



29 februari 2012

Dnr 13-38-11

Den långsiktiga realräntan

Inledning

UPPDRAG

Uppdrag till Tomträtts- och arrendeutredningen (JU 2011:08). Uppdraget innebär att utreda tre frågeställningar enligt nedan mot bakgrund av följande förutsättningar: Tomträttsavgälden vid omregleringar ska bestämmas så att den motsvarar en avgäldsrenta på ett avgäldsunderlag (ett markvärde). Avgäldsrentan ska vara knuten till den långsiktiga realräntan. Man måste då bedöma den långsiktiga realräntan för att fastställa avgäldsrentan. Antingen fastställs ett numeriskt värde på avgäldsrentan eller bestäms en regel som knyter avgäldsrentan till en realränta på ett visst sätt.

Följande tre frågor utreds:

1. Vilken metod bör användas för att bedöma den långsiktiga realräntan?
2. Vad är Konjunkturinstitutets bedömning av den långsiktiga realräntan?
3. Om avgäldsrentans numeriska värde inte skrivs in i lagen, hur skulle man kunna konstruera en metod eller regel för att alltid kunna bestämma avgäldsrentans storlek?

SLUTSATSER

Konjunktursinstitutet bedömer att de långsiktiga korta realräntan ligger på 2 procent. Till stöd för denna bedömning anføres historiska genomsnitt på räntenivåer, BNP-tillväxt samt framåtblickade bedömningar av den ekonomiska utvecklingen. Konjunkturinstitutet anser att långa genomsnitt på differensen mellan en 3-månaders statsskuldsväxelränta och KPI-inflationen kan utgöra en metod för att bestämma avgäldsrentan fortlöpande.

DISPOSITION

Inledningsvis beskrivs vad en realränta är, teorin bakom bestämningen av realräntan och hur realräntan kan mätas. Därefter beskrivs Konjunkturinstitutets bedömning av den långsiktiga realräntan framöver samt den metod som rekommenderas för att bestämma realräntan fortlöpande.

Vad är en realränta?

En ränta är priset på lån av pengar eller avkastningen på utlåning av pengar. Räntor uttrycker ett nominellt belopp i framtiden i relation till ett nominellt belopp idag. En realränta uttrycker däremot ett reellt belopp i framtiden i förhållande till ett reellt be-

lopp idag. Realräntan är därmed ett mått på den ökade köpkraft som uppnås genom att låna ut pengar. En realränta kan uttryckas på två olika sätt:

- Faktisk realränta, *realränta ex post*, är den extra köpkraft en långivare erhåller utöver det utlånade beloppets köpkraft. Den faktiska realräntan beräknas som differensen mellan nominell ränta och faktisk inflation. Det är den reala avkastning som kan konstateras i efterhand, när lånet har betalats av.¹
- Förväntad realränta, *realränta ex ante*, är den extra köpkraft en långivare förväntar sig att erhålla utöver det utlånade beloppets köpkraft när lånet ingås. Den förväntade realräntan beräknas som differensen mellan nominell ränta och förväntad inflation. Den faktiska realräntan kan alltså avvika från den förväntade då den faktiska inflationen avviker från den förväntade. Normalt varierar den faktiska inflationen mer än den förväntade. Alltså varierar vanligen den faktiska realräntan mer än den förväntade realräntan.

I denna rapport studeras den *långsiktiga* realräntan. Det är den realränta som förväntas gälla då ekonomin är i jämvikt. Jämvikt är ett tillstånd ekonomin sällan befinner sig i eftersom den ständigt utsätts för störningar. Jämviktens natur är dock sådan att ekonomin strävar dithän. Eftersom störningar antas drabba ekonomin symmetriskt jämnas hög- och lågkonjunkturer ut på sikt. Den långsiktiga realräntan är därmed den ränta som förväntas gälla i genomsnitt under en tillräckligt lång tidsperiod. Den långsiktiga realräntan benämns även ibland som den *normala realräntan* eller den *naturliga realräntan*. Konceptet har studerats tidigare, framför allt i penningpolitiska sammanhang. Riksbanken (2000, 2006b, 2010) utreder bland annat frågan.

I rapporten är det dessutom den *korta* långsiktiga realräntan som avses. Med *kort* menas att räntan avser ett lån med förhållandevis kort löptid. I rapporten mäter vi den korta realräntan med en tre månaders statsskuldväxelränta. Fördelen med att studera en kort ränta är att vi kan bortse från löptidspremier, vilka tenderar att komplicera analysen.² För våra syften tillför inte löptidspremier något substantiellt, varför det är rimligt att vi studerar en kort ränta.³

DEN LÅNGSIKTIGA REALRÄNTANS BESTÄMNINGSFAKTORER

Det finns en omfattande teoribildning om vad som styr realräntan på lång sikt. Räntans grundläggande funktion är att balansera sparande och investeringar i en ekonomi. Ekonomisk teori pekar på ett långsiktigt samband mellan realräntan och tillväxten i ekonomin. Allmänt bestäms den långsiktiga realräntan av ekonomins fundamentala faktorer såsom produktivitetstillväxt, befolkningstillväxt och hushållens sparande- eller tidspreferenser. Förändringar i den långsiktiga realräntan sker vanligtvis i en långsam takt, eftersom ekonomins tillväxtpotential oftast också förändras i en långsam takt.

Sambandet mellan tillväxt och realränta kan beskrivas på följande sätt: en högre produktivitetstillväxt ökar avkastningen på investeringar. En investeringsavkastning som är högre än realräntan ökar investeringsbenägenheten. Detta kräver en högre realränta för att få balans mellan sparande och investeringar. En ökning av befolk-

¹ Här bortses från möjligheten att avtala om en realränta direkt där den nominella avkastningen kopplas till faktisk inflation. Ett exempel på detta är statens realobligationer.

² Se till exempel Riksbanken (2006a) för en fördjupning om hur löptidspremier kan beräknas.

³ I avsnittet "Vilken nominalränta ska användas för att mäta den långsiktiga realräntan?" motiveras mer utförligt valet av en kort ränta som studieobjekt.

ningstillväxten leder till en stigande realränta eftersom det krävs mer investeringar för att kunna förse den ökade befolkningen/arbetskraften med realkapital.⁴

Ytterligare ett antagande i ekonomisk teori är att hushållen jämnar ut sin konsumtion över tid. En högre förväntad tillväxt och därmed förväntningar om högre framtida inkomster ökar konsumtionsbenägenheten och minskar sparbenägenheten. Hushållen kräver därför en högre avkastning på sitt sparande i termer av en högre realränta för att skjuta sin konsumtion på framtiden. Med en högre tillväxt krävs därmed en högre realränta för att jämvikt ska skapas mellan utbud av sparande och efterfrågan på investeringar. Ekonomisk teori talar således för en hög realränta om tillväxten är hög och en låg realränta om tillväxten är låg.⁵

DET INTERNATIONELLA PERSPEKTIVET

Eftersom de finansiella marknaderna är starkt integrerade kommer det globala sparandet och investeringarna att ha betydelse för enskilda länders realräntor. Den svenska ekonomin är mycket öppen och den svenska finansmarknaden är väl utvecklad. Till följd av den fria rörligheten av kapital mellan länder påverkas därmed räntenivån i en liten öppen ekonomi, som den svenska, av globala räntor. Med helt fria kapitalrörelser jämnas realräntan ut mellan länder.⁶

Skillnader mellan räntor i olika länder kan dock ändå bestå under en lång tid till följd av olika risk- och likviditetspremier. Riskerna förknippade med till exempel valutarörelser kan vara stora. Detta gäller åtminstone på några års sikt. På längre sikt jämnas även sådana variationer ut och realräntan i Sverige kan inte avvika i någon större utsträckning från det internationella ränteläget.

HUR HAR TILLVÄXTEN VARIERAT HISTORISKT?

Eftersom ekonomisk teori pekar på ett samband mellan tillväxten i ekonomin och realräntan kan man få en bild av den långsiktiga realräntan genom att studera den genomsnittliga tillväxttakten i ekonomin under en längre period. I tabell 1 nedan finns en uppdelning av tillväxten sedan 1960 i Sverige respektive ett oviktat genomsnitt för USA, Tyskland och Storbritannien. Att just dessa länder har valts beror på att de är stora och viktiga länder, såväl för världshandeln och den globala tillväxten som för de finansiella marknaderna.

I genomsnitt sedan 1960 har tillväxten legat på 2,6 procent såväl i Sverige som i omvärldsgenomsnittet. Både i Sverige och i omvärlden var tillväxten tydligt högre under 1960-talet än de följande decennierna. Beräknas genomsnittet sedan 1990 har tillväxten fallit ytterligare något, till 2,1 respektive 2,0 procent. Tillväxten i såväl Sverige som i omvärldsgenomsnittet har således överlag fallit över åren vilket enligt teorin skulle innebära att även den långsiktiga realräntan har fallit.

⁴ För en utförligare beskrivning av de tillväxtmodeller som utgör grunden för resonemanget, se till exempel Burda och Wyplosz (2005).

⁵ En nackdel med att använda denna metod för att bestämma realräntan är att den utöver tillväxten påverkas av andra faktorer som exempelvis hushållens tidspreferenser. Det är också oklart ifall det är Sveriges eller världens tillväxt som avses.

⁶ En högre ränta leder till att kapital strömmar in i landet. Via det teoretiska sambandet som kallas öppen ränteparitet kopplas räntorna samman via förväntad förändring i växelkursen. Ränteskillnaden mellan två länder motsvarar den förväntade förändringen av växelkursen. Ränteskillnaden mellan två länder i omvärlden blir lägre stärks den svenska växelkursen på kort sikt för att på längre sikt försvagas gradvis i linje med ränteskillnaden. Den förväntade försvagningen av växelkursen under exempelvis två år kommer då ungefär motsvara ränteskillnaden mellan en svensk och utländsk tvåårsränta. Under hela perioden med lägre ränta i omvärlden kommer dock nivån på växelkursen vara starkare än annars. Det innebär att den förväntade avkastningen på räntebärande tillgångar blir densamma i omvärlden som i Sverige. Den starkare växelkursen ger effekter på den svenska ekonomin med en mer dämpad inflation och ett lägre tillväxt. Det tenderar att leda till en lägre ränta.

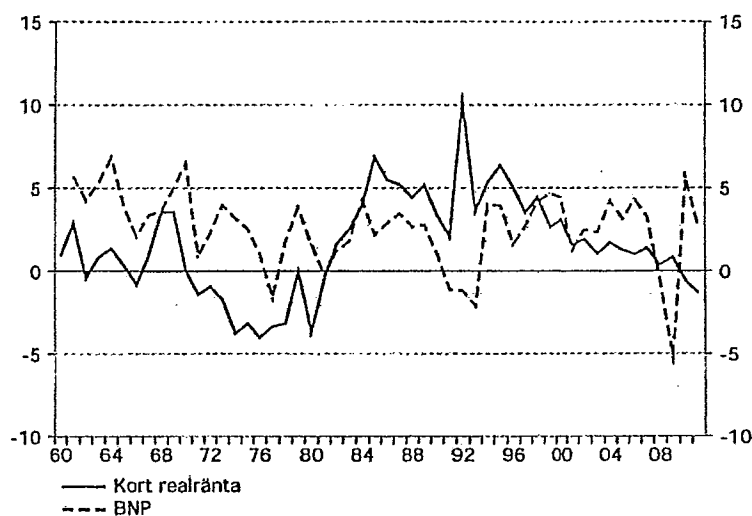
Tabell 1. BNP i Sverige och utlandet

Genomsnittlig årlig procentuell förändring

	1960- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	1960- 2011	1970- 2011	1990- 2011
Sverige	4,4	2,4	2,3	1,8	2,0	2,6	2,2	2,1
Utlandet	3,9	2,9	2,1	2,5	1,7	2,6	2,3	2,0

¹ Öviktat internationellt genomsnitt för Tyskland, USA och Storbritannien.

Källor: SCB, Bureau of Economic Analysis, Office for National Statistics, OECD, Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

Diagram 1. BNP och kort realränta
Procent respektive procentuell förändring

Anm. Den reala räntan har beräknats som differensen mellan 3-månaders statskuldväxelränta och KPI-inflation.

Källor: SCB, Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

Hur mäts realräntan?

Ett annat sätt att bedöma den långsiktiga realräntan är att studera hur den i genomsnitt har utvecklats över en längre tidsperiod. Räntan varierar emellertid med konjunkturläget, så vissa perioder kan realräntan avvika i en betydande utsträckning från ett långsiktigt medelvärde. I fall en tillräckligt lång tidsperiod studeras jämnas dock den konjunkturrella effekten ut och man kan då få en uppfattning om vad som skulle vara en mer långsiktig realräntenivå.

Beräkningen av den långsiktiga realräntan försvåras också av att det under årens lopp har skett stora förändringar i samhällsekonomin som är av mer strukturell karaktär. Dessa förändringar har sannolikt påverkat nivån på den långsiktiga realräntan. Eftersom de strukturer som var rådande på kapitalmarknaden historiskt inte bedöms gälla framöver kan historiska genomsnitt bli missvisande.

Ett sätt att bestämma den reala räntan är att utnyttja att en nominell ränta, som tidigare konstaterats, är lika med realräntan plus den förväntade inflationen.⁷ För att beräkna realräntan kan man då dra bort inflationsförväntningarna från nominalräntan. Som tidigare har nämnts kan realräntan dock beräknas som faktisk eller förvän-

⁷ I rapportens appendix visas denna så kallade Fisher-ekvation.

tad. Skillnaden beror på om det är faktisk eller förväntad inflation som dras ifrån den nominella räntan.

Man kan också studera hur realränteobligationer prissätts för att få en uppfattning om den aktuella realräntan. Marknaden för dessa obligationer är dock mindre likvid än den nominella obligationsmarknaden, vilket gör noteringarna av realräntan svårtolkade. Marknaden för realränteobligationer är dessutom en relativt nyligen utvecklad marknad. De första emissionerna skedde i mitten av 1990-talet och i början skedde emissionerna i liten skala. Detta innebär att det inte går att göra historiska jämförelser särskilt långt tillbaka i tiden. Det kan heller inte anses självklart att Riksgäldskontoret kommer att fortsätta att emittera denna typ av obligationer.

VILKEN NOMINALRÄNTA SKA ANVÄNDAS FÖR ATT MÄTA DEN LÅNGSIKTIGA REALRÄNTAN?

Domstolarna har utgått från att räntan för avgäldsbestämning ska avse en ränta på den allmänna kapitalmarknaden. En rimlig utgångspunkt är att det är en riskfri ränta som avses. Räntor som är utgivna av den svenska staten kan anses vara riskfria. Förutom att de är riskfria är dessa räntor väl kända som investeringsobjekt och har en lång historik. Därmed behöver inte riskpremiers storlek uppskattas. Statspapper handlas dessutom aktivt. Marknaden är därmed likvid och noteringarna för räntorna är ständigt uppdaterade. Därmed undviks problem med att uppskatta likviditetspremier.

Den kortaste marknadsräntan, dagslåneräntan, bestäms i princip av Riksbanken genom styrräntan, den så kallade reporäntan. Riksbanken sätter reporäntan i syfte att på sikt uppnå inflationsmålet om 2 procents KPI-inflation. Reporäntan varierar jämförelsevis mycket till följd av konjunktursvängningar. De korta marknadsräntorna styrs i hög utsträckning av marknads förväntningar om styrräntans utveckling. Styrräntans förväntade utveckling bestämmer även nivån på längre räntor, men på längre löptider påverkar inflationsförväntningar och olika riskpremiers räntenivån i hög grad. Typiskt sett är löptidspremien positiv, det vill säga att långgivaren vill bli kompenserad för osäkerheten i att låna ut på en längre horisont. Löptidspremier varierar över tiden och mellan olika räntor. För att undvika problemen med löptidspremiers används här en kort ränta.

En riskfri, likvid och väl känd kort ränta är räntan på en statskuldväxel. Konjunkturinstitutet har mer specifikt valt att studera statsskuldväxlaräntan med tre månaders löptid. I tabellerna i denna rapport visas också utvecklingen av den 10-åriga statsobligationsräntan i såväl Sverige som utlandet.

VILKET INFLATIONSMÅTT ANVÄNDS FÖR ATT MÄTA DEN LÅNGSIKTIGA REALRÄNTAN?

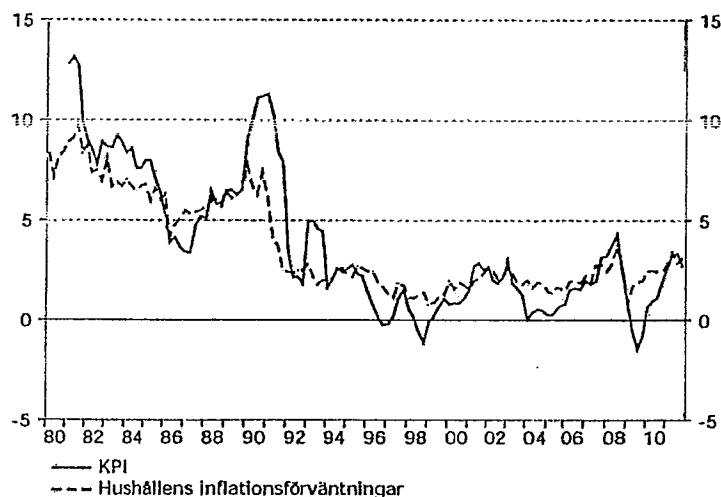
Givet att räntan på en 3-månaders statsskuldväxel ska användas, hur bör den reala räntan beräknas? Rent teoretiskt vore det då bäst att använda sig av den förväntade inflationen på tre månaders sikt.

Den förväntade inflationen kan exempelvis mätas genom enkätundersökningar. Konjunkturinstitutet har en enkätfråga sedan 1979 om hushållens inflationsförväntningar på 12 månaders sikt.⁸ Den förväntade inflationen har varit 3,7 procent i genomsnitt sedan 1980 och den faktiska har uppgått till 4,1 procent under samma period. Den faktiska inflationen har således följt den förväntade ganska väl i genomsnitt (se diagram 2 nedan). Den faktiska inflationen är därmed en god approximation för den förväntade inflationen. Dessutom kan konstateras att eftersom den ränta som

⁸ Sedan 2002 finns denna enkät på månadsfrekvens och innan dess på kvartal sedan 1979.

studeras har en löptid som uppgår endast till 3 månader är problemet med att inte använda den förväntade inflationen av ringa vikt?

Diagram 2. KPI och hushållens inflationsförväntningar
Årlig procentuell förändring respektive procent



Källor: SCB och Konjunkturinstitutet.

Som mått på den faktiska prisutvecklingen har konsumentprisindex (KPI) valts. Fördelen med att använda KPI är att det är ett brett prisindex som allmänheten känner väl till. Det beräknas och publiceras regelbundet på månadsbasis av Statistiska centralbyrån (SCB). KPI håller dessutom en god kvalitet och revideras normalt inte. Ytterligare ett skäl är att tidsserier på KPI är långa. Eftersom långa genomsnitt används för att bestämma den långsiktiga realräntan är detta en viktig egenskap.

UPPMÄTT FAKTISK REALRÄNTA

De svenska nominella räntorna var höga under 1980-talet och början av 1990-talet. Under 2000-talet har räntorna istället varit betydligt lägre än det historiska genomsnittet. Sedan 1960 har räntan på en svensk 3-månaders statskuldväxel legat på 6,5 procent (se tabell 2). För en 10-årig svensk statsobligation har räntan samma period legat på 7,7 procent.

Tabell 2. Nominella räntor

Genomsnittliga värden, procent

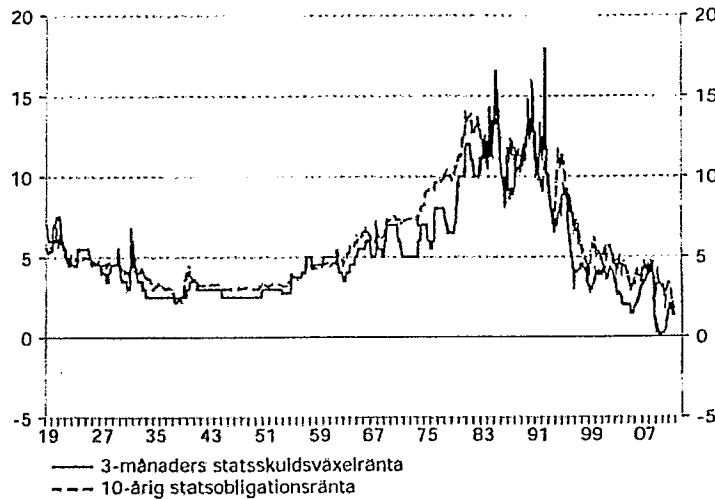
	1960- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	2010- 2011	1960- 1970- 2011	1970- 1996- 2011	1996- 2011
Svensk 3-månaders	5,1	6,4	11,0	8,0	2,9	6,5	6,5	6,8	3,0
Svensk 10-årig	6,0	7,7	8,5	12,1	8,7	7,7	7,7	7,7	4,6
Utländsk 3-månaders	4,4	7,1	8,8	5,9	3,3	6,7	6,7	6,0	3,3
Utländsk 10-årig	6,0	9,2	9,9	10,7	4,5	7,2	7,2	7,5	4,6

Anm. Utländska räntor har beräknats som oviktade medelvärden av amerikanska, tyska och brittiska räntor. Tyska 3-månaders räntan börjar i juli 1975 och den brittiska börjar i januari 1964. Genomsnittet för Sverige är beräknade för månadsvärden, noteringen för slutet av månaden. Även för tyska och brittiska räntor används noteringarna från slutet av månaden.

Källor: Riksbanken, Federal Reserve, Bank of England, Bundesbank, IMF och Konjunkturinstitutet.

⁹ Även för de i detta avsnitt angivna 10-åriga realräntorna har den faktiska inflationen används i beräkningarna.

Diagram 3. Svenska nominella räntor
Procent

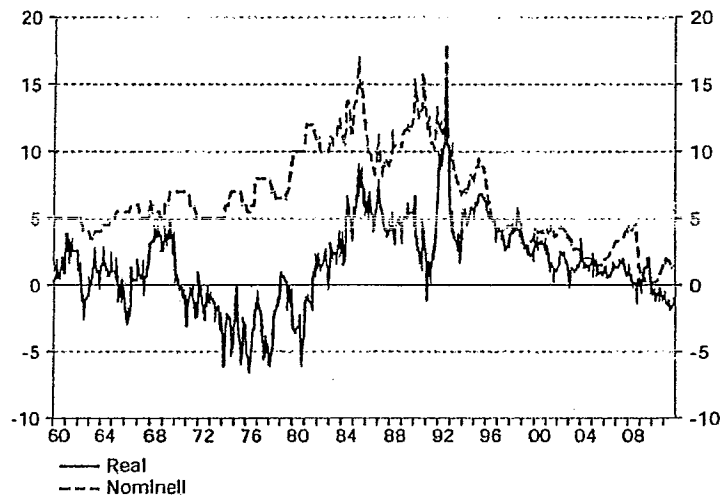


Källa: Riksbanken.

De senaste åren har räntorna fortsatt att falla (se diagram 3). År 2011 föll räntorna så att noteringen för 10-årsräntan var den lägsta sedan åtminstone 1920. Försämrade tillväxtutsikter på kort sikt i framför allt OECD-länderna och oron över hur skuldkrisen i euroområdet kommer att utvecklas samt den därtill kopplade finansiella oron i omvärlden har bidragit till fallet i svenska långräntor. Det beror bland annat på att investerare betraktar en svensk statsobligation som en säker placering. Den ökade efterfrågan på svenska statsobligationer har drivit upp priset, vilket innebär en lägre ränta. I takt med en ökad tillförsikt på de finansiella marknaderna de kommande åren bedömer Konjunkturinstitutet att de svenska långa räntorna kommer att stiga mot en långsiktig normal nivå.

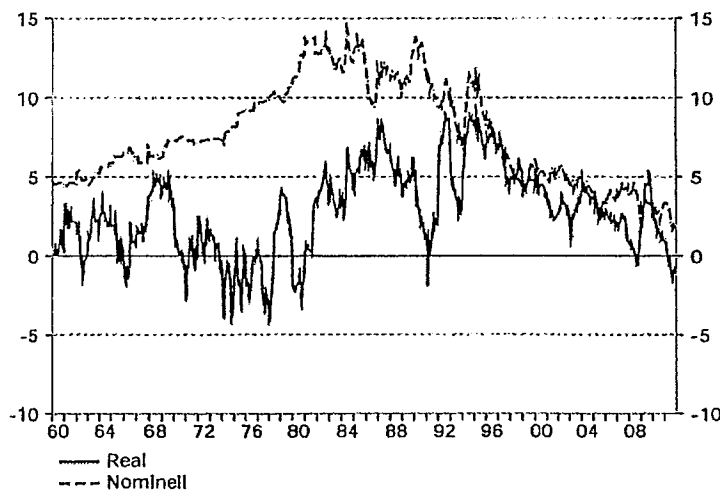
Även de internationella räntorna, både korta och långa, har fallit de senaste åren och är på historiskt låga nivåer. I tabell 2 visas den historiska nominella ränteutvecklingen i ett oviktat genomsnitt för Tyskland, Storbritannien och USA. I grova drag kan sägas att svenska räntor har rört sig ungefär som genomsnittet i dessa länder de senaste decennierna. Även för dessa länder antas räntorna stiga de kommande åren.

Diagram 4. 3-månaders statsskuldsväxelränta
Procent



Anm. Den reala räntan har beräknats som differensen mellan den nominella räntan och KPI-inflationen.
Källor: Riksbanken, SCB och Konjunkturinstitutet.

Diagram 5. 10-årig statsobligationsränta
Procent



Anm. Den reala räntan har beräknats som differensen mellan den nominella räntan och KPI-inflationen.
Källor: Riksbanken, SCB och Konjunkturinstitutet.

Tabell 3. Svenska reala räntor

Genomsnittliga värden, procent

	1960- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	1960- 2011	1970- 2011	1986- 2011
3-månaders	1,3	-2,2	3,1	4,7	1,4	1,6	1,6	1,8
10-årig	1,9	-0,1	4,2	5,4	2,8	2,8	3,0	3,3

Anm. Reala räntor har beräknats som differensen mellan den nominella statsskuldräntan respektive statsobligationsräntan och KPI-inflationen.

Källor: Riksbanken, SCB och Konjunkturinstitutet.

Måts realräntan som differensen mellan den nominella räntan och KPI-inflationen blir det uppenbart att realräntan har varierat kraftigt de senaste decennierna, såväl i Sverige som i omvärlden (se tabell 3 och 4). Sedan 1960 har den svenska korta realräntan i genomsnitt legat på 1,6 procent (se tabell 3). Riksbankens inflationsmål etablerades bland ekonomins aktörer i mitten av 1990-talet, och sedan dess har den korta realräntan i genomsnitt uppgått till 1,8 procent. De historiska genomsnitten hålls nere av de senaste årens mycket låga statsräntor. Sedan 2008 har de internationella och svenska räntorna varit nedtryckta av de stora negativa störningar som har inträffat i världsekonomin. Först var det finanskrisen i USA som inleddes med problemen med amerikanska huslån och sedan har krisen i euroområdet orsakat fortsatt kraftiga räntefall. Den svenska korta realräntan låg i genomsnitt mellan 1996 och 2008 på 2,2 procent, det vill säga om åren 2009 till 2011 rensas bort. För den 10-åriga realräntan har motsvarande genomsnitt uppgått till 2,8 procent sedan 1960, 3,0 procent sedan 1970 och 3,3 procent sedan 1996 (se tabell 3).

Tabell 4. Utländska reala räntor

Genomsnittliga värden, procent

	1960- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	1960- 2011	1970- 2011	1996- 2011
3-månaders	1,8	-1,6	3,6	3,0	1,3	1,4	1,4	1,2
10-årig	3,1	3,0	3,2	2,2	2,5	3,0	3,0	2,8

Anm. Reala räntor har beräknats som differensen mellan den nominella statskuld räntan respektive statsobligationsräntan och KPI-inflationen.

Källor: Federal Reserve, OECD, Bundesbank, IMF, Bank of England och Konjunkturinstitutet.

Svängningarna i realräntan, såväl den korta som den långa, har varit stora de senaste 50 åren. Grovt sett kan sägas att de svenska räntorna har rört sig på ungefär samma sätt som de internationella räntorna. Under 1970-talet var realräntan negativ, mycket beroende på att inflationen steg snabbt i samband med oljekriserna och räntorna hade en trögare anpassning uppåt. En orsak till denna tröga anpassning var troligen marknadsregleringarna som fanns vid denna tidpunkt. Penningpolitiken var inte heller långsiktigt hållbar eftersom den inte beaktade inflationen i tillräckligt hög utsträckning. På 1980-talet var realräntan i stället förhållandevis hög, såväl internationellt som i Sverige. Inflationen dämpades under decenniet men bristande trovärdighet och, för Sveriges del höga devalveringsriskpremier, bidrog ändå till höga realräntor under denna period. På 1990-talet inriktades penningpolitiken i ett antal länder, däribland Sverige, på att hålla inflationen låg. För Sveriges del tog det till ungefär mitten av 1990-talet innan förtroendet för den nya penningpolitiska regimen hade befasts. Då hade såväl faktisk som förväntad inflation fallit till ungefär 2 procent. Inflationen var på 1990-talet och 2000-talet betydligt lägre än under 1970 och 1980-talen. Nominella räntenivåer har också fallit sedan penningpolitiken i ett antal länder inriktats på att hålla inflationen låg. Realräntan har således fallit tillbaka sedan inflationsmålet blev trovärdigt. Sedan 2008 har, som ovan nämnts, den internationella ekonomin drabbats av ett flertal negativa chocker vilket har resulterat i mycket låga realräntor, såväl i Sverige som internationellt.

Konjunkturinstitutets bedömning av den långsiktiga realräntan

DEN LÅNGSIKTIGA REALRÄNTAN UPPSKATTAS TILL 2 PROCENT

I teorin finns ett samband mellan realräntan och den potentiella tillväxttakten. Utgår man från detta kan noteras att den genomsnittliga tillväxttakten sedan 1970 har legat på 2,2 procent för Sverige och 2,3 procent för ett oviktat genomsnitt för USA, Tyskland och Storbritannien. Detta indikerar en långsiktig kort realränta kring 2–2,5 procent, såväl i Sverige som internationellt.

För närvarande är det globala sparandet högt och förväntas vara fortsatt högt de närmaste åren, vilket medför att realräntorna i världsekonomin troligen kommer att fortsatt vara lägre än det långsiktiga genomsnittet ett antal år framåt. Det höga sparandet är ett resultat av hushålls och offentlig sektors behov att minska sin skuldsättning. Detta gäller framförallt OECD-länderna.

Konjunkturinstitutet bedömer även att sparandet i tillväxtekonomierna kommer att vara högt de närmaste åren. Till följd av bland annat en svag inhemsk finansiell infrastruktur och dåligt utbyggda välfärdssystem har många tillväxtekonomier, till exempel Kina och Indien, de senaste åren sparat en stor andel av de samlade inkomsterna. Detta har verkat för att hålla nere realräntorna i hela världen. Samtidigt har detta bidragit till att bygga upp obalanser i den globala ekonomin. För att världsekonomin ska gå en hållbar tillväxt till mötes förutsätts att dessa obalanser minskar. Det förutsätter i sin tur att många tillväxtekonomier minskar sitt sparande. Konjunkturinstitutet antar att världsekonomin långsiktigt går mot en sådan utveckling. Då det tar tid att bygga upp den infrastruktur som krävs för att sparandet ska minska tar denna anpassning sannolikt tid varför sparandet i tillväxtekonomierna de närmaste åren kommer att bidra till att fortsatt hålla nere realräntorna.

Sammanfattningsvis bidrar alltså den internationella utvecklingen till att hålla nere realräntorna de kommande åren. Men då skuldsättningen minskat till hållbara nivåer i OECD-länderna och hushåll samt företag i tillväxtländerna givits förutsättningar att minska sitt sparande går de globala räntorna mot sin långsiktiga nivå.

Inhemska förhållanden pekar också mot en realränta kring 2 procent. Konjunkturinstitutets prognos är att den svenska ekonomin växer med drygt 2 procent i genomsnitt fram till 2020. Detta baseras på uppfattningen om den potentiella tillväxttakten i den svenska ekonomin vilken också uppgår till drygt 2 procent under den perioden. Givet sambandet mellan realränta och tillväxt indikerar detta en kort svensk realränta kring drygt 2 procent fram till 2020.

Den genomsnittliga korta realräntan, differensen mellan 3-månaders statsskuldväxelränta och KPI-inflationen, har legat på 1,6 procent sedan 1960. Sedan mitten av 1990-talet, då Riksbanken uppnått trovärdighet för inflationsmålet, har den korta realräntan legat på 1,8 procent. Från 2008 har världsekonomin drabbats av stora störningar vilket har drivit räntorna till exceptionellt låga nivåer, såväl i Sverige som internationellt. I USA är lågkonjunkturen den djupaste sedan depressionen på 1930-talet och även Europa har drabbats hårt i samband med skuldkrisen. Detta medför att åren efter 2008 drar ner det historiska genomsnittet för en kort realränta. Eftersom denna period speglar en konjunkturrell avvikelse som på lång sikt jämnas ut till följd av tider med högkonjunktur är det rimligt att exkludera åren efter 2008 i en analys av det långsiktiga ränteläget. Konjunkturinstitutet bedömer att ett genomsnitt för åren 1996–2008 ger den bästa indikationen på den framtida långsiktiga realräntan. Under de åren var realräntan 2,2 procent i genomsnitt.

Sammantaget gör Konjunkturinstitutet, utifrån historisk BNP-tillväxt, den historiska realräntnivån och framåtblickande prognoser på dessa, bedömningen att den långsiktiga korta riskfria realräntan i ekonomin ligger på 2 procent.

DEN LÅNGSIKTIGA REALRÄNTAN OCH AVGÄLDSRÄNTAN

Avgäldsräntan ska vara knuten till den långsiktiga realräntan. Konjunkturinstitutet har i denna rapport gjort en bedömning av nivån på den långsiktiga realräntan och uppskattat den till 2 procent. Denna bedömning bygger bland annat på att den historiska nivån på differensen mellan statskuldsväxelräntan och KPI-inflationen. Det är enligt Konjunkturinstitutets uppfattning även en bra metod att använda om man inte skriver in 2 procent som numeriskt värde för avgäldsräntan i lagen.¹⁰ Konjunkturinstitutet vill dock mot bakgrund av avgäldsräntans användning för bestämning av avgälden betona två brister med att använda statskuldsväxelräntan och KPI-inflationen som mått i dessa sammanhang.

Markvärdesstegring talar för en lägre realränta

Konjunkturinstitutet förordar att KPI ska användas för att beräkna realräntan. Det är dock viktigt att komma ihåg att avgäldsräntan avser räntan på ett markarrende. Värdet på marken kommer sannolikt att avvika från hur KPI utvecklas. Prisbestämning av markvärdet är dock komplext. Mark kan till exempel inte fritt exploateras för bostadsändamål eftersom kommunerna har bestämmanderätt enligt Plan- och bygglagen.

En grund för en bedömning av markvärdesutvecklingen kan vara Konjunkturinstitutets antagande att hushållen på längre sikt avsätter en konstant andel av sina disponibla inkomster för boende.¹¹ Hushållens nominella disponibla inkomster (per capita) antas i ett långsiktigt perspektiv stiga med 3,8 procent.¹² Till följd av att ökningstakten i priset på insatsfaktorer för byggandet av hus bedöms vara lägre stiger priset på småhus och fritidshus på lång sikt med 3,2 procent per år. Någon definitiv bestämning av markvärdets ökningstakt har Konjunkturinstitutet inte gjort. Det är dock rimligt att anta att markvärdets ökningstakt är högre än 3,2 procent per år eftersom markvärdet inte i lika hög utsträckning beror av priset på insatsfaktorer på byggande. Samtidigt är tillgången på mark inte någon större begränsning i vissa kommuner. I genomsnitt bör därför ökningstakten vara lägre än 3,8 procent per år. Sammantaget gör Konjunkturinstitutet bedömningen att markvärdet på lång sikt har en ökningstakt på mellan 3,2 och 3,8 procent.

KPI förväntas stiga med 2 procent, i linje med Riksbankens inflationsmål. Ökningstakten i markvärdet kan därmed antas vara högre än KPI-inflationen på lång sikt. Realräntan blir därmed lägre om markvärdesinflationen istället för KPI-inflationen avräknas från den nominella räntan. Detta skulle tala för en lägre avgälds-ränta än den Konjunkturinstitutet beräknat ovan.

Längre löptider på kommunernas skulder talar för en högre realränta

Kommunens alternativ till att arrendera ut marken i form av en tomträtt är att sälja den. Ett sätt att använda intäkterna är då att betala av på de skulder som kommunen

¹⁰ Det är dock viktigt att man i ett sådant fall använder sig av långa historiska genomsnitt för statskuldsväxelräntan och KPI-inflation för att undvika att konjunkturrella avvikelser får alltför stor inverkan på avgäldsräntan.

¹¹ Se Markowski m. fl. (2011).

¹² Denna ökningstakt härleds i sin tur från antagandet om ökningstakten i förädlingsvärdet i näringslivet i löpande pris.

har Kommunernas skulder löper dock i genomsnitt längre än 3 månader (vilket är löptiden på den nominella ränta som Konjunkturinstitutet ovan använt som grund för att beräkna den långsiktiga realräntan).¹³ Eftersom löptidspremier generellt är positiva är det, allt annat lika, en bättre affär för kommunen att sälja marken och betala av delar av sina skulder, än att arrendera ut den. Detta talar för en högre avgäldsränta än den Konjunkturinstitutet beräknat ovan.

Den sammantagna effekten är svår att bedöma

Markpriser som stiger snabbare än KPI talar för en lägre avgäldsränta medan löptider på kommunernas skuld som är längre än tre månader talar för en högre ränta.

Om någon effekt dominerar, och i sådana fall vilken, är svårt att bedöma. Konjunkturinstitutet väljer därför att, utöver att notera dessa två motverkande faktorer, kvarstå vid bedömningen om en långsiktig realränta som grund för avgäldsräntan på 2 procent.

Appendix

FISHER-EKVATIONEN FÖR BESTÄMNING AV REALRÄNTAN

Ett vanligt sätt att beräkna realräntan är att använda den så kallade Fisher-ekvationen, vilken gör det möjligt att estimerar ungefärliga realräntor när det inte finns lämpliga marknadsnoteringar för realräntan. I Fisher-ekvationen är den nominella räntan lika med den reala räntan plus ett tillägg för den förväntade inflationen enligt:

$$(1) \quad I_t = r_t + E_t P_{t+1},$$

där I_t är den nominella räntan i period t med löptid på till exempel 1 år. r_t betecknar motsvarande realränta och $E_t P_{t+1}$ betecknar den vid tidpunkten t förväntade inflationstakten mellan tidpunkten t och $t + 1$. Ofta lägger man också till en inflationsriskpremie q_t i detta samband, det vill säga den extra realavkastning som investerarna begär för att hålla en nominell obligation:

$$(2) \quad I_t = r_t + E_t P_{t+1} + q_t.$$

Skriver man om denna ekvation i termer av realräntan får man att den reala räntan är lika med nominell ränta minus förväntad inflation och minus inflationsriskpremien (om den läggs till):

$$(3) \quad r_t = I_t - E_t P_{t+1} - q_t.$$

ÖPPEN RÄNTEPARITET

Till följd av fri rörlighet av kapital mellan länder är räntenivån i en liten öppen ekonomi som den svenska beroende av globala räntor. Via det teoretiska sambandet som kallas öppen ränteparitet kopplas räntorna samman via förväntad förändring i växelkursen enligt:

$$(4) \quad I_t = I_t^* + E(vk) - p_t,$$

¹³ Baserat på löptiden på företagets utlåningsstock och den information som finns om kommunernas övriga upplåning, inklusive den som sker i eget namn på kapitelmarknaden via certifikat och obligationer, bedömer Kommuninvest att den genomsnittliga kapitalbindningstiden i kommunsektor är åtminstone två år i dagstaget.

där I_t^* är den utländska nominalräntan, $E(vk)$ är den förväntade deprecieringstakten och p_t är växelkursriskpremien. Den förväntade deprecieringstakten är lika med räntedifferensen mot utlandet med hänsyn tagen till riskpremier.

TABELLER

Tabell A1. Real BNP i valda länder

Genomsnittlig årlig procentuell förändring

	1960- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	1960- 2011	1970- 2011
USA	4,5	3,3	3,1	3,2	1,7	3,1	2,8
Tyskland	4,3	3,1	1,9	2,1	0,9	2,5	2,0
Storbritannien	3,2	2,4	2,5	2,3	2,0	2,4	2,2

Källor: Bureau of Economic Analysis, Office for National Statistics, OECD, Riksbanken och Konjunkturinstitutet.

Tabell A2. Amerikanska nominella räntor

Genomsnittliga värden, procent

	1960- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	1960- 2011	1966- 2011
3-månaders	4,0	6,3	8,8	4,9	2,7	5,1	2,9
10-årig	4,7	7,5	10,6	6,7	4,5	6,6	4,6

Källor: Federal Reserve och Konjunkturinstitutet.

Tabell A3. Tyska nominella räntor

Genomsnittliga värden, procent

	1960- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	1960- 2011	1966- 2011
3-månaders		4,8 ¹	6,0	5,3	2,8	4,5 ¹	2,6
10-årig	6,6	8,2	7,7	6,7	4,3	6,6	4,4

¹ Från 1975.

Källor: Bundesbank, IMF och Konjunkturinstitutet.

Tabell A3. Brittiska nominella räntor

Genomsnittliga värden, procent

	1960- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	1960- 2011	1966- 2011
3-månaders	6,2 ¹	9,1	11,5	7,6	4,3	7,6 ¹	4,3
10-årig	6,6	12,0	11,4	8,0	4,7	8,3	4,9

¹ Från 1964.

Källor: Bank of England och Konjunkturinstitutet.

Tabell A4. Amerikanska reala räntor

Genomsnittliga värden, procent

	1961- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	1961- 2011	1966- 2011
3-månaders	1,7	-0,8	3,3	1,8	0,1	1,1	0,4
10-årig	2,3	0,4	5,0	3,7	1,9	2,6	2,2

Anm. Reala räntor har beräknats som differensen mellan den nominella statsskuldaväxlaräntan respektive statsobligationsräntan och KPI-inflationen.

Källor: Federal Reserve, OECD och Konjunkturinstitutet.

Tabell A5. Brittiska reala räntor

Genomsnittliga värden, procent

	1961- 1969	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	1961- 2011	1996- 2011
3-månaders	2,1 ¹	-3,5	4,4	4,3	2,4	1,7 ¹	2,2
10-årig	2,9	-0,7	4,3	4,7	2,8	2,7	2,8

Anm. Reala räntor har beräknats som differensen mellan den nominella statsskuldsräntan respektive statsobligationsräntan och KPI-inflationen.

¹ Från 1964.

Källor: Bank of England, OECD och Konjunkturinstitutet.

Tabell A5. Tyska reala räntor

Genomsnittliga värden, procent

	1961- 1989	1970- 1979	1980- 1989	1990- 1999	2000- 2009	1961- 2011	1996- 2011
3-månaders		0,9 ¹	3,1	2,8	1,2	2,0 ¹	1,1
10-årig		3,3	4,8	4,2	2,7	3,7	2,9

Anm. Reala räntor har beräknats som differensen mellan den nominella statsskuldsräntan respektive statsobligationsräntan och KPI-inflationen.

¹ Från 1975.

Källor: Bundesbank, IMF, OECD och Konjunkturinstitutet.

Referenser

Burda och Wyplosz (2005), *Macroeconomics*, 4th ed., Oxford.

Markowski, Nilsson och Widén (2011), *Strukturell utveckling av arbetskostnad och priser i den svenska ekonomin*, Konjunkturinstitutet WP 106.

Riksbanken (2000), *Begreppet real långsiktig realränta*, Inflationsrapport 2000:3.

Riksbanken (2006a), *Osäkerhet om den framtida ränteutvecklingen*, Fördjupning, Inflationsrapport 2006:1.

Riksbanken (2006b), *Vad är en normal nivå på reporäntan?*, Fördjupning, Inflationsrapport 2006:2.

Riksbanken (2010), *Vad är en normal reporänta?*, Fördjupning, Penningspolitisk rapport, februari 2010.