

■ Låga globala räntor

På senare tid har Riksbankens prognos för reporäntan slutat på en nivå som är betydligt lägre än normalt. Detta trots att svensk ekonomi vid den tidpunkten bedöms vara i ett skede när konjunkturen är relativt god och KPIF-inflationen är nära målet på 2 procent. Riksbanken bedömer att det kommer att ta ovanligt lång tid innan ränteläget i Sverige normaliseras. Detta beror bland annat på att de internationella räntorna väntas vara låga länge, vilket påverkar en liten öppen ekonomi som den svenska. Det låga globala ränteläget går i sin tur att spåra dels till den ovanligt svaga återhämtningen efter finanskrisen, dels till globala mönster i sparande och investeringar som drivit ner realräntorna under en längre tid. Det är ännu för tidigt att avgöra i vilken utsträckning de låga räntorna avspeglar konjunkturella respektive mer långsiktiga faktorer. Därmed råder det stor osäkerhet vad som är långsiktigt normala räntenivåer.

Låga internationella räntor under en längre tid

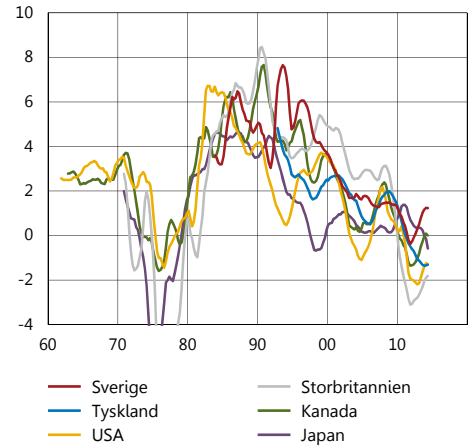
Såväl långa som korta realräntor har sjunkit trendmässigt i många länder under de senaste 20–25 åren, se diagram A7 och A8.¹² I diagrammen kan man se att räntorna verkar röra sig åt samma håll i många länder och att de nu befinner sig på mycket låga nivåer.¹³ Nedgången gäller inte bara reala riskfria räntor utan även räntorna som hushåll och företag möter. I diagram A9 visas nominella räntor på företagsobligationer och bostadslån i USA som ett exempel, men utvecklingen ser liknande ut i de flesta utvecklade länder.

Vad beror nedgången i de globala räntorna på?

Enligt ekonomisk teori finns det på lång sikt ett nära samband mellan räntan, hushållens benägenhet att spara och ekonomins tillväxttakt (det vill säga summan av produktivitetstillväxten och befolkningstillväxten). Räntan är kompensationen som hushållen får för att skjuta upp konsumtion till framtiden. Hur hög den är beror därför på hur viktigt det är för hushållen att konsumera idag jämfört med i framtiden. Ju mer otåliga hushållen är att få konsumera desto mindre benägna är de att spara, vilket ger en högre ränta. På lång sikt antas ekonomin vara i balans och saker som kapitalets deprecieringstakt, finansiella spreadar och värderingen av risk antas vara konstanta.

På kort till medellång sikt kan fluktuationer i sparande och investeringar leda till att realräntan avviker från sin långsiktiga nivå. Globalt sett bestäms räntan av jämvikten mellan utbud och efterfrågan på sparade medel eller investeringar. Hur mycket man vill spara eller investera är i sin tur nära kopplat till utsikterna om framtida tillväxt i ekonomin. Om något inträffar som får hushållen att omvärdera sina framtida inkomster, som att man förväntar sig högre produktivitetstillväxt framöver, så innebär det att de vill konsumera mer redan idag eftersom de vill jämna ut sin konsumtion över tiden. Det leder till att

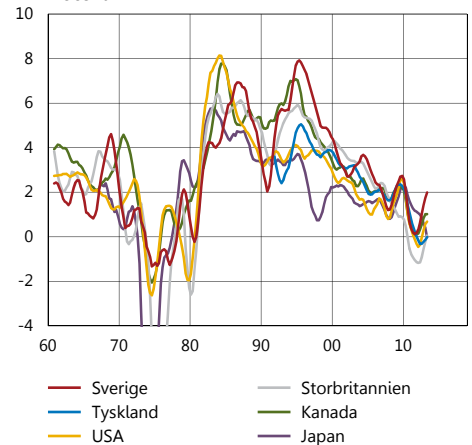
Diagram A7. Korta realräntor
Procent



Anm. Diagrammet visar 2-års glidande medelvärde på nominella 3-månaders riskfria räntor minus faktisk årlig KPI-inflation.

Källa: OECD

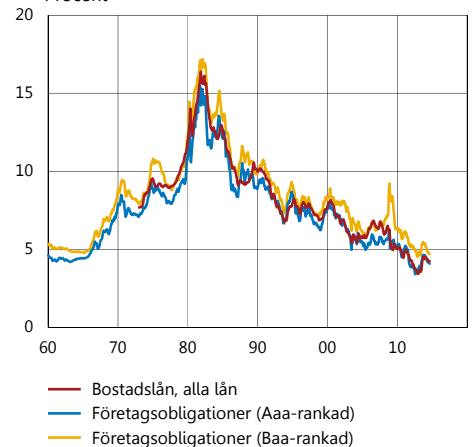
Diagram A8. Långa realräntor
Procent



Anm. Diagrammet visar 2-års glidande medelvärde på nominella 10-åriga statspappersräntor minus faktisk årlig KPI-inflation.

Källa: OECD

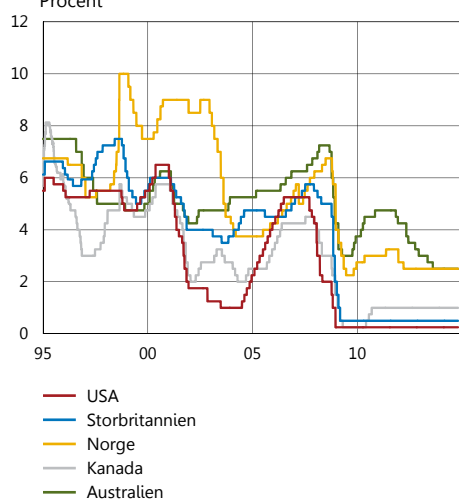
Diagram A9. Nominella sluträntor i USA
Procent



Källor: Federal Housing Finance Board och Federal Reserve

¹² Man brukar räkna med att det är de reala räntorna som är av störst betydelse när hushåll och företag ska fatta sina beslut. För att få fram reala räntor rensar man nominella räntor för förväntad inflation.

¹³ Realräntorna var mycket låga även under 1970-talet, men då var också inflationen hög.

Diagram A10. Styrräntor i omvärlden
Procent

Källor: Bank of Canada, Bank of England, Federal Reserve, Norges Bank och Reserve Bank of Australia

de blir mindre benägna att spara och därför krävs en högre kompensation (eller ränta) för att få dem att göra det. Faktorer som påverkar sparbenägenheten och utsikter om framtida tillväxt kommer därför att ha en påverkan på ränteläget.

Den långvariga nedgången i de globala räntorna kan ses utifrån det perspektivet. Den har sitt ursprung i en rad omständigheter som ökat den globala viljan att spara.¹⁴ Dels ökade sparandet i många tillväxtekonomier, framför allt i Kina, efter Asienkrisen 1997.¹⁵ Dels har många länder en demografisk utveckling som gör att många står nära pensionen, vilket driver upp sparandet. Och slutligen har inkomstskillnaderna ökat i många stora länder, där en allt större del av inkomsterna gått till de rikaste delarna av befolkningen som har en större benägenhet att spara.

Utöver dessa mer långsiktiga faktorer finns det effekter som uppstått i samband med den finansiella krisen. De sämre förutsättningarna för tillväxt har lett till en lägre efterfrågan på investeringar. Samtidigt har försiktighetssparandet ökat i spåren efter krisen till följd av de stora fallen i bostadspriserna i en rad länder. Allt detta borde driva ner räntorna. Effekten på riskfria räntor kan ha förstärkts av att den ökade viljan att spara i säkra tillgångar sammanföll med ett minskat utbud av sådana, i och med att krisen ledde till en omvärdering av vissa tillgångar som ansågs som säkra före krisen.¹⁶

Lägre neutral ränta kräver lägre styrränta

Penningpolitiken kan endast påverka realräntan på kort sikt och har mycket begränsad effekt på långa realräntor. Den behöver därför anpassa sig till de nedåtgående trenderna i realräntan. De globala faktorer som verkat för att driva ner de internationella räntorna har lett till att den ränta som är förenlig med ett balanserat resursutnyttjande är lägre än tidigare. Detta brukar uttryckas som att den "neutrala" eller "naturliga" räntan har sjunkit.¹⁷

Sedan mitten av 1990-talet, då många länder införde inflationsmål, har de penningpolitiska styrräntorna blivit allt lägre i de flesta utvecklade länder (se diagram A10). För varje konjunkturedgång har det krävts en lägre nominell styrränta för att uppnå en tillräcklig penningpolitisk stimulans för att hålla inflationen på målet och resursutnyttjandet på en normal nivå.

Den finansiella krisen och den efterföljande långsamma återhämtningen ledde till slut till att många styrräntor sänktes till nära noll. De historiskt låga styrräntorna är alltså en kombination av en tillfällig svag efterfrågan efter krisen, som gör att räntorna nu ligger nära noll, och en längre tids fall i de globala realräntorna, som även

¹⁴ Vissa har lyft fram ett fallande relativpris på investeringar som en bidragande orsak till de lägre räntorna, men Blanchard et al. 2014 ("A prolonged period of low real interest rates?", uppsats i "Secular stagnation: facts, causes and cures", VoXEU e-book, 2014) menar att det är av mindre betydelse.

¹⁵ Sparandet som andel av BNP ökade med över 10 procentenheter i tillväxtekonomierna efter Asienkrisen. Bernanke har i ett tal kallat detta för "det globala sparandeöverskottet", se Bernanke, B. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Tal den 10 mars 2005.

¹⁶ Se Caballero, R. J., och Farhi, E. "The safety trap", NBER WP No 19927, 2014.

¹⁷ Med neutral ränta menas här den ränta som, om ekonomin befann sig i balans, skulle få den att stanna där. Den neutrala räntan är alltså ett teoretiskt begrepp som har lite olika definitioner i litteraturen. För en utförligare diskussion om den neutrala eller naturliga räntan, se Lundvall H. och Westermarck A., "Vad är den naturliga räntan?". *Penning och valutapolitik*, Sveriges riksbank 2011.

påverkar utsikterna för styrräntorna på lite längre sikt.¹⁸ Det är dock mycket svårt att kvantifiera hur stor del av nedgången som beror på kortsiktiga respektive långsiktiga effekter.

Risker med låga räntor länge

Det kan finnas risker med att räntorna är låga länge. Exempelvis kan oförändrade nominella avkastningskrav leda till ett för stort risktagande.¹⁹ Vissa forskare varnar oss också för att uppfatta fallet i globala räntor som ett fall i neutrala räntor.²⁰ De menar att de låga räntorna beror på att de flesta centralbanker stimulerar ekonomin kraftigt i konjunkturedgångar men inte tar hänsyn till skulduppbyggnad eller andra finansiella obalanser i konjunkturuppgångar. Den typen av asymmetrisk politik uppmuntrar på lång sikt till skulduppbyggnad i ekonomin.

Många menar dock att de flesta utvecklade länder för närvarande befinner sig i ett läge där styrräntorna inte är låga nog, eftersom det skulle krävas lägre styrräntor än noll för att uppnå full sysselsättning.²¹ Diskussionen har handlat om att penningpolitiken inte kan bli tillräckligt expansiv för att stimulera ekonomin, samtidigt som många länder har ett mycket begränsat utrymme att stimulera via finanspolitiken på grund av sina höga skuldnivåer.²² Detta skulle innebära att vi kan förvänta oss en lång period av låg tillväxt framöver (på engelska kallad "secular stagnation"). Den svaga globala tillväxten sedan finanskrisen ses som ett tecken på denna nedväxling till lägre tillväxttakter. Här kan även den inbromsande befolkningstillväxten i de utvecklade länderna vara av betydelse. Det pågår en internationell diskussion om hur ihållande nedgången i tillväxt kan tänkas vara och vad det kan betyda för penningpolitiken.²³ Det är dock ännu för tidigt att avgöra i vilken utsträckning det rör sig om kvardröjande effekter av krisen eller om något mer långvarigt.²⁴

Ränteläget i Sverige beroende av omvärlden

Sverige är en liten öppen ekonomi som har starka internationella handelsmässiga och finansiella kopplingar. Den svaga globala konjunkturen efter finanskrisen har lett till att styrräntorna i vår omvärld har legat nära noll. När omvärldens styrräntor är låga finns litet utrymme för Riksbanken att genomföra större höjningar av reporäntan då sådana kan leda till att kronans växelkurs förstärks. En växelkursförstärkning skulle i dagsläget riskera att leda till att den redan låga inflationen blir ännu lägre. Sammantaget har detta bidragit till att reporäntan varit mycket låg under de senaste åren. Den i ett historiskt perspektiv ovanligt låga prognosen för den svenska reporäntan

¹⁸ För en utförligare diskussion kring låga internationella räntor, se Blanchard et al. 2014 (se fotnot 4).

¹⁹ Se till exempel Apel, M. och Claussen, C. A. "Penningpolitik, ränta och risktagande". *Penning och valuta-politik*. Sveriges riksbank. 2012.

²⁰ Borio, C. och Disyatat, P., "Low interest rates and secular stagnation: Is debt a missing link?". *VoxEU*, 25 juni 2014.

²¹ Se till exempel Summers, L. H., "US economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound". *Business Economics*. Vol. 49. 2014.

²² Detta gäller dock ej Sverige som har en relativt låg offentlig skuld som andel av BNP.

²³ En summering finns i Teulings, C. och Baldwin, R., "Secular stagnation: facts, causes and cures". *VoXEU e-book*, 2014.

²⁴ Se till exempel Gordon, R. J. "The demise of US economic growth: restatement, rebuttal, and reflections". NBER WP No. 19895. 2014, eller Fernald, J. G. och Jones, C. I. "The future of US economic growth". NBER WP No. 19830. 2014.

kan därför i närtid kopplas till behovet av att föra en expansiv penningpolitik i ett stort antal länder.²⁵

Prognoser över framtida räntor är mycket osäkra, vilket illustreras av osäkerhetsintervallet runt reporäntebanan (se diagram 1:6). Detta intervall är baserat på historiska prognosfel. I takt med att den globala konjunkturen återhämtar sig och effekterna som har sitt ursprung i den finansiella krisen klingar av väntas reporäntan i Sverige gradvis höjas från den nuvarande mycket låga nivån. Men redan före krisen fanns det andra faktorer som pressade ned de globala räntorna och dessa förväntas bestå på medellång sikt. Eftersom ränteläget i Sverige är mycket beroende av den internationella utvecklingen innebär det att anpassningen av reporäntan mot dess långsiktiga jämvikt väntas ske långsamt.²⁶

Det är dock mycket svårt i dagsläget att avgöra i vilken utsträckning de effekter vi ser är tillfälliga anpassningar efter den finansiella krisen eller om det rör sig om mer långsiktiga strukturella förändringar.²⁷ Om produktivitetstillväxten inte återhämtar sig kan reporäntan bli lägre även på lång sikt. Det kan också hända att den globala benägenheten att spara minskar snabbare än väntat eller att de globala investeringarna återhämtar sig snabbare än väntat, vilket skulle driva upp de globala räntorna. Sparbenägenheten brukar dock vara trögrörig och såväl IMF som OECD prognosticerar att den höga globala sparbenägenheten består på medellång sikt. Därför verkar det rimligt att förvänta sig att globala räntor förblir låga de närmaste åren.

²⁵ En del centralbanker har kommunicerat att de inte tror på en normalisering av styrräntorna under en längre tid, se till exempel "Bank rate in the medium term", fördjupning i Inflation Report February 2014, Bank of England, "Den nøytrale og den normale renten", fördjupning i Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet mars 2014, Norges Bank och "The natural rate of interest in Canada", Mendez, R. R. Discussion paper 2014-5, Bank of Canada.

²⁶ För en utförligare diskussion om reporäntans långsiktiga nivå, se fördjupning i PPR februari 2010.

²⁷ Barro (2006) har visat att extrema händelser kan ha lånsiktiga effekter på till exempel realräntor (se Barro, R. J. "Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century" *The Quarterly Journal of Economics*, 2006).