

ANFÖRANDE

DATUM: 2024-11-26
TALARE: Vice riksbankschef Anna Seim
PLATS: Sveriges riksbank

Neutral ränta – betydelse, begränsningar och bedömning*

Det är nu drygt ett halvår sedan jag började i Riksbankens direktion. Det var med stor ödmjukhet som jag tog steget från den akademiska världen till praktiskt ekonomiskt-politiskt beslutsfattande. En faktor som väsentligt underlättade övergången var att principerna för hur man bäst utformar penningpolitiken är starkt förankrade i forskningen.

Dagens seminarium kommer att handla om ett teoretiskt begrepp som har just stark forskningsförankring, men som också har stor praktisk betydelse – den neutrala räntan. Neutral ränta är ett begrepp jag naturligtvis funderat på i min tidigare roll som forskare, exempelvis när jag tillsammans med Lars Calmfors och John Hassler för ett par år sedan skrev en ESO-rapport om samspelet mellan finans- och penningpolitik.¹ Vi tog då fram mått på om den ekonomiska politiken varit kontracyklisk, det vill säga åtstramande i en högkonjunktur och stimulerande i en lågkonjunktur. Då var skattningar av den neutrala räntan nödvändiga som referenspunkt. Men jag har aldrig tidigare haft så stark anledning att fundera över den neutrala räntans betydelse som de senaste månaderna.

Jag tänkte inleda med att diskutera begreppet neutral ränta, hur det förhåller sig till andra, liknande begrepp, vilka faktorer som påverkar den neutrala räntan, varför den är viktig för en centralbank och vilka begränsningar den har som

* Jag vill tacka Mikael Apel och Liza Tchibalina för utmärkt hjälp med talet och Hanna Armelius, Anna Breman, Aino Bunge, Vesna Corbo, Charlotta Edler, Per Jansson, Tanja Lind, Henrik Lundvall, Åsa Olli Segendorf, Maria Sjödin, Ingvar Strid, Erik Thedéen, David Vestin och Anders Vredin för mycket värdefulla synpunkter. Jag vill också tacka Elizabeth Nilsson för översättningen till engelska och Emelie Nordeman som arrangerat seminariet.

¹ Calmfors m.fl. (2022).

riktmärke för praktisk penningpolitik. Jag kommer att avsluta med att presentera Riksbankens uppdaterade bedömning av den neutrala räntan.

Vad är neutral ränta?

Man kan först konstatera att definitionen av begreppet neutral ränta varierar mellan olika studier och beror på den exakta frågeställningen, vilken typ av modell som används och valet av tidshorisont. Det finns också en viss oklarhet när det gäller de två relaterade termerna "neutral" och "naturlig" ränta. Ofta används de två termerna synonymt, men ibland antas de betyda olika saker.² Ett begrepp som också ibland används, men som i stort sett alltid används synonymt med neutral ränta, är r^* eller r -star.

Den vanligaste definitionen av den neutrala räntan är den ränta som varken har en stimulerande eller åtstramande effekt på ekonomin. Med detta menas att den reala ekonomin är i balans och att inflationen är stabil. Den reala ekonomin representeras vanligtvis av utfall på arbetsmarknaden eller den totala produktionen. Om centralbanken sätter en styrränta som är lägre än den neutrala räntan så har detta en expansiv effekt på ekonomin eftersom hushåll vill konsumera och företag investera, vilket ökar den allmänna efterfrågan i ekonomin. Den höga efterfrågan gör att företagen lättare kan höja priserna och inflationen stiger. Om styrräntan är högre än den neutrala räntan är effekten i stället åtstramande, det vill säga efterfrågan blir låg, liksom inflationen. Någonstans mellan dessa båda lägen finns en styrränta som varken har en expansiv eller åtstramande effekt på ekonomin, det vill säga effekten på efterfrågan och inflationen är neutral.

Jag tycker personligen att det är mest konstruktivt att dela upp den neutrala räntan i en långsiktig och en kortsiktig komponent.³ Eftersom världens kapitalmarknader är så sammanlänkade bestäms den långsiktiga neutrala räntan till stor del av trögrörliga internationella faktorer och trender.⁴ Den kortsiktiga neutrala räntan varierar runt den långsiktiga men kan tillfälligt avvika från den,

² Begreppen ses som synonyma i till exempel Boocker m.fl. (2023). Ofta anses den svenske nationalekonomen Knut Wicksell vara den förste som lanserade begreppet naturlig ränta i slutet av 1800-talet (se Wicksell, 1936). Han definierade den naturliga räntan som den ränta där efterfrågan och utbudet av kapital är i jämvikt i en icke-monetär ekonomi – i grunden marginalprodukten av kapital i jämvikt under full sysselsättning och med flexibla priser (se Obstfeld, 2023, s. 2). Woodford (2003) och Galí (2017) definierar den på ett snarlikt sätt som den reala ränta som råder i jämvikt med flexibla priser och löner.

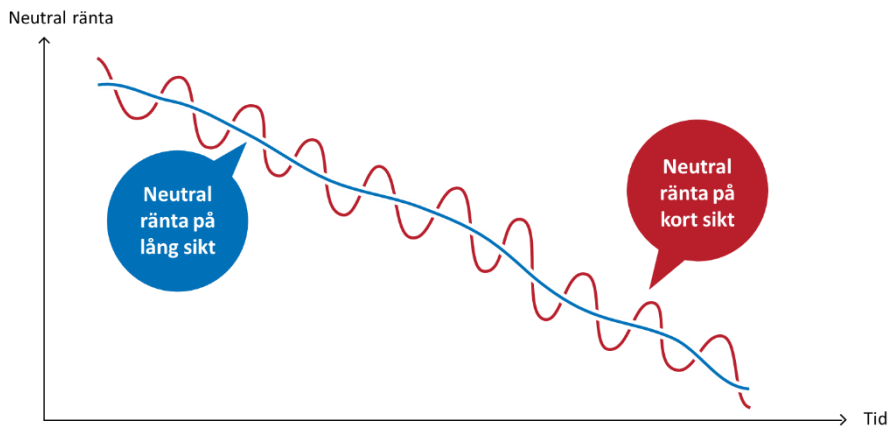
³ Exempelvis Platzer m.fl. (2022) gör motsvarande uppdelning.

⁴ Armelius m.fl. (2018) finner att den svenska neutrala räntan till stor del förklaras av omvärldens neutrala räntor, där det största inflytandet kommer från ränteläget i USA. Även Lundvall (2023) menar att trenderna i Sveriges neutrala ränta nästan uteslutande bestäms av strukturella förändringar i omvärlden.

såsom Diagram 1 visar. Jag återkommer strax till vad som påverkar de två komponenterna.

Diagram 1. Neutral ränta på kort och lång sikt

Procent



Ofta talar man om den neutrala räntan i reala termer, det vill säga med inflationen borträknad. För att få den *nominella* neutrala räntan så adderar man den inflation som ska råda då ekonomin är i balans, det vill säga när inflationsmålet är uppfyllt. I dag kommer jag mestadels att fokusera på den nominella neutrala räntan.

Den neutrala räntan på lång sikt

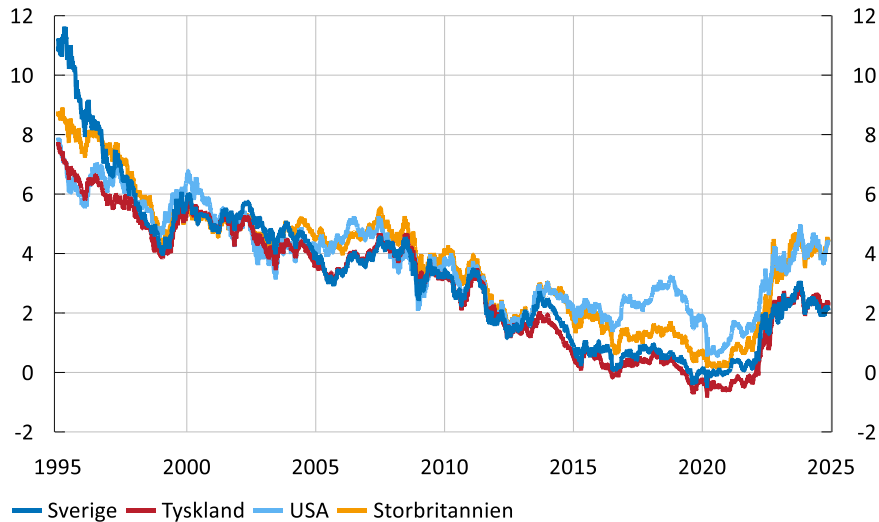
Den neutrala räntan kan inte observeras och det finns därför en osäkerhet kring dess nivå vid varje given tidpunkt. Men vad vi vet med säkerhet är att den började falla trendmässigt för ungefär tre decennier sedan för att i början av 2020-talet nå historiskt låga nivåer.

Parallellt med fallet i den neutrala räntan har det allmänna ränteläget fallit. Detta kan illustreras med att långa räntor världen över sjunkit under lång tid (se diagram 2). De allra senaste åren har de stigit igen, men det är oklart i vilken mån detta avspeglar en uppgång i den neutrala räntan. Jag kommer att återkomma till det strax.

En ränta bestäms i grunden av hur mycket aktörerna i ekonomin vill spara i förhållande till hur mycket de är villiga att investera. Om många vill spara och få vill investera blir räntan i jämvikt låg, och tvärtom. Den långsiktiga neutrala räntan är inget undantag utan bestäms i hög grad på samma sätt av sparande i förhållande till investeringar på global nivå.

Diagram 2. Långvarig nedgång i ränteläget globalt

Procent



Anm. 10-åriga statsobligationsräntor för respektive land.

Källa: Macrobond Financial AB.

Det finns inte bara en förklaring till nedgången i den neutrala räntan och olika faktorer har med all sannolikhet spelat olika stor roll under olika faser.⁵ En faktor som de flesta är överens om har haft stor betydelse är hur demografin har förändrats. I många länder, särskilt i avancerade ekonomier, har befolkningen blivit äldre och förväntas dessutom leva längre. Detta leder till ett ökat sparande då människor förväntar sig att de kommer att behöva försörja sig längre på sitt kapital. I Kina har sparandet varit högt till följd av bland annat en snabbt åldrande befolkning, sjunkande effektiva ersättningsnivåer i det offentliga pensionssystemet. Institutionella faktorer som hållit tillbaka den privata konsumtionen till förmån för höga investeringar och snabbt växande export har också bidragit. När ett lands befolkning växer långsammare ökar inte heller arbetskraften lika snabbt som tidigare. Det har därmed funnits färre arbetare att förse med maskiner och andra insatsfaktorer vilket har lett till lägre investeringsefterfrågan.

En del studier har pekat på ökad inkomstspridning som en viktig drivkraft bakom trenden mot lägre räntor. Tanken här är att benägenheten att spara i allmänhet är

⁵ För en mer utförlig diskussion om drivkrafterna, se till exempel IMF (2023), Lundvall (2023) och Obstfeld (2023).

högre bland hushåll med höga inkomster och om deras andel av de totala inkomsterna i ekonomin ökar så ökar också sparandet.

En svagare produktivitetstillväxt och därmed försämrade långsiktiga tillväxtutsikter i världsekonomin kan vara en annan förklaring till nedgången i den neutrala räntan. Om människor förväntar sig att ekonomin och inkomsterna kommer att utvecklas svagt under kommande år och decennier, så ökar incitamenten att spara. Svagare produktivitetstillväxt är i allmänhet också förknippad med sämre investeringsmöjligheter som minskar efterfrågan på kapital och driver ned räntorna.

Ytterligare en förklaring till räntenedgången fokuserar inte bara på storleken på sparandet i relation till investeringar, utan även på sparandets sammansättning. Den tar avstamp i observationen att företagets avkastningskrav tycks ha stannat kvar på en hög nivå även när räntorna fallit.⁶ Det kan tyckas anmärkningsvärt eftersom man skulle kunna förvänta sig en nära koppling mellan räntan och avkastningskravet. Om avkastningskravet har förblivit högt kan det förklara varför investeringarna inte har ökat mer än vad som varit fallet. Om investeringar globalt hållits tillbaka av ett högt avkastningskrav, samtidigt som sparandet har ökat, kan detta ha bidragit till nedgången i den neutrala räntan.

Det finns alltså flera tänkbara förklaringar till räntenedgången och olika studier ger dem olika vikt.

Den neutrala räntan på kort sikt

Om man tänker sig att den neutrala räntan i huvudsak styrs av trögrörliga trender i det globala utbudet och efterfrågan på sparande, är det naturligt att tänka på den neutrala räntan som ett långsiktigt fenomen. Men om man beaktar själva definitionen av neutral ränta – att den är den styrränta som varken har en expansiv eller åtstramande effekt på ekonomin – blir det uppenbart att den måste kunna förändras även på kortare sikt.

Ett exempel på vad som kan åstadkomma sådana kortsiktiga variationer är finanspolitiken. Vi kan tänka oss en situation där styrräntan ligger på den neutrala nivån, där realekonomin är i balans och inflationsmålet är uppfyllt. Anta i det läget att regeringen temporärt bedriver en mer expansiv finanspolitik som ökar den allmänna efterfrågan och driver upp inflationen. Eftersom den neutrala räntan är den styrränta där ekonomin är i balans och inflationen stabil så påverkas även den

⁶ Det finns flera möjliga förklaringar till det höga avkastningskravet. En möjlighet är en omorientering i sparandet till följd av att hushållen blivit mer riskaverta, vilket pressar upp riskpremier och håller uppe avkastningskravet, se till exempel Lundvall (2023).

neutrala räntan av stimulanspaketet. Det har alltså skett en förändring i ekonomin som har gjort att den neutrala räntan tillfälligt har stigit och för att stabilisera inflationen och konjunkturen behöver centralbanken då höja styrräntan. Den sänkning av överskotts målet till ett balansmål som nu aviserats skulle på detta sätt kunna driva upp den neutrala räntan i Sverige något under nästa översynsperiod.⁷

Det kan vara värt att inflika att jag med det här exemplet förstås inte vill säga att penningpolitiken alltid ska motverka finanspolitiska stimulanser. Tvärtom finns ju idag en diskussion om hur viktigt det är att åstadkomma en bra policy mix i stabiliseringspolitiken, och att penningpolitiken och finanspolitiken bör samverka mer än vad som har varit fallet de senaste decennierna.⁸ Men det illustrerar att det är viktigt att beakta den samlade stabiliseringspolitiken och även ha mer övergående faktorer i bakhuvudet när man diskuterar neutral ränta.⁹

De här mer kortsiktiga avvikelserna från den långsiktiga neutrala räntan kan förstås variera mellan länder. Även om den långsiktiga trenden i huvudsak är global så kan därför den neutrala räntan periodvis skilja sig åt ganska mycket, beroende på vilka landsspecifika störningar som inträffat. Det kan då också kräva olika penningpolitik i olika länder.

Den neutrala räntans betydelse för penningpolitiken

Den neutrala räntan är alltså ett *referensvärde* för penningpolitiken, som säger om penningpolitiken är expansiv eller åtstramande. Avståndet mellan den neutrala räntan och den aktuella styrräntan (*monetary stance*) säger därmed också *hur* expansiv eller åtstramande politiken är. Så fungerar det i varje fall i teorin. Men när denna princip ska omsättas i praktisk politik blir det, som så ofta är fallet, betydligt svårare. Huvudproblemet är att det är svårt att med tillräcklig precision bedöma nivån på den neutrala räntan vid en given tidpunkt.

Även om den neutrala räntan är konceptuellt viktig kan man inte räkna med att exakta punktskattningar av den kommer att kunna ha en särskilt central roll i praktisk penningpolitik. Den amerikanske ekonomen John H. Williams beskrev problemet väl i början av 1930-talet (Williams, 1931), här ganska fritt översatt:

”Den naturliga räntan är en abstraktion; liksom tron kan den bara observeras genom de utfall den ger upphov till. Man kan bara säga att om centralbanken

⁷ Se exempelvis Calmfors (2024).

⁸ Se till exempel Calmfors m.fl. (2022) och Långtidsutredningen (2023).

⁹ Andra temporära förändringar, exempelvis i produktiviteten, antas kunna påverka den kortsiktiga neutrala räntan på motsvarande sätt.

lyckas stabilisera inflationen måste räntan ha satts i linje med den naturliga räntan, men om den inte lyckas kan så inte ha varit fallet.”¹⁰

Williams beskriver ganska väl hur jag ser på det och troligen också många andra som är involverade i praktisk penningpolitik. Vid varje beslutstillfälle bedömer ju centralbanken hur ekonomin kommer att påverkas av de räntebeslut man fattar och det går givetvis att bedriva penningpolitik utan att ha en uppfattning om exakt var den neutrala räntan ligger för ögonblicket.

Ju längre styrräntan ligger från den neutrala nivån desto lättare är det att avgöra om penningpolitiken är expansiv eller åtstramande. Det var exempelvis uppenbart att den var åtstramande under inflationstoppen de senaste åren, vilket förstås också var avsikten. Men ju närmare den neutrala nivån den kommer, desto svårare blir det att bedöma om man ligger helt rätt. Här måste man förlita sig på framåtblickande indikatorer och modeller och löpande försöka läsa av effekterna på ekonomin av den politik man bedriver med hjälp av inkommande statistik så gott det går. Det viktiga här är att centralbanken följer utvecklingen noga och inte låser in sig i en förutfattad syn.

Man kan ändå konstatera att den trendmässiga nedgången i den neutrala räntan har fått ganska stora konsekvenser för penningpolitiken. Referensvärdet för vad som är en expansiv respektive åtstramande politik är helt annorlunda idag än tidigare. En styrränta som i mitten av 1990-talet var tydligt expansiv var ett par decennier senare i stället åtstramande. För att penningpolitiken ska kunna hålla inflationen vid målet har styrräntorna runt om i världen därför behövt sänkas till allt lägre nivåer för varje konjunkturcykel. Det förklarar också varför många centralbanker, däribland Riksbanken, satte sina styrräntor till noll eller negativa värden före de senaste årens period med högre inflation.

Styrräntor kan av olika anledningar inte sänkas alltför mycket under noll innan ytterligare sänkningar blir ineffektiva. Man talar därför om en effektiv nedre gräns (*effective lower bound*) för styrräntan. Innan inflationsuppgången 2021–2022 fördes därför en internationell diskussion om huruvida penningpolitikens möjligheter var på väg att uttömmas, och hur detta i så fall bäst skulle hanteras.¹¹ Det problemet upplevdes som mindre akut när inflationen gick upp världen över.

¹⁰ På engelska lyder citatet: “The natural rate is an abstraction; like faith, it is seen by its works. One can only say that if the bank policy succeeds in stabilizing prices, the bank rate must have been brought in line with the natural rate, but if it does not, it must not have been.” Uttalandet har refererats till av exempelvis Orphanides och Williams (2002), Powell (2017) och Obstfeld (2023). Värt att notera är att upphovsmannen alltså är en annan John Williams än den som under de senaste decennierna blivit känd för bland annat sina skattningar av just r^* . Den senare, John C. Williams, är chef för Federal Reserve Bank of New York.

¹¹ Problemen med varaktigt alltför låg inflation spelade exempelvis en central roll i både den amerikanska centralbanken Federal Reserves penningpolitiska översyn 2020 och den europeiska centralbankens strategiöversyn 2021, se Powell (2020) och ECB (2021).

Den internationella diskussionen handlar idag om huruvida den neutrala räntan alltför är låg eller har stigit, eller om den kommer att göra det framöver.

Kan den ekonomiska politiken påverka den neutrala räntan?

Som vi tidigare konstaterat styrs den neutrala räntan av faktorer som penningpolitiken inte har något uppenbart inflytande över. Den långsiktiga trenden i den neutrala räntan påverkas av globala sparande- och investeringsmönster, som i sin tur påverkas av exempelvis demografi och produktivitetstrender.¹² Som jag nämnde tidigare påverkas mer kortsiktiga rörelser exempelvis av inriktningen på finanspolitiken.

Den neutrala räntan – och framför allt den trendmässiga nedgången i den – har ofta hamnat i skymundan i den svenska mediala debatten om penningpolitiken.¹³ Detta har fått till följd att penningpolitiken har fått klä skott för förhållanden som den inte har särskilt stora möjligheter att påverka. Ett vanligt argument i den svenska debatten är att penningpolitiken systematiskt har varit alltför expansiv, och att detta är grundorsaken till att bostadspriserna och skuldsättningen hos hushållen har ökat kraftigt. Man bortser då från att hur bostadspriserna utvecklas i hög grad beror på hur väl bostadsmarknaden fungerar, men också på att nedgången i den neutrala räntan har spelat en central roll i sammanhanget.

Den uppgång vi har sett i bostadspriser och skuldsättning i svensk ekonomi har pågått parallellt med den trendmässiga nedgången i den neutrala räntan ungefär sedan mitten av 1990-talet. Om det allmänna ränteläget i ekonomin faller trendmässigt kan hushållen ta större lån när de finansierar sina bostadsköp, vilket ofta leder till högre skuldsättning och högre bostadspriser. Denna långvariga nedgång i det allmänna ränteläget är därför en förklaring till utvecklingen med stigande skulder och bostadspriser.

Men det är heller ingen naturlag att lägre räntor alltid ger högre bostadspriser. Nedgången har ju varit internationell och det finns exempel på länder som haft samma trendmässiga nedgång i ränteläget, men där bostadspriserna stigit betydligt mindre än i Sverige. Dessa länder kännetecknas oftast av att bostadsmarknaden fungerar bättre än den gör i Sverige. Ett närliggande exempel som brukar nämnas är Finland. I Finland har man behövt förhålla sig till den

¹² Det kan nämnas att det finns teorier om att globala långsiktiga realräntor påverkas av stora centralbankers penningpolitik snarare än av globala sparande- och investeringsmönster (se till exempel Borio m.fl., 2022). Även om så skulle vara fallet blir utvecklingen av den neutrala räntan exogen för centralbankerna i små öppna ekonomier, till exempel Riksbanken.

¹³ Detta är något som även andra i Riksbankens direktion har påtalat, se till exempel Jansson (2023).

europiska centralbanken ECB:s styrräntor. De har, om något, varit lägre än Riksbankens under den aktuella perioden, men trots det har bostadspriserna inte ökat på samma sätt.

Begreppet neutral ränta har under det senaste året börjat uppmärksammas mer även i den svenska mediala debatten.¹⁴ Medvetenhet om den neutrala räntans betydelse, men också begränsningar, förbättrar förutsättningarna för en nyanserad diskussion om penningpolitiken.

Den neutrala räntans utveckling framöver

Det finns alltså en utbredd samsyn om att den neutrala räntan föll under ett antal decennier och nådde historiskt låga nivåer i början av 2020-talet. Men vad kan man säga om utvecklingen framöver? Här finns en del utmaningar. Man kan till att börja med konstatera att det inte finns några säkra svar på hur viktiga olika faktorer var för nedgången i den neutrala räntan, även om en del förklaringar är troligare än andra. Det innebär att det är ännu svårare att säga hur den neutrala räntan kommer att utvecklas i framtiden. Det räcker inte med att ha en uppfattning om hur viktiga olika faktorer är för den neutrala räntan. Man behöver dessutom försöka göra prognoser för hur dessa faktorer kommer att utvecklas.

Som jag konstaterade tidigare pågår en livlig internationell diskussion om den neutrala räntans troliga utveckling. Eftersom detta är en så central fråga har den engagerat många välkända ekonomer, som inte sällan har olika uppfattningar.¹⁵ Min tolkning av diskussionen är att den fortfarande står och väger. Några menar att de krafter som bidrog till att sänka den neutrala räntan egentligen inte har mattats av, och att den effektiva nedre gränsen för styrräntan kommer att fortsätta vara en återkommande utmaning för penningpolitiken.¹⁶

Andra menar att den neutrala räntan har stigit något, eller kommer att göra det framöver. Här hänvisar man ofta till att det kommer att behövas omfattande investeringar för att klara klimatomställningen, och att försvarsutgifterna behöver öka i en allt mer osäker värld. Man tänker sig alltså dessa investeringar som mer långsiktiga och strukturella vilket gör att de kan komma att pressa upp den neutrala räntan under lång tid. Dessa investeringar skiljer sig därmed från den mer kortsiktiga finanspolitiska stimulans som jag använde i exemplet tidigare. Den här uppfattningen har också satt ett avtryck, om än ett ganska begränsat sådant, i

¹⁴ Se till exempel Carlström (2024) och Munkhammar (2024).

¹⁵ Ett exempel är debatten mellan Olivier Blanchard och Lawrence Summers vid Peterson Institute for International Economics 2023, se Peterson Institute (2023).

¹⁶ Se till exempel IMF (2023) och Obstfeld (2023).

olika sifersatta bedömningar av den neutrala räntan.¹⁷ En försiktig sammanfattning av denna diskussion är att det finns lite som tyder på att vi befinner oss i en helt ny värld där den neutrala räntan har stigit kraftigt eller kommer att göra det inom en snar framtid.

Riksbankens bedömning av den neutrala räntan

Över åren har Riksbanken återkommande diskuterat den neutrala räntan i tal och rapporter, inte minst i de årliga redogörelserna för penningpolitiken. I dessa rapporter, som vi skriver som ett underlag till finansutskottets utvärdering av penningpolitiken, har vi ofta fört resonemang om den trendmässiga nedgången i den neutrala räntan och implikationerna för penningpolitiken.¹⁸

Däremot har Riksbanken de senaste åren inte presenterat några skattningar av den troliga nivån på den neutrala räntan. I en fördjupning i den penningpolitiska rapporten i februari 2017 bedömde Riksbanken att reporäntan, den dåvarande motsvarigheten till dagens styrränta, på lång sikt kunde väntas ligga mellan 2,5 och 4 procent.¹⁹ Denna bedömning avser alltså den långsiktiga definitionen av den neutrala räntan, trenden i Diagram 1. Det var en nedrevidering av tidigare skattningar som avspeglade att svenska inhemska räntor i stor utsträckning påverkas av internationella faktorer och att räntorna trendmässigt hade fallit globalt. Riksbanken kommunicerade sedan 2019 och 2022 att det då var sannolikt att nivån låg i den nedre delen av, eller något under, intervallet från 2017, det vill säga att den neutrala räntan hade fortsatt att sjunka sedan dess. I den penningpolitiska rapporten i mars i år fanns en analysruta som noterade att de strukturella faktorer som gjort att den neutrala räntan fallit inte har förändrats nämnvärt de senaste åren och att eventuella förändringar i den neutrala räntan sannolikt kommer att vara små i relation till den trendmässiga nedgång som redan skett.²⁰

Det finns dock skäl att vara mer precis än så. Baserat på det jag hittills har gått igenom bör det ha framgått tydligt att man inte kan hitta någon enskild skattningsmetod som ger ett säkert och exakt svar. Man måste väga samman informationen från olika källor och göra en samlad bedömning.

¹⁷ Exempelvis har Bank of Canada reviderat upp sin skattning för den neutrala räntan marginellt från 2,00–3,00 procent till 2,25–3,25 procent, se Adjalala m.fl. (2024). Även Konjunkturinstitutet har gjort en marginell upprevidering för vad man bedömer vara en neutral styrränta på tio års sikt (2,6 procent), även om man också bedömer att osäkerheten kring skattningen har ökat, se Österholm (2024).

¹⁸ Se till exempel kapitel 4 Sveriges riksbank (2021, 2022, 2023 och 2024a).

¹⁹ Sveriges riksbank (2017).

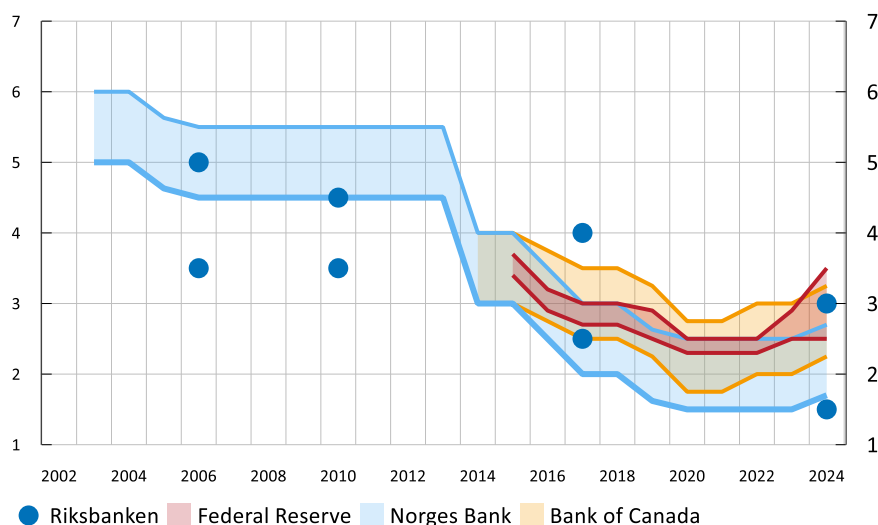
²⁰ Sveriges riksbank (2024b). Se även Flodberg (2024), som utvecklar resonemangen.

Vi har därför gått igenom internationella studier, bedömningar från andra centralbanker och information från finansiella marknader, såväl från prissättningen som från enkäter.²¹ Vi har under hösten också använt svenska data för att skatta olika modeller som är tongivande i litteraturen om neutral ränta.²²

Baserat på vår analys bedömer vi 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 vi publicerade 2017.

Diagram 3. Riksbankens och andra centralbankers bedömningar av neutral ränta

Procent



Anm. Riksbanken och respektive centralbank.

Källa: Bedömningen för Norges bank är hämtad 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 intervallet 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?" 2006:2, "Vad är en normal reporänta?" februari 2010 och "Reporäntan på lång sikt" februari 2017.

²¹ Informationen från prissättningen avser så kallade "5Y-5Y forward inflation expectation rate", som visar den genomsnittliga förväntade inflationen under den femårsperiod som startar om fem år. Enkätinformationen avser penningmarknadsaktörers förväntningar för styrräntan om fem år enligt Prospera. Dessa båda serier har en likartad utveckling.

²² De modeller som vi har skattat varianter av är Laubach och Williams (2003), Berger och Kempa (2014) och Armelius m.fl. (2018).

Diagram 3 visar hur bedömningen förhåller sig till de bedömningar som görs av andra centralbanker, i det här fallet Norges Bank, Bank of Canada och amerikanska Federal Reserve. Bedömningarna är ganska väl i linje med varandra. Skattningar av den neutrala räntan brukar ofta ligga något högre i USA och Kanada än i Europa, vilket vanligtvis tillskrivs att dessa ekonomier exempelvis antas vara mer flexibla. USA tenderar dessutom att ha en något högre produktivitet och trendmässig tillväxt.²³ Eftersom bedömningarna för de andra länderna har gjorts mer kontinuerligt framgår också att de nådde sina lägsta nivåer i början av 2020-talet i samband med pandemin. Det finns därefter en tendens till att de har stigit något, men förändringen är, som jag konstaterade tidigare, marginell.

Det kan möjligen upplevas som frustrerande att bedömningen inte är mer exakt. Det är förstås skillnad på om styrräntan i genomsnitt skulle ligga på 1,5 procent under ett antal decennier jämfört om den skulle ligga på 3 procent. Men det avspeglar den osäkerhet som finns, och som vi inte kan bortse från.²⁴

Jag vill understryka att bedömningen avser den neutrala räntan på lång sikt. Som jag sa tidigare kan den neutrala räntan även påverkas av mer tillfälliga faktorer. Dessa kan täckas av intervallet, men det finns inga garantier för att så är fallet. Att vi redovisar ett intervall beror på osäkerheten i bedömningen av den neutrala räntan på lång sikt, inte att vi försöker säkerställa att vi fångar in även kortsiktig variation. Skattningar av den långsiktiga neutrala räntan ger Riksbanken information om vad ett normalt ränteläge sannolikt är om ett antal år. Men som jag konstaterade tidigare behöver man löpande läsa av effekterna av penningpolitiken på ekonomin, både för att bedöma var man är idag och för att med större precision kunna ringa in vart man är på väg.

Kommer vi att komma tillbaka till lika låga räntor som före inflationsuppgången?

Man bör vara medveten om att styrräntan kan bli både betydligt högre och betydligt lägre än intervallet. Om styrräntan i ett normalt läge ligger någonstans mellan 1,5 och 3 procent, så går det därmed inte att utesluta att den kan komma att behöva sänkas till noll eller till och med negativa nivåer igen. Vid en recession eller djup lågkonjunktur är ju en räntesänkning i storleksordningen 1,5 till 3 procentenheter inte särskilt exceptionell.

²³ För skattningar som indikerar en högre neutral ränta i USA än i euroområdet, se till exempel Williams (2024).

²⁴ Mer detaljer kring den här bedömningen kommer att publiceras i ett staff memo inom kort.

En aspekt på detta, som skulle kunna vara viktig men som har diskuterats lite mindre än hur den neutrala räntan kan komma att påverkas av strukturella faktorer som demografin och produktivitetens utvecklingen, är hur den påverkas av det underliggande inflationstrycket.

Innan pandemin pratade man om att fenomen som globaliseringen och digitaliseringen hade en dämpande effekt på inflationen i världen – en bedömning som jag delar. De bidrog alltså till ett lägre inflationstryck, utan att de på något uppenbart sätt kunde knytas till de strukturella faktorer som påverkar den neutrala räntan.²⁵ Icke desto mindre bidrog de troligen till att styrräntorna behövde hållas lägre än annars.

Under senare år har man i stället börja prata om en tendens till minskad globalisering, med bland annat en ökning av handelshinder och så kallad *reshoring* eller *nearshoring*, det vill säga att man flyttar tillbaka produktionen till det egna landet eller närmare regioner. Utfallet i det amerikanska valet lär sannolikt också leda till att olika handelshinder implementeras, vilket kan skapa ett visst inflationstryck på grund av utbudsbegränsningar. Digitaliseringen är svårare att uttala sig om, men det är möjligt att de mest uppenbara vinsterna med digitaliseringen till stor del redan har uppnåtts och att dess dämpande effekt på inflationen börjar avta.

Sammantaget skulle detta kunna innebära att penningpolitiken framöver kommer att behöva utformas i en miljö med ett starkare underliggande inflationstryck. I praktiken är detta detsamma som att den neutrala räntan kommer att vara lite högre än under de senaste decennierna. Det skulle kunna tala för att det framöver blir mer sällsynt med långa perioder när centralbankernas styrräntor behöver hållas exceptionellt låga för att inflationen ska nå upp till målet. Men om det verkligen blir så är något som är svårt att förutse. Som med så mycket annat är det något som framtiden får utvisa.

Referenser

Adjalala, Frida, Felipe Alves, Héléne Desgagn es, Wei Dong, Dmitry Matveev, Laure Simon (2024), "Assessing the US and Canadian neutral rates: 2024 update", Staff Analytical Note 2024-92, Bank of Canada, <https://www.bankofcanada.ca/2024/04/staff-analytical-note-2024-9/>

²⁵ Det finns givetvis ett samband mellan exempelvis digitalisering och produktivitetens utveckling, men det  r ändå rimligt att tänka sig att digitaliseringen kan påverka inflationen även via andra, mer direkta kanaler. Ett exempel är att den digitala utvecklingen har inneburit en ökad e-handel som har ökat konkurrensen och gjort det svårare att höja priserna.

Armelius, Hanna, Martin Solberger och Erik Spånberg (2018), "Påverkas den svenska neutrala räntan av omvärlden?", Penning- och valutapolitik 2018:1, Sveriges riksbank.

Berger Tino och Bernd Kempa (2014), "Time-varying equilibrium rates in small open economies: Evidence for Canada", *Journal of Macroeconomics* 39, s 203–214.

Boocker, Sam, Michael Ng och David Wessel (2023), "What is the neutral rate of interest?", Commentary, The Brookings Institution,
<https://www.brookings.edu/articles/the-hutchins-center-explains-the-neutral-rate-of-interest/>

Borio, Claudio, Piti Disyatat, Mikael Juselius och Phurichai Rungcharoenkitkul (2022), "Why So Low for So Long? A Long-Term View of Real Interest Rates", *International Journal of Central Banking*, vol. 18, No. 3, s. 47–87.

Calmfors, Lars (2024), "Nu är det dags att höja inflationsmålet eller öka statskulden", *Affärsvärlden*, 2 augusti 2024.

Calmfors, Lars, John Hassler och Anna Seim (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, Rapport till Expertgruppen för Studier i Offentlig ekonomi 2022:3, Finansdepartementet.

Carlström, Johan (2024), "Kan mystisk stjärna visa vägen mot billiga bolån?", *Svenska Dagbladet*, 22 juni.

ECB (2021), "The ECB's monetary policy strategy statement",
https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monopol_strategy_statement.en.html

Flodberg, Caroline (2024), "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt", *Ekonomisk kommentar Nr. 5*, Sveriges riksbank.

Galí, Jordi (2017), *Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle*, Princeton University Press.

IMF (2023), "The Natural Rate of Interest: Drivers and Implications for Policy", Chapter 2 i *World Economic Outlook: A Rocky Recovery*, April 2023, International Monetary Fund.

Jansson, Per (2023), "Om glappet i den penningpolitiska debatten", anförande vid Danske Bank, 12 december.

Laubach Thomas och John C. Williams (2003), "Measuring the Natural Rate of Interest", *Review of Economics and Statistics* 85, s. 1063–1070.

Lundvall, Henrik (2023), "Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan", Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023, SOU 2023:87.

Långtidsutredningen (2023), "Långtidsutredningen 2023 – Finanspolitisk konjunkturstabilisering", SOU 2023:85.

Munkhammar, Viktor (2024), "Räntan som gäcker alla", Dagens industri, 16 juli.

Obstfeld, Maurice (2023), "Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future", NBER Working Paper 31949.

Orphanides, Athanasios och John C. Williams (2002), "Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2002, s. 63–145.

Peterson Institute (2023), "Summers and Blanchard debate the future of interest rate", Unedited Transcript, <https://www.piie.com/sites/default/files/2023-03/2023-03-07transcript-summers-blanchard.pdf>

Platzer, Josef, Robin Tietz och Jesper Lindé (2022), "Natural versus neutral rate of interest: Parsing disagreement about future short-term interest rates", Column, VoxEU, 26 July, <https://cepr.org/voxeu/columns/natural-versus-neutral-rate-interest-parsing-disagreement-about-future-short-term>

Powell, Jerome H. (2017), "The Economic Outlook and Monetary Policy", anförande vid the Forecasters Club of New York Luncheon, New York, 22 februari.

Powell, Jerome H. (2020), "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review", anförande den 27 augusti, 2020, Federal Reserve.

Sveriges riksbank (2017), "Reporäntan på lång sikt", Fördjupning i Penningpolitisk rapport februari 2017.

Sveriges riksbank (2021), "Redogörelse för penningpolitiken 2020".

Sveriges riksbank (2022), "Redogörelse för penningpolitiken 2021".

Sveriges riksbank (2023), "Redogörelse för penningpolitiken 2022".

Sveriges riksbank (2024a), "Redogörelse för penningpolitiken 2023".

Sveriges riksbank (2024b), "Strukturella faktorer bestämmer ränteläget på längre sikt", Analys i Penningpolitisk rapport mars 2024.

Wicksell, Knut (1936), *Interest and Prices*, Macmillan, London. Engelsk översättning av *Geldzins und Güterpreise*, utgiven 1898 av Gustaf Fischer Verlag Jena.

Williams, John C. (2024), "R-Star: A Global Perspective", anförande vid ECB Forum on Central Banking, Sintra, Portugal, 3 juli,
<https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2024/wil240703>

Williams, John H. (1931), "The Monetary Doctrines of J. M. Keynes", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 45 (August), s. 547–87.

Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices*, Princeton University Press.

Österholm, Göran (2024), "Realräntor på tio års sikt", KI-kommentar, september 2024.