			
CBO	0,8	1,1	-0,3
FED ²	0,5	1,0	-0,5
Consensus ³	0,5	1,0	-0,5
FRB Phil. SPF ⁴	0,9	1,2	-0,3
Euroområdet⁵			
Consensus ³	0,1	0,7	-0,6
Tyskland			
Consensus ³	-0,8	0,4	-1,2
Frankrike			
Consensus ³	0,0	0,7	-0,7

¹ Avser senast publicerade prognos före 21 februari 2017. ² Avser medianen av långsiktiga prognoser som medlemmarna i Federal Open Market Committee gör.

³ Prognosen avser genomsnitt sex till tio år framåt. ⁴ Median. Medel över kommande tio år. ⁵ Genomsnitt för Tyskland, Frankrike, Italien, Nederländerna och Spanien.

Anm. I de fall den ursprungliga prognosen gäller nominell styrränta är denna subtraherad med organisationens prognos för den årliga inflationen. Ursprunglig prognos på real tioårig statsobligationsränta är subtraherad med en löptidspremie på 0,60 procentenheter, vilket motsvarar Konjunkturinstitutets löptidspremie i jämvikt för tioåriga statsobligationer.

Källor: Consensus Economics, Congressional Budget Office, Federal Reserve, Federal Reserve Bank of Philadelphia och Konjunkturinstitutet.

Konjunkturinstitutets bedömning av realräntor på tio års sikt

NUVARANDE BERÄKNINGSSTÖD FÖR BEDÖMNING AV NEUTRALA RÄNTOR OM TIO ÅR

Konjunkturinstitutet har sedan mars 2017 använt ett beräkningsstöd för att bestämma nivån på neutral realränta i Sverige om tio år relativt andra länder.⁷² Ett viktigt antagande är att svensk neutral realränta på tio års sikt anpassas till neutral realränta i KIX6-länderna och att neutrala realräntor i stor utsträckning påverkas av globala faktorer.

⁷² För mer om detta beräkningsstöd, se fördjupningen "Ny lägre bedömning av realräntor på längre sikt" i *Konjunkturläget*, mars 2017, Konjunkturinstitutet.

Sedan översynen av neutrala realräntor på tio år sikt 2017 har bilden stärkts att globalt gemensamma faktorer har stor påverkan på nationella neutrala realräntor.⁷³ Konjunkturinstitutet fortsätter därför, tills vidare, att använda detta beräkningsstöd för bedömningen av de neutrala realräntorna om tio år.

REALRÄNTORNA STIGER FRAMÖVER

Bedömningen är att faktiska realräntor bland annat i Sverige och euroområdet stiger framöver. Faktisk realränta i USA om tio år förväntas vara nära oförändrad eller något högre jämfört med i december 2019. Sveriges och KIX6-ländernas nominella räntor förväntas vara högre om tio år än nu, det gäller även i USA. Bedömningen är att även neutrala realräntor stiger de kommande tio åren.

Den demografiska utvecklingen kommer att ge ett svagt tryck nedåt eller en neutral effekt på neutrala räntor de kommande tio åren. Normalisering av global osäkerhet, avtagande sparbenägenhet i tillväxtekonomierna och stigande statskulder tros däremot ge ett tryck uppåt på neutrala räntor på tio års sikt.

Sammantaget bedöms dessa effekter leda till högre neutrala realräntor om tio år. Utöver detta antas att en långsam normalisering av centralbankernas okonventionella penningpolitiska åtgärder kommer ske framöver, främst de senare fem åren i scenariot, vilket ger ett visst tryck uppåt på långa reala statsobligationsräntor.

NEDREVIDERING AV NEUTRALA RÄNTOR PÅ TIO ÅRS SIKT

Mot bakgrund av litteraturgenomgången om drivkrafter för neutral realränta, marknadsprissättningen och andra bedömares prognoser, reviderar Konjunkturinstitutet ner neutrala realräntor på tio års sikt för både Sverige och KIX6-länderna (se tabell 11).

Den neutrala realräntan om tio år för USA revideras ner till 0,5 procent, vilket ligger i nedre spannet för vad andra prognosmakare bedömer. Även Sveriges och övriga KIX6-länders reala räntenivåer revideras ner.

De nya bedömningarna av neutrala realräntor tillsammans med Konjunkturinstitutets scenario för inflationen om tio år i respektive land ger Konjunkturinstitutets bedömning av nominella neutrala räntor om tio år (se tabell 11).⁷⁴

⁷³ Se till exempel Armelius m.fl. (2018), Del Negro m.fl. (2018) och Probst (2019).

⁷⁴ Inflationen motsvarar respektive ekonomis inflationsmål (1,9 procent i euroområdet), förutom för Japan som antas ha en inflation på 1,3 procent 2029.

Tabell 11 Reala och nominella styrräntor 2029

Procent

	Ny bedömning	Tidigare bedömning¹	Revidering
Real styrränta			
USA	0,5	1,2	-0,7
Euroområdet	0,2	0,9	-0,7
KIX6	0,3	1,0	-0,7
Sverige	0,3	1,0	-0,7
Nominell styrränta			
USA	2,5	3,2	-0,7
Euroområdet	2,1	2,8	-0,8
KIX6	2,2	3,0	-0,7
Sverige	2,3	3,0	-0,7

¹ Avser mars 2017.

Anm. USA:s inflationsmål är att deflatorn för hushållens konsumtion stiger med 2 procent i årstakt. ECB:s inflationsmål antas vara 1,9 procent. Japans inflation 2029 antas vara 1,3 procent, vilket är lägre än Japans inflationsmål. KIX6-vägd inflation uppgår till 1,9 procent 2029. KIX6-länderna består av USA, Japan, euroområdet, Danmark, Norge och Storbritannien.

Källa: Konjunkturinstitutet.

Referenser

- Armelius, H., M. Solberger och E. Spånberg (2018), "Påverkas den svenska neutrala räntan av omvärlden?", Sveriges Riksbank, *Pening- och valutapolitik*, vol. 2018:1, sid. 22–36.
- Auclert, A., och M. Rognlie (2018), "Inequality and aggregated demand", National Bureau of Economic Research, Working Paper 24280.
- Bernanke, B., (2005), "The global saving glut and the U.S. current account deficit", Federal Reserve Board, Tal vid Sandridge Lecture, Richmond, Virginia, 2005–04–14. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>
- Bernanke, B., (2007), "Global imbalances: recent developments and prospects", Federal Reserve Board, Tal vid Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, 2007–09–11. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>
- Bonciani, D., och J. Oh (2019), "The long-run effects of uncertainty shocks", Bank of England, Staff Working Paper nr. 802.
- Brand, C., M. Bielecki och A. Penalver (red.) (2018), "The natural interest rate: estimates, drivers and challenges to monetary policy", European Central Bank, Occasional Paper Series nr. 217.
- Carvalho, C., A. Ferrero och F. Nechio (2016), "Demographics and real interest rates: inspecting the mechanism", Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2016–05.
- Chirinko, R.S., (2008) " σ : the long and short of it", *Journal of Macroeconomics*, 30, sid. 671–686.
- Chirinko, R.S., och D. Mallick (2016) "The Substitution Elasticity, Factor Shares, Long-Run Growth, and the Low-Frequency Panel Model", CESifo Working Paper nr. 4895.
- Congressional Budget Office (CBO), *The 2019 long-term budget outlook*, juni 2019.
- Del Negro, M., M. P. Giannoni, D. Giannone och A. Tambalotti (2018), "Global trends in interest rates", Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, 2018(866).
- Filardo, A., och J. Nakajima (2018), "Effectiveness of unconventional monetary policies in a low interest rate environment", BIS Working Paper nr. 691.
- Gagnon, E., B. Johansson och D. Lopez-Salido (2016), "Understanding the new normal: the role of demographics", Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, nr. 2016–080.

- Gali, J. (2015), *Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications*, andra upplagan, Princeton University Press.
- Gamber, E., och J. Seliski (2019), "The effect of government debt on interest rates", Congressional Budget Office, Working Paper nr. 2019–01.
- Goodhart, C., och M. Pradhan (2017), "Demographics will reverse three multi-decade global trends", Bank for International Settlements, Working paper nr. 656.
- Hamilton, J. D., E. S. Harris, J. Hatzius och K. D. West (2016), "The equilibrium real funds rate: Past, present and future", *IMF Economic Review*, vol. 64, nr. 4, sid. 660–707, International Monetary Fund.
- Holston, K., T. Laubach och J. Williams (2016), "Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants", Board of Governors of the Federal Reserve System.
- IMF (2017), *World Economic Outlook April 2017: Gaining momentum?*, International Monetary Fund, kap. 3.
- Johannsen, B. K., och E. Mertens (2016), "The expected real interest rate in the long run: time series evidence with the effective lower bound", FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2015–077.
- Karabarbounis, L., och B. Neiman (2014), "The global decline of the labor share", *The Quarterly Journal of Economics*, sid. 61–103.
- Lisack, N., R. Sajedi och G. Thwaites (2017), "Demographic trends and the real interest rate", Bank of England, Working paper nr. 701.
- Papetti, A., (2019), "Demographics and the natural real interest rate: historical and projected paths for the euro area", European Central Bank, Working Paper Series nr. 2258.
- Probst, J., (2019), "Global real interest rate dynamics from the late 19th century to today", *International Review of Economics & Finance*, vol. 59, sid. 522–547.
- Rachel, L. och T. Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Bank of England working papers 571.
- Rachel, L., och L. Summers (2019), "On falling neutral real rates, fiscal policy, and the risk of secular stagnation", *Brookings Papers on Economic Activity*, Conference Drafts mars 7–8.
- Straub, L., (2019), "Consumption, savings, and the distribution of permanent income", Harvard University and NBER, juni 2019.

Williams, J., (2017), "John Williams on the neutral rate of interest and mandate change", intervjuad av C. Jeffery Centralbanking.com 2017-09-27.