

Vad driver den globala trenden mot lägre realräntor?

Henrik Lundvall*

Författaren är verksam vid Riksbankens avdelning för penningpolitik.

Under de senaste decennierna har realräntorna sjunkit avsevärt i nästan alla utvecklade ekonomier och i många tillväxtekonomier. Nedgången gäller räntor på lån med både kort och lång löptid. Många studier finner att strukturella förändringar kan förklara varför realräntorna har sjunkit trendmässigt runt om i världen. Sådana förändringar rör exempelvis befolkningens ålder och förväntade livslängd, ekonomins potentiella tillväxttakt och de premier som investerare är beredda att betala för tillgångar som anses vara säkra. Dessutom har Kina och flera andra tillväxtekonomier integrerats allt mer i den globala ekonomin, och har under lång tid haft ett påfallande högt sparande. Alla dessa strukturella förändringar kan påverka realräntorna. Men det råder oenighet om vilka av dem som verkligen är kvantitativt betydelsefulla för räntebildningen. Ekonomisk teori förutsäger exempelvis ett positivt samband mellan realräntor och potentiell tillväxttakt, men flera empiriska studier finner att sambandet är svagt. Då finns överlag ett starkare stöd för hypotesen att realräntorna har påverkats av demografiska förändringar och av ett högt sparande i Asien.

1 Introduktion

I januari 2020 kunde såväl USA:s federala regering som amerikanska hushåll och företag ta upp lån till räntor som var ungefär 6 procentenheter lägre än de räntor som rådde i januari 1990. Skillnaden indikerar att det under de senaste tre decennierna blivit betydligt billigare att låna och att avkastningen på sparande i motsvarande grad har sjunkit. Men för att jämförelsen ska bli rättvisande måste man också ta hänsyn till att inflationen i USA var högre 1990 än den är idag. Den allmänna prisnivån ökar ju över tid och den som ska låna ut en summa pengar måste därför räkna med att samma summa, när den återbetalas, har tappat i värde. *Realräntan*, som är ungefär lika med räntan minus den genomsnittliga inflationen under lånets löptid, är därför ett bättre mått på lånekostnaden, om man vill göra jämförelser över tid. I januari 1990 var den årliga ökningstakten i USA:s konsumentprisindex, KPI, drygt 5 procent, att jämföra med 2,5 procent i januari i år. Den reala räntan hade då sjunkit med ungefär 3,5 procentenheter, mindre än den nominella räntan, men ändå en avsevärd minskning.

* Jesper Hansson, Caroline Jungner, Marianne Nessén, Åsa Olli Segendorf, Ulf Söderström och Anders Vredin har bidragit med värdefulla kommentarer. Marco Del Negro, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni och Andrea Tambalotti har välvilligt delat med sig av sina resultat. Detsamma gäller James D. Hamilton, Ethan S. Harris, Jan Hatzius och Kenneth D. West. Författaren vill även tacka Jesper Lindé, Conny Olovsson, Karl Walentin och Andreas Westermark för deras kommentarer på ett tidigt utkast till denna artikel, samt deltagare vid ett internt seminarium som hölls på Riksbanken i september 2019. De synpunkter som framförs i artikeln speglar författarens egen uppfattning och ska inte tas som uttryck för Riksbankens syn.

Denna artikel skrevs innan coronapandemin bröt ut. Pandemins potentiella effekter på räntebildningen har därför inte beaktats. Men den globala trend mot lägre realräntor som observerats de senaste decennierna påverkar de rådande förutsättningarna för att bedriva en verkningfull ekonomisk politik och kommer sannolikt vara viktig även framöver.

I länder med inflationsmål är det normalt att centralbanken höjer styrräntan under högkonjunkturer för att undvika att ekonomin överhettas och att inflationen blir för hög. På motsvarande sätt brukar man sänka styrräntan i lågkonjunkturer för att stimulera efterfrågan och för att undvika att inflationen sjunker för lågt under inflationsmålet. Under de senaste 30 åren har den amerikanska styrräntan också höjts och sänkts i takt med förändringar i konjunktur- och inflationsutsikterna, ungefär så som man kunde förvänta sig. Men samtidigt har realräntan – oberoende av konjunkturen – uppvisat en nedåtgående trend, så att den genomsnittliga realräntan över en konjunkturcykel successivt har blivit lägre. Denna utveckling är inte specifik för USA: liknande gradvisa nedgångar i realräntorna har skett i nästan alla utvecklade ekonomier och i många tillväxt- och utvecklingsländer. Idag är realräntor och i många fall även nominella räntor negativa, så att låntagare får betalt för att låna pengar.

Syftet med denna artikel är att ge en översikt över och kritiskt diskutera delar av den litteratur som analyserar globala trender i realräntor. Fokus är på troliga förklaringar till den negativa trend som har pågått i ett par decennier och som anses bidra kraftigt till dagens låga ränteläge. Hur kan det komma sig att många stater och företag i dag får betalt för att låna pengar och att många hushåll samtidigt är beredda att spara en betydande andel av sina inkomster trots att realräntan är negativ?

Enligt ekonomisk teori påverkas realräntan av både långsiktiga, strukturella förändringar och av konjunkturella störningar. Ett exempel på strukturella förändringar som påverkar realräntan, och som vi kommer att diskutera i denna artikel, är förskjutningar i befolkningens ålderssammansättning. Sådana demografiska processer pågår ofta under flera decennier och de kan ge upphov till långsamt verkande trender i realräntan. Men även konjunkturella störningar har alltså effekter på realräntan. Den viktigaste kanalen för dessa effekter är ofta centralbankens beslut om styrräntan och förväntningar på räntemarknaderna om framtida styrräntebeslut. Vi nämnde tidigare att en centralbank som bedriver inflationsmålspolitik normalt reagerar på förändringar i konjunkturuksikterna genom att höja eller sänka sin styrränta. När detta sker påverkas för det mesta även realräntan på marknaden för lån med kort löptid. Detta beror dels på att de nominella räntorna på kortfristig upplåning brukar följa centralbankens styrränta ganska nära. Men det beror också på att både inflationen och inflationsförväntningarna tenderar att vara mer trögrörliga än de nominella räntorna. Eftersom realräntan är ungefär lika med den nominella räntan minus inflationen blir följden att centralbanken, då den via styrräntan reagerar på förändringar i konjunkturen, även påverkar realräntan. Även om konjunkturella förlopp för det mesta är mindre långlivade än exempelvis demografiska förändringar, så kan det trots allt ta ganska många år innan konjunkturella störningar helt klingar av.

Att realräntor påverkas av konjunkturstörningar gör att det är svårt att exakt urskilja vilka förändringar i realräntan som bör hänföras till trend och vad som utgör konjunkturellt betingade rörelser. Ibland drabbas världsekonomin dessutom av ovanligt kraftiga och långvariga lågkonjunkturer och effekterna på realräntan kan då bli både stora och förhållandevis långvariga. Ett aktuellt exempel är perioden från mitten av 2000-talet och framåt, då världsekonomin drabbades av två ovanligt kraftiga störningar: den globala finanskrisen, med den efterföljande, djupa lågkonjunkturen 2009–2010, och den europeiska skuldskrisen 2010–2012. I samband med dessa båda kriser sänkte många centralbanker räntorna ovanligt mycket. Flera av dem började dessutom att köpa obligationer på andrahandsmarknaderna för att pressa ner marknadsräntorna ytterligare. Efter tidigare finansiella kriser har återhämtningen i flera fall gått långsamt och det har tagit många år innan resursutnyttjandet i de värst drabbade ekonomierna återgått till en normal nivå. Därför är det särskilt vanskligt att avgöra vad som utgör en normal nivå för styrräntan i olika länder i dagsläget och hur trenden i den globala realräntan har utvecklats sedan mitten av 2000-talet. I artikelns första avsnitt diskuteras därför resultaten från några olika studier som skattat globala trender i realräntor.

Därefter presenteras en enkel tankeram för de olika strukturella faktorer som kan förklara den globala, negativa trenden. Tankeramen, som har använts i andra översiktsartiklar, är i första hand ett hjälpmedel för att skapa överblick över olika mekanismer, och vilka effekter de troligen har på realräntor, sparkvoter och investeringsnivåer.

I de följande avsnitten diskuteras fyra olika faktorer som lyfts fram i litteraturen som viktiga strukturella drivkrafter bakom dagens låga ränteläge:

- låga långsiktiga tillväxtutsikter
- demografiska förändringar
- högt sparande i asiatiska tillväxtekonomier
- en uppgång i de premier som investerare är villiga att betala för säkra tillgångar

Denna lista är inte uttömmande. Flera andra strukturella faktorer har förts fram som möjliga förklaringar till den negativa trenden i realräntor. Urvalet som har gjorts här baseras i första hand på olika bedömningar och skattningar av de faktorer som kvantitativt har varit viktigast för utvecklingen de senaste decennierna.¹ Artikeln avslutas med en sammanfattande diskussion.

Resultaten från tre olika skattningar tyder på att det, under de senaste decennierna, skett en global, trendmässig nedgång i realräntor med mellan två och tre procentenheter. Men det finns en betydande osäkerhet i dessa skattningar. De olika studierna kommer också till olika resultat, både i frågan om hur stor nedgången är och när exakt den startade. De indikerar däremot alla att den globala räntans trendnivå under senare år har legat nära noll.

Enligt makroekonomiska standardmodeller finns det ett nära samband mellan ett lands realränta och ekonomins tillväxttakt. Flera empiriska studier visar dock på ett svagt eller obefintligt samband mellan trendmässiga förändringar i de båda variablerna. Det finns förvisso skäl att tolka dessa resultat med försiktighet. Det datamaterial som kan användas för att studera långsamt verkande, globala trender är av naturliga skäl ganska litet.

Både ekonomisk teori och samband i data pekar däremot på att demografiska förändringar har betydelse för realräntorna, exempelvis förskjutningar i befolkningens ålderssammansättning. Mekanismerna bakom dessa samband är visserligen komplexa. Men överlag finns det ett jämförelsevis starkt empiriskt stöd för att det existerar ett samband mellan trender i realräntor och befolkningens ålderssammansättning samt utbudet av arbetskraft.

Analyser av bytesbalansen i olika länder pekar ganska tydligt mot att det också finns ett samband mellan sjunkande realräntor i västvärlden och det anmärkningsvärt höga sparandet i Kina och andra asiatiska tillväxtekonomier från 1990-talets slut och framåt. Asiens export av sparande till väst kan förklara varför sparandet har sjunkit i flera utvecklade ekonomier samtidigt som realräntorna har sjunkit världen över.

En ytterligare faktor, som förmodligen har bidragit till att pressa ned realräntorna, är en ökning i premierna på sådana tillgångar som betraktas som säkra. Högre premier på säkra tillgångar, exempelvis statsobligationer, innebär att räntorna på dessa obligationer blir lägre. Men ökningen får också till följd att avkastningen på mer riskfyllda tillgångar, exempelvis aktier, sjunker mindre än nedgången i statslåneräntor.

¹ Exempel på andra faktorer som förts fram i litteraturen är fallande relativpris på investeringsvaror, en ojämnare inkomstfördelning bland hushållen och lägre offentliga investeringar. Rachel och Smith (2015) och Bean m.fl. (2015) tillhandahåller icke-tekniska översikter över litteraturen. Rachels och Smiths ursprungliga studie publicerades som ett working paper av Bank of England 2015 och en kortare version publicerades två år senare (Rachel och Smith, 2017). Lunsford och West (2019) använder ett omfattande datamaterial och långa, historiska tidsserier för att undersöka graden av samvariation i data mellan å ena sidan realräntan i USA och å andra sidan ett stort antal variabler som i litteraturen har kopplats till de senaste decenniernas trend mot lägre räntor. Resultaten från denna studie ger svagt stöd för hypotesen om en koppling mellan trendmässiga förändringar i realräntan och trendmässiga förändringar i relativpriset på investeringsvaror. Studien indikerar också att det endast finns svagt stöd för hypotesen om en koppling mellan realräntan och mått på ojämlikhet i inkomstfördelningen.

2 Data och skattningar av trender

Räntor på statskuldväxlar och statsobligationer är i dag betydligt lägre i de flesta utvecklade länder än de var i början på 1990-talet. I många länder handlar det om nedgångar på 10–15 procentenheter. En stor del av denna nedgång i nominella räntor förklaras av den övergång från hög- till låginflationsregimer som skedde på 1980- och 1990-talen. Men avkastningen på lån har alltså sjunkit även om man justerar för förväntad eller faktisk inflation. Realräntor är i dag betydligt lägre än för 30 år sedan i så gott som alla utvecklade ekonomier, och detsamma gäller många tillväxtekonomier. Den genomsnittliga (BNP-viktade) nedgången är dock mindre i tillväxtekonomier. Spridningen i realräntor är också större mellan länder i denna grupp än mellan utvecklade ekonomier. Även hushåll och företag möter i dag betydligt lägre realräntor än de gjorde för 30 år sedan, även om realräntorna i allmänhet har gått ner mindre än statslåneräntorna.²

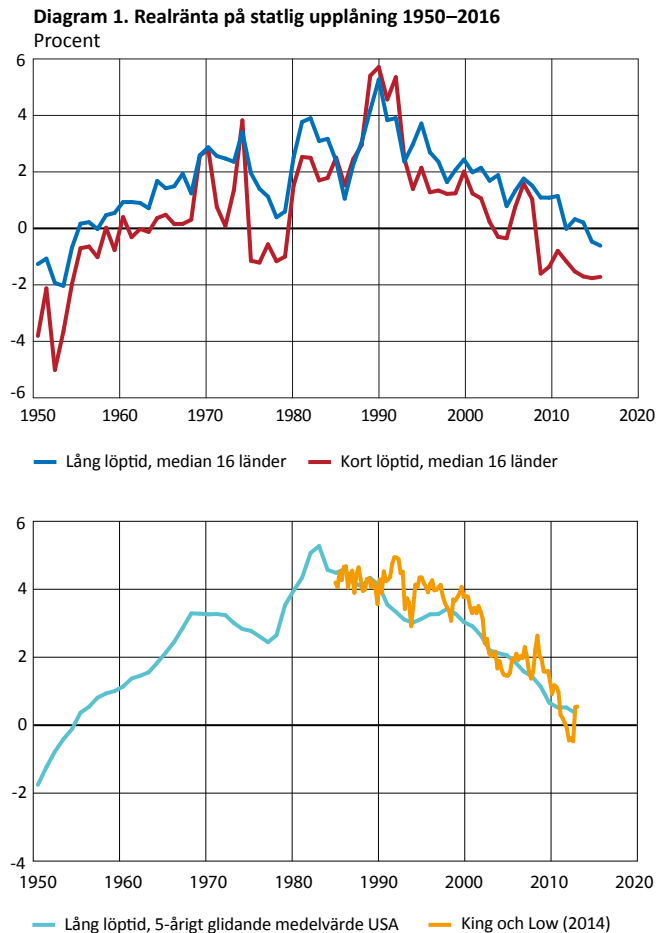
I den övre delen i Diagram 1 visas medianen av realräntan på statlig upplåning med kort löptid (motsvarande statskuldväxlar) respektive på statsobligationer med lång löptid i 16 utvecklade länder. Realräntan är beräknad som skillnaden mellan den nominella avkastningen på respektive skuldebrev minus den förväntade inflationen mätt med BNP-deflatorn.³ Vi kan se ett mönster i diagrammet där realräntorna först stiger trendmässigt decennierna efter andra världskriget och fram till början av 1990-talet. Därefter sjunker de under perioden från 1990-talet och framåt. Enligt dessa båda mått har den globala realräntan på statlig upplåning sjunkit med mellan 6 och 7,5 procentenheter sedan 1990.

Exakt när trenden vänder från att stiga till att sjunka varierar mellan olika länder och olika metoder att beräkna realräntor. Därför finns det skäl att beakta flera olika mått från olika länder och grupper av länder, om man vill skaffa sig en så rättvisande bild av utvecklingen som möjligt. I den undre delen i Diagram 1 visar den turkosa linjen ett femårigt, centrerat glidande medelvärde över realräntan på amerikanska statsobligationer med lång löptid. Där kan man se att realräntan i USA nådde sin högsta nivå redan i början på 1980-talet. Denna toppnotering sammanfaller med att den amerikanska centralbanken stramade åt penningpolitiken för att bekämpa de höga prisökningstakter som etablerats under 1970-talet. Därefter började realräntan i USA gradvis att sjunka och nedgången fortsatte under resten av den period som omfattas i diagrammet.

King och Low (2014) redovisar ett mått på den globala realräntan som är intressant av ett par olika anledningar. För det första använder de data från handel med inflationsindexerade (reala) statsobligationer och de kan därför beräkna ett mått på den förväntade inflationen hos de investerare som handlar med obligationerna. För det andra använder King och Low (2014) endast data från länder med hög kreditvärdighet och de vill lägga sig om att beräkna mått på realräntan som är jämförbara länderna emellan. King och Lows (2014) mått på den globala realräntan visas som den orangea linjen i den undre panelen i Diagram 1. Där kan vi se att nedgången i den globala realräntan är mindre än i de mått som baseras på gruppen av 16 länder, som visas i den övre panelen. Diagrammet visar också att en tydlig nedgång i den globala realräntan, enligt detta sätt att räkna, började först i slutet av 1990-talet eller början av 2000-talet, mer än tio år efter att realräntorna i USA börjat vända nedåt. Enligt King och Lows (2014) beräkningar har den globala realräntan sjunkit från en nivå kring 4 procent i mitten av 1990-talet till en nivå runt noll 2013.

² Se Rachel och Smith 2015, avsnitten A och D6.

³ I Diagram 1 visas fyra olika mått på realräntor i utvecklade ekonomier. Tre av dessa mått (blå, röd och turkos linje) har beräknats utifrån data på nominalräntor och inflation i 16 länder som hämtats från Jordà m.fl. (2019). Som mått på förväntad inflation används i alla tre fallen ett genomsnitt av en prognos från en enkel autoregressiv modell, AR(1), och inflationen under de 5 föregående åren. Parametrarna i AR(1)-modellen skattas separat för varje land och år i stickprovet. King och Low (2014) använder priser på inflationsindexerade statsobligationer i Frankrike, Japan, Kanada, Storbritannien, Tyskland och USA för att beräkna ett mått på en global realränta.

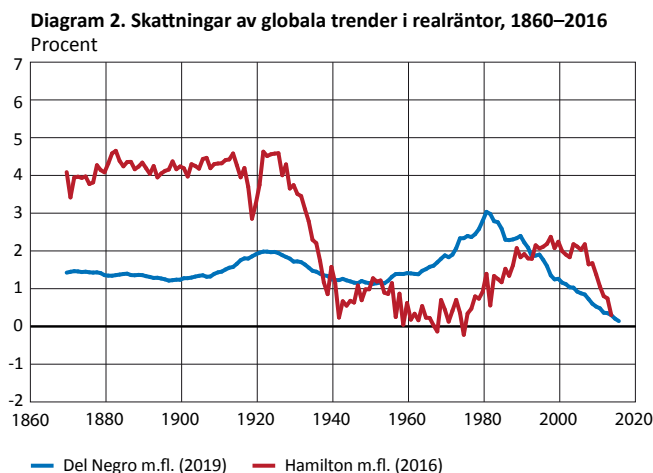


Anm. För en förklaring av de olika mått på realräntor som visas i diagrammet, se löptexten och fotnot 3. Data i den undre delen av figuren sträcker sig till och med 2013.
Källor: Jordà m.fl. (2019), King och Low (2014) och egna beräkningar

Beroende på val av beräkningsmetod och stickprov av länder kan man alltså komma till ganska olika slutsatser vad gäller storleken på nedgången i realräntor. De olika mått som diskuterats här indikerar en nedgång sedan 1990 på mellan 4 och 7,5 procentenheter i den realränta som stater betalar för sin upplåning.

2.1 Hur stor är den globala trendmässiga nedgången?

I det förra avsnittet såg vi att nedgången i realräntor låg mellan 4 och 7,5 procentenheter beroende på val av beräkningsmetod och stickprov av länder. Men hur stor andel av denna nedgång utgör en trendmässig förändring i realräntor och hur mycket kan hänföras till mindre varaktiga eller konjunkturella faktorer? Under de senaste 15 åren har det publicerats ett stort antal studier som med olika metoder skattar trend- eller jämviktsnivåer för realräntor. De flesta fokuserar på enskilda länder eller grupper av länder, där jämviktsnivån i varje enskilt land skattas oberoende av utvecklingen i andra länder. Här fokuserar vi istället på tre studier som skattar en global trend eller en global tidsvarierande jämviktsnivå.



Anm. Blå linje visar skattningen av den globala trenden i realräntor i Del Negro m.fl. (2019) och röd linje visar skattningen av den globala, långsiktiga realräntan enligt Hamilton m.fl. (2016).

Källor: Hamilton m.fl. (2016) och Del Negro m.fl. (2019)

Tre olika typer av metoder dominerar litteraturen om trender och jämviktsnivåer för realräntor.⁴ Den första använder jämförelsevis enkla, statistiska modeller för att skilja på trender och på mer konjunkturella eller tillfälliga förändringar i realräntan. Här handlar det i de flesta fall om univariata statistiska modeller, där endast en enskild tidsserie över realräntan används som mätdata. Eftersom det handlar om univariata modeller kan dessa metoder, strängt taget, endast användas för att skatta trender för ett land i taget. Hamilton m.fl. (2016) använder denna typ av metod, tillsammans med långa, historiska dataserier från 17 olika utvecklade ekonomier, för att skatta 17 landspecifika trender för realräntan på lån med kort löptid. I flera fall sträcker sig data och de skattade trenderna ända tillbaka till 1860-talet. För vart och ett av åren i stickproven beräknar författarna sedan medianen av trendnivån i de olika länderna och använder den som ett mått på en global trendnivå. Resultatet, som visas som röd linje i Diagram 2, indikerar att den senaste globala trenden mot lägre realräntor startade först i samband med finanskrisens utbrott 2007. Enligt skattningen sjunker trendnivån från strax över 2 procent 2007 till mellan 0 och 0,5 procent 2014.

En möjlig invändning mot trendskattningen i Hamilton m.fl. (2016) är att deras metod inte uttryckligen tar hänsyn till att räntan i ett enskilt land kan påverkas av räntorna i andra länder. Skattningen utförs ju i detta fall för ett land i taget. Del Negro m.fl. (2019) använder en i detta avseende mer avancerad metod och skattar simultant trender för sju olika länder. De använder bland annat data på nominella räntor med olika löptider tillsammans med inflationsdata från vart och ett av länderna. Till skillnad från den enklare trendskattningen som Hamilton m.fl. (2016) gör använder Del Negro m.fl. (2019) dessutom vissa enkla ekonomiska samband om icke-arbitrage mellan tillgångar utställda i olika valutor när de motiverar sin modellspecifikation. Denna studie är ett exempel på den andra av de tre typer av metoder som nämndes tidigare: här utnyttjas information från räntor med olika löptid tillsammans för att skatta en eller flera gemensamma trender och uppdelningen mellan trend och cykel bestäms i viss utsträckning av samband som härleds från ekonomisk teori. Den blå linjen i Diagram 2 visar den globala trend för realräntor som skattats av Del Negro m.fl. (2019). Den skiljer sig i flera viktiga avseenden från den trend Hamilton m.fl. (2016) skattat. Exempelvis uppvisar trenden från Del Negro m.fl. (2019) mindre variation över tid, samtidigt som den senaste negativa trenden startar tidigare. Ett annat anmärkningsvärt resultat är att dagens låga trendnivå är den lägsta under hela perioden, som sträcker sig från andra halvan av 1800-talet och fram till 2016. Mellan åren 1981 och 2016 sjunker trendnivån från tre procent till nära noll.

⁴ Diskussionen i detta avsnitt baseras delvis på Kiley (2019).

En viktig skillnad mellan skattningen i Hamilton m.fl. (2016) och den i Del Negro m.fl. (2019) är alltså att den senare studien utgår från att räntemarknaderna i olika länder är sammankopplade och att det finns en global, gemensam trend för realräntan. Det framstår som en högst rimlig utgångspunkt för att beskriva dagens internationellt integrerade kapitalmarknader, där tillgångar kan flyttas snabbt och till låg kostnad mellan olika länder och valutaområden. Är denna skillnad ett argument för att lita mer på skattningen av Del Negro m.fl. (2019) än den av Hamilton m.fl. (2016)?

Svaret är inte uppenbart. Anledningen är att graden av internationell, ekonomisk integration har varierat kraftigt under den långa period som undersöks i de båda studierna. Förenklat kan man säga att kapitalmarknaderna i världens utvecklade ekonomier var djupt integrerade under 1800-talets sista decennier och fram till första världskrigets utbrott. Under denna period använde de ledande industriländerna guldmyntfoten som bas för sitt penningväsende. Guldmyntfoten innebar en ordning med fasta växelkurser och jämförelsevis fria och snabba kapitalrörelser mellan olika länder och valutaområden. Under denna period växte den internationella varuhandeln snabbt. Detta ändrades när omvälvande kriser drabbade världsekonomin mellan 1914 och 1945: de två världskrigen, den stora börskraschen 1929 och den därpå följande depressionen. Efter andra världskriget skapades en ny internationell ekonomisk samordning, baserad på uppgörelsen som slutits i Bretton Woods i USA, med fasta men justerbara växelkurser och en varuhandel som återigen började växa snabbt. Men till skillnad från den tidigare perioden med guldmyntfot innebar Bretton Woods-systemet en jämförelsevis hård reglering av internationella, privata kapitalrörelser. Först mot slutet av 1960-talet började detta system att gradvis liberaliseras. I vissa avseenden skulle det dröja till slutet av 1990-talet eller början på 2000-talet innan världsekonomin hade uppnått samma höga grad av globalisering som under guldmyntfotens glansdagar 100 år tidigare.⁵

Därför är det inte uppenbart vilken av de två studierna, Hamilton m.fl. (2016) och Del Negro m.fl. (2019), som gör det mest lämpliga antagandet för att modellera trender i realräntor. Antagandet i Del Negro m.fl. (2019) om en gemensam, global trend har sina uppenbara fördelar för de perioder då internationella kapitalrörelser varit avreglerade och då det funnits tydliga tendenser till konvergens mellan realräntor i olika valutaområden. Men för skattningar som inbegriper det dryga halvsekle från 1914 till 1970-talet kan metoden i Hamilton m.fl. (2016) ha sina fördelar, eftersom antagandet om en gemensam global trend är betydligt svårare att motivera för denna period.⁶

Den tredje metoden för att skatta trender eller jämviktsnivåer använder mer vägledning från ekonomisk teori än de två andra. Här används data på räntor, inflation, BNP och eventuellt ytterligare variabler tillsammans med ekvationer från teoretiska modeller. Enligt modern penningpolitisk teori finns en koppling mellan å ena sidan resursutnyttjandet i ekonomin och å den andra skillnaden mellan den faktiska realräntan och den nivå för realräntan som brukar kallas den naturliga räntan. Detta samband utgör kärnan i ett stort antal studier som skattar en tidsvarierande jämviktsnivå för realräntan. Mest känd är den specifikation som introducerades av Laubach och Williams (2003) i deras skattning av USA:s naturliga ränta. Specifikationen har i sin tur inspirerat ett stort antal studier som använder varianter av den för att skatta tidsserier över den naturliga räntan i olika länder.

5 Obstfeld och Taylor (2003) analyserar de långsiktiga linjerna i denna utveckling och konstaterar att världens ledande kapitalmarknader varit som tätast sammanlänkande under två historiska perioder: decennierna före första världskriget och de allra senaste decennierna. Eichengreen (2019) beskriver mer ingående hur det internationella penningväsendet har utvecklats under de senaste 150 åren och förklarar hur de olika systemen, exempelvis guldmyntfoten, fungerade. Ahamed (2009) fokuserar på en i sammanhanget särskilt intressant period – mellankrigstiden – och på de centralbankschefer i Frankrike, Storbritannien, Tyskland och USA som stod i centrum för strävan att återupprätta guldmyntfoten.

6 Det ska dock påpekas att fria internationella kapitalrörelser inte är ett nödvändigt villkor för att realräntorna i olika länder ska konvergera. Ohlin (1933) visade att priset på produktionsfaktorer i olika länder tenderar att utjämnas via varuhandel. Se även Krugman och Obstfeld (2003), kap. 4.

Laubach och Williams (2003) modellerar USA som en stängd ekonomi och detta har också varit utgångspunkten för de flesta av de efterföljande studierna.⁷ Resultaten från dessa skattningar visar överlag på betydande, trendmässiga nedgångar. Kiley (2019) utgör ett intressant undantag i gruppen av studier som inspirerats av den i Laubach och Williams (2003). Anledningen är att Kiley (2019) utvidgar modellen för att simultant skatta den naturliga räntan i 13 utvecklade ekonomier. Man antar då att den naturliga räntan i varje enskilt land delvis bestäms av en gemensam, global trend.⁸ För de flesta av länderna i stickprovet används data som sträcker sig från mitten av 1960-talet fram till 2019. Antagandet om en gemensam, global trend är därför mindre problematiskt i denna studie än i studien av Del Negro m.fl. (2019). Resultaten från skattningen i Kiley (2019) indikerar att medianen av den naturliga räntan i de olika länderna sjönk från omkring två procent i mitten av 1990-talet till runt noll 2019.

De tre studier som citerats här indikerar alltså att den skattade trenden i den globala realräntan ser olika ut beroende på vilken metod och datamängd man utgår ifrån. Resultaten i Del Negro m.fl. (2019) indikerar att en negativ trend påverkat realräntan alltsedan 1980-talet men enligt Hamilton m.fl. (2016) vänder trenden tydligt nedåt först under andra halvan av 2000-talet. Skattningen i Kiley (2019) indikerar att den globala trenden mot lägre realräntor startade runt år 2000. Storleken på den skattade nedgången varierar från knappa två till tre procentenheter. Samtidigt är det värt att notera att alla tre studierna kommer till slutsatsen att trenden i den globala realräntan har sjunkit betydligt under de senaste decennierna. Dessutom indikerar samtliga tre studier att nivån på den globala trenden, alternativt nivån på den globala naturliga räntan, ligger nära noll under mitten eller andra halvan av 2010-talet.⁹

3 Tänkbara förklaringar till nedgången i realräntor

De flesta studier som försöker förklara den negativa trenden i realräntor utgår från strukturella förändringar som påverkat utbudet respektive efterfrågan på sparade medel. När det gäller utbudet fokuserar man ofta på hushållens sparande, men även staters sparande diskuteras. I praktiken spelar det även roll hur sparandet ser ut inom företagssektorn. Med efterfrågan avses den samlade efterfrågan på investeringar. Tanken är att utbud och efterfrågan måste balansera vid den rådande realräntan och att det finns en långsiktig jämviktsnivå, där ekonomin är i konjunkturrell balans, som definierar den reala, långsiktiga jämviktsräntan.¹⁰

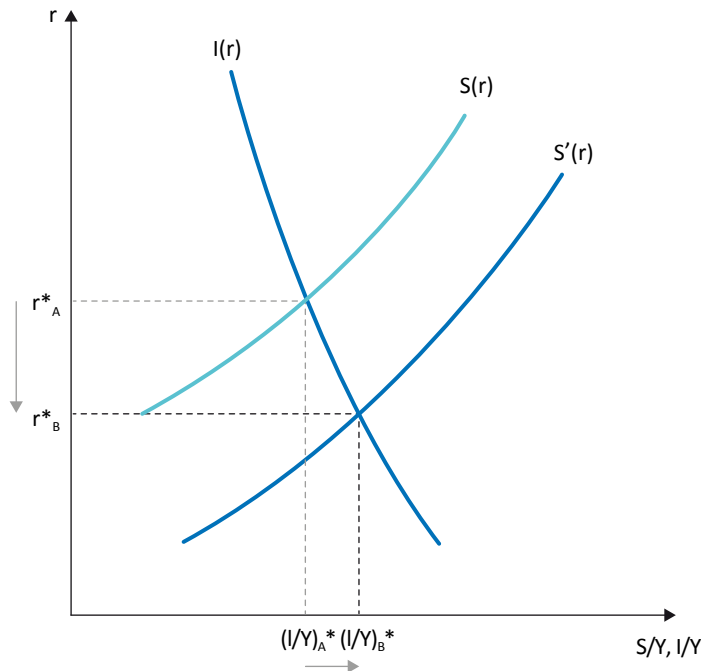
7 Se Holston m.fl. (2017) för exempel på denna typ av skattningar och för referenser till andra liknande studier. Armelius m.fl. (2018) skattar den neutrala räntan i Sverige med hjälp av en modell som liknar den i Laubach och Williams (2003) men som i viss utsträckning tar hänsyn till att Sverige är en liten, öppen ekonomi.

8 I Kiley (2019) påverkas den naturliga räntan i varje enskilt land av störningar som är specifika för det landet och av en global störning som påverkar alla 13 ekonomierna i stickprovet. På motsvarande sätt påverkas resursutnyttjandet i varje enskilt land dels av konjunkturella störningar som är specifika för det landet, dels av en global konjunkturrell störning. De 13 länderna i stickprovet är Australien, Danmark, Frankrike, Italien, Japan, Kanada, Nederländerna, Spanien, Schweiz, Storbritannien, Sydkorea, Tyskland och USA.

9 Vid sidan av de resultat som diskuteras i huvudtexten och som baseras på en modell inspirerad av Laubach och Williams (2003), presenterar Kiley (2019) dessutom resultat från skattningar baserade på enklare metoder. Data kommer även i detta fall från gruppen av 13 utvecklade ekonomier (se föregående fotnot). I en av dessa skattningar används jämförelsevis enkla, univariata statistiska metoder, liknande dem som används i Hamilton m.fl. 2016. I en annan används en terminstrukturmodell som har flera likheter med den modell som används av Del Negro m.fl. (2019). Resultaten från ansatsen med univariata modeller, som inte uttryckligen tar hänsyn till påverkan länderna emellan, indikerar en trendmässig nedgång i medianen av realräntorna i de olika länderna på drygt en procentenhet från mitten av 1990-talet till 2019. Motsvarande resultat från terminstrukturmodellen visar på en nedgång på cirka två procentenheter.

10 För ett exempel på en alternativ syn på drivkrafterna bakom trenden mot lägre realräntor, se Borio m.fl. (2017).

Figur 1. Effekter på den globala realräntan vid ett högre globalt utbud av sparande. En principskiss.



Anm. Schematisk bild av en global, långsiktig jämvikt där utbudet av sparade medel, $S(r)$, och efterfrågan på investeringar, $I(r)$, balanseras vid räntan r^* . På den horisontella axeln mäts världens totala sparande och investeringar som andel av världens BNP, betecknad Y . På den vertikala axeln mäts realräntan på sparande och investeringar. Figuren visar en ökning av den globala sparkvoten som gör att investeringarnas andel av BNP ökar och att den långsiktiga realräntan sjunker.

I det förra avsnittet diskuterade vi det faktum att graden av internationell ekonomisk integration har varierat betydligt under de senaste 150 åren. Men åtminstone från 1990-talet och framåt finns det skäl att tala om en global marknad för kapital och en realränta som bestäms på global nivå. Figur 1 visar en schematisk bild av en global jämvikt med utbud och efterfrågan på sparade medel. Det samlade utbudet i världen, $S(r)$, antas öka ju högre den globala räntan, r , är. Detta eftersom en högre ränta innebär högre avkastning på sparande. På motsatt sätt antas att efterfrågan på investeringar, $I(r)$, beror negativt av r . Den vertikala axeln visar nivån på realräntan. Den horisontella axeln visar sparande och investeringar som andel av världens samlade BNP. För enskilda öppna ekonomier som avreglerat sina kapitalmarknader finns inget skäl att vänta sig att det inhemska sparandet är lika med de samlade, inhemska investeringarna. Men för världen som helhet måste de samlade investeringarna motsvara det totala sparandet. Jämvikten är ursprungligen vid den nivå på realräntan som motsvarar r^*_A , där utbudet är lika med efterfrågan $I(r)$. I figuren illustreras hur utbudet skiftar utåt, från $S(r)$ till $S'(r)$. Det högre utbudet leder till att jämviktsräntan sjunker, från r^*_A till r^*_B .

Denna tankeram är förstås mycket enkel och ska i första hand fungera som stöd för en strukturerad diskussion om vilka mekanismer som kan ha bidragit till att skapa trender i realräntan. Vi bortser för tillfället från att hushåll och företag möter andra och (ofta högre) räntor än de som gäller för stater. Vi återkommer till denna fråga senare; i nuläget tänker vi oss en förenklad situation där dessa premier är konstanta över tid och därför inte spelar någon avgörande roll för hur jämvikten bestäms.

3.1 Lägre potentiell tillväxt

Vilken typ av strukturella förändringar kan då leda till att det globala sparandet ökar? Ett exempel som ofta lyfts fram är att den trendmässiga tillväxten sjönk i mitten av 2000-talet och att det finns skäl att vänta sig att tillväxten förblir jämförelsevis låg under kommande

decennier.¹¹ Enligt makroekonomiska standardmodeller är den förväntade tillväxten en viktig faktor då hushållen väljer hur stor andel av inkomsten de sparar. Flera ekonomer har också kopplat samman de försämrade tillväxtutsikterna och det varaktigt låga ränteläget (Fischer 2016 är ett exempel som ofta citeras). Ett stort antal studier som baseras på Laubachs och Williams (2003) metod finner också att lägre potentiell tillväxt utgör en viktig drivkraft bakom den negativa trenden i realräntor.

Varför skulle då realräntan påverkas av en försämring i de långsiktiga tillväxtutsikterna? Enligt makroekonomisk teori finns som sagt en nära koppling mellan nivån på den förväntade tillväxten och nivån på realräntan. Man utgår då från att de flesta hushåll fattar genomtänka, framtåtblickande beslut om hur de ska konsumera och spara och att de inser vilken betydelse realräntan har för dessa beslut. Ju högre realräntan är, ju mer kan hushållen öka sin köpkraft i framtiden om de sparar lite mer nu. Ett viktigt antagande här är att de flesta människor försöker undvika att nivån på deras konsumtion ska variera kraftigt över tid. Därför lägger hushållen upp en plan för sin privatekonomi genom att till exempel spara inför pensionen, då inkomsten brukar blir lägre, och bygga upp en buffert för oväntade händelser.

Hur påverkas då denna avvägning mellan konsumtion och sparande om tillväxtutsikterna försämras? Svaret beror på vad som ligger bakom de försämrade tillväxtutsikterna och hur det påverkar variabler som har betydelse för hushållen. En första viktig distinktion är den mellan förändringar i BNP-tillväxt som beror av förändringar i utbudet av arbetskraft å ena sidan, och sådana som beror på förändringar i arbetsproduktiviteten å den andra. I detta avsnitt fokuserar vi på förändringar i den trendmässiga, långsiktiga tillväxten i arbetsproduktiviteten.¹²

Om produktiviteten förväntas stiga i lägre takt ökar också den genomsnittliga reallönen långsammare och därmed får de flesta hushåll en lägre förväntad real livstidsinkomst. Ett ungt hushåll, som ofta har ett ganska lågt eller till och med negativt sparande, får då anledning att ändra sitt beteende. Ett bostadslån av en viss given storlek kommer exempelvis att vara svårare att betala av om reallönen ökar långsammare över arbetslivet, och många hushåll bestämmer sig kanske för att köpa en billigare bostad om de förväntar sig en sämre reallönetillväxt. På motsvarande sätt kan man tänka sig att en hel del hushåll lägger mindre pengar på bilköp och semesterresor. Om många hushåll förändrar sitt beteende på detta sätt blir den aggregerade konsumtionen lägre och sparkvoten högre. En högre sparkvot, som beror på lägre långsiktiga tillväxtutsikter, är ett exempel på en strukturell förändring som leder till ett ökat globalt utbud av sparande och som illustreras i Figur 1 ovan. Antag att hushållen ursprungligen tror att tillväxtutsikterna är ganska goda och att det samlade utbudet av sparande då ges av $S(r)$. Efterfrågan på sparande, $I(r)$, bestäms i sin tur av hur stora investeringar som hushåll, företag och myndigheter bestämmer sig för att företa, givet att realräntan är r . Utbudet och efterfrågan balanserar vid den ursprungliga reala jämviktsräntan r_A^* . Men när hushållen inser att de långsiktiga tillväxtutsikterna är sämre än de ursprungligen trott, då ökar de sitt sparande för varje given nivå på realräntan. Det globala utbudet av sparande skiftar då utåt, från $S(r)$ till $S'(r)$. För enkelhets skull antar vi att förändringen i hushållens förväntningar om den framtida tillväxten inte påverkar efterfrågan på sparande. Resultatet blir då att den reala jämviktsräntan sjunker, från r_A^* till r_B^* .

11 Olika ekonomer har olika åsikter om de framtida, långsiktiga tillväxtutsikterna. Den amerikanske ekonomen Robert J. Gordon menar att flera faktorer talar för att tillväxten i USA under de kommande decennierna förmodligen kommer att bli lägre än de genomsnittliga tillväxttakten som uppmättes under 1900-talet. Se exempelvis Gordon (2015).

12 Flera andra framställningar diskuterar vilka effekter lägre tillväxt har på företagens investeringsvilja och på efterfrågan av sparade medel (Rachel och Smith 2015, Kiley 2019). Här är fokus alltså istället på hushållens sparande. I en makroekonomisk modell med framtåtblickande hushåll kan hushållens sparande analyseras formellt via den så kallade Eulerekvationen. Ekvationen beskriver ett samband mellan det enskilda hushållets förväntade konsumtionstillväxt, den reala räntan och andra faktorer som påverkar sparandeendet. Se Lundvall och Westermark (2011) för en beskrivning av en enkel makroekonomisk modell som inkluderar långsiktig tillväxt men som bortser från kapital, och därmed från företagets investeringsvilja.

Rachel och Smith (2015) bedömer vilka effekter sämre tillväxtutsikter i USA har på den globala realräntan. Produktivitetstillväxten i USA ses nämligen ofta som en indikation på vilken produktivitetstillväxt som är möjlig att uppnå för andra länder, eftersom USA betraktas som ett ledande land när det gäller innovation och utveckling. Rachel och Smith (2015) konstaterar att den genomsnittliga tillväxten per capita varit förhållandevis stabil från 1980-talet fram till finanskrisen. Det verkar därför svårt att lyfta fram sämre tillväxtutsikter som en förklaring till att realräntorna sjönk före finanskrisen, baserat på uppmätta, faktiska tillväxttakter. Men efter finanskrisen har tillväxten per capita varit lägre och flera ekonomer menar att tillväxten framöver sannolikt också kommer att vara lägre än under decennierna som föregick finanskrisen. Lägre potentiell tillväxt skulle alltså kunna förklara en del av den nedgång i realräntor som skett under och efter finanskrisen.¹³

I det tidigare avsnittet diskuterades en metod att skatta trender som tagits fram av Laubach och Williams (2003). En central ekvation i deras modell är härledd från antaganden om just hushållens avvägning mellan konsumtion och sparande. De skattningar av modellen som Holston m.fl. (2017) gjort indikerar att den potentiella årliga tillväxttakten i USA var cirka 2 procentenheter lägre 2015 än i slutet av 1990-talet. I modellen postuleras, baserat på teorin, ett samband mellan potentiell tillväxt och jämviktsränta som innebär en lika stor negativ effekt på realräntan, minus 2 procentenheter.

Rachel och Smith (2015) och Holston m.fl. (2017) är alltså exempel på studier som finner att försämrade tillväxtutsikter har lett till lägre realräntor. Men det är viktigt att notera att det i dessa studier inte genomförs något empiriskt test av teorins förutsägelse att lägre tillväxt ger lägre realräntor.¹⁴ Denna förutsägelse är istället en utgångspunkt för slutsatserna. Men de senaste åren har det publicerats ett antal studier som analyserat sambandet i data mellan trendmässig eller genomsnittlig tillväxt och trendmässiga förändringar i realräntor. Dessa studier pekar överlag på att sambandet är svagt och att styrkan i sambandet kan variera betänkligt beroende på vilka länder och tidsperioder som inkluderas i datamaterialet. Slutsatserna gäller både realräntans koppling till BNP-tillväxten och till tillväxten i BNP per capita. Eftersom vi i detta avsnitt fokuserar på sambandet mellan realränta och produktivitetstillväxt koncentrerar vi oss på de resultat som gäller tillväxten i BNP per capita.¹⁵ Trendmässiga förändringar i tillväxten i BNP per capita kan nämligen ses som ett grovt mått på just produktivitetstillväxten.

Goldman Sachs (2014) beräknar ett mått på den reala diskontoräntan i ett stickprov med 19 länder. I de flesta fall sträcker sig data tillbaka till 1800-talets första hälft. För vart och ett av dessa 19 länder delas den långa perioden in i 13 tidsintervall och för varje tidsintervall beräknas medianen av realräntan och tillväxten i BNP per capita. Dessa observationer används sedan i en enkel regressionsanalys (där medianen för varje period och land utgör en observation) för att bland annat skatta sambandet mellan realräntor och tillväxt.¹⁶ Resultatet visar inte på något statistiskt säkerställt samband mellan realränta och tillväxt.¹⁷

Lunsford och West (2019) fokuserar på den reala styrräntan i USA och undersöker sambandet med ett stort antal inhemska och internationella variabler som enligt ekonomisk

13 Baserat på en genomgång av flera studier gör Rachel och Smith (2015) bedömningen att produktivitetstillväxten under en ganska lång tidsperiod kan förväntas bli cirka 0,5 procentenheter lägre än den varit i USA under decennierna före finanskrisen. Därmed, menar de, är det också rimligt att vänta sig att realräntan varaktigt kommer att vara mellan 0,5 och 1 procentenhet lägre än före krisen.

14 Rachel och Smith (2015) stöder sig dock på Havranek (2015) som genomför en metastudie över ett stort antal empiriska studier som skattat hushållens intertemporal konsumtionselasticitet. Denna elasticitet är enligt ekonomisk teori av avgörande betydelse för sambandet mellan förväntad tillväxt och realränta. Men lejonparten av de studier som analyseras av Havranek (2015) använder data på månads- eller kvartalsfrekvens. Det är därför oklart om resultaten från deras studie kan användas för att dra slutsatser om sambandet mellan förändringar i långsiktiga (trendmässiga) tillväxtutsikter och realräntor.

15 Bosworth (2014) och Hamilton m.fl. (2016) analyserar trendmässiga förändringar i realräntor och BNP-tillväxt och båda studierna finner att sambandet mellan de två variablerna är svagt.

16 Författarna kontrollerar dessutom för landspecifika "fixed effects", inflationsnivå, offentlig skuldkvot, förekomsten av kriser i banksystemet och krig.

17 Punkttestimatet från regressionen indikerar följande samband: om tillväxten i BNP per capita sjunker med en procentenhet så sjunker realräntan med 0,10 procentenheter.

teori kan påverka realräntan. Författarna använder data som i vissa fall sträcker sig tillbaka till 1890-talet, och här studeras sambandet under olika perioder. Lunsford och West (2019) undersöker kopplingen mellan realräntan och tillväxten per capita i både amerikansk BNP och konsumtion, samt tillväxten i total faktorproduktivitet (TFP). De kompletterar dessutom undersökningen med en analys av realräntan i USA och tillväxten per capita i ett 20-tal andra länder. Resultaten visar på ett svagt samband mellan realränta och BNP-tillväxt och ett jämförelsevis tydligt, negativt samband mellan realränta och amerikansk TFP-tillväxt.¹⁸

Resultatet från dessa två studier baseras på ett omfattande datamaterial och indikerar alltså ett svagt samband mellan trender i realräntor och trendmässig tillväxt i BNP per capita. Studien av Lunsford och West (2019) visar dessutom på ett negativt samband mellan realräntor och trendmässig TFP-tillväxt. Resultaten väcker frågor kring bedömningar och modellskattningar som utgår från att det existerar ett samband mellan realräntor och produktivitetstillväxt, och därmed även kring de ovan nämnda studier som lyfter fram lägre potentiell eller trendmässig tillväxt som en anledning till att realräntan har sjunkit varaktigt.

Samtidigt finns det skäl att tolka dessa resultat med försiktighet. Ett sådant skäl är att enskilda trender ofta sträcker sig över flera decennier. Därför finns det bara en begränsad mängd information om sambandet mellan trender i olika variabler, även i långa historiska tidsserier. I makroekonomisk litteratur är det därför vanligt att studera samvariationer mellan faktorer i flera olika länder, för att dra nytta av erfarenheterna från varje enskilt land. Men i den fråga som analyseras här, och som gäller bestämningsfaktorerna för den globala realräntan, är detta knappast en framkomlig väg.¹⁹

Både genomsnittlig produktivitetstillväxt och realräntor har varit låga i många länder under de senaste tio åren. Men baserat på de studier vi gått igenom här är det oklart om den varaktiga nedgången i realräntor sedan finanskrisen verkligen går att koppla till de försämrade tillväxtutsikterna.

3.2 Demografiska faktorer

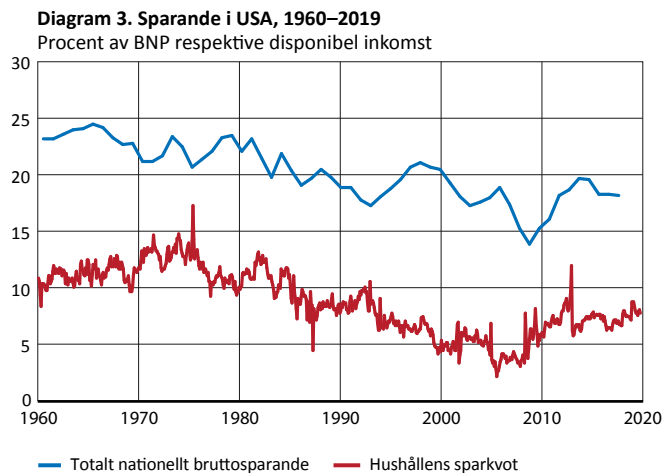
Förändringar i befolkningens ålderssammansättning har betydelse för många makroekonomiska variabler, exempelvis arbetskraftsutbudet, den potentiella tillväxten, företagens incitament att investera och hushållens genomsnittliga sparkvot. Därmed kan demografiska förändringar tänkas påverka den reala jämviktsräntan via flera olika kanaler.

En sådan kanal, som ofta diskuteras i litteraturen och i den allmänna debatten om ekonomisk politik, är kopplad till hur benägna hushållen är att spara. Det är väl dokumenterat att det finns ett tydligt samband på individnivå mellan ålder och sparande i de flesta länder, där unga personer av naturliga skäl konsumerar betydligt mer än vad de tjänar medan personer i medelåldern vanligtvis sparar en betydande andel av sina inkomster. Äldre personer har ofta en jämförelsevis hög konsumtion, då man i nationalekonomiska termer även räknar hälso- och sjukvårdsutgifter som en del av konsumtionen. Personer som är 65 år eller äldre har också en jämförelsevis låg genomsnittlig arbetsinkomst. Om man tar hänsyn till sådan konsumtion som sker via offentliga eller privata försäkringslösningar (inklusive hälso- och sjukvårdsutgifter), då blir det tydligt att äldre personer medverkar till att hålla nere samhällets samlade sparande.²⁰

18 En annan studie som analyserar kopplingen mellan trender i realräntan och BNP-tillväxten är Leduc och Rudebusch (2014). Författarna noterar att den amerikanska expertmyndigheten Congressional Budget Office, liksom vissa medlemmar i Federal Reserves penningpolitiska kommitté, FOMC, reviderat ner sina prognoser för realräntan på lång sikt i samband med att de 2014 reviderat ner sina bedömningar av potentiell tillväxt. Leduc och Rudebusch (2014) undersöker motsvarande prognoser från privat sektor och finner då, kanske överraskande, att det bland de senare prognoserna inte finns något urskiljbart samband mellan potentiell tillväxt och realräntan på lång sikt.

19 Kiley (2019) framhåller dessutom att nedgången i den globala tillväxten skett samtidigt som vi har kunnat observera långsamma förändringar i andra tänkbara förklaringsfaktorer, exempelvis kopplade till demografi. Under sådana omständigheter kan det vara svårt att urskilja vilken av dessa olika faktorer som påverkar realräntan.

20 Se exempelvis Rachel och Smith (2015), avsnitt D.



Anm. Blå linje visar USA:s totala nationella bruttosparande som andel av bruttonationalinkomsten. Röd linje visar hushållens genomsnittliga sparkvot, uttryckt som andel av den disponibla inkomsten.

Källa: NIPA-tabell 5.6, Bureau of Economic Analysis

I många av världens länder pågår sedan flera decennier tillbaka betydande förändringar i befolkningens ålderssammansättning. Andelen personer i åldern 40–64 år har ökat ganska snabbt och deras andel av världens samlade befolkning uppgick 2010 till en bra bit över 30 procent. Det kan jämföras med runt 25 procent på 1950-talet. Även andelen äldre i befolkningen har ökat, men i betydligt långsammare takt. En viktig orsak till denna förskjutning i ålderssammansättningen är de ovanligt stora barnkullar som föddes efter andra världskriget (se Bean m.fl. 2015).

En hög andel personer i medelåldern borde innebära en hög genomsnittlig sparkvot. Eftersom andelen medelålders personer i befolkningen har ökat skulle man därmed kunna vänta sig gradvisa skift utåt i utbudet av sparade medel (jämför Figur 1). Flera studier har därför pekat på att förändringar i ålderssammansättningen i USA och i andra stora ekonomier troligen kan förklara en del av nedgången i räntorna. Ett relaterat fenomen, som också borde bidra till ett högt sparande, är att den förväntade livslängden under de senaste decennierna har ökat i betydligt snabbare takt än den genomsnittliga åldern då folk pensionerar sig. När man är pensionär under en större del av livet behöver man spara mer medan man yrkesarbetar.

Ett problem med detta resonemang är dock att sparkvoterna har sjunkit i flera länder i västvärlden under samma årtionden som realräntan har sjunkit trendmässigt. I Diagram 3 visas exempelvis det totala bruttosparandet i USA, uttryckt som andel av bruttonationalinkomsten. Vi kan se att sparandet var jämförelsevis högt under slutet av 1960-talet och under 1970-talet, när trenden i USA:s realränta var uppåtgående (jämför Diagram 1). Under den period när realräntan i USA sjönk trendmässigt, från början av 1980-talet och fram till 2010, uppvisade sparkvoten i USA istället en tydligt nedåtgående trend. Man får en liknande bild om man undersöker hur det samlade sparandet har utvecklats i G7-länderna. I Diagram 3 framgår också att den nedåtgående trenden i USA:s samlade sparande delvis berodde på att hushållen sparade mindre. Det faktum att sparkvoten har sjunkit i flera stora, utvecklade ekonomier visar att kopplingen mellan befolkningens ålderssammansättning och realräntor inte är så tydlig och intuitiv som det ibland påstås. Vad finns det då för andra kanaler genom vilka demografiska förändringar kan påverka jämviktsräntan? Vi nämnde tidigare att utbudet av arbetskraft påverkar företagets incitament att investera. Demografiska förändringar kan ofta påverka utbudet av arbetskraft och därför finns det skäl att vänta sig att sådana förändringar påverkar efterfrågan på sparade medel, via företagets investeringsbeslut.

Under perioder med ovanligt låg tillväxt i utbudet av arbetskraft är det i regel optimalt för företagen att välja en långsammare tillväxt i kapitalstocken, för en given nivå på räntan.

Figur 1 ovan illustrerar schematiskt jämvikten på marknaden för sparande och investeringar. En varaktig nedgång i arbetskraftsutbudet skulle leda till ett skift inåt av efterfrågan på investeringar, $I(r)$, för varje given nivå på realräntan. I jämvikt skulle därmed både realräntan och investeringskvoten bli lägre.²¹

En tänkbar förklaring till att sparkvoten har sjunkit i många länder är därmed att demografiska förändringar samtidigt har lett till ett högre utbud av sparande och en lägre efterfrågan på investeringar, och att den senare effekten har dominerat. Enligt denna hypotes skulle sparkvoten visserligen ha ökat, för varje given nivå på realräntan (ett skift utåt i utbudskurvan $S(r)$). Men den lägre investeringsviljan skulle samtidigt ha lett till ett skift inåt i efterfrågan på sparade medel, $I(r)$. Om skiftet i $I(r)$ -kurvan är stort kan jämviktsräntan komma att falla så mycket att hushållens sparkvot sjunker, trots att $S(r)$ -kurvan skiftat ut. En omständighet som talar för denna hypotes, vid sidan om den sjunkande sparkvoten, är att även kvoten mellan investeringar och BNP har sjunkit i flera utvecklade ekonomier. Bland G7-länderna sjönk kvoten mellan de samlade investeringarna och BNP från en nivå nära 25 procent i slutet av 1980-talet till en nivå runt 20 procent 2010.²²

För att kunna analysera och kvantifiera vilka effekter demografiska förändringar har på räntebildningen använder ekonomer ofta modeller med överlappande generationer, så kallade OLG-modeller (från engelskans "overlapping generations"). I sådana modeller kan man ta hänsyn till förändringar i barnafödandet, den förväntade livslängden och andra demografiska variabler och i simuleringar beräkna hur ekonomins allmänna jämvikt påverkas. Gagnon m.fl. (2016) använder en OLG-modell för att analysera de makroekonomiska effekterna av efterkrigstidens demografiska förändringar i USA. Som redan nämnts var barnafödandet i USA och flera andra västländer högt under decennierna efter andra världskriget, den så kallade babyboomen. När dessa barn nådde vuxen ålder, vilket i USA skedde ungefär mellan åren 1965 och 1985, växte arbetskraftsutbudet snabbt. Effekten förstärktes av att kvinnorna i denna generation födde betydligt färre barn och att de yrkesarbetade i större utsträckning än kvinnor i tidigare generationer. Gagnon m.fl. (2016) återskapar noggrant dessa demografiska trender i OLG-modellen och gör sedan simuleringar för att bland annat kvantifiera effekterna på realräntan. Den sammanlagda effekten av lägre barnafödande, högre sysselsättningsgrad och ökande livslängd kan förklara en trendmässig nedgång i realräntan som motsvarar cirka 1,25 procentenheter.

I denna och liknande studier tycks en av de viktigaste mekanismerna vara just företagets incitament att investera. Det högre arbetskraftsutbudet från babyboom-generationen ledde enligt simuleringarna till att kvoten mellan arbetskraft och kapital steg under 1960- och 1970-talen. Den kvoten gick sedan ner kraftigt från mitten av 1980-talet och framåt. I modellerna är marginalavkastningen på kapital nära knuten till den reala avkastningen på sparande, och därför stiger realräntan på 1960- och 1970-talen för att sedan sjunka markant mellan 1985 och 2020.²³

Ett intressant resultat från simuleringarna är att hushållens sparkvot är som högst runt 1980, då även realräntan är som högst, och att den sedan faller påtagligt fram till 2020 samtidigt som realräntan sjunker under hela perioden. Det tycks alltså som om effekterna på jämviktsräntan av ett minskat arbetskraftsutbud, och därmed en lägre efterfrågan på

21 Ett standardresultat från makroekonomisk teori är att den marginella avkastningen på kapital, och därmed det genomsnittliga företagets incitament att investera, är nära kopplad till den genomsnittliga kvoten mellan antalet arbetade timmar och mängden kapital. Om utbudet av arbetskraft är ovanligt lågt under en period kommer kvoten mellan arbetskraft och kapital att vara låg när kapitalstocken anpassas till den nya, lägre nivån på utbudet av arbetskraft. En sådan utveckling kommer i sin tur att driva ner den marginella avkastningen på kapital och därmed dämpa företagets incitament att investera i nytt kapital.

22 Här avses bruttoinvesteringarnas andel av BNP i G7-länderna, beräknad som ett BNP-viktat genomsnitt av investeringskvoten i de enskilda länderna. Vikterna avser BNP vid PPP. Egna beräkningar baserade på data från IMF:s World Economic Outlook Database, oktober 2019.

23 Modellens hushåll och företag förväntar sig dessa effekter på kapitalets marginalavkastning långt innan effekterna faktiskt uppkommer. Gagnon m.fl. (2016) antar, liksom de flesta andra studier av detta slag, att hushåll och företag är framåtblickande, att de har korrekta förväntningar om hur olika variabler påverkar ekonomins jämvikt och att det inte råder någon osäkerhet om ekonomins framtida utveckling.

investeringar, dominerar effekterna av ett förändrat utbud av sparande. Under perioden från 1960 och fram till 2020 är realräntan som lägst år 2020, samtidigt som även sparkvoten enligt simuleringarna då når sin lägsta nivå.²⁴

Simuleringar från OLG-modeller tycks alltså kunna förklara varför sparkvoten i USA föll under samma period som realräntan sjönk trendmässigt, från mitten av 1980-talet till 2010. Dessvärre går det att rikta kritik även mot denna tolkning av orsakerna bakom den trendmässiga nedgången i realräntan. Realräntan på sparade medel är nämligen nära kopplad till kapitalets marginalavkastning i OLG-modellerna: en låg marginalavkastning på kapital innebär en låg real avkastning på sparande och omvänt. Det innebär i sin tur att även den genomsnittliga avkastningen på kapital är nära knuten till den reala avkastningen på sparande. Om OLG-modellernas tolkning är korrekt borde den genomsnittliga avkastningen på kapital i USA ha sjunkit under samma period som realräntorna sjönk. Men studier som beräknat avkastningen på kapital i USA visar inte någon sådan trend. Dessa visar istället att den reala avkastningen på kapital i den amerikanska privata sektorn varit stabil eller ökat svagt sedan 1980.²⁵ Varje beräkning av den genomsnittliga avkastningen på kapital förutsätter visserligen att man gör ganska många antaganden, som vart och ett kan ifrågasättas, och de resultat som redovisas i litteraturen bör därför tolkas med viss försiktighet. Men inget tyder alltså på att avkastningen på kapital i USA skulle ha sjunkit under de decennier då realräntan sjönk trendmässigt.

Man kan alltså rikta invändningar mot OLG-modellernas förutsägelser om sambanden mellan realräntan och demografiska förändringar. Men dessa invändningar oaktat finns ett ganska starkt empiriskt stöd för ett samband mellan realräntan och olika demografiska faktorer. Exempelvis finner flera studier att realräntan i USA har varit jämförelsevis låg under perioder när en ovanligt hög andel av befolkningen varit i åldrarna mellan 40 och 65 år. En del studier visar även på ett samband mellan realräntor och den andel av befolkningen som antingen är ung eller över 65 år, den så kallade försörjningsbördan.²⁶ En av de studier som nämndes i förra avsnittet, Lunsford och West (2019), rapporterar dessutom ett anmärkningsvärt tydligt, positivt samband mellan trender i realräntan och den trendmässiga tillväxten i antalet arbetade timmar i USA.

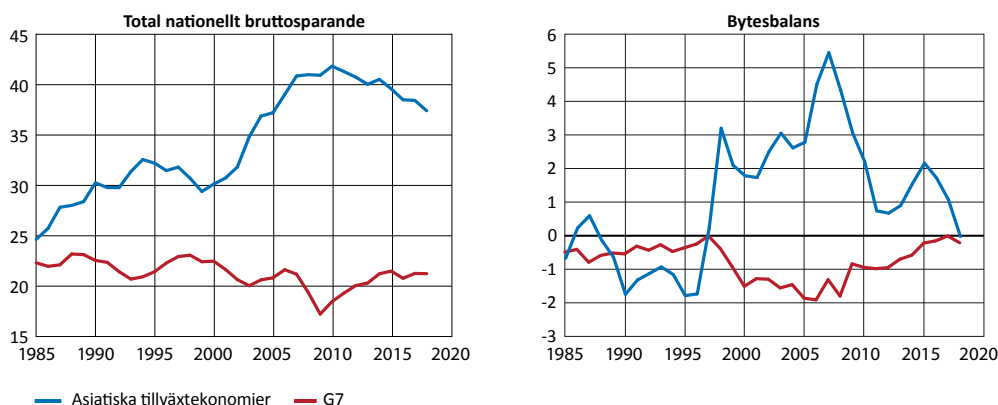
Man kan alltså säga, för att sammanfatta, att både ekonomisk teori och samband i data pekar på att demografiska förändringar har betydelse för realräntorna. Mekanismerna bakom dessa samband är visserligen komplexa. De makroekonomiska modeller som inkluderar demografiska variabler har ofta svårt att förklara varför avkastningen på olika typer av tillgångar utvecklas på olika sätt. Men överlag finns det ändå ett jämförelsevis starkt empiriskt stöd för teorins förutsägelse om ett samband mellan trender i realräntor och befolkningens ålderssammansättning, samt utbudet av arbetskraft.

24 Krueger och Ludwig (2007) är ett annat exempel på en modell med överlappande generationer där en förändrad ålderssammansättning leder till nedgångar i både realräntan och i sparkvoten. Även i detta fall tycks effekterna på jämviktsräntan domineras av utbudet av arbetskraft och dess påverkan på kvoten mellan arbetskraft och kapital. Se även Geppert m.fl. (2016) och Lisack m.fl. (2017).

25 Ett vanligt antagande i OLG-modeller är att hushållen endast har tillgång till en typ av tillgångar för sparande, nämligen kapital. Simuleringar av modellerna sker ofta under antagandet om "perfect foresight", vilket innebär att den framtida ekonomiska utvecklingen är känd för alla hushåll och företag när de fattar sina beslut. I dessa modellsimuleringar finns det därför ingen möjlighet att skilja mellan tillgångar vars avkastning är riskfri och tillgångar vars avkastning är behäftad mer risk. För beräkningar av avkastningen på kapital i USA, se Caballero m.fl. (2017b), Gomme m.fl. (2011) och Koh m.fl. (2018).

26 Favero m.fl. (2016), Fiorentini (2018), Lunsford och West (2019), Poterba (2001) och Rachel och Smith (2015) är exempel på studier som undersöker samband mellan trender i reala räntor och befolkningens ålderssammansättning. Kvoten mellan den andel av befolkningen som är mellan 40 och 64 år är nära relaterad till men inte exakt densamma som försörjningsbördan. Lunsford och West (2019) använder båda variablerna i sin analys. De definierar försörjningsbördan som den andel av befolkningen som antingen är yngre än 20 år eller äldre än 64 år.

Diagram 4. Sparande och bytesbalans i G7-länderna och i asiatiska tillväxtekonomier 1985–2018
Procent av BNP



Anm. Inom respektive grupp av länder har både det totala sparandet och bytesbalansen viktats med BNP vid köpkrafts-paritet (PPP).

Källor: IMF World Economic Outlook Database samt egna beräkningar

3.3 Högt sparande i asiatiska tillväxtekonomier

Flera studier om realräntor fokuserar på utvecklingen i USA och västvärldens utvecklade ekonomier. Men som redan påpekats finns det starka argument för att trendmässiga förändringar i räntenivån måste förstås i ett globalt perspektiv. Ett tungt sådant argument är att kapitalmarknaderna i flera länder avreglerades under 1970- och 1980-talen och att finansiellt kapital sedan dess fritt kan flyttas mellan länder och världsdelar. Från 1990-talet och framåt har dessutom allt fler tillväxtekonomier, framför allt i Asien, kommit att integreras alltmer med de redan utvecklade ekonomierna genom bland annat ökad handel.

Den amerikanske ekonomen, och senare centralbankschefen Ben Bernanke förde i ett tal 2005 fram idén att USA:s växande bytesbalansunderskott måste förstås i ljuset av ett högt sparande bland framväxande ekonomier, främst i Asien, och stora bytesbalansöverskott bland världens oljeexporterande länder. Som förklaring till det höga sparandet i Asien lyfte Bernanke (2005) fram en vilja bland många asiatiska regeringar att bygga upp betydande valutareserver och främja en exportledd tillväxt. Andra ekonomer har istället betonat sådana faktorer som en snabbt åldrande befolkning och dåligt utvecklade finansiella marknader som de mest troliga förklaringarna bakom det höga asiatiska sparandet.

I Diagram 4 visas det samlade nationella bruttosparandet bland de asiatiska tillväxtekonomierna.²⁷ Som jämförelse visas motsvarande sparkvot bland G7-länderna. Vi kan se att den genomsnittliga sparkvoten bland G7-länderna föll med ett par procentenheter från 1980-talets mitt och fram till den globala finanskrisens utbrott 2007. Under samma period steg sparkvoten kraftigt bland de asiatiska tillväxtekonomierna, från ungefär 25 procent 1985 till runt 40 procent 2007.

Men för att förstå hur det höga sparandet i Asien har påverkat den globala realräntan räcker det inte att bara studera hur sparandet har utvecklats i olika länder. Även nivån på de inhemska investeringarna måste beaktas. Från definitionerna av betalningsbalansen och nationalräkenskaperna följer en identitet som innebär att ett lands sammanlagda nettosparande gentemot omvärlden, bytesbalansen, är lika med skillnaden mellan det totala nationella sparandet och de inhemska investeringarna:

$$(1) \quad \frac{\text{Bytesbalansen}}{\text{BNP}} = \frac{S}{\text{BNP}} - \frac{I}{\text{BNP}}$$

²⁷ Sparandet uttrycks här som det BNP-viktade genomsnittet av sparkvoterna i de olika länderna (Filippinerna, Indien, Indonesien, Kina, Malaysia, Pakistan, Sydkorea, Taiwan och Thailand). Sparkvoten i respektive land är i sin tur beräknad som kvoten mellan det samlade nationella bruttosparandet och BNP.

I Figur 2 visas kopplingen mellan den globala jämvikten för sparande och investeringar, som vi diskuterat ovan, och jämvikten i ett enskilt land. I figuren visas till höger ett exempel på ett enskilt land där de inhemska investeringarna är större än det samlade nationella sparandet. Bytesbalansen är därför negativ. I en så kallad autarkijämvikt, som innebär att ingen handel med omvärlden är möjlig, skulle realräntan vara högre med högre inhemskt sparande och en lägre investeringskvot. Men i den utsträckning som kapital, varor och tjänster fritt kan flyttas över gränserna anpassas den inhemska jämvikten till den ränta som gäller på de internationella kapitalmarknaderna. Vid den globala jämviktsräntan kommer då vissa länder att ha ett bytesbalansunderskott, där investeringarna är större än sparandet, och andra ha ett överskott i bytesbalansen.

Hur har då bytesbalanserna i G7-länderna respektive de asiatiska tillväxtekonomierna utvecklats under den period då sparandet i Asien ökat kraftigt? I den högra panelen i Diagram 4 visas den BNP-viktade bytesbalansen i båda grupperna av länder. I början av 1990-talet hade de snabbväxande länderna i Asien ett samlat underskott i sina betalningar gentemot omvärlden. Dessa jämförelsevis små underskott sammanföll med den period då Kina via en växande handel kom att integreras alltmer med Japan och de utvecklade ekonomierna i väst.

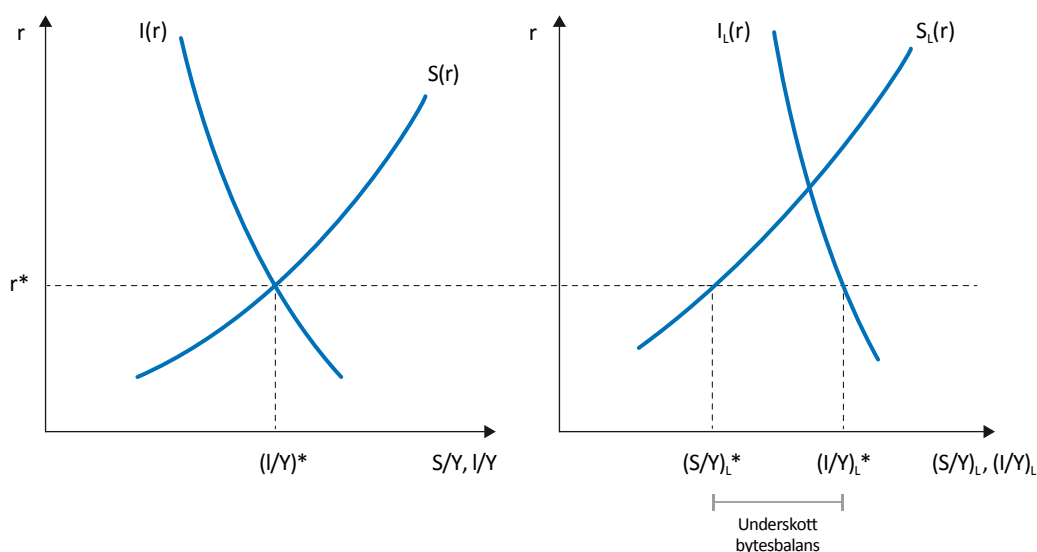
Men underskotten vändes snabbt till överskott i samband med de finans- och valutakriser som drabbade många av de asiatiska länderna under 1990-talets andra hälft. Denna ganska abrupta utveckling är en av de omständigheter som Bernanke (2005) lyfte fram och som kopplats samman med en förändrad inställning till behovet av offentligt sparande. Efter finans- och valutakriserna började många länder i Asien att bygga upp betydande valuta-reserver, bland annat för att dämpa effekterna av en oväntad och plötslig kapitalflykt.

Ungefär samtidigt skapades ganska stora bytesbalansunderskott i flera utvecklade ekonomier. Från 1990-talets slut fram till finanskrisens utbrott 2007 sjönk G7-ländernas BNP-viktade bytesbalans med motsvarande nästan två procent av BNP. USA var ett av G7-länderna där underskotten blev stora – år 2006 motsvarade USA:s underskott i bytesbalansen nästan 6 procent av landets BNP. Dessa omfattande kapitalflöden från framväxande ekonomier till utvecklade ekonomier måste i första hand förstås i ljuset av förändringar i just sparandet.²⁸

I Figur 2 illustreras den situation som rådde bland G7-länderna från slutet av 1990-talet fram till helt nyligen, om man betraktar dessa länder som en konsoliderad ekonomi. Under dessa år har den BNP-viktade bytesbalansen i länderna varit negativ. Men det är svårt att bedöma vilka effekter dessa internationella kapitalflöden haft på realräntan. Bean m.fl. (2015) framhåller att nedgången i G7-ländernas realräntor startade under andra halvan av 1990-talet och sammanfaller med att det uppstod betydande globala obalanser i sparande och investeringar, med stora bytesbalansöverskott i tillväxtekonomierna och motsvarande stora underskott i de avancerade ekonomierna (jämför Diagram 1, nedre panelen, och Diagram 4, högra panelen). Coeurdacier m.fl. (2015) visar i modellsimuleringar som inbegriper Kina och USA att kombinationen av hög tillväxt och omfattande lånebegränsningar i Kina kan förklara både varför sparandet ökade i Kina och varför avkastningen på sparade medel gick ner flera procentenheter. Enligt dessa modellsimuleringar leder nedgången i räntan samtidigt till att sparandet minskar i USA.

28 Mönstret i dessa kapitalflöden går annars på tvärs mot det man kan förvänta sig, baserat på klassisk nationalekonomisk teori om internationell handel. Hushåll i framväxande ekonomier med hög tillväxt borde, enligt standardteorin, spara mindre när deras länder öppnas upp för handel med mer utvecklade, långsamt växande länder. Den högre tillväxten i de framväxande länderna borde samtidigt pressa upp realräntan på världsmarknaden och leda till ett kapitalflöde från de utvecklade länderna till de framväxande länderna. Men så skedde alltså inte. Se Gourinchas och Jeanne (2013).

Figur 2. Utbud och efterfrågan på sparande i en öppen ekonomi. En principskiss.



Anm. Schematisk bild av en global, långsiktig jämvikt där utbudet av sparade medel, $S(r)$, och efterfrågan på investeringar, $I(r)$, balanseras vid räntan r^* . Till vänster i bild visas på den horisontella axeln världens totala investeringar och sparande som andel av världens BNP, betecknad Y , och på vertikal axel mäts realräntan på sparande. Till höger i bild visas motsvarande jämvikt i ett enskilt land, betecknat L , med kapital- och produktmarknader som är öppna för handel med omvärlden. I en öppen ekonomi finns ingen anledning att vänta sig att det inhemska sparandet, $(S/Y)_L$, ska balansera de inhemska investeringarna, $(I/Y)_L$. I bilden visas ett exempel där investeringarna i det enskilda landet är större än sparandet och där bytesbalansen därför är negativ.

3.4 Högre premier på riskfria tillgångar

De flesta studier som vi har citerat hittills fokuserar antingen explicit eller implicit på trender i reala styrräntor och statslåneräntor i USA och andra utvecklade länder. Det handlar alltså om räntor på lån som allmänt anses förknippade med mycket låg risk. De flesta investerare betraktar växlar och obligationer som ställts ut av regeringarna i exempelvis USA eller Tyskland som säkra tillgångar, där risken för inställda betalningar är låg. På senare år har allt fler studier analyserat skillnader mellan räntor på sådana säkra tillgångar och den reala avkastningen på mer riskfyllda placeringar. Rachel och Smith (2015) analyserar ett stort antal tillgångar i flera olika länder och kommer till slutsatsen att den genomsnittliga kompensationspremie för risk kan ha stigit med så mycket som 1 procentenhet sedan 1980-talet.

Den tankering som illustreras i Figur 1 och 2 tar inte uttryckligen hänsyn till att både långgivare och de flesta låntagare i regel möter andra räntor än de som stater möter. Om skillnaderna mellan olika räntor var konstant över tid skulle de heller inte påverka analysen på något betydande sätt. Men om skillnaderna i avkastning varierar över tid påverkar de den reala jämviktsräntan även för så kallade säkra tillgångar. Det går förhållandevis lätt att utöka den enkla tankeringen så att den inkluderar ränteskillnader på olika typ av lån. Intuitionen bakom resultaten är dock rättfram och vi nöjer oss därför med att beskriva dem i ord.

Låt oss utgå från att skillnaden i ränta på två olika lån beror på att sannolikheten för inställda betalningar är större för det ena lånet än för det andra. Det kan exempelvis bero på att den ena låntagaren är ett företag med osäkra framtidsutsikter, och den andra en stat med väl fungerande institutioner. Antag nu att det sker en förändring över tid som innebär att långgivare av någon anledning blir mindre benägna att bevilja riskfyllda lån, för varje given nivå på räntan.²⁹ Antag också att både det samlade utbudet av sparade medel och den

29 En sådan förändrad attityd till risk kan bero på många olika saker. Ett exempel är att den genomsnittliga spararen blivit äldre och att den återstående tiden till pension, då sparmedlen ska användas, blivit mindre. Ju kortare tidshorisont man har på sitt sparande, desto starkare skäl har man i allmänhet att spara i säkra tillgångar.

samlade efterfrågan på lån i övrigt är oförändrad. Vid en given ränta önskar både staten och företaget låna lika mycket som innan långgivarna förändrade sin vilja att bära risk.

En rimlig följd av en sådan förändring är att räntan på det statliga lånet faller något och räntan på företagslånet stiger något. Skälet är att företaget måste erbjuda långgivarna en lite större kompensation för den risk som det innebär att hålla just företagslånet. Staten å sin sida, kan samtidigt låna till en något lägre ränta än tidigare eftersom hushållen värderar tryggheten i det statliga lånet högre. I jämvikt har alltså räntan på säkra lån sjunkit samtidigt som avkastningen på mer riskfyllda tillgångar har stigit.

I exemplet antog vi att hushållen blivit mindre villiga att bära risk utan att precisera varför. Men en hypotes som fått stor uppmärksamhet i forskningslitteraturen under senare år fokuserar på en specifik anledning till större skillnader i avkastning mellan mer och mindre riskfyllda lån. Ricardo Caballero, Emmanuel Farhi och Pierre-Olivier Gourinchas har i ett antal studier uppmärksammat och försökt förklara varför avkastningen på kapital har sjunkit betydligt mindre än avkastningen på lån med jämförelsevis låg risk, som räntan på amerikanska statsobligationer. Det är värt att påpeka att till exempel Caballero m.fl. (2017a) och Caballero m.fl. (2017b) fokuserar på just den skattade avkastningen på kapital respektive avkastningen på aktier. Här handlar det alltså inte om att jämföra räntan på olika typer av lån, som skillnaden i ränta mellan en statsobligation och en företagsobligation eller ett banklån. Istället handlar diskussionen om att jämföra den säkra räntan med en avkastning som helt eller delvis är förknippad med ägande.

En utgångspunkt för hypotesen är, mycket förenklat, att den globala efterfrågan på så kallade säkra tillgångar med låg upplevd risk växer i en takt som är ungefär proportionell mot tillväxttakten i världens samlade BNP. Samtidigt antas att endast ett begränsat antal länder och organisationer har den institutionella trovärdighet och underliggande finansiella styrka som behövs för att skapa säkra tillgångar, som statsobligationer med låg risk. Exempel på sådana institutioner är de stater i västvärlden som anses vara mest kreditvärda med ett juridiskt system som präglas av en hög grad av oberoende och professionalism, exempelvis USA. Problemet, enligt teorin, är att de flesta av dessa stater och organisationer finns i ekonomier som i genomsnitt växer långsammare än den globala ekonomin. Eftersom dessa institutioner har anledning att öka sin upplåning i ungefär samma takt som den egna ekonomin växer, skapas ett kroniskt underskott på säkra tillgångar. Det underskottet innebär i sin tur att priset på säkra tillgångar trendmässigt växer snabbare än priset på mer riskfyllda tillgångar. Eftersom avkastningen på till exempel en obligation delvis bestäms av dess pris och blir lägre ju högre priset är, så skulle det här kroniska underskottet på säkra tillgångar medföra en negativ trend i avkastningen på dem.³⁰

4 Avslutande diskussion

Realräntor på statlig upplåning har under de senaste 30 åren sjunkit med flera procentenheter i utvecklade ekonomier. Även hushåll och företag kan i dag i allmänhet låna till en betydligt lägre real kostnad än på 1990-talet. Resultaten från tre olika skattningar tyder på att det, under de senaste decennierna, skett en global, trendmässig nedgång i realräntor med mellan 2 och 3 procentenheter. Men det finns en betydande osäkerhet i dessa skattningar. Olika studier kommer också till olika resultat, både i frågan om hur stor nedgången är och när exakt den startade. De indikerar däremot alla att den globala räntans trendnivå under senare år har legat nära noll.

³⁰ Hypotesen om ett underskott på säkra tillgångar är en av flera möjliga förklaringar till fenomenet med större skillnad i avkastning mellan mer och mindre säkra tillgångar. Marx m.fl. (2018) lägger fram en annan möjlig förklaring som tar fasta på att osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen kan ha ökat. Marx m.fl. (2018) använder en modell med överlappande generationer där riskpremien, som utgör skillnaden mellan avkastningen på kapital och den reala räntan på riskfria lån, är en variabel som bestäms i jämvikt. Simuleringar av modellen indikerar att de senaste decenniernas uppgång i riskpremien skulle bero på ökad osäkerhet om den framtida, aggregerade produktivitetsutvecklingen. Resultaten bygger dock på ett antagande om en anmärkningsvärd hög riskaversion i hushållssektorn.

Enligt makroekonomiska standardmodeller finns det ett nära samband mellan ett lands realränta och ekonomins tillväxttakt. Flera empiriska studier visar dock på ett svagt eller obefintligt samband mellan trendmässiga förändringar i de båda variablerna. En sådan studie pekar till och med på ett negativt samband mellan trender i realräntan och trender i produktivitetstillväxten i USA.

Det finns förvisso skäl att tolka dessa resultat med försiktighet. Det datamaterial som kan användas för att studera långsamt verkande, globala trender är av naturliga skäl ganska litet. En rimlig bedömning är att vi under efterkrigstiden har kunnat observera endast två sådana trender. Förutsättningarna är alltså dåliga för att forskningen, utifrån detta material, ska kunna dra tydliga slutsatser om trendernas drivkrafter.

För att få tillgång till ett större datamaterial används i vissa studier tidsserier som sträcker sig ända tillbaka till 1800-talet. Men tolkningen försvåras av det faktum att världens ledande industrinationer under de senaste 150 åren vid flera tillfällen radikalt har ändrat förutsättningarna för internationell handel med varor, tjänster och kapital. Perioder med mer eller mindre fria internationella kapitalrörelser, exempelvis under guldmyntfotens glansdagar under 1800-talets slut fram till 1914, har avbrutits av perioder med strängt reglerade kapitalrörelser. Kan sådana omvälvande förändringar förklara att man inte kan se ett tydligt samband mellan tillväxt och realränta? Eller beror det negativa resultat istället på att makroekonomisk teori helt enkelt ger för stor vikt åt realräntan i hushållens val mellan sparande och konsumtion?

Både ekonomisk teori och samband i data pekar istället på att demografiska förändringar har betydelse för realräntorna, exempelvis förskjutningar i befolkningens ålderssammansättning. Mekanismerna bakom dessa samband är visserligen komplexa. De makroekonomiska modeller som inkluderar demografiska variabler har ofta svårt att förklara varför avkastningen på olika typer av tillgångar utvecklas på olika sätt. Men överlag finns det ett jämförelsevis starkt empiriskt stöd för teorins förutsägelse om ett samband mellan trender i realräntor och befolkningens ålderssammansättning samt utbudet av arbetskraft.

Analyser av bytesbalansen i olika länder pekar ganska tydligt mot att det också finns ett samband mellan sjunkande realräntor i västvärlden och det anmärkningsvärt höga sparandet i Kina och andra asiatiska tillväxtekonomier från 1990-talets slut och framåt. Asiens export av sparande till väst kan förklara varför sparandet har sjunkit i flera utvecklade ekonomier samtidigt som realräntorna har sjunkit världen över.

En ytterligare faktor, som förmodligen har bidragit till att pressa ned realräntorna, är en ökning i premierna på sådana tillgångar som betraktas som säkra. Högre premier på säkra tillgångar, exempelvis statsobligationer, innebär att räntorna på dessa obligationer blir lägre. Men ökningen får också till följd att avkastningen på mer riskfyllda tillgångar, exempelvis aktier, sjunker mindre än nedgången i statslåneräntor.

Referenser

- Ahamed, Liaquat (2009), *Lords of finance: the bankers who broke the world*, Penguin Press: New York.
- Armelius, Hanna, Martin Solberger och Erik Spånberg (2018), "Påverkas den svenska neutrala räntan av omvärlden?", *Penning- och valutapolitik* nr 1, s. 22–36, Sveriges riksbank.
- Bean, Charles, Christian Broda, Takatoshi Ito och Randall Kroszner (2015), "Low for long? Causes and consequences of persistently low interest rates", *Geneva Reports on the World Economy*, nr 17.
- Bernanke, Ben S. (2005), "The global saving glut and the U.S. current account deficit", tal vid Virginia Association of Economics den 10 mars, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Borio, Claudio, Piti Disyatat, Mikael Juselius och Phurichai Rungcharoenkitkul (2017), "Why so low for so long? A long-term view of real interest rates", Working Papers nr 685, Bank for International Settlements.
- Bosworth, Barry P. (2014), "Interest rates and economic growth: are they related?", Working Paper nr. 2014-8, Center for Retirement Research at Boston College.
- Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi och Pierre-Olivier Gourinchas (2017a), "Rents, technical change, and risk premia. Accounting for secular trends in interest rates, returns on capital, earning yields, and factor shares.", *American Economic Review*, vol. 107, nr 5, s. 614–620.
- Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi och Pierre-Olivier Gourinchas (2017b), "The safe assets shortage conundrum", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 31, nr 3, s. 29–46.
- Coeurdacier, Nicolas, Stéphane Guibaud och Keyu Jin (2015), "Credit constraints and growth in a global economy", *American Economic Review*, vol. 105, nr 9, s. 2838–2881.
- Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni och Andrea Tambalotti (2019), "Global trends in interest rates", *Journal of International Economics*, vol. 118, s. 248–262.
- Eichengreen, Barry (2019), *Globalizing capital: a history of the international monetary system*, Princeton University Press: Princeton, 3:e upplagan.
- Favero, Carlo A., Arie E. Gozluklu och Haoxi Yang (2016), "Demographics and the behavior of interest rates", *IMF Economic Review*, vol. 64, nr 4, s. 732–776.
- Florentini, Gabriele, Alessandro Galesi, Gabriel Pérez-Quirós och Enrique Sentana (2018), "The rise and fall of the natural interest rate", Documentos de Trabajo nr 1822, Banco de España.
- Fischer, Stanley (2016), "Why are interest rates so low? Causes and implications", tal vid The Economic Club of New York den 17 oktober, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Gagnon, Etienne, Benjamin K. Johansson och David Lopez-Salido (2016), "Understanding the new normal: the role of demographics", Finance and Economics Discussion Series nr. 2016-08, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Geanakoplos, John, Michael Magill och Martine Quinzii (2004), "Demography and the long-run predictability of the stock market", *Brookings Papers on Economic Activities*, nr 1:2004, s. 241–325.
- Geppert, Christian, Alexander Ludwig och Raphael Abiry (2016), "Secular stagnation? Growth, asset returns and welfare in the next decades: first results", Working Paper nr 145, Goethe University Frankfurt, SAFE.
- Goldman Sachs Global Investment Research (2014), "Some long-term evidence on short-term rates", US Economics Analyst nr 14/25, The Goldman Sachs Group.
- Gomme, Paul, B. Ravikumar och Peter Rupert (2011), "The return to capital and the business cycle", *Review of Economic Dynamics*, vol. 14, s. 262–278.
- Gordon, Robert J. (2015), "Secular stagnation: a supply-side view", *American Economic Review*, vol. 105, nr 5, s. 54–59.
- Gourinchas, Pierre-Olivier och Olivier Jeanne (2013), "Capital flows to developing countries: the allocation puzzle", *Review of Economic Studies*, vol. 80, s. 1484–1515.

- Hamilton, James D., Ethan S. Harris, Jan Hatzius och Kenneth D. West (2016), "The equilibrium real funds rate: past, present, and future", *IMF Economic Review* vol. 64, nr 4, s. 660–707.
- Havranek, Tomas, Roman Horvath, Zuzana Irsova och Marek Rusnak (2015), "Cross-country heterogeneity in intertemporal substitution", *Journal of International Economics* vol. 96, s. 100–118.
- Holston, Kathryn, Thomas Laubach och John C. Williams (2017), "Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants", *Journal of International Economics* vol. 108, s. 59–75.
- Jordà, Òscar, Katharina Knoll, Dimitry Kuvshinov, Moritz Schularick och Alan M. Taylor (2019), "The rate of return on everything, 1870–2015", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, nr 3, s. 1225–1298.
- Kiley, Michael T. (2019), "The global equilibrium real interest rate: concepts, estimates, and challenges", Finance and Economics Discussion Series nr. 2019-076, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- King, Mervyn och David Low (2014), "Measuring the 'world' real interest rate", Working Paper nr 19887, National Bureau of Economic Research.
- Koh, Dongya, Raül Santaeuàlia-Llopis och Yu Zheng (2018), "Labor share decline and intellectual property products capital", Working Paper nr 927, Barcelona Graduate School of Economics.
- Krueger, Dirk och Alexander Ludwig (2007), "On the consequences of demographic change for rates of return to capital, and the distribution of wealth and welfare", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, s. 49–87.
- Krugman, Paul R. och Maurice Obstfeld (2003), *International economics: theory and policy*, Pearson Education: Boston, 6:e upplagan.
- Laubach, Thomas och John C. Williams (2003), "Measuring the natural rate of interest", *Review of Economics and Statistics*, vol. 85, nr 4, s. 1063–1070.
- Leduc, Sylvain och Glenn D. Rudebusch (2014), "Does slower growth imply lower interest rates?", Economic Letter nr 2014-33, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Lisack, Noémie, Rana Sajedi och Gregory Thwaites (2017), "Demographic trends and the real interest rate", Staff Working Paper nr 701, Bank of England.
- Lundvall, Henrik och Andreas Westermarck (2011), "Vad är den naturliga räntan?", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, s. 7–26, Sveriges riksbank.
- Lunsford, Kurt G. och Kenneth D. West (2019), "Some evidence on secular drivers of US safe real rates", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 11, nr 4, s. 113–139.
- Marx, Magali, Benoît Mojon och Francois R. Velde (2018), "Why have interest rates fallen far below the return on capital?", Working Paper nr 2018-01, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Obstfeld, Maurice och Alan M. Taylor (2003), "Globalization and capital markets" i Bordo, Michael D., Alan M. Taylor och Jeffrey G. Williamson (red.) *Globalization in historical perspective*, University of Chicago Press.
- Ohlin, Bertil (1933), *Interregional and international trade*, Harvard University Press: Cambridge.
- Poterba, James M. (2001), "Demographic structure and asset returns", *Review of Economics and Statistics*, vol. 83, nr 4, s. 565–584.
- Rachel, Lukasz och Thomas D. Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper nr 571, Bank of England.
- Rachel, Lukasz och Thomas D. Smith (2017), "Are low real interest rates here to stay?", *International Journal of Central Banking*, vol. 13, nr 3, s. 1–42.