

ANALYS – Riksbankens bedömning av den långsiktiga neutrala räntan⁴⁶

Neutral ränta definieras som den styrränta som varken har en stimulerande eller åtstramande effekt på ekonomin. När räntan är neutral uppnås balans i den reala ekonomin och på sikt stabiliseras även inflationen vid målet. Den neutrala räntan kan inte observeras utan man måste försöka bedöma var den ligger utifrån olika typer av information. Osäkerheten i bedömningarna begränsar deras användbarhet i praktisk politik. Riksbankens bedömning är att den långsiktiga neutrala räntan ligger i intervallet 1,5 till 3 procent.

Den neutrala räntan styrs av faktorer som centralbanker inte har något inflytande över, på lång sikt främst av globala sparande- och investeringsmönster. Dessa påverkas i sin tur av olika strukturella drivkrafter, exempelvis demografiska förändringar. Den neutrala räntan varierar över tid och kan inte avläsas i någon statistik, utan man måste försöka bedöma var den ligger genom att skatta modeller och genom att använda annan relevant information. Bedömningar av den neutrala räntan är därför förknippade med ett betydande mått av osäkerhet.

Den neutrala räntan är ett teoretiskt referensvärde som säger om penningpolitiken är stimulerande eller åtstramande. Avståndet mellan styrräntan och den neutrala räntan indikerar hur stimulerande eller åtstramande politiken är. Men det finns begränsningar när det gäller hur användbar den neutrala räntan är i den praktiska politiken. Skattningar av den neutrala räntan avser oftast den långsiktiga neutrala räntan, eller den neutrala räntans trend. Det gäller även den bedömning som presenteras i denna fördjupning. Bedömningen ger därmed framför allt information om Riksbankens förväntningar om ränteläget på lång sikt. Även om denna i hög grad påverkas av relativt trögrörliga globala faktorer är den i sig osäker.

Ekonomin påverkas dessutom på kort sikt av olika faktorer, som kan få den neutrala räntan att bli högre eller lägre än den långsiktiga under ett antal år. Exempelvis kan finanspolitiken i ett land under en period vara expansiv, vilket får efterfrågan och inflationen att stiga. Allt annat lika kommer då den normala styrräntan, den neutrala räntan på kort sikt, att under en tid ligga på en högre nivå. Avståndet mellan styrräntan och den långsiktiga neutrala räntan är i ett sådant läge inte ett lämpligt mått på hur expansiv eller åtstramande penningpolitiken är. Dessa mer kortsiktiga förändringar i den neutrala räntan är genuint svåra att skatta. Vid varje beslutstillfälle behöver centralbanken därför göra en bedömning av vilken penningpolitik som för

⁴⁶ För mer fördjupande diskussioner och analyser kring hur Riksbanken ser på den neutrala räntan, se A. Seim (2024), "Neutral ränta – betydelse, begränsningar och bedömning", anförande vid Sveriges riksbank, 26 november, C. Flodberg (2024) "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt", *Ekonomisk kommentar* Nr. 5, Sveriges riksbank, H. Lundvall, I. Strid och D. Vestin, "The neutral rate of interest – theory and evidence for Sweden", kommande *Staff memo*, Sveriges riksbank, och V. Corbo och I. Strid, "Prognoser och narrativ för styrräntan i en makroekonomisk modell med realräntetrend", kommande *Staff memo*, Sveriges riksbank.

ögonblicket behöver bedrivas för att ekonomin ska utvecklas i linje med prognoserna, som visar den önskade utvecklingen av inflationen och realekonomin. Man behöver också löpande läsa av effekterna av penningpolitiken på ekonomin för att utvärdera om politiken är så expansiv eller åtstramande som man räknat med.

Neutralräntans långsiktiga nivå

Trenden i den neutrala räntan har varit nedåtgående från ungefär mitten av 1990-talet, och nådde i början av 2020-talet historiskt låga nivåer. Nedgången avspeglar i huvudsak trender och strukturella förändringar i globala sparande- och investeringsmönster. Olika förklaringar till detta tillskrivs olika stor vikt i olika studier.⁴⁷

Den trendmässiga nedgången i den neutrala räntan har påverkat förutsättningarna för penningpolitiken. För att penningpolitiken ska kunna hålla inflationen vid målet har styrräntorna runt om i världen behövt sänkas till allt lägre nivåer för varje konjunkturcykel. Detta förklarar varför många centralbanker, däribland Riksbanken, satte sina styrräntor till noll eller negativa värden före de senaste årens period med högre inflation.

Det pågår idag en internationell diskussion om den långsiktiga neutrala räntans troliga utveckling framöver. Några menar att de drivkrafter som bidrog till att sänka nivån inte har mattats av, och att den därför kommer att vara fortsatt låg. Andra menar att den långsiktiga neutrala räntan har stigit något, eller kommer att göra det framöver. Exempel på skäl till detta kan vara att man räknar med att det kommer att behövas omfattande strukturella investeringar för att klara klimatomställningen, och att försvarsutgifterna behöver öka i en allt mer osäker värld. Men forskare och andra analytiker är i varje fall för närvarande relativt eniga om att den neutrala räntan inte kommer att stiga kraftigt och komma tillbaka till de nivåer som rådde för några decennier sedan.⁴⁸

Riksbanken har genom åren kommenterat den neutrala räntan i tal och rapporter. Kommunikationen har mestadels handlat om den trendmässiga nedgången i den neutrala räntan och implikationerna för penningpolitiken. En siffersatt bedömning gjordes senast i en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i februari 2017. Slutsatsen då var att styrräntan på lång sikt kunde väntas ligga mellan 2,5 och 4 procent.⁴⁹ Denna bedömning var en nedrevidering från tidigare skattningar, och avspeglade att svenska inhemska räntor i stor utsträckning påverkas av internationella skeenden och att räntorna hade fallit trendmässigt världen över. Riksbanken kommunicerade sedan 2019 och 2022 att nivån sannolikt låg i den nedre delen av, eller något under, intervallet från 2017, det vill säga att den långsiktiga neutrala räntan hade fortsatt att sjunka sedan dess.

⁴⁷ För en genomgång av drivkrafterna för nedgången, se H. Lundvall (2023), "Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan", Bilaga 2 till *Långtidsutredningen 2023*, SOU 2023:87.

⁴⁸ Det bör dock noteras att det för några decennier sedan var få som förutsåg den kraftiga nedgången i den neutrala räntan.

⁴⁹ Se fördjupningen "Reporäntan på lång sikt" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2017, Sveriges riksbank.

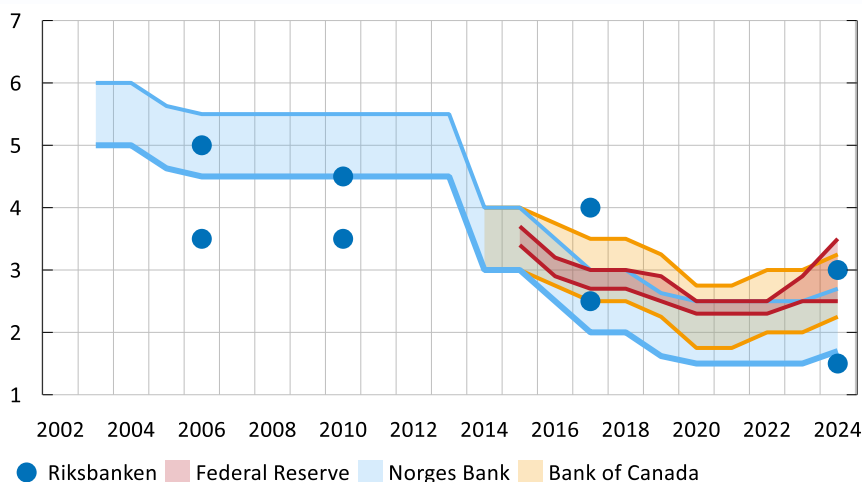
Under året som gått har Riksbanken gått igenom internationella studier, bedömningar från andra centralbanker, information från finansiella marknader – såväl från pris-sättningen på finansiella instrument som enkäter – och skattat tongivande modeller i litteraturen om neutral ränta på svenska data.⁵⁰

Baserat på denna analys bedömer Riksbanken att den långsiktiga neutrala räntan, och därmed den långsiktigt normala styrräntan, troligen ligger mellan 1,5 och 3 procent. Det är en procentenhet lägre än det intervall som Riksbanken publicerade 2017 och en konkretisering av kommunikationen från 2019 och 2022. Diagram 44 visar hur bedömningen förhåller sig till de bedömningar som görs av Norges Bank, Bank of Canada och amerikanska Federal Reserve.⁵¹

Bedömningarna är ungefär i linje med varandra. Eftersom bedömningarna för de andra länderna har gjorts mer kontinuerligt framgår det att de nådde sin lägsta nivå i början av 2020-talet i samband med pandemin. Det finns en tendens till att bedömningarna därefter har stigit något, men förändringen är jämförelsevis liten.

Diagram 44. Riksbankens och andra centralbankers bedömningar av neutral ränta

Procent



Källor: Nationella centralbanker och Riksbanken.

Intervallat avspeglar den osäkerhet som finns i uppskattningar av den långsiktiga neutrala räntan. Man ska vara medveten om att styrräntan kan bli både betydligt högre och betydligt lägre än intervallat. Med ett intervall på 1,5–3 procent går det därför exempelvis inte att utesluta att styrräntan periodvis behöver sänkas till nivåer

⁵⁰ En mer detaljerad genomgång finns i H. Lundvall, I. Strid och D. Vestin, "The neutral rate of interest – theory and evidence for Sweden", kommande *Staff memo*, Sveriges riksbank.

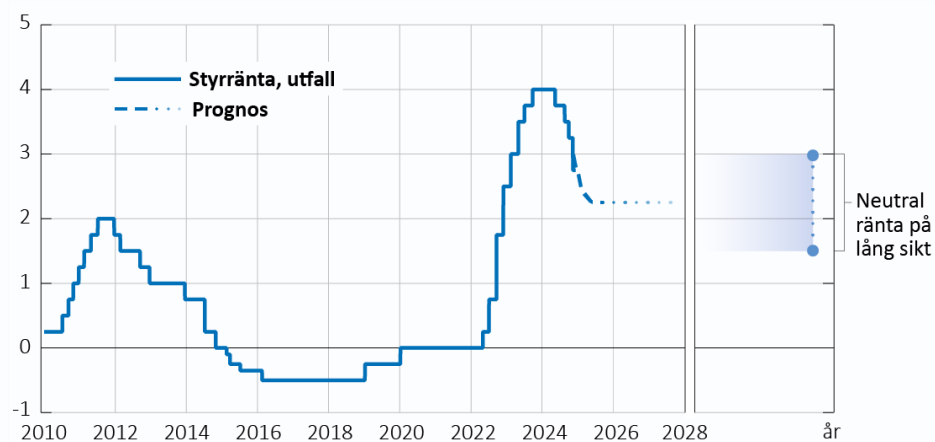
⁵¹ Bedömningen för Norges bank är hämtade från fördjupningen "Anslag på nøytral realrente", *Pengepolitisk rapport 2/2023*. För Bank of Canada kommer estimaten från publikationerna "Potential output and the neutral rate in Canada", "The neutral rate in Canada" och "Monetary Policy report". För Federal Reserve är intervallat beräknat som skillnaden mellan den högsta och lägsta bedömningen av styrräntan på lång sikt som ledamöterna i Federal Open Market Committee gör (de så kallade "dot plots"), med de tre högsta och de tre lägsta bedömningarna borträknade. Riksbankens tidigare estimat kommer från fördjupningarna "Vad är en normal nivå på reporäntan?" i *Inflationsrapport*, 2006:2, "Vad är en normal reporänta?" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2010 och "Reporäntan på lång sikt" i *Penningpolitisk rapport*, februari 2017, Sveriges riksbank.

kring noll. Vid en recession eller djup lågkonjunktur då inflationen är långt under målet är en räntesänkning med 1,5 till 3 procentenheter inte särskilt exceptionell. På motsvarande sätt kan styrräntan periodvis behöva höjas betydligt över 3 procent för att bli tillräckligt åtstramande när detta krävs.

Diagram 45 illustrerar tanken bakom intervallet för den långsiktiga neutrala räntan. Det är en bedömning av vad en normal styrränta kommer att vara på lång sikt. Intervallet illustrerar osäkerheten i bedömningen.

Diagram 45. Intervall för neutral ränta på lång sikt

Procent



Anm. Heldragen linje avser utfall, streckad/prickad linje avser Riksbankens prognos och prickad vertikal linje samt skuggat område visar den osäkerhet som omgärdar prognosen för styrräntan på längre sikt.

Källa: Riksbanken.