

■ Vad är en normal reporänta?

Som en följd av den finansiella krisen har reporäntan varit onormalt låg under en tid. En högre nivå på reporäntan är att vänta i framtiden och mot den bakgrunden är det motiverat att återigen ställa frågan om vilken nivå på reporäntan som kan betraktas som normal. I en tidigare fördjupning i Riksbankens Inflationsrapport 2006:2 var slutsatsen att en långsiktigt normal reporänta förmodligen ligger i intervallet 3,5 till 5 procent. En uppdaterad analys pekar på att det är mindre troligt att den långsiktiga normala reporäntan ligger i den övre delen av detta intervall. Baserat på denna analys förefaller 3,5 – 4,5 procent ge en rimligare indikation om nivån på en långsiktigt normal reporänta.

Långsiktig normal reporänta i ljuset av historiska tillväxtnivåer

I fördjupningsrutan "Vad är en normal reporänta" i Inflationsrapport 2006:2 användes historik över ekonomisk tillväxt och räntor i Sverige och i vår omvärld för att ringa in vad som kan betraktas som en långsiktigt normal nivå på reporäntan. En långsiktigt normal reporänta är den som kan förväntas råda i ett normalt konjunkturläge.

Reporäntan är en nominell ränta som kan delas in i två komponenter, realränta och förväntad inflation. Ekonomisk teori pekar på ett nära långsiktigt samband mellan realräntan och tillväxten i ekonomin. Hushållen antas vilja jämna ut konsumtionen över tiden. En högre tillväxt, och därmed förväntningar om högre framtida inkomster och konsumtion, innebär att hushållen kommer att vilja konsumera mer idag och spara mindre. Hushållen kommer därför att kräva en högre avkastning på sitt sparande i termer av högre realränta för att skjuta sin konsumtion på framtiden. Med en högre tillväxt innebär alltså en högre realränta att jämvikt skapas mellan utbudet av sparandet och efterfrågan på investeringskapital.¹²

Den genomsnittliga tillväxten i ekonomin under en längre period kan därför ge en bild av vad den långsiktigt normala realräntan kan vara. Tabell R1 visar den genomsnittliga tillväxttakten i BNP per capita, i Sverige och i ett genomsnitt av några OECD-länder. Den bild som framgår av tabell R1 är att den genomsnittliga tillväxten i BNP per capita har sjunkit något i såväl Sverige som internationellt sedan 2006 års fördjupning. Med inflationsförväntningar som under normala omständigheter överensstämmer med Riksbankens inflationsmål på två procent så pekar den historiska reala BNP-tillväxten i Sverige och utomlands på en långsiktigt normal reporänta på 3,9-4,4 procent.

¹² Ofta antas även att hushållen vid sina konsumtionsbeslut fäster mindre vikt vid framtiden. En sådan tendens leder till en på marginalen högre realränta.

Tabell R1. Tillväxt i real BNP per capita i Sverige och i ett urval av OECD-länder
Procent

	1960-2005	1998-2005	1998-2008
Sverige	2,3	2,8	2,4
Internationellt*	2,1	2,2	1,9

*Ovägt genomsnitt för Australien, Kanada, Nya Zeeland, Storbritannien, Sverige, Tyskland och USA
Källa: Världsbanken

Långsiktigt normal reporänta i ljuset av historiska räntenivåer

En annan ansats för att ringa in en långsiktigt normal nivå på reporäntan är att betrakta historiska genomsnitt av själva reporäntan eller någon närliggande ränta. Vid varje givet tillfälle avviker reporäntan förmodligen från sin långsiktigt normala nivå, i synnerhet eftersom den anpassas till konjunkturen, men över en längre tid borde dess genomsnitt kunna motsvara nivån i ett normalt konjunkturläge. I en studie som analyserar den korta realräntans utveckling ända sedan 1800-talets mitt dras slutsatsen att de senaste femtio åren utgör den längsta relevanta referensperioden och att en långsiktigt normal nivå på en kort real ränta ligger kring 2 procent.¹³

Under de senaste decennierna har det skett flera förändringar i penningpolitikens förutsättningar som gör att den långsiktigt normala reporäntenivån med största sannolikhet också har förändrats över tiden. I 2006 års fördjupning i ämnet konstateras att perioden från och med 1998 är särskilt intressant eftersom trovärdigheten för den nuvarande penningpolitiska regimen då hunnit bli fullt etablerad. Tabell R2 visar hur genomsnittet för den reala räntan på 3-månaders statskuldväxlar i Sverige är densamma under perioden 1998-2005 som under den längre perioden sedan 1960. När åren 2006-2008 tas med sjunker emellertid genomsnittet något såväl i Sverige som internationellt.

Tabell R2. Nominella och reala tremånadersräntor på statspapper i Sverige och internationellt

	1960-2005	1998-2005	1998-2008
Nominell 3-månadersränta			
Sverige	7,4	3,3	3,3
Internationellt*	7,2	4,2	4,4
Real 3-månaders ränta			
Sverige	2,2	2,2	1,9
Internationellt*	2,8	2,4	2,2

*Ovägt genomsnitt för Australien, Kanada, Tyskland, Nya Zeeland, Sverige, UK och USA
Källor: OECD och Reuters EcoWin

Vad tror marknadsaktörer om den långsiktigt normala nivån på reporäntan?

Vid sidan av historiska data som visar hur ekonomisk tillväxt och räntenivåer utvecklats över tiden kan man använda framåtblickande

13 B. Lagerwall, "Realräntan i Sverige", Ekonomisk kommentar nr 5 2008, Sveriges riksbank.

information från finansiella marknader för att bilda sig en uppfattning om vad som är en långsiktigt normal reporänta. Nedan rapporteras vad som går att utläsa dels från resultaten av enkätundersökningar, dels marknadsprissättningen av räntebärande statspapper som mäter vad aktörerna på de finansiella marknaderna anser vara en långsiktigt normal räntenivå.

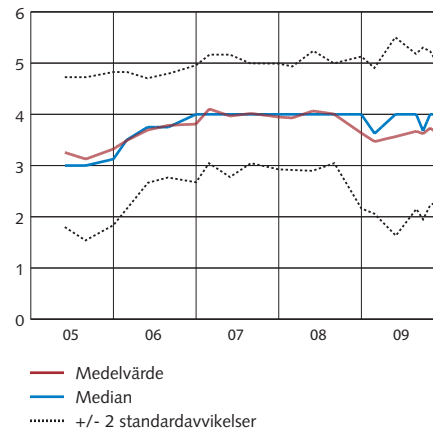
Sedan juni 2005 frågar Prospera varje kvartal ett urval av aktörerna på den svenska finansmarknaden vad de bedömer att reporäntan är om två respektive fem år. Förväntningarna om vad reporäntan är om fem år bör ge en god uppskattning om vad marknadsaktörerna anser vara en långsiktigt normal reporänta. Av diagram R1 framgår att under perioden juni 2005 till och med december 2009 har marknadsaktörernas förväntningar om framtida nominell reporänta varierat mellan 3 och 4 procent. Ser man endast till svaren från den senaste enkäten framgår att de enskilda aktörernas svar om vad den nominella reporäntan är om fem år ligger centrerade på 4 procent (se diagram R2).

Marknadsaktörerna får också svara på vad de tror att inflationen kommer vara om två respektive fem år. Genom att matcha marknadsaktörernas svar på förväntad inflation med deras svar på förväntad nominell reporänta så kan vi beräkna vad de förväntar sig att den reala reporäntan kommer att vara. Enligt svaren i den senaste enkäten är marknadsaktörernas förväntningar om nivån på den reala reporäntan samlade kring 2 procent.

Förväntningar om långsiktigt normal reporänta enligt prissättningen av räntebärande statspapper

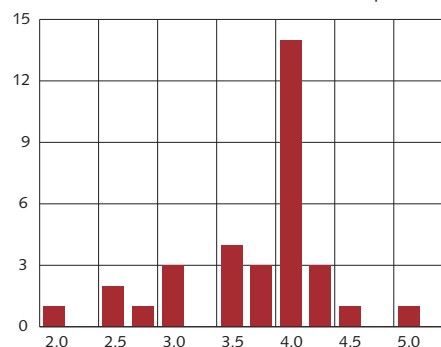
Ett annat sätt att studera vad marknaden har för förväntningar om en långsiktigt normal reporänta är via avkastningskurvor för räntebärande statspapper. Nominella och reala räntebärande statspapper emitteras på löptider på mellan 3 månader och 30 år, och avkastningskurvan sammanfattar hur räntorna varierar med löptiden vid en viss given tidpunkt. Med hjälp av en avkastningskurva kan man sedan beräkna så kallade terminräntor på valfri horisont. Terminräntor består av två komponenter, dels en förväntan om framtida (korta) räntor, dels en riskpremie. Riskpremier är typiskt sett positiva. En beräkning av terminräntor på lång horisont ger därför en övre gräns på vad marknaden förväntar sig att den korta räntan, till exempel reporäntan, är i framtiden. Genom att gå igenom historiska avkastningskurvor går det därför att skapa tidsserier över marknadens förväntningar om reporäntan. I diagram R3 visas en tidsserie över 5-åriga terminräntor som impliceras av svenska obligationsräntor sedan 1997. Om man antar att fem år är en tillräckligt lång tid för ekonomin att återgå till ett normalt konjunkturläge visar alltså diagram 3 en övre gräns för marknadens förväntningar om en långsiktigt normal reporänta.¹⁴

Diagram R1. Marknadsaktörernas förväntningar om nivån på nominell reporänta om 5 år
Enkät svar mellan juni 2005 tom december 2009, procent



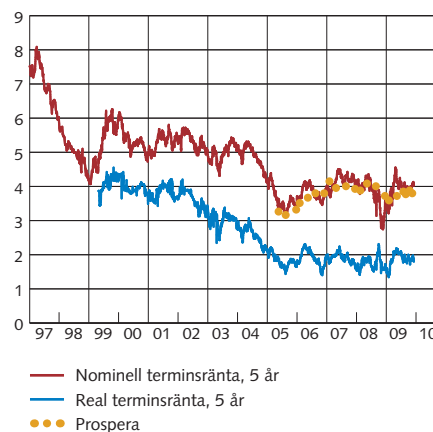
Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Diagram R2. Fördelning över marknadsaktörernas förväntningar om nivån på nominell reporänta om 5 år
Enkät svar från december 2009, antal och procent



Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

Diagram R3. Nominella och reala terminräntor, 5 år
Procent



Källor: TNS SIFO Prospera och Riksbanken

¹⁴ Resultaten i diagram R3 bygger på beräkningar som gjorts av Riksbanken. En så kallad nollkupongkurva har estimerats för såväl nominella som reala statspapper (åtta nominella och fem reala). För den nominella kurvan har Svenssons utvidgning av Nelson-Siegel-modell med 6 parametrar skattats. Den reala kurvan har estimerats med en liknande funktionell form med 4 parametrar.

Av diagram R3 framgår att nominella terminsräntor sjönk förhållandevis kraftigt mellan 1997 och 2006. Nedgången under de första åren berodde sannolikt på att inflationsförväntningarna då sjönk. Även den förväntade realräntan sjönk. Sedan 2005 har den 5-åriga terminsräntan varierat kring 4 procent. Förväntningarna om den reala kortfristiga räntan har under samma period varierat kring 2 procent.

Sammantaget visar informationen baserad på Prosperas enkäter och prissättningen av räntebärande statspapper att marknadsaktörernas förväntningar om den långsiktigt normala nominella reporäntan är mellan 3,5 och 4 procent medan deras förväntningar om den långsiktigt normala reala reporäntan ligger runt 2 procent.

Slutsatser

Den här redovisade uppdateringen av den svenska och internationella statistik som låg till grund för 2006 års fördjupning om reporäntans långsiktigt normala nivå ger anledning till en marginell nedjustering av några relevanta genomsnittliga tillväxttakter och räntenivåer. Information från de finansiella marknaderna ger uppskattningar av den långsiktigt normala reporäntan som är i linje med eller något lägre än beräkningarna baserade på tillväxttakter och historiska räntenivåer. Baserat på denna analys förefaller intervallet 3,5 – 4,5 procent ge en rimlig indikation om nivån på den långsiktiga reporäntan.