

## **Den långsiktiga reala statsobligationsräntan – kompletterande synpunkter till utlåtande om Avgäldsränta och långsiktig realränta från 20/8-2023**

Lars Calmfors\*

PM till Vasakronan 10/1-2025

\*Författaren är professor emeritus i internationell ekonomi vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet, och seniorforskare vid Institutet för Näringslivsforskning samt ledamot av IVA och KVA. Han har forskat i makro- och arbetsmarknadsekonomi samt varit ordförande i Finansdepartementets ekonomiska råd, EMU-utredningen, SNS vetenskapliga råd, European Economic Advisory Group, Finanspolitiska rådet, Arbetsmarknadsekonomiska rådet och Fores vetenskapliga råd. Han har varit ledamot i KVA:s kommitté för priset i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne samt i styrelserna för KVA och Vetenskapsrådet och är för närvarande ledamot i finansministerns ekonomiska råd, arbetsmarknadsministerns arbetsmarknadspolitiska råd och Arbetsförmedlingens vetenskapliga råd. Han har nyligen utarbetat rapporter om penning- och finanspolitik för Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO) i Finansdepartementet och om det finanspolitiska ramverket för Finansdepartementets Långtidsutredning.

## 1. Inledning

Detta PM kompletterar utlåtande till Vasakronan om Avgäldsrenta och långsiktig realränta från den 20/8-2023 (Calmfors 2023). Avsnitt 2 redovisar Konjunkturinstitutets nya bedömning av den neutrala räntan och avsnitt 3 Riksbankens motsvarande nya bedömning. Avsnitt 4 behandlar Konjunkturinstitutets ränteantaganden i dess senaste offentligfinansiella hållbarhetsanalyser. Avsnitt 5 sammanfattar några nya bedömningar av de framtida globala realräntorna, medan avsnitt 6 kompletterar min tidigare analys av effekterna av klimatförändringar och grön omställning. Avsnitt 7 uppdaterar bilden av hur svenska reala statsobligationsräntor utvecklats. Avsnitt 8 summerar mina slutsatser.

## 2. Konjunkturinstitutets nya bedömning

Konjunkturinstitutet (2024a) är en ny bedömning från september förra året av den framtida realräntan i den svenska ekonomin baserad på aktuell forskning och bedömningar för andra länder. Det som bedöms är den reala *neutrala* styrräntan på tio års sikt, alltså fram till 2034. Det är den reala styrränta som antas varken stimulera eller strama åt ekonomin eller, uttryckt på annat sätt, den reala styrränta som Riksbanken kan antas sätta i en normalkonjunktur när BNP befinner sig vid sin potentiella nivå och inflationen är lika med inflationsmålet. Konjunkturinstitutet uppskattar den neutrala reala styrräntan på tio års sikt till 0,6 procent. Det är en höjning från 0,3 procent som var den bedömning på tio års sikt, alltså fram till 2029, som gjordes i Konjunkturinstitutet (2019).

Den nya rapporten innehåller inte någon explicit bedömning av den reala räntan för tioåriga statsobligationer på tio års sikt i Sverige. Men enligt Konjunkturinstitutets prognosdatabas räknade man i en underlagsrapport (Konjunkturinstitutet 2024b) från september 2024 till den parlamentariska kommitté som detta år gjorde en översyn av överskottsmålet för de offentliga finanserna med en löptidspremie på tioåriga statsobligationer i förhållande till tre månaders statsskuldväxlar (med en ränta motsvarande styrräntan) på i genomsnitt 0,5 procentenheter för perioden 2025–34.<sup>1</sup> Om denna siffra adderas till bedömningen av den neutrala styrräntan fås en real ränta på tioåriga statsobligationer på tio års sikt på 1,1 procent. Det motsvarar en hypotetisk 30-årig statsobligationsränta på 1,3–1,5

---

<sup>1</sup> Data finns på:

[https://prognos.konj.se/PxWeb/pxweb/sv/XLangtidsscenario/XLangtidsscenario\\_\\_3\\_Ovrigt\\_\\_202411\\_\\_Makrosceenario/S0107.px/](https://prognos.konj.se/PxWeb/pxweb/sv/XLangtidsscenario/XLangtidsscenario__3_Ovrigt__202411__Makrosceenario/S0107.px/)

procent om, såsom i Konjunkturinstitutet (2012), en ytterligare löptidspremie på 0,2–0,4 procentenheter antas på denna tidshorisont.

### 3. Riksbankens nya bedömning

Den aktör för vilken bedömningar av den neutrala räntan har störst betydelse är Riksbanken, eftersom sådana behövs för att den ska kunna bilda sig en uppfattning om hur dess räntebeslut påverkar ekonomin. Det kan därför finnas skäl att lägga särskild vikt vid Riksbankens bedömning.

I den penningpolitiska rapporten i februari 2017 bedömde Riksbanken att den nominella långsiktiga styrräntan (på den tiden den så kallade reporäntan) låg i intervallet 2,5–4 procent (Riksbanken 2017). Med en förväntad inflationstakt = inflationsmålet på två procent motsvarade det en real långsiktig styrränta på 0,5–2 procent. Riksbanken angav sedan 2019 och 2022 att den neutrala räntan sannolikt låg i den nedre delen av intervallet från 2017 eller något under.

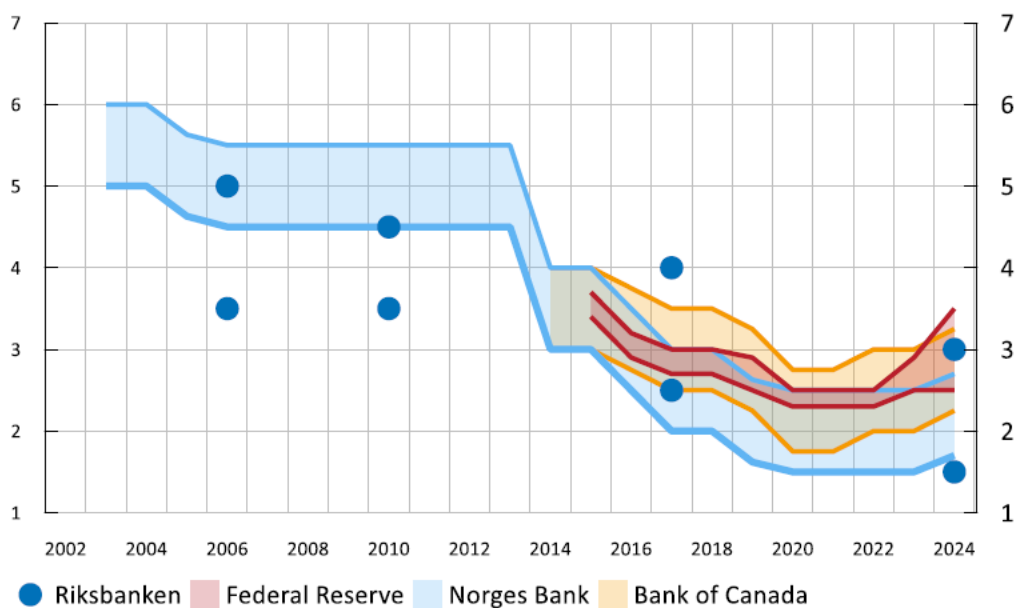
I november 2024 presenterade vice riksbankschefen Anna Seim en ny bedömning från Riksbanken av den långsiktiga neutrala styrräntan baserad på en sammanvägning av ”internationella studier, bedömningar från andra centralbanker och information från finansiella marknader, såväl från prissättningen som från enkäter” och interna skattningar på svenska data av ”olika modeller som är tongivande i litteraturen om neutral ränta” (Seim 2024). Enligt denna analys ligger ”den långsiktiga neutrala (nominella, min anmärkning) räntan, och därmed den långsiktigt normala (nominella, min anmärkning) styrräntan troligen mellan 1,5 och 3 procent”.<sup>2</sup> Figur 1 visar hur Riksbankens och andra centralbankers uppskattningar av den nominella neutrala styrräntan förändrats över tid.

Riksbankens nya bedömning motsvarar ett intervall på -0,5–1 procent för den neutrala reala styrräntan, det vill säga 1 procentenhet lägre än enligt bedömningen från 2017. Med samma antaganden om löptidspremier som i avsnitt 2 fås då intervall för de reala räntorna på lång sikt på 0–1,5 procent för tioåriga statsobligationer och 0,2–1,9 procent för hypotetiska 30-åriga statsobligationer. Om vi antar att alla utfall inom intervallen är lika sannolika, blir de förväntade (sannolikhetsvägda) reala räntorna intervallens mittpunkter, det vill säga 0,75 procent för tioåriga statsobligationer och 1,05 för hypotetiska 30-åriga statsobligationer.

---

<sup>2</sup> Varken Riksbanken (2017) eller Seim (2024) anger någon exakt tidsram för begreppet ”lång sikt”.

**Figur 1 Riksbankens och andra centralbankers bedömningar av den neutrala reala styrräntan, procent**



Källa: Seim (2024).

## 4. Konjunkturinstitutets analyser av de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet

Konjunkturinstitutet publicerar också löpande hållbarhetsbedömningar för de offentliga finanserna. I dessa görs antaganden om bland annat de framtida tioåriga statsobligationsräntorna. I Calmfors (2023) redovisades de antaganden som gjordes i 2022 års hållbarhetsrapport (Konjunkturinstitutet 2022). Enligt basscenariot där antogs de genomsnittliga nominella tioåriga statsobligationsräntorna under perioderna 2023–32, 2033–42 och 2043–52 vara 2,43, 3,30 respektive 4,07 procent. Om den förväntade inflationen antas sammanfalla med inflationsmålet på två procent, motsvarade det realräntor på 0,43, 1,30 respektive 2,07 procent. Det innebär en genomsnittlig tioårig real statsobligationsränta för trettioårsperioden 2023–52 på 1,27 procent.

På uppdrag av den parlamentariska kommitté som 2024 gjorde en översyn av överskottsmålet för de offentliga finanserna redovisade Konjunkturinstitutet i en rapport i september detta år olika scenarier för den offentliga sektorns skuldutveckling (Konjunkturinstitutet 2024b). Dessa bygger bland annat på antaganden om de framtida tioåriga nominella statsobligationsräntorna. Dessa antas vara i genomsnitt 2,82, 3,40 och 4,17 procent för perioderna 2025–34, 2035–44 och 2045–54. Med förväntad inflation = inflationsmålet på två procent motsvarar det realräntor på 0,82, 1,40 och 2,17 procent. Den genomsnittliga reala tioåriga reala statsobligationsräntan för trettioårsperioden 2025–54 blir då (0,82

+ 1,40 + 2,17)/3 = 1,46 procent. Det är samma antaganden som gjordes i 2024 års finanspolitiska hållbarhetsrapport (Konjunkturinstitutet 2024c).

Tre kommentarer är på sin plats:

1. De ovan angivna antagandena om framtida tioårsräntor är genomsnitt över de angivna perioderna. Om man vill beräkna den genomsnittliga antagna reala avkastningen på tre successiva placeringar i tioåriga statsobligationer över trettioårsperioden 2025–34 ska man i stället ta genomsnittet av de tioårsräntor som antas gälla i början av varje tioårsperiod:  $(0,5 + 1,0 + 1,9)/3 = 1,13$  procent.
2. I en känslighetsanalys analyserar Konjunkturinstitutet (2024c) också ett lågräntescenario där den nominella tioåriga statsobligationsräntan från och med 2027 är 0,6 procent. Med två procents förväntad inflation motsvarar det en real tioårig statsobligationsränta på -1,4 procent. Något scenario med högre ränta än i huvudscenariot analyseras inte.
3. Som framhölls i Calmfors (2023) är det oklart i vilken utsträckning antagandena om framtida räntor i hållbarhetsrapporterna ska betraktas som rena prognoser. Det är möjligt att antagandena påverkats av att det kan vara beräkningstekniskt bekvämt med räntor som vid den studerade periodens slut stigit över ekonomins tillväxttakt, eftersom det enligt vedertagen metodik gör det möjligt att beräkna ett långsiktigt finanspolitiskt utrymme för nya budgetsatsningar eller krav på åtstramningar. Sådana mått är bekväma som indikatorer på de offentliga finansernas långsiktiga hållbarhet.

## 5. Nya bedömningar av de globala realräntorna

Flera bedömningar av de framtida globala realräntorna har tillkommit sedan mitt tidigare utlåtande (Calmfors 2023) skrevs. Slutsatsen är i regel att realräntorna kan antas förbli låga, om än inte lika låga som under åren före pandemin, det vill säga samma slutsats som jag drog i mitt utlåtande. Bedömningen grundas på att de viktigaste faktorerna bakom den tidigare trendmässiga nedgången i den globala realräntenivån kan väntas fortsätta att verka.

Ett tungt bidrag är en uppsats från december 2023 av Maurice Obstfeld, tidigare chefsekonom på IMF och en av författarna till en av de mest använda läroböckerna i internationell ekonomi världen över (Obstfeld 2023). Han summerar sin analys på följande sätt i uppsatsens *abstract*:

*Equilibrium long-term interest rates have risen recently according to market indicators. However, the main underlying factors that have pushed real interest rates down since the 1980s and 1990s – notably demographic shifts, lower productivity growth, corporate market power, and safe asset demand relative to supply – do not appear poised to reverse strongly enough to drive a big and durable rise in global real interest rates over the coming years.*

Ett annat viktigt bidrag är den bilaga om "globala trender i den neutrala räntan" som skrevs av Henrik Lundvall, senior rådgivare i Riksbanken, till Finansdepartementets Långtidsutredning 2023 som publicerades i december detta år (Lundvall 2023). Bidraget utgör en bred översikt av forskningslitteraturen på området. Han skriver sammanfattande:

*Skattningar tyder på att den globala, neutrala (riskfria) räntan mellan åren 1990 och 2015 sjönk med mellan 1,5 och 3,2 procentenheter, till en nivå nära noll.....Flera beräkningar indikerar att den globala, neutrala räntan under kommande decennier kommer att förbli låg eller sjunka ytterligare. En bidragande orsak till detta är demografiska framskrivningar som visar att världens befolkning kommer att fortsätta att åldras. (sid 65)*

En tredje bedömning av intresse, också baserad på den internationella forskningen, har gjorts av Jesper Rangvid, professor vid Copenhagen Business School och ordförande för den offentliga utredning som 2012–13 analyserade den danska finanskrisen (Rangvid 2023). Han summerar sin analys på följande sätt:

*Most papers analysing this (equilibrium interest rates, min kommentar) conclude that the forces that drove interest rates down until the pandemic are still with us. Therefore, the underlying interest rates will most likely remain low in the future. Not as extremely low as immediately before the pandemic, but lower than 10, 20, 30 years ago. (sid 5)*

Slutligen finns skäl att nämna den bedömning som gjordes av John Williams, chef för Federal Reserve Bank of New York och en av de forskare som utvecklade den mest använda metoden för att skatta den neutrala räntan, vid en ECB-konferens i juli 2024 (Williams 2024). Han skriver:

*Second, any increase in  $r$ -star (ekonomjargong för den neutrala realräntan, min kommentar) must overcome the forces that have been pushing  $r$ -star down for decades. In this regard, recent data reinforce the continuation of pre-pandemic trends in global demographics and productivity growth. One lens through which to see this is our model estimates of potential GDP, or  $y$ -star, which is a key factor that affects  $r$ -star. Many of the explanations arguing for a higher  $r$ -star would likely show up in higher potential output growth. However, the HLW (Holston-Laubach-Williams, min kommentar) estimates of euro area and U.S. trend potential growth in 2023 are nearly unchanged from their respective 2019 values. This is consistent with other estimates of potential GDP growth for the euro area and the United States. (sid 2).*

Figur 2 visar skattningar av den neutrala reala styrräntan i euroområdet och USA gjorda av Federal Reserve Bank of New York med den metod som utvecklats av Holston, Laubach och Williams (2017). Skattningarna är cirka 0,5 procent för euroområdet och lite under 1 procent för USA.

**Figur 2 Uppskattningar av den neutrala reala styrräntan i euroområdet och USA enligt Holston-Laubach-Williamsmetoden, procent**



Källa: Williams (2024).

## 6. Klimatomställningen och realräntan

I mitt tidigare utlåtande (Calmfors 2023) listade jag hur olika faktorer kunde antas påverka den riskfria långsiktiga realräntans nivå i framtiden i förhållande till nivån strax före och under pandemin (Tabell 1, sid 13). Jag bedömde då att "den faktor som drar tydligast i riktning mot högre realräntor är en förväntad ökning av klimatrelaterade investeringar" (sid 14). Det stämmer, men det finns anledning att komplettera den slutsatsen med en bredare analys av effekterna av klimatförändringar enligt andra analyser (se till exempel Lundvall 2023 och Mongelli med flera 2024).

Klimatförändringarna kan antas ge upphov till motriktade effekter som gör det svårt att dra slutsatser om *nettoeffekten* på den riskfria realräntan. Ett varmare klimat, som också leder till mer extrema väderhändelser, kan i sig sänka produktivitetstillväxten. Dessutom ökar osäkerheten om ekonomiska utfall för både hushåll och företag.<sup>3</sup> De förra kan därför antas komma att försiktighetsspara i större utsträckning och de senare att bli mindre benägna att investera än tidigare. Koldioxidskatter i syfte att motverka utsläpp av växthusgaser kan motverka vissa investeringar. Samtliga dessa effekter tenderar att sänka realräntorna. Men å andra sidan verkar ökade investeringar i syfte att främja

<sup>3</sup> Ökad osäkerhet kan också antas öka ränteskillnaderna mellan riskfyllda placeringar ("företagsobligationer") och riskfria sådana ("statsobligationer"), det vill säga leda till högre riskpremier.

klimateffekterna och minska de skador som klimatförändringarna ger upphov i riktning mot högre realräntor. Detsamma gör en eventuellt högre innovationstakt som kan triggas just av behovet att hantera effekterna av klimatförändringarna.

## 7. Aktuella svenska realräntor

Calmfors (2023) redovisade aktuella relevanta långsiktiga reala statsobligationsräntor i Sverige i intervallet 0,8–0,9 procent i slutet av augusti 2023. När detta skrivs (10/1-2025) ligger motsvarande räntor cirka en halv procentenhet lägre.

Den 10/1-2025 uppgick den nominella räntan på tioåriga svenska statsobligationer till 2,39 procent enligt Dagens Industri.<sup>4</sup> Med en förväntad inflation i överensstämmelse med inflationsmålet på två procent motsvarar det en realränta på endast 0,39 procent. Enligt Dagens Industri var samma datum den nominella räntan på den trettioåriga statsobligation som emitterades 2009, och alltså har en återstående löptid på knappt femton år, 2,69 procent. Det motsvarar en realränta på 0,69 procent. Under det senaste året (från 10/1-2024 till 10/1-2025) har dagsnoteringarna för den nominella räntan på tioåriga statsobligationer varierat mellan som lägst 1,87 och som högst 2,52 procent. Det betyder att realräntan på dessa obligationer varierat mellan -0,13 och 0,52 procent (se också Figur 3). Hela detta intervall ligger under de räntor som gällde i augusti 2023 när jag skrev mitt förra utlåtande.

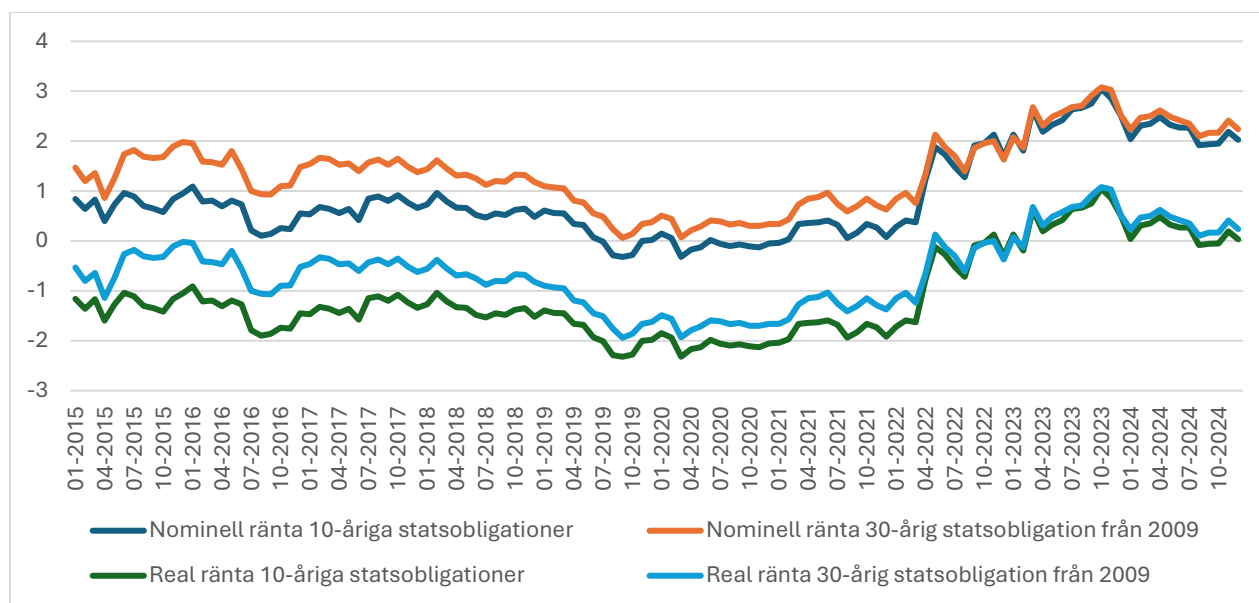
Vid Riksgäldens fem senaste auktioner på realobligationer med mer än sju års löptid blev de genomsnittliga (real)räntorna 0,33 procent (17/10-2024 en obligation med 7,6 års löptid), 0,37 procent (14/11-2024 en obligation med 7,5 års löptid), 0,37 procent (28/11-2024 en obligation med 14,5 års löptid), 0,48 procent (12/12-2024 en obligation med 14,5 års löptid) och 0,34 procent (12/12-2024 en obligation med 7,6 månaders löptid). Figur 4 visar att realräntorna på realobligationer vid emitteringstillfället sedan hösten 2024 legat betydligt lägre än under 2023.

---

<sup>4</sup> <https://www.di.se/rantor/stat-10y-33383/>.



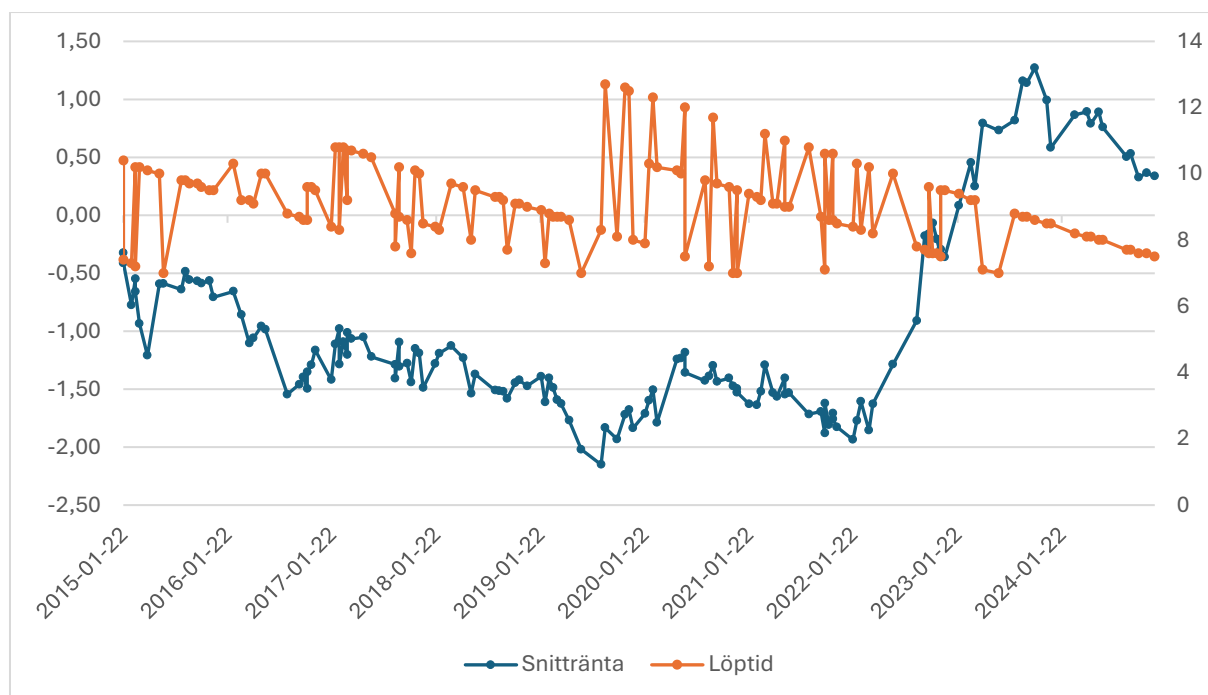
**Figur 3 Nominella och reala räntor för 10- och 30-åriga nominella statsobligationer, procent**



Anm: Det finns för närvarande endast en utestående statsobligation, utfärdad 2009, med ursprungligen 30-årig löptid. Diagrammet visar räntan på den vid olika tidpunkter. Detta motsvarar olika långa återstående löptider (26 år 2013, 25 år 2014, ...15 år 2024). Observationerna i diagrammet gäller den första handelsdagen varje månad. Realräntorna har beräknats genom att subtrahera inflationsmålet på två procent från de nominella räntorna.

Källa: Dagens Industri.

**Figur 4 Realränta (procent) och löptid (år) på svenska stats realobligationer**



Anm: Räntorna (vänster skala) anger genomsnittliga realräntor vid Riksgäldens auktioner på realobligationer med längre löptid än sju år. Löptiderna anges på höger skala.

Källa: Riksgälden.

## 8. Sammanfattande slutsatser

Enligt flera nya bedömningar av den framtida globala realräntenivån kommer den att förbli på en historiskt låg nivå, även om den blir högre än under åren före pandemin.

Ser man till det senaste årets utveckling, så har de reala statsobligationsräntorna i Sverige sjunkit med 0,4–0,5 procentenheter i förhållande till när mitt tidigare utlåtande skrevs. De reala räntorna för tioåriga statsobligationer ligger i skrivande stund (mitten av januari 2025) på 0,3–0,5 procent.

De slutsatser som jag drog om låga framtida reala statsobligationsräntor i Sverige, om än högre än närmast före pandemin, i mitt tidigare utlåtande (Calmfors 2023) gäller fortfarande. Detta får stöd av nya bedömningar av den neutrala styrräntan på sikt (den styrränta som varken stimulerar eller stramar åt efterfrågan). På basis av Konjunkturinstitutets bedömning kan den reala räntan på tio års sikt uppskattas till 1,1 procent för en tioårig statsobligation och 1,3–1,5 procent för en hypotetisk 30-årig statsobligation. Motsvarande uppskattningar av de långsiktiga reala räntorna på basis av Riksbankens bedömning är 0–1,5 respektive 0,2–1,9 procent med mittpunkter i intervallen på 0,75 respektive 1,05 procent. Min slutsats utifrån detta är att en rimlig uppskattning av de långsiktiga reala räntorna kan vara 0,7–1,1 procent för en tioårig statsobligation och 1–1,5 procent för en hypotetisk 30-årig statsobligation.

## Referenser

- Calmfors, L. (2023), Avgäldsrenta och långsiktig realränta, Utlåtande till Vasakronan, 20 augusti.
- Holston, K., Laubach, T. och J.C. Williams (2017), Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants, *Journal of International Economics*, 108(51), 59–75.
- Konjunkturinstitutet (2012), Yttrande om Tomträttsavgäld och friköp (dnr JU2012/7154711), Stockholm.
- Konjunkturinstitutet (2019), *Konjunkturläget*, september, Stockholm.
- Konjunkturinstitutet (2022), *Hållbarhetsrapporten*, Stockholm.
- Konjunkturinstitutet (2024a), Realräntor på tio års sikt, *KI-kommentar*, september, Stockholm.
- Konjunkturinstitutet (2024b), Redovisning av uppdrag enligt överenskommelse mellan Konjunkturinstitutet och Kommittén för översyn av målet för det finansiella sparandet, 5 september, Stockholm.
- Konjunkturinstitutet (2024c), *Hållbarhetsrapporten*, Stockholm.
- Lundvall, H. (2023), *Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan*, Bilaga 2, Långtidsutredningen, SOU 2023:87, Stockholm.
- Mongelli, F.P., Pointner, W. och J.W. van den End (2024), The Effects of Climate Change on the Natural Rate of Interest: A Critical Survey, *WIREs Climate Change*, 15(2),. <https://doi.org/10.1002/wcc.873>.

Obstfeld, M. (2023), Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future, Working Paper 31949, National Bureau of Economic Research.

Rangvid, J. (2023), The future of  $r^*$ , <https://blog.rangvid.com/2023/12/10/the-future-of-r/>.

Riksbanken (2017), *Penningpolitisk rapport*, februari.

Seim, A. (2024), Neutral ränta – betydelse, begränsningar och bedömning, Anförande Sveriges Riksbank, 26 november.

Williams, J. C. (2024), R-Star: A Global Perspective, Remarks at the ECB Forum on Central Banking, Sintra, Portugal, 3 juli.