

Ränte-tillväxt-differensen – utveckling och drivkrafter

Marcus Mossfeldt

Bilaga 3 till Långtidsutredningen 2023

Stockholm 2023



STATENS OFFENTLIGA
UTREDNINGAR

SOU 2023:88

SOU och Ds finns på [regeringen.se](https://www.regeringen.se) under Rättsliga dokument.

Svara på remiss – hur och varför
Statsrådsberedningen, SB PM 2021:1.

Information för dem som ska svara på remiss finns tillgänglig på [regeringen.se/remisser](https://www.regeringen.se/remisser).

Layout: Långtidsutredningen 2023, Regeringskansliet

Omslag: Elanders Sverige AB

Tryck och remisshantering: Elanders Sverige AB, Stockholm 2023

ISBN 978-91-525-0794-0 (tryck)

ISBN 978-91-525-0795-7 (pdf)

ISSN 0375-250X

Förord

Långtidsutredningen 2023 har utarbetats av ett fristående projektgrupp inom Finansdepartementets enhet för ekonomisk politik och fördelning. Inom ramen för utredningen har ett antal specialstudier tagits fram, vilka publiceras som fristående bilagor. Av huvudbetänkandet framgår hur bilagornas analyser och slutsatser använts i utredningens arbete.

Denna bilaga har utarbetats av Marcus Mossfeldt, kansliråd i Finansdepartementet.

Arbetet med bilagan har följts av en referensgrupp bestående av Teodora Borota Milicevic, Lars Calmfors, Peter Englund (t.o.m. april 2023), Urban Hansson Brusewitz, Johannes Lindvall, Johan Lyhagen, Hovick Shahnazarian och Karl Walentin.

Thomas Eisensee, Harry Flam, Nils Gottfries, Anna Seim, Lars E.O. Svensson och Hanna Ågren har gett värdefulla bidrag som kommentatorer.

Ett särskilt tack riktas till Mona-Lisa Fränneby, Tilda Lidman, Maria Neijnes och Charlotte Nömmera för hjälp med redigering av manus.

Bilagans författare vill särskilt tacka Yvan Guillemette, Henrik Lundvall, Svante Midander, Jonas Norlin och Hwan Willén.

Stockholm december 2023

Marcus Mossfeldt

Hovick Shahnazarian

Projektledare, Långtidsutredningen

Innehåll

Sammanfattning	7
Summary	11
1 Inledning	15
2 Ränte-tillväxtdifferensen och dess drivkrafter	17
2.1 Några viktiga begrepp och definitioner	17
2.2 Ekonomisk teori kring sambandet mellan ränta och tillväxt	18
2.3 Drivkrafter på kort sikt	21
2.4 Drivkrafter på medellång sikt	23
3 Historisk utveckling	29
3.1 Utvecklingen i ett flerhundraårigt perspektiv	29
3.1.1 Negativ trend sedan 1300-talet	29
3.1.2 Låg eller negativ differens vanligt de senaste 220 åren	30
3.1.3 Den svenska utvecklingen har liknat den i andra länder	32
3.1.4 Relativt svagt empiriskt samband mellan realränta och real tillväxt	34
3.2 Utvecklingen de senaste 30 åren i termer av impliciträntan på statskulden	35
3.3 Utvecklingen de senaste dryga 20 åren i termer av neutral kortränta och potentiell tillväxt	37

4	Prognoser för utvecklingen framöver	41
4.1	Empirisk forskningslitteratur	41
4.2	Internationella och svenska institutioner.....	43
4.3	Marknadsaktörer	45
4.4	Prognossammanställning	46
5	Avslutande diskussion	49
5.1	Forskningen ger värdefulla insikter, men inga entydiga svar.....	49
5.2	Låg ränte-tillväxt-differens väntas bestå	51
5.3	Oklart om handlingsutrymmet för finanspolitiken ökar för svenskt vidkommande.....	53
5.4	Viktigt att ett ökat finanspolitiskt handlingsutrymme används på ett förnuftigt sätt.....	54
5.5	Penningpolitikens handlingsutrymme minskar.....	55
	Referenser.....	57
	Appendix.....	63
	Fördjupningsruta:	
	Neoklassisk modell (utvidgad Ramsey-modell)	19

Sammanfattning

Att den riskfria räntan på lite sikt är högre än eller lika med tillväxttakten i ekonomin betraktades länge som en självklarhet av de flesta nationalekonomer. I den kanske mest kända modellen för ekonomisk tillväxt, den neoklassiska Solow-modellen, antas till exempel att sambandet mellan ränta och tillväxt är ett-till-ett. Efter den globala finanskrisen 2008–2009 har ränte-tillväxt-differens i många länder varit negativ, vilket medfört att ovannämnda antagande och synsätt kommit att ifrågasättas.

Denna bilaga studerar närmare hur ränte-tillväxt-differensen utvecklats i ett historiskt perspektiv och vad den empiriska forskningen säger om dess bestämningsfaktorer. Mot bakgrund av denna forskning och tillgängliga prognoser diskuteras hur man ska se på utvecklingen och vilka implikationer denna kan få på finans- och penningpolitiken framöver.

Räntetillväxt-differensen har i genomsnitt varit negativ i avancerade ekonomier de senaste dryga 200 åren. Differensen var i genomsnitt positiv före andra världskriget, medan den i genomsnitt var negativ därefter. Differensen var exempelvis kraftigt negativ i anslutning till första och andra världskriget, och kraftigt positiv däremellan. Under 1950-, 60-, 70-talet var differensen kraftigt negativ, troligen delvis som en effekt av det stora inslaget av olika typer av kreditregleringar och kapitalkontroller under denna period, vilka höll nere räntorna. Ränte-tillväxt-differensen blev därefter positiv under 1980- och 1990-talet. Ränte-tillväxt-differensen har trendmässigt fallit sedan första halvan av 1990-talet. Den trendmässiga nedgången avbröts i samband med finans- och Eurokrisen, men har därefter fortsatt. Sedan 2015 har ränte-tillväxt-differensen i Sverige och andra avancerade länder varit negativ. Den svenska ränte-tillväxt-differensen har varit tydligt lägre än genomsnittet för avancerade länder sedan 2007. Jämfört med dessa länder har ned-

gången i ränte-tillväxt-differensen de senaste 30 åren varit större i Sverige, vilket i huvudsak är ett resultat av en högre realränta i Sverige i samband med den svenska 1990-talskrisen och en lägre dito i slutet av perioden.

Ekonomisk teori och empiriska studier avseende de senaste 40 åren pekar mot att faktorer såsom demografi, produktivitet, inkomstskillnader och skuldnivåer bidrar till att förklara variationerna i ränte-tillväxt-differensen på medellång sikt. Detta är till stor del samma faktorer som vanligen lyfts fram som tänkbara förklaringar till variationer av både långsiktig (potentiell) tillväxt och neutral ränta. Givet det begränsade antalet empiriska studier som gjorts avseende ränte-tillväxt-differensens drivkrafter bör det understrykas att det råder relativt stor osäkerhet kring förklaringsfaktorernas relativa betydelse, samt deras betydelse utanför den studerade tidsperioden.

De historiska tidsserierna ger ett värdefullt perspektiv på de senaste decenniernas utveckling. Den låga eller negativa differensen som observerats de senaste 20 åren är inte unik i ett historiskt perspektiv och perioder med negativ differens har ofta varit långvariga. Detta talar, tillsammans med det faktum att ovannämnda förklaringsfaktorer vanligen förändras långsamt över tid (t.ex. demografi) för att den låga/negativa ränte-tillväxt-differensen kommer att bestå under överskådlig tid. Åtminstone i frånvaro av politiska beslut som drastiskt ändrar spelplanen.

En sammanställning av externa prognoser från forskningslitteraturen, internationella och svenska institutioner samt marknadsaktörer ger en relativt samstämmig bild av att ränte-tillväxt-differensen kommer att förbli låg – och i många fall negativ – i de flesta avancerade länder, åtminstone de närmaste 10 åren. När det gäller prognoser på ännu längre sikt pekar de flesta mot att ränte-tillväxt-differensen förblir negativ till omkring 2040. Enstaka prognoser pekar mot en svagt positiv differens de kommande 10–20 åren.

Som alla prognoser är dessa prognoser behäftade med osäkerhet. Det går till exempel inte att utesluta att differensen kan bli positiv i det korta perspektivet, men det troliga är i så fall att det snarare sker under kortare perioder beroende på konjunkturella fluktuationer än som en mer persistent förändring. En uppåttrisk på medellång sikt är att den negativa differensen skapar incitament för ökad offentlig upplåning. En annan är att en högre eller mer volatil inflation driver

upp statslåneräntorna via högre riskpremier. En nedåtrisk på medellång sikt är att många institutioner baserar sina prognoser på att räntan och BNP-tillväxten ska konvergera på lång sikt, men detta antagande saknar empiriskt stöd. En annan nedåtrisk är att avancerade länder återinför kapitalkontroller, vilket skulle pressa ner räntorna. En ytterligare risk är att produktiviteten skulle kunna komma att utvecklas betydligt snabbare eller långsammare i framtiden, vilket skulle kunna medföra antingen en lägre eller högre ränte-tillväxt-differens.

En längre period med negativ ränte-tillväxt-differensen kan medföra ett ökat handlingsutrymme för finanspolitiken i ett medelfristigt perspektiv. Det faktum att ränte-tillväxt-differensen inte bedöms vara permanent negativ innebär dock rimligen att handlingsutrymmet är förhållandevis begränsat för de flesta avancerade länder. För svenskt vidkommande måste man dessutom ta i beaktande att nettotillgångarna i offentlig sektor är positiva, vilket innebär att det inte är entydigt positivt med en negativ ränte-tillväxt-differens. Ränte-tillväxt-differensen behöver dock inte vara negativ för att det ska uppstå ett visst handlingsutrymme. Även en svagt positiv differens, i linje med de flesta långsiktiga prognoser, skapar ett visst handlingsutrymme.

En viktig förklaring till att ränte-tillväxt-differensen förutses bli låg även framöver är att den neutrala räntan väntas förbli låg. Detta betyder, vid givet inflationsmål, i sin tur att möjligheterna för penningpolitiken att stabilisera inflation och resursutnyttjande begränsas till följd av att styrräntan löper större risk än tidigare att slå i det så kallade nedre räntegolvet. Detta betyder att det finns ett ökat behov av att finanspolitiken bidrar till konjunkturstabiliseringen i större utsträckning än vad som varit fallet de senaste 30 åren. En mer aktiv finanspolitik kan också på marginalen bidra till en bättre uppfyllelse av inflationsmålet och minskade risker i stabiliseringspolitiken i och med att ett policyinstrument (i detta fall penningpolitiken) inte belastas mer än nödvändigt.

Summary

In the past, there was wide consensus among economists that the risk-free interest rate would be higher than or equal to the rate of economic growth. In one of the most well-known economic models for analyzing economic growth, the neoclassical Solow model, it is assumed that the relationship between interest rates and growth is one-to-one. However, in the years following the 2008–2009 financial crisis, the interest rate-growth differential in many countries has been negative, leading to the earlier mentioned assumption to be questioned.

This report examines how the interest rate-growth differential has evolved from a historical perspective and what empirical research reveals about its determinants. Based on available research and forecasts, the implications these developments may have on future fiscal and monetary policies is discussed.

On average, the interest rate-growth differential has been negative in advanced economies for the past two centuries. The differential was, on average, positive in the years prior to World War II, while, on average negative in the years after. For instance, the differential was negative around the time of the First and Second World Wars, while it was positive throughout the years in between those wars. During the 1950s to the 1970s, the differential was heavily negative. This was likely an effect of the presence of various credit regulations and capital controls that characterized this time-period, which kept interest rates low. Subsequently, the differential turned positive during the 1980s and 1990s. The interest rate-growth differential has been in a declining trend since the first half of the 1990s. Although the trend decline was briefly interrupted during the financial and Euro crises, it has continued since. More specifically, the interest rate-growth differential in Sweden and other advanced countries has been negative since 2015. However, it is worth

mentioning that the Swedish interest rate-growth differential has been considerably lower than the average differential of advanced countries since 2007. Furthermore, the decline in the interest rate-growth differential in the last 30 years has been more pronounced in Sweden, primarily due to a relatively higher real interest rate in Sweden during the Swedish crisis in the 1990s and a lower rate towards the end of the period.

Economic theory and empirical studies covering the past 40 years indicate that factors such as demographics, productivity, income disparities, and debt levels contribute to variations in the interest rate-growth differential in the medium-long term. Several of these factors are also often highlighted as potential explanations for variations in both long term (potential) growth and the neutral rate. Given the limited number of empirical studies concerning the drivers of change in the interest rate-growth differential, there exists a meaningful uncertainty regarding the relative importance of these explanatory factors and their significance outside the studied time period.

The long historical time series provide a valuable perspective on the developments in recent decades. The low or negative differential observed in the last 20 years is not unique from a historical perspective, and periods of negative differentials have often been lengthy. Combined with the fact that the explanatory factors generally change slowly over time, this suggests that the low/negative interest rate-growth differential is likely to persist for the foreseeable future. At least in the absence of policy decisions that alter the circumstances.

A compilation of external forecasts from the research literature, international and Swedish institutions, as well as market participants, presents a relatively consistent picture that the interest rate-growth differential will remain low in most advanced countries, at least over the next 10 years. As for long-term forecasts, most indicate that the interest rate-growth differential will remain negative until around 2040. A few forecasts point towards a low positive differential in the next 10–20 years.

All forecasts and predictions come with uncertainty. For example, it cannot be ruled out that the differential may become positive in the short term, but it is more likely to occur in shorter periods due to cyclical fluctuations rather than as a more persistent

change. One upside risk in the medium-term is that the negative differential encourages increased public borrowing. Another is that higher or more volatile inflation could push up government bond yields through higher risk premiums. In contrast, a downside risk in the medium-term is that advanced countries reintroduce capital controls, which would push down interest rates. There is also a risk that productivity could develop either significantly faster or slower in the future, which could lead to a lower or higher interest rate-growth differential.

A longer period of a negative interest rate-growth differential may provide more room for fiscal policy in the medium-term. However, the fact that the interest rate-growth differential is not expected to be permanently negative limits the fiscal space of most advanced countries. In the case of Sweden, it must also be considered that the net assets in the public sector are positive, meaning that a negative interest rate-growth differential is not unequivocally positive. Nonetheless, a negative interest rate-growth differential is not necessarily required for there to be some room for manoeuvre. In fact, a slightly positive differential in line with most long-term forecasts can create a little extra room for manoeuvre.

A key explanation for the expected low interest rate-growth differential in the future is that the neutral interest rate is expected to remain low. This means that, given the inflation target, the scope for monetary policy to stabilize inflation and resource utilization is limited because the policy interest rate is at a greater risk hitting the interest rate floor than before. As previously mentioned, this implies a need for fiscal policy to contribute to business cycle stabilization to a greater extent than what has been the case over the past 30 years. A more active fiscal policy can also, on the margin, contribute to a better fulfilment of the inflation target. It can also help reduce the risks in stabilization policy when one policy instrument does not have to do all the heavy lifting.

1 Inledning

There may be no variable more important for macroeconomic policy than $r - g$

Olivier Blanchard (2023a)¹

Att den riskfria räntan på lite sikt är högre än eller lika med tillväxttakten i ekonomin betraktades länge som en självklarhet av de flesta ekonomer.² Under åren efter finanskrisen 2008–2009 har ränte-tillväxt-differens i många länder varit negativ, vilket medfört att ovannämnda antagande/synsätt kommit att ifrågasättas.

Det finns två huvudsakliga skäl till att utvecklingen av ränte-tillväxt-differensen är viktig för ekonomisk politik. För det första har ränte-tillväxt-differensen en avgörande betydelse för hur man ska se på det finanspolitiska handlingsutrymmet. Exempelvis innebär en permanent negativ ränte-tillväxtdifferens, allt annat lika, att lägre överskottsmål är förenligt med hållbara offentliga finanser och samtidigt som det lägre målet skapar ett permanent utrymme för lägre skatter och/eller högre utgifter, dvs. utan behov av framtida finansiering.

För det andra påverkar i hög grad ränte-tillväxt-differensen stabiliseringspolitiken. Dels genom att en låg differens tenderar att hänga samman med en låg neutral ränta, vilken i sin tur kan hämma penningpolitikens möjligheter att stimulera ekonomin om den leder till en nominell säker ränta som inte kan sänkas mer. Dels genom att en negativ ränte-tillväxt-differens kan öka finanspolitikens manöverutrymme i händelse av djup lågkonjunktur, av samma skäl som att den enligt ovan skapar ett permanent utrymme för ett lägre offentligt finansiellt sparande.

¹ Blanchard (2023a). "r-g" är ett vanligt uttryck för ränte-tillväxt-differensen där "r" avser räntan och "g" avser BNP-tillväxten.

² Rachel och Smith (2015), Mauro och Zhou (2021), Checherita-Westphal och Domingues Semeano (2020).

I bilaga 1 och 2 till Långtidsutredningen 2023 diskuteras utvecklingen av den ekonomiska tillväxten och de reala räntorna var för sig.³ Därutöver diskuteras i dessa bilagor de viktigaste bestämmningsfaktorerna bakom utvecklingen av dessa viktiga makroekonomiska variabler. Som det framgår från dessa bilagor så är det ungefärligen samma faktorer som driver utvecklingen av de reala räntorna och den ekonomiska tillväxten. Då dessa faktorer påverkar båda dessa variabler på olika sätt finns det behov av att analysera den sammantagna effekten av dessa faktorer på ränte-tillväxt-differensen.

Denna bilaga studerar närmare vad den empiriska forskningen säger om ränte-tillväxt-differensens bestämmningsfaktorer och hur man ska betrakta de senaste årens utveckling. Därutöver diskuteras om de senaste åren utveckling utgör anomali eller om den negativa ränte-tillväxt-differensen kan förväntas att bestå under en längre period. Och om det senare är fallet, vad innebär detta i så fall för bedömningen av det finanspolitiska handlingsutrymmet?

Bilagan inleds med en genomgång av ränte-tillväxt-differensens centrala drivkrafter som pekas ut i ekonomisk teori och empiri (kapitel 1). Därefter beskrivs den historiska utvecklingen av ränte-tillväxt-differensen (kapitel 2). Sedan presenteras en sammanställning av externa prognoser avseende ränte-tillväxt-differensen (kapitel 3). Bilagan avslutas med en diskussion av de empiriska forskningsresultaten, samt de implikationer som en ränte-tillväxt-differens i linje med prognoserna kan tänkas få finans- och penningpolitiken framöver (kapitel 4).

³ Borota Milicevic (2023) och Lundvall (2023).

2 Ränte-tillväxtdifferensen och dess drivkrafter

Detta kapitel inleds med en kort beskrivning av några nyckelbegrepp, sedan redogörs kort för vad ekonomisk teorin ger för vägledningen kring sambandet mellan ränta och ekonomisk tillväxt. Kapitlet avslutas med en genomgång av resultaten från den empiriska forskning som gjorts avseende drivkrafterna för ränte-tillväxtdifferensens utveckling de senaste 20–40 åren.

2.1 Några viktiga begrepp och definitioner

Ränte-tillväxt-differensen kan beräknas och beskrivas på olika sätt. Teorin utgår från sambandet mellan den riskfria reala räntan och den reala tillväxten, medan den empiriska forskningen ofta definierar ränte-tillväxt-differensen i andra termer.

I avsnitt 3.1 och 3.2 avser analysen den realiserade (ex-post) genomsnittliga räntan på statskulden (i fortsättningen kallad impliciträntan⁴). I de fall data saknas används räntan på långa statsobligationer som en approximation för impliciträntan. Detta betyder att löptids-, likviditets- och andra riskpremier medför att den uppmätta differensen blir mer positiv i jämförelse med om den säkra räntan används i stället.

Vidare så utgår analysen i från nominella variabler där differensen kan delas upp i real BNP-tillväxt, BNP-deflator (inflation) och (nominell) ränta. Huruvida man beräknar ränte-tillväxt-differensen i reala eller nominella termer bör inte spela någon roll för resultatet, givet att samma variabel används för att deflatera de ingående variab-

⁴ Den implicita räntan på statskulden definieras vanligen som räntekostnaderna för innevarande år (år t) i relation till skuldstocken i slutet av innevarande och föregående år dividerat med två.

lerna.⁵ I avsnitt 3.3 sker beskrivningen i termer av real neutral ränta⁶,⁷ och real potentiell BNP-tillväxt.

2.2 Ekonomisk teori kring sambandet mellan ränta och tillväxt

Att utvecklingen av (den riskfria) räntan är nära kopplad till tillväxttakten i ekonomin har länge betraktats som en självklarhet av de flesta ekonomer. I den kanske mest kända modellen för ekonomisk tillväxt, den neoklassiska Solow-modellen, antas att sambandet mellan ränta och tillväxt är ett-till-ett.⁸ I andra nationalekonomiska modeller där räntan bestäms i modellen antas ofta att nivån på räntan är nära kopplad till tillväxttakten i ekonomin. Ett belysande exempel är att den så kallade Ramsey-modellen för ekonomisk tillväxt.⁹ I nämnda modell finns det en direkt (positiv) koppling mellan realräntan och den reala BNP-tillväxten¹⁰ på lång sikt. En högre BNP-tillväxt ökar hushållens förväntade framtida inkomst, vilket innebär att sparandet minskar då de inte behöver spara lika mycket för att upprätthålla en önskad framtida konsumtionsnivå. Ett lägre sparande medför i sin tur att realräntan stiger. Hur stark denna koppling är avgörs av hushållens sparbenägenhet och tidspreferenser (se fördjupning för en mer ingående redogörelse av modellen).¹¹

Även om modellen avser långsiktiga samband, utgör en förenkling av verkligheten och inte ger något tydligt svar på hur stark kopplingen är mellan räntan och BNP-tillväxten kan den tjäna som

⁵ Ibland framförs argumentet att det är att föredra att analysera ränte-tillväxt-differensen utifrån nominella variabler med hänvisning till att ett lands skuld är uttryckt i nominella termer. Denna motivering haltar så till vida att man kan analysera ett lands skuld även i reala termer.

⁶ Den neutrala räntan är den ränta som varken har en expansiv eller åtstramande effekt på ekonomin. Om den neutrala räntan faller (stiger) innebär det att den faktiska räntan i ekonomin kan vara lägre (högre) utan att detta har en expansiv (åtstramande) effekt. En lägre neutral ränta skulle därmed innebära att det krävs en lägre faktisk ränta än tidigare för att stimulera ekonomin. För en utförlig analys av den neutrala realräntan hänvisas till Lundvall (2023).

⁷ I beräkningarna är realräntan definierad som nominell ränta (-) förväntad inflation.

⁸ Solow (1956).

⁹ Ramsey (1928).

¹⁰ Modellen utgår från produktivitetstillväxten och inte BNP-tillväxten, men givet en oförändrad arbetskraft så är det samma sak.

¹¹ Många andra teoretiska modeller ger inte heller ett entydigt svar kring hur starkt kopplingen mellan räntan och tillväxten är. Svaret beror ofta på vilka antaganden som görs gällande viktiga parametrar i modellerna. Huruvida ränte-tillväxt-differensen kan förväntas vara positiv eller negativ i jämvikt är således inget de teoretiska modellerna kan besvara.

en utgångspunkt för hur man kan tänka kring ränte-tillväxt-differensen.

Ekonomisk teori ger vidare vägledning när det gäller vilka förklaringsfaktorer som borde spela roll för räntan och tillväxten och därmed ränte-tillväxtdifferensen. Utöver potentiell BNP-tillväxt och konjunkturella variationer utgör demografi, inkomstfördelning, statskuld och förväntad livslängd några exempel på faktorer som utifrån ekonomisk teori skulle kunna förväntas bidra till att förklara ränte-tillväxt-differensens utveckling över tid. Resterande del av detta kapitel handlar om vad den empiriska forskningen har att säga om detta.

Fördjupning. Neoklassisk modell (utvidgad Ramsey-modell)

I modellen beror hushållens (optimala) konsumtion (i jämvikt) på tidspreferenser och teknisk utveckling (produktivitet).¹² Hushållens (tids-)preferenser när det gäller konsumtion idag kontra i framtiden avgör deras sparbenägenhet och utgör därmed en viktig faktor för realräntan. Hushållens tidspreferenser spelar också en avgörande roll när det gäller vilken effekt en förändring i produktivitetstillväxten får på realräntan. Realräntan i modellen ges av följande ekvation:

$$r^* = q/\sigma + \theta + an$$

där r^* är den realränta som är förenlig med en inflationstakt i linje med inflationsmålet och ett balanserat resursutnyttjande (BNP-gap=0), σ är hushållens intertemporala substitutionselasticitet (preferens för utjämnad konsumtion), q är produktivitetstillväxten, θ är hushållens tidspreferens ("tålmod"), n är befolkningstillväxten, och a är en koefficient som fångar befolknings-tillväxtens betydelse.

En högre produktivitet (q) ökar hushållens förväntade framtida inkomst, vilket innebär att sparandet minskar då hushållen inte behöver spara lika mycket för att upprätthålla en önskad

¹² Framställningen i denna fördjupningsruta bygger till stor del på Rachel och Smith (2015). Modellen som beskrivs är en så kallade RANK-modell, vilket innebär att den utgår från representativa agenter med oändlig livslängd.

framtida konsumtionsnivå. Ett lägre sparande medför i sin tur att realräntan stiger.¹³

I vilken utsträckning förändrad produktivitet påverkar realräntan beror på hushållens preferenser när det gäller utjämning av konsumtionen över livscykeln (σ). Om hushållen inte bryr sig nämnvärt om detta ($\sigma > 1$) så påverkas realräntan endast marginellt. Om hushållen däremot anpassar sitt sparande i relativt stor utsträckning ($\sigma < 1$) innebär det att en ändrad produktivitet-utveckling får stor effekt på realräntan, kanske så stor effekt att produktivitetöknings påverkar realräntan mer än BNP-tillväxten.¹⁴ Modellen indikerar att det finns en koppling mellan produktivitet och realränta men den ger samtidigt inget tydligt svar på vilket sätt produktivitetsförändringar kan påverka ränte-tillväxtdifferensen.

I standardversionen av Ramseys modell inkluderas inte befolkningstillväxten. I den utvidgade version av Ramsey-modellen som presenteras här inkluderas befolkningstillväxten (n), bland annat med argumentet att både arbete och kapital bör spela en viktig roll i bestämningen av realräntan då de utgör kompletterande produktionsfaktorer.¹⁵ En snabbare befolkningsutveckling ökar avkastningen på kapital (via fler arbetare per kapitalenhet), vilket medför en högre realränta.

Även den utvidgade version utgör en grov förenkling av verkligheten. Det kan tänkas att man genom att utöka modellen med ytterligare förklaringsfaktorer kan beskriva verkligheten bättre, t.ex. genom att ta hänsyn till finansiella restriktioner.

¹³ Ett lägre sparande medför en långsammare kapitaluppyggnad, vilket i sin tur leder till lägre kapitalintensitet i produktionen och högre marginell kapitalavkastning. Detta medför i sin tur att realräntan stiger (eftersom räntan är lika med den marginella kapitalavkastningen i modellen).

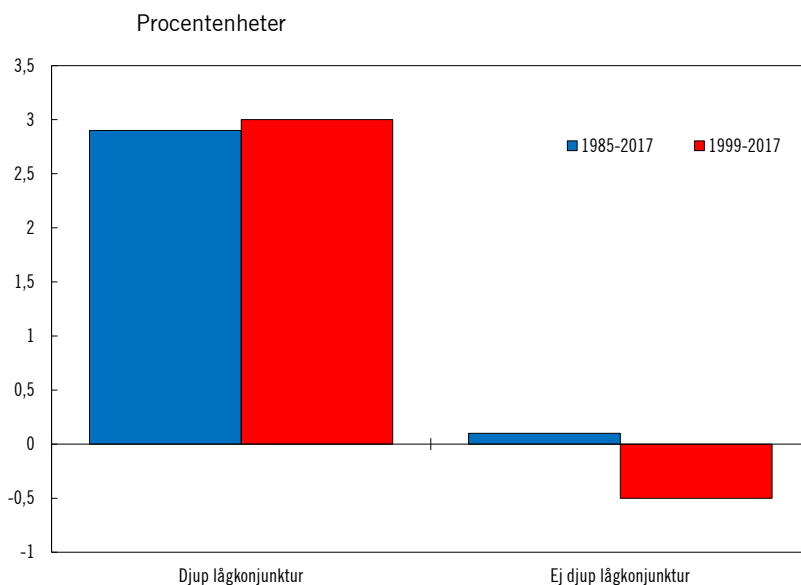
¹⁴ Hushållens tidspreferenser (θ) kan också påverka realräntan på ett annat sätt. Ju villigare hushållen är att skjuta upp sin konsumtion för en given nivå på realräntan för att konsumera i framtiden (låg θ), desto villigare är de att spara, vilket resulterar i en lägre realränta.

¹⁵ Se Baker m.fl. (2005).

2.3 Drivkrafter på kort sikt

Empirisk analys pekar mot att konjunkturella variationer spelar stor roll när det gäller att förklara variationerna i ränte-tillväxt-differensen på kort sikt. Ett sämre konjunkturläge tenderar att medföra en högre differens (se figur 2.1).

Figur 2.1 Ränte-tillväxt-differens, olika konjunkturlägen, Euroområdet



Anm. Djup lågkonjunktur är definierad som BNP-gap <-1,5 procent. Data avser de s.k. EU-12-länderna. Den övergripande bilden är liknande för ett större urval av länder som omfattar samtliga 19 länder i Euro-området, samt Danmark, Sverige, Storbritannien, USA och Japan.
Källa: Europeiska centralbanken (2019).

Lägre real **BNP-tillväxt**^{16,17} och **inflation**¹⁸ har en direkt positiv effekt (allt annat lika) på ränte-tillväxt-differensen. Att en lägre nominell BNP-tillväxt medför en högre ränte-tillväxt-differens syns tydligt i samband med finanskrisen (2009) och pandemins första år (2020), se figur 2.2 som visar utvecklingen i Sverige.¹⁹

¹⁶ Även konjunkturläget mätt i form av resursutnyttjande i ekonomin (BNP-gap) har en tydlig korrelation med ränte-tillväxt-differensen. Ju högre resursutnyttjande desto lägre differens.

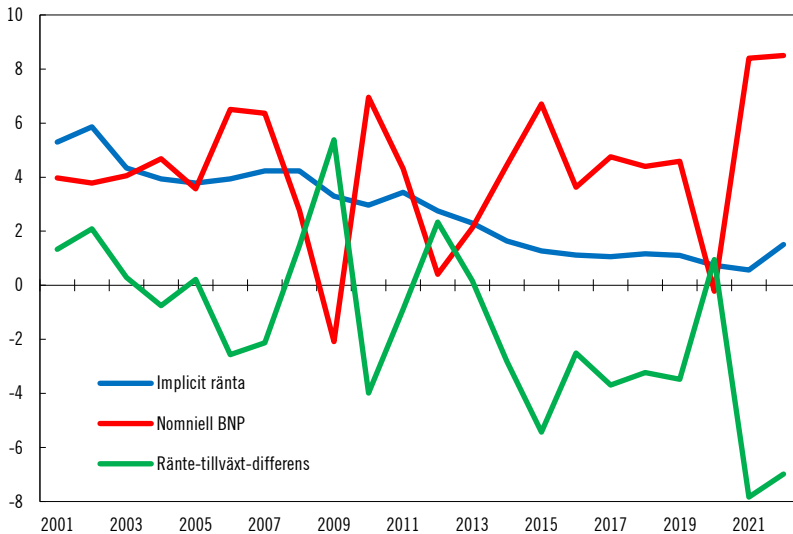
¹⁷ Checherita-Westphal och Domingues Semeano (2020) samt Heylen m.fl. (2023).

¹⁸ Heylen m.fl. (2023).

¹⁹ Se även figur 1 i appendix som visar utvecklingen i EU.

Figur 2.2 Implicitränta, nominell BNP och ränte-tillväxt-differens, Sverige, 2001–2022

Procent, procentuell förändring, respektive procentenheter



Källor: SCB, samt egna beräkningar.

I den mån högre inflation påverkar den förda **penningpolitiken**²⁰ och i förlängningen marknadsräntorna så ökar den implicita räntan på statskulden.²¹ I och med att endast en mindre del av statskulden omsätts varje år sker denna effekt med fördröjning.²² Att så är fallet illustreras med önskvärd tydlighet i figuren ovan där den implicita räntan visserligen var högre 2022 än 2021, men dess effekt på ränte-tillväxt-differensen helt överskuggades av den massiva uppgången i nominell BNP (till följd av den höga inflationen), vilket fick ränte-tillväxt-differensen att bli kraftigt negativ.

Även **konjunkturstabiliserande finanspolitik**²³ spelar en viss roll för ränte-tillväxt-differensen. En expansiv finanspolitik (mätt som negativt primärt sparande) har en positiv effekt på ränte-tillväxt-differensen.²⁴

²⁰ Turner och Spinelli (2011), Checherita-Westphal och Domingues Semeano (2020) och Heylen m.fl. (2023).

²¹ Högre styrrenta uppvisar således ett positivt samband med ränte-tillväxt-differensen. På samma sätt uppvisar en minskning av kvantitativa lättnader (QE) ett positivt samband med ränte-tillväxt-differensen.

²² Enligt Riksgälden (2023) är den svenska statskuldens genomsnittliga löptid ca 5 år.

²³ Checherita-Westphal och Domingues Semeano (2020) och Heylen m.fl. (2023).

²⁴ I den mån den förda finanspolitiken påverkar den offentlig skuldnivån påverkar även detta ränte-tillväxt-differensen (se vidare nästa avsnitt).

2.4 Drivkrafter på medellång sikt

De konjunkturella variationerna ger endast en delförklaring till ränte-tillväxt-differensens utveckling. I detta avsnitt diskuteras några faktorer som lyfts fram i litteraturen som viktiga faktorer på medellång sikt.

Att impliciträntan på statsskulden trendmässigt har fallit beror på en kombination av faktorer, däribland en trendmässigt lägre **inflation**, lägre **löptidspremier** och lägre **styrräntor**.²⁵ Denna utveckling förklaras i sin tur delvis av den omläggning av den ekonomiska politiken som gjordes i flertalet avancerade ekonomier under 1990-talet. Ett centralt inslag i omläggningen var ett ökat fokus på inflationsbekämpning genom införandet av inflationsmål och utökad oberoende för centralbankerna. Bildandet av valutaunionen med gemensam valuta och penningpolitik inom Euroområdet²⁶ bidrog till att minska skillnaden i långa räntor mellan olika (medlems-)länder. En lägre och mindre volatil inflation bidrog samtidigt till lägre räntor via ovannämnda kanaler.²⁷ Även införandet av stramare finanspolitiska regler både på EU-nivå och i Sverige kan ha bidragit till att hålla de låga räntorna nere.

En annan, kanske ännu viktigare, faktor som bidragit till lägre implicita räntor på statsskulden är den trendmässiga nedgången i den så kallade **neutrala räntan**, vilken definieras som den korta ränta som är konsistent med ett balanserat resursutnyttjande och stabil inflation.²⁸ En del av de faktorer som anses kunna förklara nedgången i den neutrala räntan såsom lägre produktivitetstillväxt, ökad inkomstspridning, en åldrande befolkning och ökat försiktighetssparande borde enligt ekonomisk teori även påverka BNP-tillväxten, varför effekten på ränte-tillväxt-differensen inte är given.²⁹

²⁵ Europeiska kommissionen (2022) och McCoy (2019).

²⁶ Följande länder ingår i det europeiska valutasamarbetet: Belgien, Cypern, Estland, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Kroatien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Nederländerna, Portugal, Slovakien, Slovenien, Spanien, Tyskland och Österrike.

²⁷ Europeiska kommissionen (2021), Europiska centralbanken (2019) och Turner och Spinelli (2011).

²⁸ En del av de faktorer som anses kunna förklara den trendmässiga nedgången i statsskuld-räntorna såsom en trendmässigt lägre inflation, lägre löptidspremier och lägre styrräntor påverkar även den neutrala räntan. Se fotnot 6 för en förklaring av begreppet neutralränta.

²⁹ För en beskrivning av olika faktorer som förklarar nedgången i den neutrala räntan hänvisas läsaren till Lundvall (2023) och Armelius m.fl. (2014).

De empiriska studierna avseende ränte-tillväxt-differensen finner att en lägre **produktivitetstillväxt**³⁰ ökar ränte-tillväxt-differensen. Detta resultat ligger i linje med vad man kan förvänta sig på kort sikt rent mekaniskt givet att en lägre produktivitetstillväxt innebär en lägre BNP-tillväxt, samtidigt som effekten på räntan sker med fördröjning. Resultaten går tvärs emot flera uppmärksammade studier gällande orsakerna bakom den trendmässiga nedgången i realräntan i sig. I dessa studier innebär en lägre produktivitetstillväxt en ännu större nedgång i räntan, vilket i sin tur implicerar en negativ förändring av ränte-tillväxt-differensen, i stället för en positiv förändring som studier som analyserar den direkta effekten på differensen således finner. Det ska dock sägas att studierna av produktivitetstillväxtens effekter på realräntan utgörs av modellsimuleringar och inte empiriska skattningar av sambandet mellan produktivitetstillväxten och realräntan.³¹ Empiriska studier som gör det finner svagt stöd för en positiv korrelation mellan dessa variabler.³²

Vidare pekar flera studier på att **demografin**³³ spelar roll för utvecklingen där en ökad befolkning och ökad sysselsättning påverkar ränte-tillväxt-differensen negativt. Detta skulle kunna förklaras av att en ökad sysselsättning tenderar att hänga samman med en ökad BNP-tillväxt.³⁴ Intressant att notera är att en ökad andel äldre pensionärer (75 år och uppåt) av befolkningen tycks innebära en ökad ränte-tillväxt-differens.³⁵ Längre livslängd har dock en negativ effekt på ränte-tillväxt-differensen, vilket är i linje med

³⁰ Checherita-Westphal och Domingues Semeano (2020) och Heylen m.fl. (2023) utgår i sin analys från totalfaktor-produktivitet.

³¹ Eggertsson m.fl. (2019) och Rachel och Summers (2019) utgår från skattade värden avseende den intertemporala substitutionselasticiteten ($\sigma < 1$) från andras studier. I en meta-studie av Havranek (2015) uppgick den intertemporala substitutionselasticiteten i de undersökta studierna till i genomsnitt 0,5. I termer av Ramsey-modellen (se fördjupning i avsnitt 2.2) innebär detta att en procentenhets lägre produktivitetstillväxt (på lång sikt) skulle innebära en dubbelt så stor nedgång i räntan. Detta skulle i sin tur innebära en lägre ränte-tillväxtdifferens.

³² Se till exempel Lunsford och West (2019) och Goldman Sachs (2014) finner ingen positiv korrelation mellan variablerna. Grigoli m.fl. (2023) finner dock stöd för en positiv korrelation mellan produktivitetstillväxten och den neutrala realräntan. Se Lundvall (2023) för en utförligare diskussion.

³³ Checherita-Westphal och Domingues Semeano (2020) och Heylen m.fl. (2023).

³⁴ En ökad sysselsättning skulle i teorin också öka räntan genom att driva upp marginal-produktiviteten på kapital.

³⁵ Möjligen är det så att yngre pensionärer inte sparar märkbart mindre än personer i arbetsför ålder, medan äldre pensionärer gör det. Att äldre har negativt sparande ligger i linje med livscykelhypotesen.

teorin bakom överlappande generations-modeller där sparandet stiger för att upprätthålla framtida konsumtionsnivå.³⁶

Större **inkomstskillnader**³⁷ tycks ha en negativ effekt på ränte-tillväxt-differensen, vilket är i linje med teorin om att en mer ojämlig inkomstfördelning ökar det aggregerande sparandet och därmed driver ned räntan, medan ökade inkomstskillnader kan ha såväl positiva som negativa effekter på ekonomisk tillväxt.³⁸

En högre **skuldnivå**³⁹ är tydligt förknippad med en högre ränte-tillväxt-differens.⁴⁰ En mycket hög skuldnivå tycks vara förknippad med en extra stor effekt på ränte-tillväxt-differensen. En högre skuldnivå tenderar också att vara förknippad med kortare perioder med negativ differens och högre sannolikhet för en exceptionellt stor uppgång i differensen de närmaste åren.⁴¹

Data för EU-länderna visar att skillnaderna i ränte-tillväxt-differensen varit betydande mellan länder beroende på hur hög deras skuldsättning varit oavsett konjunkturläge. I figur 2.3 visas hur ränte-tillväxt-differensen utvecklats under fyra tidsperioder under 2000-talet: de förhållandevis goda åren 2001–2007, finans- och eurokrisen 2008–2012, återhämtnings-/tillväxtåren 2013–2019, samt pandemiåren 2020–2021. Länder med låg skuldsättning (<60 procent av BNP) uppvisade en negativ ränte-tillväxt-differens under tre av dessa fyra perioder, med krisåren 2008–2012 som enda undantag. Länderna med hög skuldsättning (>90 procent av BNP) uppvisade

³⁶ Se vidare Finansdepartementet (2015) för en beskrivning.

³⁷ Heylen m.fl. (2023).

³⁸ OECD (2015) finner belägg för att ökad ojämlikhet har en negativ effekt på långsiktig tillväxt, bland annat via en negativ påverkan på investeringar i humankapital. För en utförligare diskussion om ojämlikhetens effekt på räntan, se Lundvall (2023), bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023.

³⁹ Turner och Spinelli (2011), Lian m.fl. (2020), Checherita-Westphal och Domingues Semeano (2020) och Heylen m.fl. (2023).

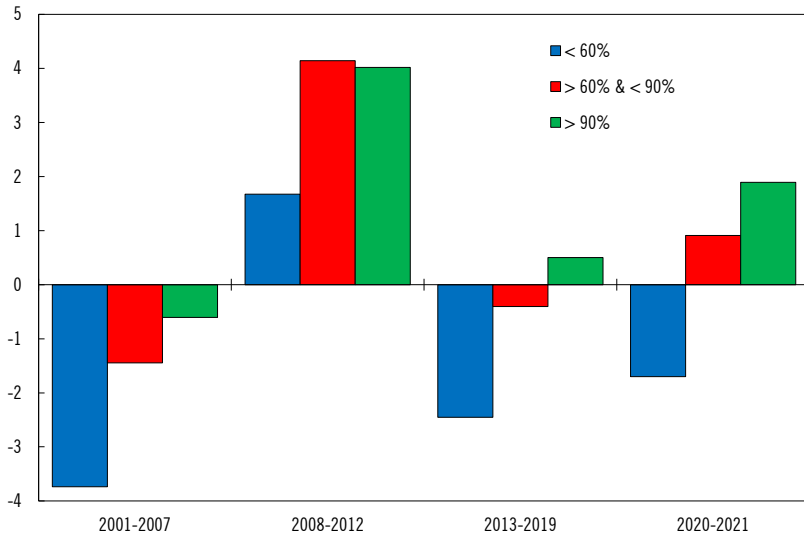
⁴⁰ En sådan effekt kan tolkas i termer av att de finansiella marknaderna kräver en högre riskpremie för att låna ut till dessa länder. En högre räntenivå kan även leda till en negativ effekt på BNP-tillväxten. Att högre skuldnivå medför högre räntor är väl belagt i litteraturen. Se till exempel Rachel and Summers (2019) för en översikt av studier på området.

⁴¹ Se Lian m.fl. (2020) som dessutom visar att den sistnämnda risken förstärks ju större andel av upplåningen som är i utländsk valuta.

endast en period med negativ skuldsättning, medan mittengruppen uppvisade två perioder.^{42, 43}

Figur 2.3 Ränte-tillväxt-differens, EU-länder med olika skuldnivåer, olika tidsperioder

Procentenheter



Källa: Europeiska kommissionen (2022).

En sammanställning av de drivkrafter som diskuterats i avsnittet, och i vilken riktning de påverkar ränte-tillväxt-differensen enligt refererade empiriska studier, visas i tabell 2.1 nedan.

⁴² Skillnaden i ränte-tillväxt-differensen mellan grupperna (mätt i procentenheter) som visas i figur 2.3 är relativt lika sett över olika perioder. Det kan tyckas förvånande att inte skillnaderna ökat under perioder av kris och ökad osäkerhet, då dessa faktorer tenderar att sammanfalla med en stigande kreditrisk. En separat analys (i samma studie) av de allra mest skuldsatta länderna visar dock att ränte-tillväxt-differensen för dessa länder ökade mer (jämfört med medianen) under finans- och eurokrisen. Under pandemin var dock det omvända fallet, vilket troligen förklaras av de storleken och utformningen av de penning- och finanspolitiska åtgärderna under den sistnämnda episoden.

⁴³ Se även tabell 1 i appendix.

Tabell 2.1 Drivkrafter för ränte-tillväxt-differensen enligt empiriska studier

En ökning av...	...tenderar att medföra att ränte-tillväxt-differensen...
Resursutnyttjandet (BNP-gap)	Minskar
Inflationen	Minskar
Styrräntan	Ökar
Kvantitativa lättnader	Minskar
Primärt finansiellt sparande, offentlig sektor	Minskar
Produktiviteten	Minskar
Befolknings-/sysselsättningstillväxten	Minskar
Andelen "äldre" äldre (75+)	Ökar
Förväntad livslängd	Minskar
Inkomstskillnaderna	Minskar
Statsskulden	Ökar
<i>Övrigt</i>	
Bildandet av Euroområdet	Minskade

Anm.: Tabellen avser empiriskt skattade effekter i så kallade panelregressioner. Se löptexten i detta kapitel samt kapitel 4 för en diskussion av dessa resultat.

Källor: Checherita-Westphal och Domingues Semeano (2020), Heylen m.fl. (2023), Turner och Spinelli (2011), Escolano m.fl. (2017), och Lian m.fl. (2020).

3 Historisk utveckling

Detta kapitel behandlar den historiska utvecklingen av ränte-tillväxt-differensen utifrån olika perspektiv. Kapitlet inleds med en beskrivning av utvecklingen i ett flerhundraårigt perspektiv (avsnitt 3.1) och ett 30-årigt perspektiv (avsnitt 3.2) utifrån data för impliciträntan och faktisk BNP-tillväxt. Kapitlet avslutas med en beskrivning i ett drygt 20-årigt perspektiv utifrån neutralräntan och potentiell tillväxt (avsnitt 3.3).

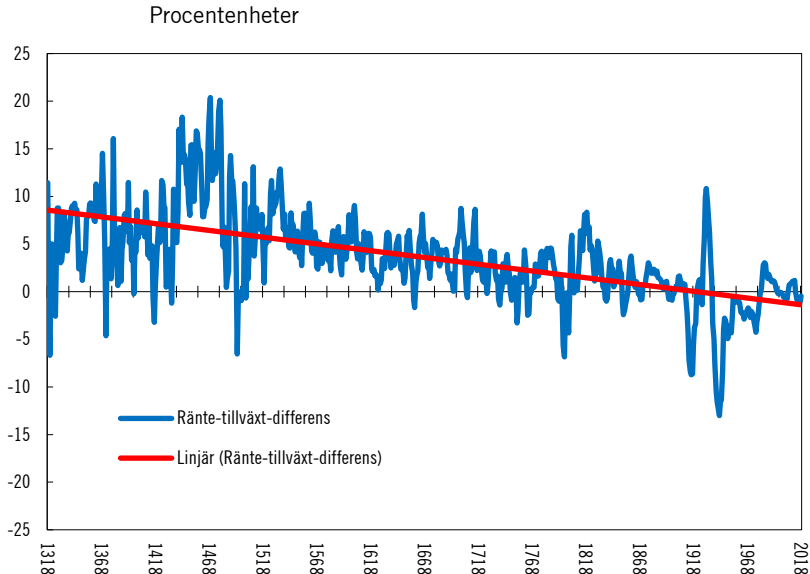
3.1 Utvecklingen i ett flerhundraårigt perspektiv

3.1.1 Negativ trend sedan 1300-talet

Schmelzing (2020) och Rogoff m.fl. (2022) visar utifrån ett unikt dataset att ränte-tillväxt-differensen trendmässigt har minskat under de senaste 700 åren (se **Fel! Hittar inte referensälla.**).⁴⁴ I huvudsak beror denna trend på att räntorna trendmässigt har fallit, men också på att BNP-tillväxten stigit. Sett över denna mycket långa tidsperiod uppvisar alltså BNP-tillväxten och realräntan ett negativt samband, tvärt emot vad de flesta kanske skulle förvänta sig.⁴⁵ Variablerna uppvisar dock ett positivt samband under perioden efter andra världskriget.

⁴⁴ Räntan de undersöker motsvarar långa statsobligationer. De länder som ingår i studien är Italien, Nederländerna, Frankrike, Spanien, Storbritannien, Tyskland, USA och Japan.

⁴⁵ Författarna påpekar att även om länder som ackumulerat en hög skuld ofta drabbas av en lång period av låg tillväxt och höga realräntor så kan detta knappast förklara den fler hundra år långa perioden av negativ korrelation mellan BNP-tillväxt och realränta.

Figur 3.1 Ränte-tillväxt-differens, 1318–2018

Anm.: Italien, Nederländerna, Frankrike, Spanien, Storbritannien, Tyskland, USA och Japan.
Källa: Schmelzing (2020).

Ekonomi har genomgått en enorm förändring sedan 1300-talets början och studien ger inget svar på varför denna långsiktiga negativa trend i ränte-tillväxt-differensen har uppstått. Författarna diskuterar kring om en ökad likviditet och minskande kreditrisk (default risk) kan utgöra tänkbara förklaringsfaktorer. Författarna finner inte empiriskt stöd för att demografi och produktivitet kan förklara utvecklingen under den 700 år långa period de studerat, men utesluter inte att demografi och produktivitet skulle kunna utgöra förklaringsfaktorer i modern tid.

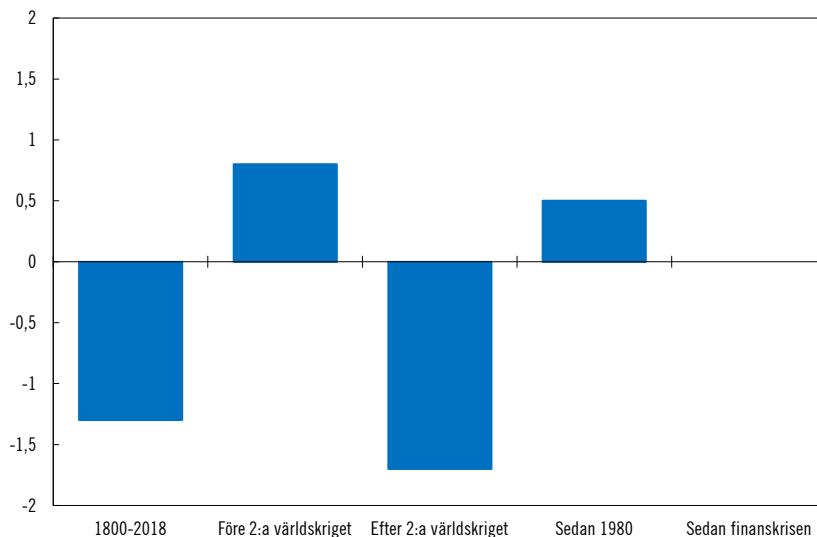
3.1.2 Låg eller negativ differens vanligt de senaste 220 åren

Räntetillväxt-differensen har i genomsnitt varit negativ i avancerade ekonomier de senaste dryga 200 åren (se figur 3.2). Differensen var positiv fram till andra världskriget, medan den varit negativ under perioden därefter. Sett över hela den studerade perioden var ränte-

tillväxt-differensen negativ drygt 60 procent av tiden i avancerade ekonomier.⁴⁶

Figur 3.2 Rän-te-tillväxt-differens, avancerade ekonomier, 1800–2018, olika tidsperioder

Procentenheter, genomsnitt för respektive tidsperiod



Anm.: Medianvärdet. Siffrorna avseende perioden före andra världskriget exkluderar observationer för åren under första världskriget. Siffrorna efter andra världskriget avser perioden 1950–2018. Värdet för perioden efter finanskrisen uppgår till noll. Beräkning utifrån impliciträntan. Se fotnot för klassificering och vilka länder som ingår.

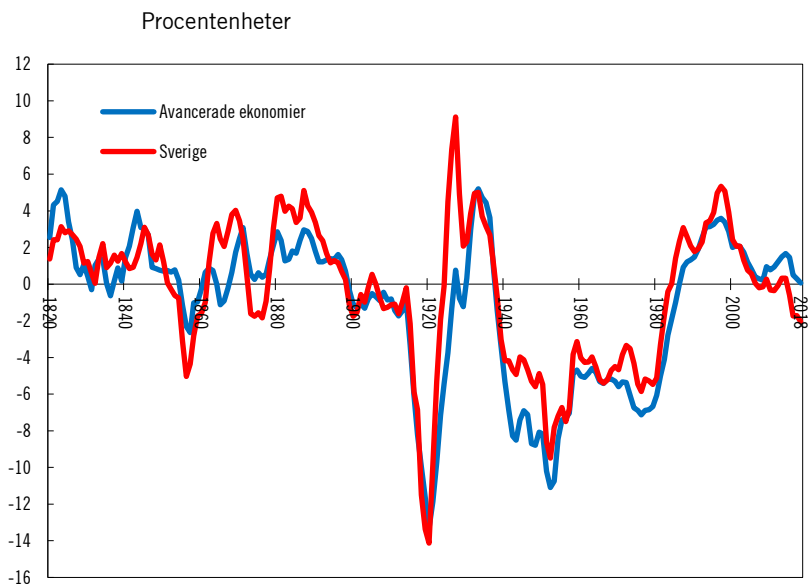
Källa: Mauro och Zhou (2021).

⁴⁶ Mauro och Zhou (2021) har utgått från dagens IMF-klassificering. I undersökningen ingår 24 länder som klassificeras som avancerade ekonomier: Australien, Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Island, Israel, Italien, Japan, Kanada, Nederländerna, Norge, Nya Zeeland, Portugal, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Sydkorea, Tyskland, USA och Österrike. Dataunderlaget avseende första halvan av 1800-talet är begränsat, men ökar sedan succesivt över tid. Efterföljande figurer är baserade på data för de 16 länder vars data omfattar minst 100 observationer (år). Dessa länder är: Belgien, Danmark, Frankrike, Kanada, Italien, Japan, Nederländerna, Norge, Nya Zeeland, Portugal, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland, USA och Österrike.

3.1.3 Den svenska utvecklingen har liknat den i andra länder

I grova drag har utvecklingen av ränte-tillväxt-differensen i Sverige liknat den i andra avancerade ekonomier de senaste dryga 200 åren (se figur 3.3). Differensen var exempelvis kraftigt negativ i anslutning till första och andra världskriget, och kraftigt positiv däremellan. Under 1950-, 60-, 70-talet var differensen kraftigt negativ. Den blev positiv under 1980- och 1990-talet för att sedan minska igen.

Figur 3.3 Ränte-tillväxt-differens, avancerade ekonomier och Sverige, 1820–2018

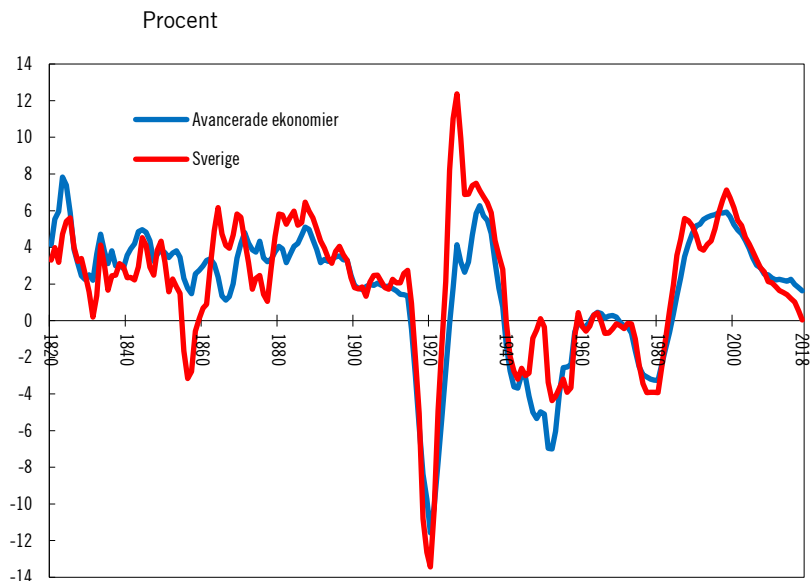


Anm.: Sju års glidande medelvärde. Beräkning utifrån impliciträntan.

Källor: Mauro och Zhou (2021), Edvinsson m.fl. (2014), SCB, samt egna beräkningar.

Värt att notera är att samvariationen mellan realräntans utveckling i Sverige och den i andra avancerade länder varit mycket stark, även långt tillbaka i tiden, när globaliseringen var mindre stark än den är idag (se figur 3.4). Samvariationen i den reala BNP-tillväxten mellan länderna har varit betydligt svagare, men uppvisar även den ett positivt samband (se figur 3.5).

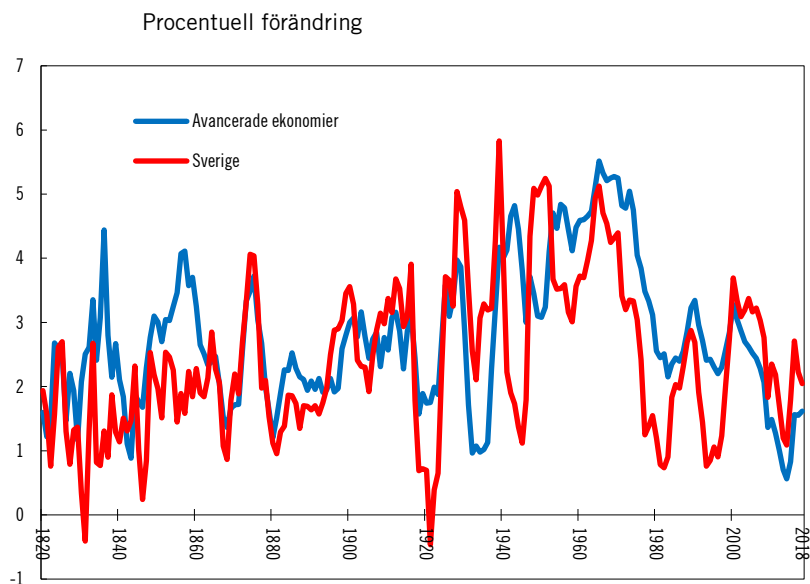
Figur 3.4 Realränta, avancerade ekonomier och Sverige, 1820–2018



Anm.: Implicitränta. Sju års glidande medelvärde.

Källor: Mauro och Zhou (2021), Edvinsson m.fl. (2014), SCB, samt egna beräkningar.

Figur 3.5 Real BNP-tillväxt, avancerade ekonomier och Sverige, 1820–2018



Anm.: Sju års glidande medelvärde.

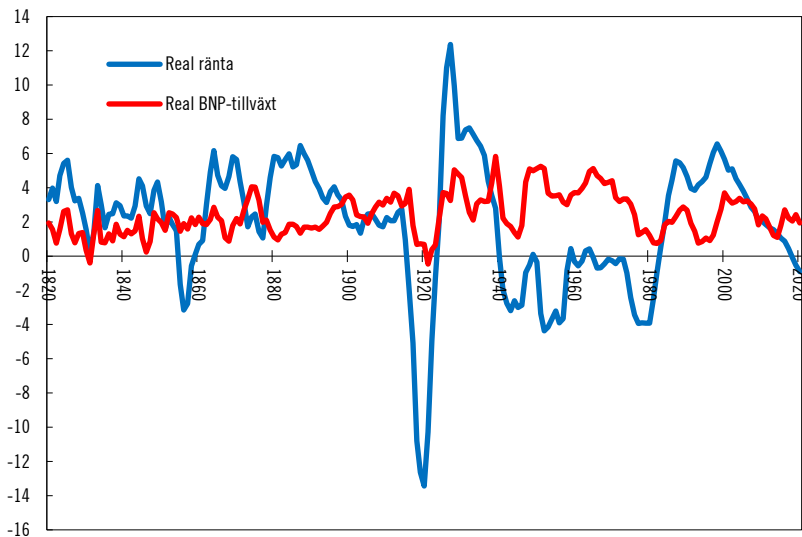
Källor: Mauro och Zhou (2021), Edvinsson m.fl. (2014), SCB, samt egna beräkningar.

3.1.4 Relativt svagt empiriskt samband mellan realränta och real tillväxt

När man ställer utvecklingen av real BNP-tillväxt och realränta i relation till varandra så blir det tydligt att de visserligen samvarierar, men att denna samvariation varit förhållandevis svag (se figur 3.6 avseende Sverige). Realräntan fluktuerade som mest i samband med de två världskrigen. Än intressantare är kanske att realräntan var negativ eller nära noll i stort sett under hela perioden från andra världskriget till början av 1980-talet. Under 1980- och 1990-talet blev sedan realräntan kraftigt positiv, för att under 2000-talet falla tillbaka. Även BNP-tillväxten har varierat över tiden, men i mindre utsträckning än realräntan. BNP-tillväxt var till exempel hög under 1950- och 1960-talet, men låg under 1970- och 1980-talet. Beskrivningen av ovannämnda samband gäller även för andra avancerade länder, vars utveckling varit liknande.⁴⁷

Figur 3.6 Realränta och real BNP-tillväxt, Sverige, 1820–2020

Procent respektive procentuell förändring



Anm.: Sju års glidande medelvärde. Implicitränta.

Källor: Edvinsson m.fl. (2014), SCB, samt egna beräkningar.

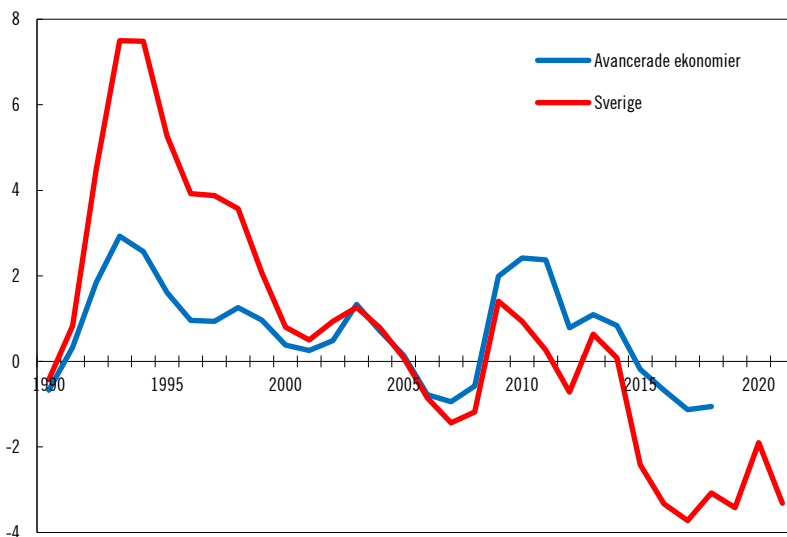
⁴⁷ Se figur 2 i appendix.

3.2 Utvecklingen de senaste 30 åren i termer av impliciträntan på statsskulden

Som det nämndes i inledningen till denna rapport har ränte-tillväxt-differensen en avgörande betydelse för hur man ska se på hållbarheten i de offentliga finanserna eftersom en permanent negativ ränte-tillväxtdifferens innebär att en stabil statsskuld som andel av BNP är förenlig med ett lägre primärt sparande och ett lägre mål för det finansiella sparandet. Ränte-tillväxt-differensen baserad på den implicita räntan har trendmässigt fallit sedan första halvan av 1990-talet i avancerade ekonomier och Sverige (se figur 3.7).⁴⁸ Den trendmässiga nedgången avbröts i samband med finans- och Eurokrisen, men har därefter fortsatt. Sedan 2015 har ränte-tillväxt-differensen i Sverige och avancerade länder varit negativ. Den svenska ränte-tillväxt-differensen har varit tydligt lägre än genomsnittet för avancerade länder sedan 2007.

Figur 3.7 Ränte-tillväxt-differens, avancerade länder och Sverige, 1990–2021

Procentenheter



Anm.: Tre års glidande medelvärde. Beräkning utifrån implicitränta. Data för avancerade ekonomier hämtad från Mauro & Zhou, varför den endast sträcker sig till 2018.

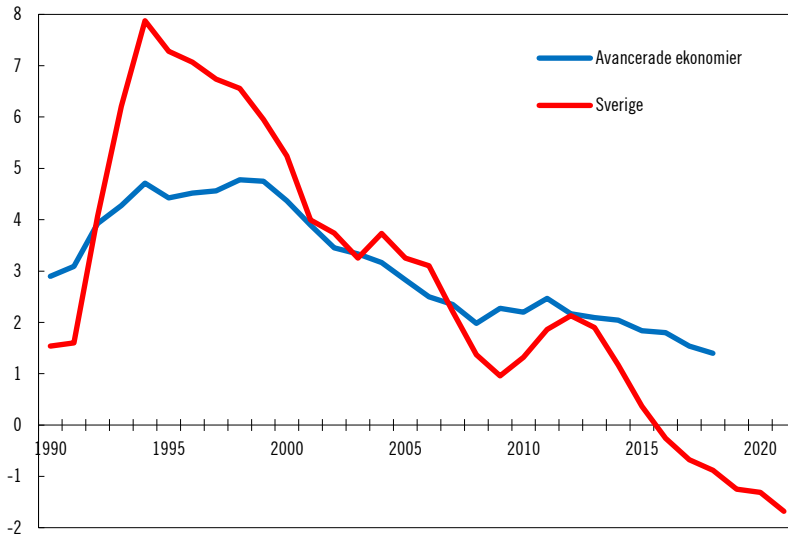
Källor: Mauro och Zhou (2021), Edvinsson m.fl. (2014), SCB, samt egna beräkningar.

⁴⁸ Den trendmässiga nedgången konstateras i Guillemette och Turner (2021) och Heylen m.fl. (2023).

Nedgången i ränte-tillväxt-differensen har varit relativt sett större i Sverige, vilket i huvudsak kommer från en relativt sett högre realränta i Sverige i början av perioden och lägre dito i slutet av perioden (se figur 3.8). BNP-tillväxten i Sverige och i avancerade länder har utvecklats förhållandevis lika efter den svenska 1990-talskrisen (se figur 3.9).

Figur 3.8 Realränta, avancerade ekonomier och Sverige, 1990–2021

Procent

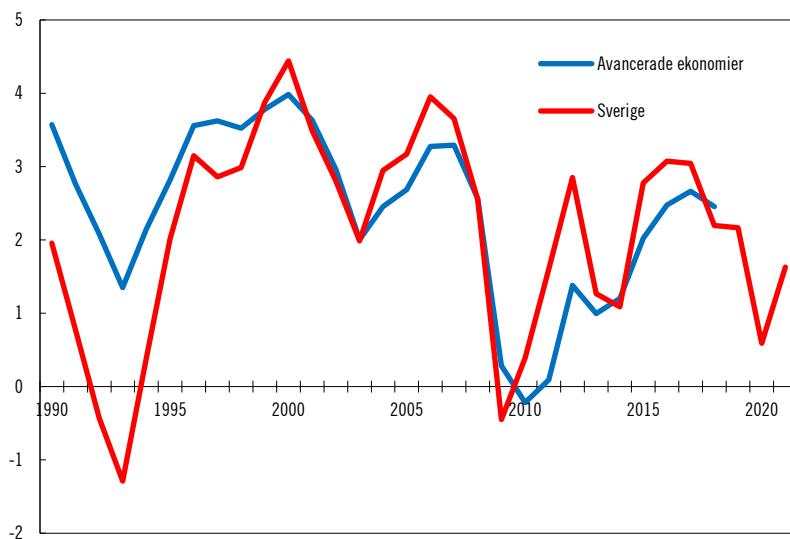


Anm.: Tre års glidande medelvärde. Implicitränta.

Källor: Mauro och Zhou (2021), Edvinsson m.fl. (2014), SCB, samt egna beräkningar.

Figur 3.9 Real BNP-tillväxt, avancerade ekonomier och Sverige, 1990–2021

Procentuell förändring



Anm.: Data avser tre års glidande medelvärde.

Källor: Mauro och Zhou (2021), Edvinsson m.fl. (2014), SCB, samt egna beräkningar.

3.3 Utvecklingen de senaste dryga 20 åren i termer av neutral korränta och potentiell tillväxt

I avsnitt 3.1 och 3.2 har utvecklingen av ränte-tillväxt-differensen beskrivits utifrån data för implicitränta och faktisk BNP-tillväxt. I detta avsnitt utgår beräkningen i stället utifrån neutral korränta och potentiell BNP-tillväxt. Ränte-tillväxt-differensen mätt på detta sätt ger en indikation på den strukturella utvecklingen av differensen. Med detta menas en utveckling där kortsiktiga fluktuationer till följd av till exempel konjunkturella faktorer är bortrensade.

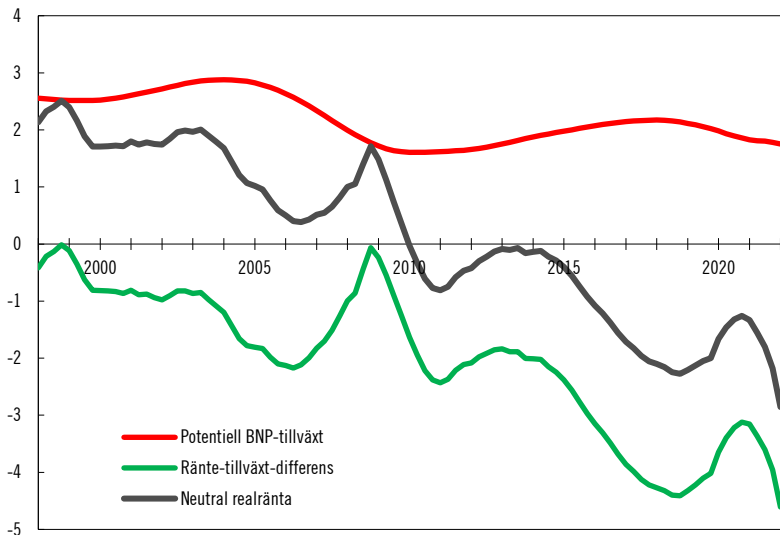
Först redovisas en beräkning av ränte-tillväxt-differensen för Sverige baserad på skattningar av neutral realränta presenterade i bilaga 4 till LU 2023 och potentiell BNP-tillväxt i regeringens vårproposition för 2023.⁴⁹ Ränte-tillväxt-differensen mätt på detta sätt uppvisar en liknande (kraftigt fallande) utveckling som i föregående avsnitt där ränte-tillväxt-differensen var definierad i termer av

⁴⁹ Realräntan definierad som nominell ränta (-) förväntad inflation. För en beskrivning av skattningsmetoden av den neutral realräntan hänvisas till Lyhagen och Shahnazarian (2023).

impliciträntan och den faktiska BNP-tillväxten (se figur 3.10.). Detta resultat indikerar att en stor del av den nedgång som noterats i ränte-tillväxt-differensen de senaste 30 åren har varit strukturell till sin natur.

Figur 3.10 Neutral realränta, potentiell real BNP-tillväxt och ränte-tillväxt-differens, Sverige, 1998kv1-2022kv1

Procent, procentuell förändring respektive procentenheter



Anm.: Realränta definierad som nominell ränta (-) förväntad inflation.

Källor: Lyhagen och Shahnazarian (2023), Regeringen (2023a), Konjunkturinstitutet, SCB, samt egen beräkning.

Den trendmässiga nedgången beror till stor del på en nedgång i den neutrala realräntan; från ca 2 procent 1998 till omkring -2 procent den senaste dryga 5-årsperioden. Den neutrala realräntan är den ränta som varken har en expansiv eller åtstramande effekt på ekonomin. Ju lägre den neutrala realräntan är, desto lägre måste centralbankerna sätta sin styrränta för att stimulera inflationen i en situation där denna understiger inflationsmålet. Då det finns praktiska begränsningar för hur mycket en centralbank kan sänka styrräntan innan denna slår i den effektiva nedre gränsen innebär detta att en låg eller negativ neutralränta, och därmed i förlängningen en låg ränte-tillväxt-differens, utgör en utmaning för penningpolitiken.

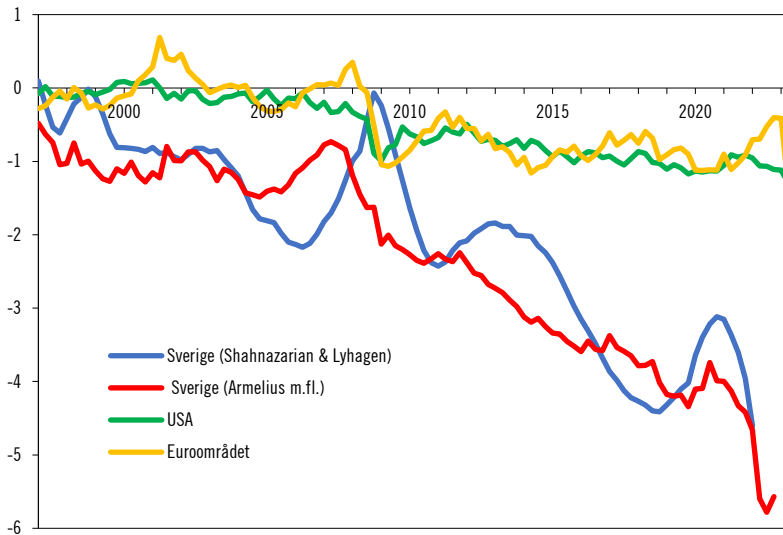
Beräkningen ovan kan jämföras med publicerade beräkningar av den neutrala realräntan för Sverige och några andra avancerade eko-

nomier baserade på Laubach och Williams (2003) metod, vilken blivit något av en standardmetod för att skatta neutralräntor.⁵⁰ Genom att nyttja den potentiella BNP-tillväxt som skattas simultant i dessa modeller/studier erhålls en skattning av ränte-tillväxt-differensen. Skattningarna avseende Sverige med nämnda metod (se figur 3.11) ger ett resultat som påminner om det som redovisades i föregående figur. Skattningarna för USA och Euroområdet uppvisar i likhet med skattningarna för Sverige en negativ trend under den studerade perioden. Att skillnaderna är så pass stora mellan länder kan tyckas anmärkningsvärt givet att finansmarknaderna till stor del är integrerade, vilket talar för att realräntan borde ha utvecklats snarlikt i olika länder. Samtidigt finns viktiga strukturella skillnader på de finansiella marknaderna och i ekonomin i olika länder som kan ge upphov till skillnader i de skattade neutrala räntorna. Det bör också noteras att olika chocker kan påverka olika ekonomier på olika sätt, vilket kan ge upphov till skillnader i neutral ränta.

⁵⁰ Metoden utgår från att det finns ett samband mellan den reala neutrala räntan, potentiell BNP-tillväxt, konsumenternas intertemporala substitutions elasticitet och tidspreferenser. Metoden beskrivs mer utförligt i Lundvall (2023). Laubach och Williams (2003) modell innehåller få variabler samtidigt som ekonomin är väldigt komplex. Metodens tillkortakommanden diskuteras i Buncic (2021). Modellen utvecklades för att skatta den neutrala räntan för flera länder i Holston m.fl. (2017).

Figur 3.11 Ränte-tillväxt-differens, 1997kv1-2023kv2

Procentenheter



Anm.: Realräntan definierad som nominell ränta (-) förväntad inflation. Variabeln "Sverige (Shahnazarian & Lyhagen)" är densamma som visades i föregående graf. Övriga variabler är beräknade med (en variant av) Laubach och Williams-metod där neutralräntan och trend-BNP-tillväxten skattas simultant.

Källor: Federal Reserve (2023a), Armelius m.fl. (2023), Lyhagen och Shahnazarian (2023), samt egna beräkningar.

4 Prognoser för utvecklingen framöver

I detta kapitel redogörs för en sammanställning av prognoser och framskrivningar för ränte-tillväxt-differensen publicerade i forskningslitteraturen, av internationella och svenska institutioner, samt av marknadsaktörer. Sammanställningen avser såväl prognoser på 10 års sikt såväl som framskrivningar till 2050. Genomgående i kapitlet används termen prognoser för de bedömningar som görs av den makroekonomiska utvecklingen, oavsett om dessa prognoser utgörs av ekonometriska skattningar, framskrivningar eller scenarier.

4.1 Empirisk forskningslitteratur

I den empiriska forskningslitteraturen finns ett fåtal studier publicerade de senaste åren som innehåller prognoser för ränte-tillväxt-differensen i termer av impliciträntan. Sammantaget indikerar studierna att differensen de kommande 10–20 åren kommer att bli negativ för Sverige och många länder.

Heylen m.fl. (2023) utgår från panelskattningar av historiska drivkrafter för att göra prognoser över utvecklingen i 17 OECD-länder de kommande 20 åren.⁵¹ Modellprognoserna använder andras prognoser för ett antal förklaringsvariabler, däribland BNP- och produktivitetstillväxt och demografiska förändringar, samt marknadsdata för att skatta förväntade korta räntor.⁵² Vidare baseras prognoserna på ett antal antaganden, till exempel att resursutnyttjandet

⁵¹ Se kapitel 2 för en genomgång av dessa drivkrafter.

⁵² Exempelvis BNP-prognoser från IMF och befolkningsprognoser från OECD.

blir balanserat och att inflationen uppgår till inflationsmålet på några års sikt.⁵³

Enligt studien kommer ränte-tillväxt-differensen att bli negativ de kommande två decennierna i de flesta europeiska länder (undantaget Italien och Grekland), medan det omvända gäller för USA. Anledningen till att ränte-tillväxt-differensen väntas bli lägre i Europa än i USA är en lägre initial skuldnivå, snabbare ökning av förväntad livslängd samt en högre förväntad produktivitetsutveckling jämfört med USA. Den svenska ränte-tillväxt-differensen prognoseras att uppgå till mellan -3 och -4 procentenheter under perioden.

Studiens känslighetsanalyser gällande hur prognoserna påverkas om olika nyckelantaganden⁵⁴ ändras, visar att prognoserna visserligen ändras, men att resultaten förefaller relativt robusta.⁵⁵ Vidare beräknas konfidensintervall utifrån storleken på historiska chocker för ett fåtal länder, vilka ligger på i storleksordningen +/-2 procentenheter.⁵⁶

Checherita-Westphal och Domingues Semeano (2020) prognostiserar utvecklingen för 10 länder i Euroområdet till 2030 utifrån en modell som används av ECB i deras analyser av hållbara offentliga finanser.⁵⁷ Resultaten visar på en ränte-tillväxt-differens på i genomsnitt -1 procentenhet för perioden 2020–2030.⁵⁸ Prognoserna för länder i norra Europa skiljer sig tydligt åt från prognoserna avseende länder i södra Europa. Prognoserna för den förstnämnda gruppen länder ligger på mellan -1 och -2 procentenheter, medan den ligger runt noll för länder i den sistnämnda gruppen länder.⁵⁹

⁵³ Denna typ av antaganden är vanliga bland prognosmakare till följd av att prognosförmågan på en längre horisont bedöms vara försumbar. Ett mer kontroversiellt antagande är att ländernas primära sparande (offentlig sektor) förblir konstant under hela prognosperioden (till 2040) på den nivå som IMF prognoserar för 2027. För många av länderna förefaller detta antagande som mer eller mindre rimligt, men i till exempel USA:s fall leder det till en ohållbar utveckling av statsskulden.

⁵⁴ Känslighetsanalyserna avser en annorlunda utveckling av primärt sparande i offentlig sektor, samt produktivitets- och sysselsättningsutveckling.

⁵⁵ Exempelvis påverkas prognosen för Sverige med som mest omkring 1 procentenhet (scenario med kontinuerligt primärt underskott i offentlig sektor på -3 procent).

⁵⁶ Beräkningen avser ett 80-procentigt konfidensintervall.

⁵⁷ Modellen utgår från skattade historiska samband och betingas på bland annat Europeiska kommissionens kortfristprognoser, samt antaganden om framtida produktivitetstillväxt med mera. Se Bouabdallah m.fl. (2017) för en beskrivning av metoden.

⁵⁸ Övikttat genomsnitt.

⁵⁹ Studien innehåller också prognoser med en annan metod. Då dessa endast sträcker sig till 2024 har de utelämnats från sammanställningen.

Barrett (2018) genomför en rent statistisk tidserieanalys av ränte-tillväxt-differensen för ett antal avancerade länder på årsdata för perioden 1880–2015 och kvartalsdata för perioden 1956–2016. Prognoserna från dessa två modeller indikerar att den framtida (genomsnittliga) ränte-tillväxt-differensen kan bli så låg som ca -2 procentenheter i genomsnitt för de kommande 100 åren. Den övre gränsen för det beräknade konfidensintervallet (95 procent) uppgår till mellan ca 0 och 1 procentenheter beroende på skattningsmetod.⁶⁰

4.2 Internationella och svenska institutioner

Ett antal internationella och svenska institutioner publicerar prognoser för ränte-tillväxt-differensen, däribland Internationella valutafonden (IMF), Europeiska kommissionen, OECD, Konjunkturinstitutet och Finansdepartementet. De två förstnämnda publicerar prognoser för de nästkommande 10 åren, medan de tre sistnämnda publicerar prognoser till 2060 eller längre. Institutens prognoser pekar mot en negativ ränte-tillväxt-differens för många länder de närmsta 5–10 åren och eventuellt ännu längre.

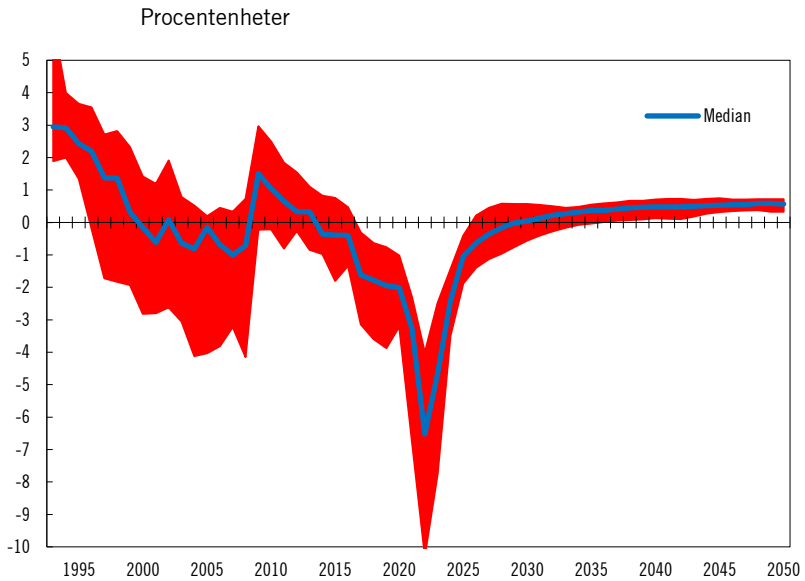
På kort och medellång sikt gör instituten i regel ingen separat prognos för ränte-tillväxt-differensen, utan denna prognos ges av ränte-, inflations- och BNP-prognoserna. En vanlig ansats bland de institutioner som publicerar långsiktiga prognoser är att utgå från antagandet att den korta (riskfria räntan) och BNP-tillväxten konvergerar och når paritet på lång sikt. Detta betyder i sin tur att ränte-tillväxt-differensen mätt med impliciträntan blir positiv på sikt, ofta ungefär 0,5 procentenheter. Differensen mellan den korta räntan och impliciträntan beror i huvudsak på att det finns löptidspremier, men även på att det kan finnas likviditets- och landsriskpremier, till exempel till följd av en mycket hög skuldnivå i utländska valuta.

OECD:s (2023) prognos bortom de närmaste åren är ett bra exempel på nämnda metod. OECD utgår från att ränte-tillväxt-differensen mätt med en kort (riskfri) ränta är lika med BNP-tillväxten plus en stokastisk (slump-) term. I prognosen antas dessa stokastiska avvikelser avta med tiden, varpå endast små skillnader

⁶⁰ Detta punktestimat gäller för USA, Storbritannien, Frankrike och Kanada. I fallet med Tyskland är punktestimatet lägre och konfidensintervallet större. Han finner att resultaten är robusta över länder, perioder och statistisk metod.

mellan länder består i form av landspecifika riskpremier och skillnader i (potentiell) BNP-tillväxt. OECD antar vidare en positiv löptidspremie på ca 0,5 procentenheter, vilket betyder att räntetillväxt-differensen på lång sikt uppgår till ca 0,5 procentenheter för de flesta länder (se figur 4.1).

Figur 4.1 OECD:s prognos för ränte-tillväxt-differensen i OECD-länder



Anm.: Median samt nedre (25%) och övre kvartilen (75%). Ränte-tillväxt-differensen definierad som implicitränta (-) potentiell nominell BNP-tillväxt.

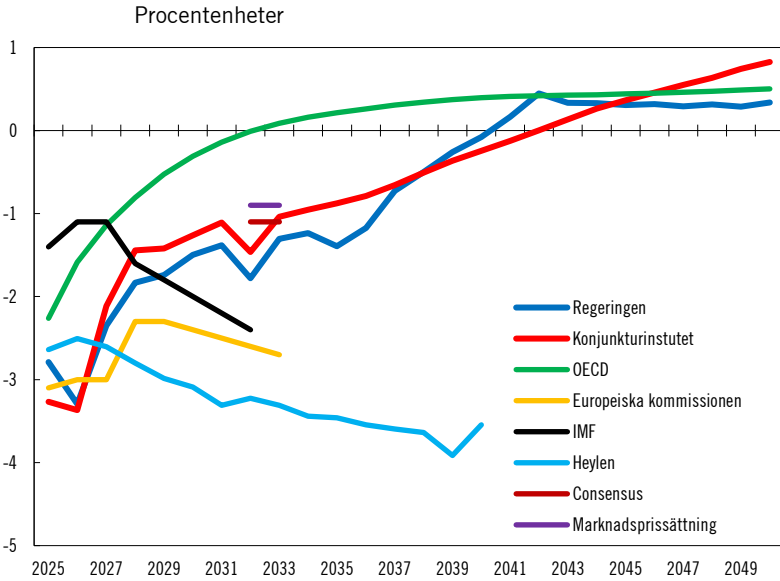
Källa: OECD (2023).

Regeringen och Konjunkturinstitutet använder i grova drag samma prognosmetod som OECD, men då instituteten gör olika antaganden gällande hur anpassningen mot den tänkta jämvikten ser ut skiljer sig prognoserna åt.⁶¹ OECD antar att ränte-tillväxt-differensen i termer av impliciträntan är negativ fram till 2030 för att därefter bli svagt positiv, vilket kan jämföras med Konjunkturinstitutets och regeringens bedömning att det dröjer till omkring 2040 (se figur 4.2). Instituteten gör också olika bedömningar när det gäller vilken nivå ränte-tillväxt-differensen kommer att ligga på efter att den blivit

⁶¹ Konjunkturinstitutets bestämmer den långsiktiga jämviktsnivån för den nominella räntan utifrån marknadsnoteringar för amerikanska 30-åriga statsobligationer, vilka i sin tur bestämmer nivån på svenska marknadsräntor på värdepapper med olika löptid utifrån antagna löptidspremier i jämvikt. Ökningen av räntan för respektive värdepapper fram till jämviktsläget sker linjärt från och med startpunkten för framskrivningen.

positiv. Skillnaden i framskrivningarna för Sverige är således betydande, trots att man i stor utsträckning använder samma prognosmetod.

Figur 4.2 Prognoser för ränte-tillväxt-differensen, Sverige, 2025–2050



Anm. Prognosen avser impliciträntan, med undantag för Consensus och Marknadsprissättning som avser 10-årig statskuld ränta. Se vidare fotnot under tabell 4.1.

Källor: Regeringen(2023b), Konjunkturinstitutet (2023), OECD (2023), Europeiska kommissionen (2022), IMF (2023a), Heylen m.fl (2023), Consensus Economics (2023), samt Refinitiv (2023).

4.3 Marknadsaktörer

Prissättningen på räntemarknaden (september 2023) och Consensus Economics (2023) enkätundersökning indikerar att marknadsaktörer förväntar sig en negativ ränte-tillväxt-differens för Sverige och Tyskland om tio år på omkring -1 procentenhet i termer av 10-årig statsobligation (se tabell 4.1).⁶² För USA ligger förväntningarna högre. Då marknadsförväntningarna avser räntan i termer av 10-åriga statsobligationer är de inte direkt jämförbara med de prognoser från

⁶² Kantar Prospera (2023), en enkät till aktörer verksamma på den svenska penningmarknaden, visar att förväntningarna bland dessa är att ränte-tillväxt-differens om 5 år ligger på -1,7 procentenheter. Beräkningen har gjorts utifrån 5-åriga förväntningar gällande en 5-årig statsobligation, BNP-tillväxten, och inflationen.

institutioner och forskningspapper som redovisades i de två föregående avsnitten (som avsåg impliciträntan på statsskulden).

4.4 Prognossammanställning

Genomgången av externa prognoser ger en relativt samstämmig bild av att ränte-tillväxt-differensen kommer att förbli låg i de flesta avancerade länder, åtminstone de närmaste 10 åren. Exempelvis pekar flertalet prognoser mot att ränte-tillväxt-differensen för Sverige, Danmark och Tyskland kommer att ligga mellan -3 och 1 procentenheter om 10 år (se tabell 4.1 och figur 4.2). Samtliga prognosmakare, utom OECD, förutser en negativ differens för dessa länder. För USA:s vidkommande är bilden inte lika entydig.⁶³ (se tabell 4.1) När det gäller prognoser på ännu längre sikt pekar prognoserna från Konjunkturinstitutet, regeringen och Heylen m.fl. mot att ränte-tillväxt-differensen förblir negativ till omkring 2040, medan OECD prognoserar en (svagt) positiv differens. Europeiska kommissionen och IMF publicerar inga prognoser för åren efter 2032, men skrivningar i deras rapporter kan tolkas som att de väntar sig en negativ differens även bortom 2032.⁶⁴

⁶³ Se vidare avsnitt 5.2.

⁶⁴ Europeiska kommissionen (2023) uppger att de i sina långsiktiga prognoser antar att realräntan (efter 2032) konvergerar mot 2 procent 2052. Givet rimliga antaganden om den framtida BNP-tillväxten indikerar detta att ränte-tillväxt-differens förblir negativ under en period efter 2032, men att den på lång sikt blir svagt positiv. IMF (2032) bedömer att realräntorna troligen kommer att återgå till förpandemiska nivåer i avancerade länder inom några år. Denna skrivning, tillsammans med de modellprognoser till 2050 som presenteras, indikerar att IMF förväntar sig en negativ ränte-tillväxt-differens i avancerade länder även efter 2032.

Tabell 4.1 Prognoser för ränte-tillväxt-differensen 2032, olika länder

Procentenheter

	Sverige	Danmark	Tyskland	USA
Prognoser utifrån impliciträntor				
Heylen m.fl.	-3,2	-1,3 ¹	-2,2 ¹	3,5 ¹
Checherita-Westphal m.fl.			-2,0	
IMF	-2,4	-1,9 ²	-2,1 ²	-1,0
OECD	0,0	0,4	0,8	0,7
Europeiska kommissionen	-2,6	-1,6	-1,7	
Konjunkturinstitutet	-1,5			
Regeringen	-1,7			
Prognoser utifrån långa räntor				
Congressional Budget Office				0,1 ³
Consensus Economics	-1,1 ⁴		-0,8 ⁴	-0,3 ⁴
Marknadsprissättning	-0,9 ⁵			0,9 ⁶
Federal Reserve				-1,3 ⁷

Anm.: I de fall prognos för 2032 saknas används prognos för närmast intilliggande år.

¹ Avläst från diagram. ²Avser 2027. ³Genomsnitt för åren 2034–2043.

⁴ Beräkning utifrån prognoser för 10-årig statsskuld ränta, KPI och real BNP-tillväxt. Genomsnitt för perioden 2029–2033.

⁵ Beräkning utifrån från marknadsprissättningen på 10-årig statsskuld ränta om 10 år (september 2023), samt Konjunkturinstitutets prognos för den nominella BNP-tillväxten (juni 2023).

⁶ Beräkning utifrån marknadsprissättningen på en 10-årig statsskuld ränta om 10 år (september 2023), samt Congressional Budget Offices prognos för inflation och real BNP-tillväxt (juni 2023).

⁷ Beräkning utifrån prognos Federal Reserves långsiktsprogno för styrräntan, inflation och real-BNP-tillväxt (september 2023).

Källor: Heylen m.fl. (2023), Checherita-Westphal och Domingues Semeano (2020), IMF (2022a, 2022b, 2022c, 2023a), OECD (2023), Europeiska kommissionen (2022), Konjunkturinstitutet (2023), Regeringen (2023b), Congressional Budget Office (2023), Consensus Economics (2023), Federal Reserve (2023b), samt Riksbanken.

5 Avslutande diskussion

5.1 Forskningen ger värdefulla insikter, men inga entydiga svar

Intresset för att empiriskt analysera ränte-tillväxt-differensen och dess drivkrafter har ökat markant på senare år. Lite förenklat kan studierna delas upp i två grupper där den ena gruppen avser utvecklingen de senaste 20–40 åren i (mestadels) avancerade länder (avsnitt 2.3 och 2.4) och den andra gruppen avser utvecklingen i ett flerstjärnigt perspektiv (avsnitt 3.1).

En relativ styrka hos den förstnämnda gruppen studier är att de ofta innehåller fler länder, en mer homogen tidsperiod och bättre tillgång till data. Det senare underlättar en kvantitativ analys med avseende på tänkbara bakomliggande förklaringsfaktorer. Att analysera en längre tidsperiod kan ha fördelen att fånga upp långsiktiga trender.

Slutsatserna från båda grupperna av studier bör tolkas med försiktighet. Att analysera en kort(are) tidsperiod medför en osäkerhet kring hur generaliserbara slutsatserna är utanför den tidsperiod som studerats. Därtill kommer metodologiska svårigheter i och med att en del av förklaringsfaktorerna är endogena, vilket innebär att empiriska skattningar i vissa fall kanske mer ska ses i termer av korrelationer som indikerar möjliga samband, än som ”bevis” på att dessa är kausala. Att analysera en väldigt lång tidsperiod har samtidigt andra nackdelar, inte minst på grund av att ekonomins funktionssätt har ändrats markant under den undersökta perioden. Vidare är möjligheterna för kvantitativ analys med avseende på förklaringsfaktorer begränsade.

De studier som gjorts avseende utvecklingen av ränte-tillväxt-differensen de senaste 40 åren bedöms ge en indikation av drivkrafterna till utvecklingen under denna period. Den svaga korre-

lationen mellan räntan och BNP-tillväxten och det dramatiska fallet i räntan är verkligen anmärkningsvärd (se figur 3.6 i avsnitt 3.1.4 och i figur 3.10 i avsnitt 3.3). Enligt Ramsey-modellen som presenterades i avsnitt 2.2 så beror styrkan i kopplingen mellan räntan och tillväxten på hushållens sparbenägenhet och tidspreferenser. Det är dock inte helt lätt att förstå hur hushållens preferenser skulle kunna ändrats så drastiskt på så kort tid, även om det går att hitta tänkbara förklaringar som talar i denna riktning såsom ökat försiktighets-sparande efter finanskrisen. Det är inte heller lätt att förstå hur en ändrad sammansättning av hushållen i termer av demografi och ändrad inkomstfördelning ska kunna ha medfört så dramatiska effekter.

Det finns även andra tänkbara förklaringar som inte är direkt kopplade till hushållen såsom lägre efterfrågan på kapitalinvesteringar och en ökad efterfrågan på säkra tillgångar (statspapper). Lägre investeringar borde dock även påverka BNP-tillväxten negativt, men det är möjligt att behovet av stora investeringar i fysisk kapacitet minskat till förmån för relativt sett mindre kostsamma investeringar, till exempel i IT-system. En ökad efterfrågan på säkra tillgångar kan dock inte förklara att den neutrala räntan minskat kraftigt mätt i termer av korta räntor, vars ränta följer utvecklingen i styrräntan väldigt nära.

Ett värdefullt bidrag från studier som gjorts avseende längre perioder är att det sätter utvecklingen de senaste decennierna i perspektiv. De visar att den senaste 30-årsperioden med låg och/eller negativ ränte-tillväxt-differens inte är unik. De visar också att perioderna med negativ eller positiv differens kan vara relativt långvariga. Det är dock viktigt att beakta de fundamentala förändringar som skett i ekonomin över tid och inte betrakta historiska genomsnitt som oberoende av exempelvis politiska beslut. Den långa perioden med negativ ränte-tillväxt-differens efter andra världskriget fram till 1980-talet förklaras troligen delvis av förekomsten av olika typer av kreditregleringar och kapitalkontroller som höll nere räntenivån i förhållande till vad de hade varit på en mer fri marknad.^{65, 66}

⁶⁵ Se Reinhart och Sbrancia (2015) och Escolano m.fl (2017) för en diskussion av dess effekter.

⁶⁶ Hur man ska se på den trendmässiga nedgången i ränte-tillväxt-differensen de senaste 700 åren är inte helt klart. En hypotes är att det skulle förklaras av en ökad välbästandsnivå (BNP-nivå) över tid. I takt med att välbästandet har ökat så har sparandet gått upp, vilket fått räntan att gå ner. Se vidare Blanchard (2023b).

Vidare visar jämförelsen med avancerade länder att ränte-tillväxt-differensen i Sverige i relativt stor utsträckning följt den i andra liknande länder. Det är i sig inte anmärkningsvärt givet att vi lever i en globaliserad värld. Vad som möjligen är anmärkningsvärt är att samvariationen varit så pass hög så långt tillbaka i tiden (när globaliseringen var mycket mindre än den är i dag) samtidigt som nivå-skillnaden varit så stor under den senaste 30-årsperioden. Att den svenska ränte-tillväxt-differensen var relativt sett högre än i andra avancerade länder i början av 1990-talet förklaras troligen av den svenska 1990-talskrisen. I samband med denna utvecklades BNP-tillväxten sämre än i omvärlden och impliciträntorna på statskulden som Sverige fick betala var högre. Efter att Sverige sanerat sina statsfinanser minskade den positiva skillnaden i ränte-tillväxt-differensen visavi omvärlden och sedan slutet av 1990-talet och framåt så har ränte-tillväxt-differensen i Sverige varit lägre än den i omvärlden en övervägande del av tiden. Den riktigt intressanta utvecklingen har dock skett under andra halvan av 2010-talet. Under denna period har den svenska ränte-tillväxt-differensen varit mycket lägre än i andra avancerade ekonomier. Nästan uteslutande har denna utveckling drivits av en mycket lägre realränta jämfört med i omvärlden. Denna differens kan troligen till viss del förklaras av Sveriges låga statskuld och höga kreditvärdighet, men detta kan rimligen inte utgöra hela förklaringen. Speciellt givet att skattningen av den neutrala realräntan indikerar att en stor del av nedgången av realräntan drivits av strukturella faktorer som haft en annan effekt på den svenska neutrala räntan (avsnitt 3.3).

5.2 Låg ränte-tillväxt-differens väntas bestå

Prognoserna för ränte-tillväxt differensen indikerar att ränte-tillväxt-differensen i *genomsnitt* kommer att förbli negativ i Sverige och många andra avancerade länder under en längre period framöver för att därefter bli svagt positiv. Prognoserna skiljer åt mellan olika prognosmakare och ser olika ut för olika länder. Länder vars offentliga skuldsättning är hög kan troligen vänta sig att deras ränte-tillväxt-differens ”slår om” till positiv snabbare jämfört med länder som Sverige som har en låg skuldsättning. Om man lutar sig mot

aktuella prognoser så dröjer det till efter 2030 innan ränte-tillväxt-differens inte längre är negativ.

Givet den osäkerhet som råder när det gäller ränte-tillväxt-differensens drivkrafter är det dock inte uteslutet att differensen kan bli positiv även i det korta perspektivet, men det troliga är i så fall att det snarare sker under kortare perioder beroende på konjunkturella fluktuationer än som en mer persistent förändring.⁶⁷

En uppåtrisk är att den negativa ränte-tillväxt-differensen i nuläget skapar incitament för ökad offentlig skuldsättning, vilket i förlängningen kan driva upp räntorna. Historiskt har det dock inte varit vanligare med stigande skuldsättningen under år med en negativ ränte-tillväxt-differens, utan tvärtom mindre vanligt.⁶⁸ En annan uppåtrisk är ökade investeringsbehov avseende bland annat klimatomställning, försvar samt återuppbyggnaden av Ukraina. En tredje uppåtrisk är att en högre eller mer volatil inflation driver upp statslåneräntorna via högre riskpremier.⁶⁹

En nedåtrisk är att många institutioner baserar sina prognoser på att räntan och BNP-tillväxten ska konvergera på lång sikt, men detta antagande saknar empiriskt stöd. Detta skulle kunna innebära att studierna har en uppåtbias för ränte-tillväxt-differensen på längre sikt. En annan nedåtrisk är om avancerade länder återinför kapitalkontroller, vilket skulle pressa ner räntorna.⁷⁰

En ytterligare risk är att produktiviteten skulle kunna komma att utvecklas betydligt snabbare eller långsammare i framtiden, vilket skulle kunna medföra antingen en lägre eller högre ränte-tillväxt-differens.⁷¹

⁶⁷ En slutsats från litteraturen är att det rimligen tar tid för de drivkrafter som pressat ned den neutrala räntan att reverseras. Se vidare Lundvall (2023) och Blanchard (2023b) för en diskussion.

⁶⁸ Wyplosz (2019).

⁶⁹ I IMF (2023b) presenteras ett antal alternativscenarier för den neutrala räntan fram till 2050, vilka tar sin utgångspunkt i en modell av Platzer och Peruffo (2022) som beaktar tänkbara förklaringar till de senaste decenniernas trendmässiga nedgång i realräntorna indikerar. Enligt dessa alternativscenarier utgör en högre riskpremie den faktor som skulle kunna få relativt stor effekt framöver (0,7 procentenheter i scenariot), medan faktorer såsom högre skuldsättning, klimatomställning och deglobalisering bedöms få måttliga effekter på den neutrala räntan. Se vidare Lundvall (2023) för en analys av den neutrala räntans utveckling.

⁷⁰ Reinhart och Sbrancia (2015) diskuterar möjligheten att denna typ av åtgärder kommer att användas i framtiden i syfte att minska lånekostnaderna.

⁷¹ Vilken effekt produktivitetstillväxten har på realräntan är omdiskuterat, se avsnitt 2.4 för en diskussion.

5.3 Oklart om handlingsutrymmet för finanspolitiken ökar för svenskt vidkommande

En längre period med negativ ränte-tillväxt-differens kan medföra ett ökat handlingsutrymme för finanspolitiken i ett medelfristigt perspektiv. Det faktum att ränte-tillväxt-differensen inte bedöms vara permanent negativ innebär dock rimligen att handlingsutrymmet är förhållandevis begränsat för de flesta avancerade länder. För svenskt vidkommande måste man dessutom ta i beaktande att nettotillgångarna i offentlig sektor är positiva, vilket innebär att det inte är entydigt positivt med en negativ ränte-tillväxt-differens. Ränte-tillväxt-differensen behöver dock inte vara negativ för att det ska uppstå ett visst handlingsutrymme. Även en svagt positiv differens, i linje med de flesta långsiktiga prognoser, skapar ett visst handlingsutrymme.

Det råder ingen tvekan om att ett större handlingsutrymme skulle vara mycket välkommet. För det första *ökar möjligheterna att bedriva en aktiv finanspolitik i händelse av en lågkonjunktur*. Det senare är speciellt angeläget då det är troligt att en låg ränte-tillväxt-differens sammanfaller med en låg neutral ränta (dagens situation), vilket ökar risken för att centralbankens räntevapen inte ensamt kan hantera konjunkturstabiliseringen. Om centralbankens styrränta slår i den effektiva nedre gränsen, ökar dessutom finanspolitikens stabiliserande effekt på ekonomin via högre finanspolitiska multiplikatorer.⁷²

En lågkonjunktur tenderar att få en bestående negativ effekt på den potentiella BNP-nivån och leda till en högre jämviktsarbetslöshet.⁷³ En situation när en hög arbetslöshetsnivå permanentar sig själv, s.k. negativa hysteris-effekter, talar för att det kan vara sunt att använda det större finanspolitiska utrymmet som skapas av en negativ ränte-tillväxt-differens till att delvis stabilisera ekonomin. När väl negativa presistenseffekter inträffat, motverkas dessa främst via utbudsstimulerande åtgärder, men även dessa kan belasta det primära sparandet. Genom att minska hysteris-effekterna så kan en

⁷² Finanspolitiken kan i teorin påverka den (mer kortsiktiga) neutrala räntan under en övergångsperiod genom att skifta sparande/investeringar och på så sätt påverka utrymmet för penningpolitiken. I praktiken är dock troligen denna möjlighet begränsad, bland annat eftersom jämviktsrealräntan i stor utsträckning bestäms av globala faktorer. Se vidare Blanchard (2023) och Lundvall (2023) för en diskussion.

⁷³ Se Mossfeldt och Österholm (2011) för en diskussion om persistenseffekter i en svensk kontext.

aktiv finanspolitik i en djup lågkonjunktur säkerställa att arbetslösheten inte biter sig fast, vilken förbättrar förutsättningarna för de offentliga finanser på sikt då mindre insatser och transfereringar kan behöva riktas till de arbetslösa samtidigt som skatteintäkterna ökar när färre är arbetslösa.⁷⁴ Denna slutsats förstärks ju större de finanspolitiska multiplikatorerna är och ju lägre räntan är.

Handlingsutrymmet kan dessutom behöva användas i en situation då ekonomin befinner sig i sekulär stagnation till följd av otillräcklig efterfrågan. I en sådan situation är budgetunderskott nödvändiga under en längre period för att upprätthålla efterfrågan på en nivå som är förenlig med potentiell tillväxt.^{75, 76}

Ett större handlingsutrymme *underlättar även finansieringen av offentligt finansierade investeringar* (inom till exempel klimatområdet⁷⁷). Det bör poängteras att det ökade finansiella handlingsutrymmet inte innebär att dessa investeringar är att betrakta som gratis, då de innebär en reell kostnad i form av att resurser tas i bruk som annars kunde ha använts till andra offentliga eller privata behov. Alternativkostnaden och samhällsekonomisk lönsamhet vid offentliga investeringar måste alltid beaktas.

5.4 Viktigt att ett ökat finanspolitiskt handlingsutrymme används på ett förnuftigt sätt

På liknande sätt som att det finns goda argument för att utnyttja ett större handlingsutrymme så finns det goda skäl för att inte göra detta fullt ut, utan bygga in säkerhetsmarginaler. Det finns därför goda skäl att begränsa den skulduppbyggnad som en gynnsam räntetillväxt-differens kan ge upphov till. Ett viktigt skäl är att en ökad skuldsättning i sig tenderar att vara förenad med kostnader i form av bland annat stigande räntor till följd av större risk för undanträng-

⁷⁴ DeLong och Summers (2012).

⁷⁵ Sekulär stagnation kan även bero på utbudsproblem. För en diskussion, se vidare Summers (2015) och Andersson (2017).

⁷⁶ Ett ytterligare argument är att ett land bör nyttja den urgröpning av skulden som en negativ räntetillväxt-differens medför, särskild om landet har låg skuld, se vidare Calmfors m.fl. (2022).

⁷⁷ En annan fråga kopplad till klimatområdet är att skatteintäkterna från punktskatter på fossila bränslen kommer att minska i takt med att förbrukningen av dessa minskar. Detta ökar, allt annat lika, behovet av skattehöjningar på andra områden för att bibehålla statens skatteintäkter. En gynnsam utveckling av räntetillväxt-differensen kan innebära att andra skatter inte behöver höjas i samma utsträckning som intäkterna från koldioxidbeskattningen och andra klimatrelaterade skatter minskar.

ning av privata investeringar (så kallad crowding out-effekt) och vid riktigt höga skuldnivåer högre räntor (till följd av tilltagande land-riskpremie) och ett mindre utrymme för att bedriva stabiliserande finanspolitik. Om hållbarheten i de offentliga finanserna inte bedöms som trovärdig försvagas även kraften i penningpolitiken, genom att det finns en risk att marknaden börjar ifrågasätta statens betalningsförmåga och därför kräva större riskpremier för att låna ut till staten. En ökning av riskpremierna innebär samtidigt att räntan som den offentliga sektorn får betala på sin skuld ökar. Dessa kan i sin tur få spridningseffekter på andra marknadsräntor, vilka brukar ha en åtstramande effekt på ekonomin. För svenskt vidkommande bedöms dock risken för en dylik skulduppbyggnad som mycket liten, men resonemanget pekar på behovet av säkerhetsmarginaler. Det kan både gälla den framtida utvecklingen av ränte-tillväxt-differensen i sig och det faktum att en framtida kris kan öka skuldnivån betänkligt. En gynnsam ränte-tillväxt-differens minskar visserligen kostnaden för ett land att ta på sig en högre skuld, men risken finns alltid att den utvecklas mindre fördelaktigt än vad som förutsätts.⁷⁸

Att ett större handlingsutrymme används på ett för den ekonomiska utvecklingen gynnsamt sätt är dock inte givet. En mindre hård budgetrestriktion kan medföra nackdelar om olika offentliga utgifter utvärderas mindre noga än tidigare. En annan möjlig risk är att det upplevda behovet av strukturreformer som höjer den långsiktiga tillväxten minskar. I värsta fall kan en mindre hård budgetrestriktion i förlängningen leda till att synen på vikten av hållbara offentliga finanser eroderas.

5.5 Penningpolitikens handlingsutrymme minskar

En viktig förklaring till att ränte-tillväxt-differensen förutses bli låg även framöver är att den neutrala räntan väntas förbli låg. Detta betyder, vid givet inflationsmål, i sin tur att möjligheterna för penningpolitiken att stabilisera inflation och resursutnyttjande begränsas till följd av att styrräntan löper större risk än tidigare att slå i det så kallade nedre räntegolvet. Detta betyder, som nämntes ovan, att det finns ett ökat behov av att finanspolitiken bidrar till kon-

⁷⁸ Ett framtida (oväntat) omslag i ränte-tillväxt-differensen utgör den stora risken med större permanenta försvagningar av det primära saldöt.

junkturstabiliseringen i större utsträckning än vad som varit fallet de senaste 30 åren. En mer aktiv finanspolitik kan också på marginalen bidra till en bättre uppfyllelse av inflationsmålet⁷⁹ och minskade risker i stabiliseringspolitiken. De sistnämnda kan uppkomma när ett policyinstrument (i detta fall penningpolitiken) används på ett sätt som ligger utanför tidigare erfarenhet, vilket både ökar osäkerheten kring vilka effekter man kommer att uppnå med den förda politiken och genom att utrymmet att använda ett policyinstrument är mer eller mindre uttömt i ett framtida läge då det hade varit bra om det kunde användas.⁸⁰

⁷⁹ Se Lyhagen och Shahnazarian (2023) bilaga 4 till långtidsutredningen för en redogörelse för effekterna av en expansiv finanspolitik vid olika störningar av ekonomin, samt Shahnazarian (2023) för en teoretisk diskussion.

⁸⁰ Tobin (1987) förespråkade att minska riskerna för policymisslag genom att använda finans- och penningpolitiken i den utsträckning som man tidigare har använt dem. Se också Bartsch m.fl. (2020) för en diskussion.

Referenser

- Andersson, F.N.G. (2017), *Sekulär stagnation – vad är det, finns det och hur påverkar det penningpolitiken?*, Ekonomisk debatt, 45 (4).
- Armelius, H., P. Bonomolo, M. Lindskog, J. Rådahl, I. Strid och K. Walentin (2014), *Lägre neutral ränta i Sverige?*, Ekonomiska kommentarer, Nr 8, Sveriges Riksbank.
- Armelius, H., M. Solberger, E. Spånberg och P. Österholm, *The Evolution of the Natural Rate of Interest – Evidence from the Scandinavian Countries*, Working paper 2023:8, Örebro universitet.
- Baker, D., J.B. DeLong, och P. Krugman (2005), *Asset Returns and Economic Growth*, Brookings Papers on Economic Activity 2005:1.
- Barrett (2018), *Interest-Growth Differentials and Debt Limits in Advanced Economies*, IMF working paper 18/82.
- Bartsch, E., A. Bénassy-Quéré, G. Corsetti och X. Debrun (ed) (2020), *Geneva 23: It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*, CEPR Press.
- Blanchard, O. (2023a), *Secular stagnation is not over*, PIIE, blog, 23-01-24.
- Blanchard, O. (2023b), *Fiscal policy under low interest rates*, MIT Press.
- Borota Mitrovic, T. (2023), *Potential growth trends and driving factors*, bilaga 1 till Långtidsutredningen 2023.
- Bouabdallah, O., C. Checherita-Westphal, T. Warmedinger, R. de Stefani, F. Drudi, R. Setzer och A. Westphal (2017), *Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework*, ECB Occasional Series, 185.

- Buncic, D. (2021), *Econometric issues with Laubach and Williams' estimates of the natural rate of interest*, Riksbank working paper 397.
- Calmfors, L., J. Hassler, och A. Seim (2022), *Samspel för stabilitet – en ESO-rapport om rollfördelningen mellan finans- och penningpolitik*, Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi 2022:3.
- Checherita-Westphal, C. och J. Domingues Semeano (2020), *Interest growth differential on government debt: an empirical investigation for the euro area*, ECB working paper 2486.
- Congressional Budget Office (2023), *June 2023 Long-term budget outlook*.
- Consensus Economics (2023), *Consensus forecasts: survey of international economic forecasts, G-7 and Western Europe*, September survey.
- DeLong, J.B. och L. Summers (2012), *Fiscal policy in a depressed economy*, Brookings papers on economic activity, 43 (1) (Spring), 233-297.
- Edvinsson, R., T. Jacobsson och D. Waldenström (2014), *Historical Monetary and Financial Statistics for Sweden, Volume II: House Prices, Stock Returns, National Accounts, and the Riksbank Balance Sheet, 1620–2012*, Ekerlinds förlag.
- Eggertsson, G. B., N. R. Mehrotra och J. A. Robbins (2019), *A model of secular stagnation: theory and quantitative evaluation*, American Economic Journal: Macroeconomics, vol. 11(1), 1-48.
- Escolano, J., A. Schabunia och J. Woo (2017), *The Puzzle of Persistently Negative Interest Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?*, IMF Fiscal Studies, 38(2), 179–217.
- Europeiska centralbanken (2019), *Economic bulletin*, 2019/2.
- Europeiska kommissionen (2015), COM(2015) 12 final, Making the best use of flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact.
- Europeiska kommissionen (2022), *Fiscal stability report 2021*, institutional paper 171.

- Europeiska kommissionen (2023), *Debt sustainability Monitor 2022*, institutional paper 199.
- Federal Reserve (2023a), *Measuring the Natural Rate of Interest*, www.newyorkfed.org/research/policy/rstar, HLW current estimation, avläst 2023-10-25.
- Federal Reserve (2023b), *Summary of economic projections*, 20 september.
- Finansdepartementet (2015), *Bytesbalans och finansiellt sparande*, rapport från Ekonomiska avdelningen.
- Goldman Sachs Global Investment Research (2014), *Some long-term evidence on short-term rates*, US Economic Analyst nr. 14/25, The Goldman Sachs Group.
- Grigoli, F., J. Platzer och R. Tietz (2023), *Low for (Very) Long? A Long-Run Perspective on r^* across Advanced Economies*, IMF Working paper 23/85.
- Guillemette, Y. and D. Turner (2021), *The Long Game: Fiscal Outlooks to 2060 Underline Need for Structural Reform*, OECD Economic Policy Papers, No. 29.
- Havranek, T. (2015), *Measuring intertemporal substitution: the importance of method choices and selective reporting*, Journal of European Economic Association, Vol 13(6), 1180-1204.
- Heylen, F., M. Mareels och C. Van Langenhove (2023), *Have inflation and monetary tightening changed the game? Long-run perspectives on the interest-growth difference on public debt* working paper 2023/1065, Ghent university.
- Holston, K., T. Laubach och J. Williams (2017), *Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants*, Journal of International Economics, Vol 108 (1), 59-75.
- IMF (2022a), Country Report No. 22/169.
- IMF (2022b), Country Report No. 22/220.
- IMF (2022c), Country Report No. 22/229.
- IMF (2023a), Country Report No. 23/211.
- IMF (2023b), World Economic Outlook, april.
- Kantar Prospera (2023), *Inflation expectations report*, oktober.

- Konjunkturinstitutet (2023), *Redovisning av uppdrag enligt överenskommelse mellan Konjunkturinstitutet och Långtidsutredningen 2023*, promemoria, 2023-06-08.
- Laubach, T. och J. Williams (2003), *Measuring the natural rate of interest*, The Review of Economics and Statistics, 85 (4), 1063-1070.
- Lian, W., A. Presbitero och U. Wiriadanita (2020), *Public debt and r-g at risk*, working paper, nr. 2020/137.
- Lundvall, H. (2023), *Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan*, bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023.
- Lunsford, K.G. och K. West (2019), *Some evidence on secular drivers of US safe real rates*, American Economic Journal: Macroeconomics, 11 (4), 113-139.
- Lyhagen, J. och H. Shahnazarian (2023), *Hur har svensk finans- och penningpolitik bedrivits*, bilaga 4 till Långtidsutredningen 2023.
- Mauro, P. och J. Zhou (2021), *r-g < 0, Can we sleep more soundly?*, IMF Economic Review, 69 (1), 197-229.
- McCoy, E. (2019), *A Calibration of the Term Premia to the Euro Area*, European Economy – Discussion Paper, No 110, September.
- Mossfeldt, M. och P. Österholm (2011), *Persistent labour market effects of the financial crisis* Applied Economics Letters, vol. 18 (7), 637-642.
- OECD (2015), *In it together: Why less inequality benefits all*.
- OECD (2023), dataleverans, 2023-01-10.
- Platzer, J. och M. Peruffo (2022), *Secular Drivers of the Natural Rate of Interest in the United States: A Quantitative Evaluation*, Working Paper No. 2022/030.
- Rachel, L. och T. D. Smith (2015), *Secular drivers of the global real interest rate*, Bank of England Staff Working Paper, nr. 571.
- Rachel, L. och L. Summers (2019), *On secular stagnation in the industrialized world*, Brookings papers on economic activity, 30 (spring), 1-54.
- Ramsey, F.P. (1928), *A Mathematical Theory of Saving*. Economic Journal. 38 (152), 543-559.

- Regeringen (2023a), 2023 års ekonomiska vårproposition, prop. 2022/23:100.
- Regeringen (2023b), 2024 års budgetproposition, Prop. 2023/24:21.
- Reinhart, C. och M.B. Sbrancia (2015), *The liquidation of government debt*, IMF working paper no 15/7 (Information från Riksgäldens webbplats den 24 februari 2024) webbplats, avläst 2023-02-24, [www.riksgalden.se/sv/statistik/statistik-om-sveriges-statsskuld/riskstyrning-andelar-och-duration /](http://www.riksgalden.se/sv/statistik/statistik-om-sveriges-statsskuld/riskstyrning-andelar-och-duration/).
- Rogoff, K, B. Rossi och P. Schmelzing (2022), *Long-run trends in long-maturity real rates 1311-2018*, NBER Working paper w30475.
- Schmelzing, P (2020), *Eight centuries of global real interest rates, r-g, and the 'suprasecular' decline, 1311-2018*, Bank of England, working paper no. 845.
- Solow, R.M. (1956), *A contribution to the theory of economic growth*, Quarterly Journal of Economics. 70 (1), 65–94.
- Summers, L., *Demand Side Secular Stagnation*, American Economic Review, 105(5), 60-65.
- Tobin, J. (1987), “*The Monetary-Fiscal Mix in the United States*”, kapitel 14 i *Policies for Prosperity*, MIT Press.
- Turner, D. och F. Spinelli (2011), *Explaining the Interest-Rate-Growth Differential Underlying Government Debt Dynamics*, OECD working paper 919.
- Wyplosz, C. (2019), *Olivier in wonderland*, VoxEu blog, 2019-06-17.

Appendix

Tabell 1 Ränte-tillväxt-differens, olika konjunkturlägen och skuldnivåer, Euroområdet (EA-12)

Procentenheter

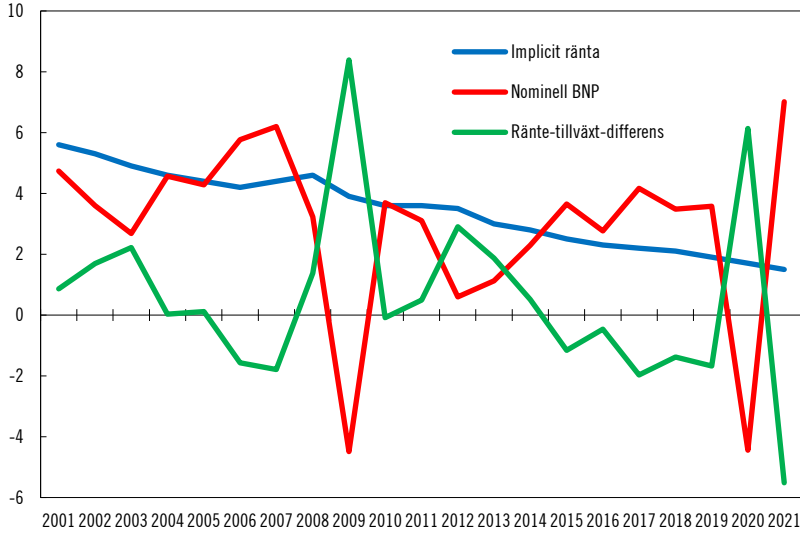
	Totalt	Ej djup lågkonjunktur	Djup lågkonjunktur
1985–2017	0,9	0,1	2,9
1999–2017	0,6	-0,5	3,0
	Totalt	Låg skuld (<90 % av BNP)	Hög skuld (>90% av BNP)
1985–2017	0,9	0,4	1,9
1999–2017	0,6	0,0	1,7
	Totalt	Djup lågkonjunktur och låg skuld	Djup lågkonjunktur och hög skuld
1985–2017	2,9	2,4	3,7
1999–2017	3,0	2,5	3,8

Anm.: Djup lågkonjunktur definierad som BNP-gap <-1,5 procent. Ej djup lågkonjunktur definierad som BNP-gap >-1,5 procent. Definition från den så kallade flexibility matrix, se Europeiska kommissionen (2015). De övergripande slutsatserna är liknande för ett större urval som omfattar samtliga 19 länder i Euro-området, samt Danmark, Sverige, Storbritannien, USA och Japan.

Källa: Europeiska centralbanken (2019).

Figur 1 Implicitränta, nominell BNP och ränte-tillväxt-differens, EU, 2001–2021

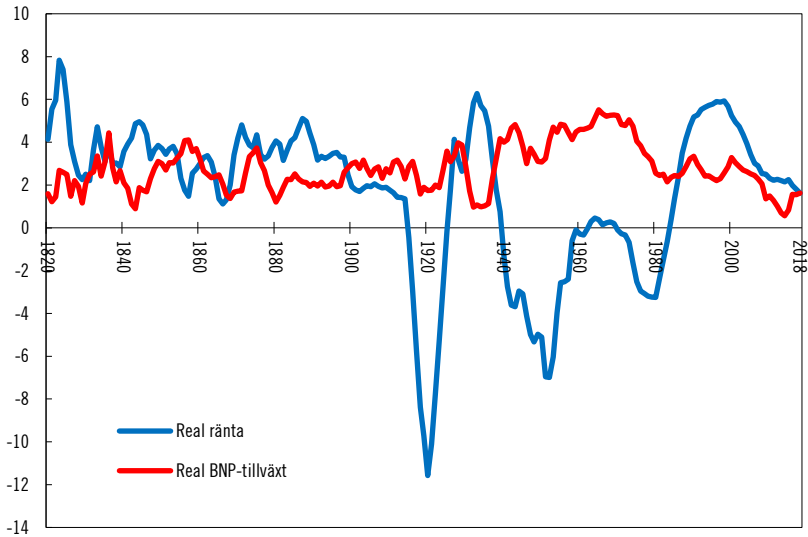
Procent, procentuell förändring, respektive procentenheter



Källor: Europeiska kommissionen (2022).

Figur 2 Realränta och real BNP-tillväxt, avancerade ekonomier, 1820–2018

Procent respektive procentuell förändring



Anm.: Sju års glidande medelvärde.

Källor: Mauro och Zhou (2021), samt egna beräkningar.

Statens offentliga utredningar 2023

Kronologisk förteckning

1. Skärpta straff för flerfaldig brottslighet. Ju.
2. En inre marknad för digitala tjänster – ansvarsfordelning mellan myndigheter. Fi.
3. Nya regler om nödlidande kreditavtal och inkassoverksamhet. Ju.
4. Posttjänst för hela slanten. Finansieringsmodeller för framtidens samhällsomfattande posttjänst. Fi.
5. Från delar till helhet. Tvångsvården som en del av en sammanhållen och personcentrerad vårdkedja. S.
6. En lag om tilläggs-skatt för företag i stora koncerner. Fi.
7. På egna ben. Utvecklad samverkan för individers etablering på arbetsmarknaden. A.
8. Arbetslivskriminalitet – arbetet i Sverige, en bedömning av omfattningen, lärdomar från Danmark och Finland. A.
9. Ett statligt huvudmannskap för personlig assistans. Ökad likvärdighet, långsiktighet och kvalitet. S.
10. Tandvårdens stöd till våldsutsatta patienter. S.
11. Tillfälligt miljötillstånd för samhällsviktig verksamhet – för ökad försörjningsberedskap. KN.
12. Förstärkt skydd för demokratin och domstolarnas oberoende. Ju.
13. Patientöversikter inom EES och Sverige. S.
14. Organisera för hållbar utveckling. KN.
15. Förnybart i tanken. Ett styrmedelsförslag för en stärkt bioekonomi. LI.
16. Staten och betalningarna. Del 1 och 2. Fi.
17. En tydligare bestämmelse om hets mot folkgrupp. Ju.
18. Värdet av vinden. Kompensation, incitament och planering för en hållbar fortsatt utbyggnad av vindkraften. Del 1 och 2. KN.
19. Statlig forskningsfinansiering. Underlagsrapporter. U.
20. Förbud mot bottenfrålning i marina skyddade områden. LI.
21. Informationsförsörjning på skolområdet. Skolverkets ansvar. U.
22. Datalagring och åtkomst till elektronisk information. Ju.
23. Ett modernare socialförsäkringsskydd för gravida. S.
24. Etablering för fler – jämställda möjligheter till integration. A.
25. Kunskapskrav för permanent uppehållstillstånd. Ju.
26. Översyn av entreprenörsansvaret. A.
27. Kamerabevakning för ett bättre djurskydd. LI.
28. Samhället mot skolattacker. U.
29. Varje rörelse räknas – hur skapar vi ett samhälle som främjar fysisk aktivitet? S.
30. Ett trygghetssystem för alla. Nytt regelverk för sjukpenninggrundande inkomst. S.
31. Framtidens yrkeshögskola – stabil, effektiv och hållbar. U.
32. Biometri – för en effektivare brottsbekämpning. Ju.
33. Ett förbättrat resegarantisystem. Fi.
34. Bolag och brott – några åtgärder mot oseriösa företag. Ju.
35. Nya regler om hållbarhetsredovisning. Ju.
36. Genomförande av minimilöne-direktivet. A.

37. Förstärkt skydd för den personliga integriteten. Behovet av åtgärder mot oskuldskontroller, oskuldssintyg och oskuldssingrepp samt omvändelseför-sök. Ju.
38. Ett förstärkt konsumentskydd mot riskfylld kreditgivning och överskuldssättning. Fi.
39. En inre marknad för digitala tjänster – kompletteringar och ändringar i svensk rätt. Fi.
40. Förbättrade möjligheter för barn att utkräva sina rättigheter enligt barnkonventionen. S.
41. Förutsättningarna för en ny kollektiv-avtalad arbetslöshetsförsäkring. A.
42. Ett modernare regelverk för legalise-ringar, apostille och andra former av intyganden. UD.
43. En samordnad registerkontroll för upphandlande myndigheter och enheter. Fi.
44. En översyn av regleringen om frihets-berövande påföljder för unga. Ju.
45. Övergångsrestriktioner – ökat förtroende för offentlig verk-samhet. Fi.
46. Jakt och fiske i renbetesland. LI.
47. En utvecklad arbetsgivardeklaration – åtgärder mot missbruk av välfärdssystemen. Fi.
48. Rätt förutsättningar för sjukskriv-ning. S.
49. Skyddet för EU:s finansiella intressen. Ändringar och kompletteringar i svensk rätt. Fi.
50. En modell för svensk försörjnings-beredskap. Fö.
51. Signalspaning i försvars-underrättelseverksamhet – frågor med anledning av Europadomstolens dom. Fö.
52. Ett stärkt och samlat skydd av välfärdssystemen. S.
53. En ändamålsenlig arbetsskadeförsäk-ring – för bättre ekonomisk trygghet, kunskap och rättssäkerhet. Volym 1 och 2. S.
54. Centraliseringen av administrativa tjänster till Statens servicecenter – en utvärdering. Fi.
55. Vem äger fastigheten. Ju.
56. Några smittskyddsfrågor inom social-tjänsten och socialförsäkringen. S.
57. Åtgärder för tryggare bostadsområden. Ju.
58. Kultursamhället – utvecklad sam-verkan mellan stat, region och kommun. Ku.
59. Ny myndighetsstruktur för finansiering av forskning och innovation. U.
60. Utökade möjligheter att använda preventiva tvångsmedel 2. Ju.
61. En säker och tillgänglig statlig e-legitimation. Fi.
62. Vi kan bättre!
Kunskapsbaserad narkotikapolitik med liv och hälsa i fokus. S.
63. Sveriges säkerhet i etern. Ku.
64. Ett förändrat regelverk för framtidens el- och gasnät. KN.
65. Bättre information om hyresbostäder. Kartläggning av andrahands-marknaden och ett förbättrat lägen-hetsregister. LI.
66. För barn och unga i samhällsvård. S.
67. Anonyma vittnen. Ju.
68. Som om vi aldrig funnits – exkludering och assimilering av tornedalingar, kväner och lantalaiset. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan – eksklyteerinki ja assimileerinki tornionlaaksolaisista, kväänistä ja lantalaisista. *Slutbetänkande*. Som om vi aldrig funnits. Vår sanning och verklighet. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan. Meän tottuus ja toelisuus. *Intervjuberättelser*. Som om vi aldrig funnits. Tolv tematiska forskarrapporter. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan. Kakstoista temattista tutkintoraporttia. *Forskarrapporter*. Ku.
69. Ökat informationsflöde till brottsbekämpningen. En ny huvud-regel. Ju.

70. Ordning och reda – förstärkt och tillförlitlig byggkontroll. LI.
71. Speciallivsmedel till barn inom öppen hälso- och sjukvård. S.
72. En enklare hantering av vattenfrågor vid planläggning och byggande. LI.
73. Genomförandet av vaccineringen mot sjukdomen covid-19 – en utvärdering. S.
74. Förenklade förutsättningar för ett hållbart vattenbruk. LI.
75. Stärkt konstitutionell beredskap. Ju.
76. Vidareanvändning av hälsodata för vård och klinisk forskning. S.
77. Behörig myndighet enligt EU:s avskogningsförordning. LI.
78. Hemlig dataavläsning – utvärdering och permanent lagstiftning. Ju.
79. Arbetsrätten under krig och krigsfara. A.
80. Ett starkare straffrättsligt skydd – mot sexuella kränkningar, bedrägerier i vissa fall och brott med hatmotiv avseende kön. Ju.
81. Ett enklare bilstöd. S.
82. Ökad kontroll över tandvårdssektorn. S.
83. Samordnat juridiskt stöd och vägledning för hälso- och sjukvårdens digitalisering. S.
84. En hållbar bioekonomistrategi – för ett välmående fossilfritt samhälle. LI.
85. Långtidsutredningen 2023. Finanspolitisk konjunkturstabilisering. *Huvudbetänkande*. Fi.
86. Trends in GDP Growth and its Driving Factors. *Bilaga 1 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
87. Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan. *Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
88. Ränte-tillväxt-differensen – utveckling och drivkrafter. *Bilaga 3 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
89. Makrotillsynsregleringar och finansiell stabilitet. *Bilaga 4 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
90. Samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige. *Bilaga 5 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
91. Penning- och finanspolitisk konjunkturstabilisering. *Bilaga 6 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
92. Nytt ramverk för finanspolitiken. *Bilaga 7 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.
93. Budgetprocessen i det finanspolitiska ramverket. *Bilaga 8 till Långtidsutredningen 2023*. Fi.

Statens offentliga utredningar 2023

Systematisk förteckning

Arbetsmarknadsdepartementet

- På egna ben.
Utvecklad samverkan för individers etablering på arbetsmarknaden. [7]
- Arbetslivskriminalitet – arbetet i Sverige, en bedömning av omfattningen, lärdomar från Danmark och Finland. [8]
- Etablering för fler – jämställda möjligheter till integration. [24]
- Översyn av entreprenörsansvaret. [26]
- Genomförande av minimilönedirektivet. [36]
- Förutsättningarna för en ny kollektivavtalad arbetslöshetsförsäkring. [41]
- Arbetsrätten under krig och krigsfara. [79]

Finansdepartementet

- En inre marknad för digitala tjänster – ansvarsfördelning mellan myndigheter. [2]
- Posttjänst för hela slanten.
Finansieringsmodeller för framtidens samhällsomfattande posttjänst. [4]
- En lag om tilläggsskatt för företag i stora koncerner. [6]
- Staten och betalningarna. Del 1 och 2. [16]
- Ett förbättrat resegarantisystem. [33]
- Ett förstärkt konsumentskydd mot riskfylld kreditgivning och överskuld sättning. [38]
- En inre marknad för digitala tjänster - kompletteringar och ändringar i svensk rätt. [39]
- En samordnad registerkontroll för upphandlande myndigheter och enheter. [43]
- Övergångsrestriktioner – ökat förtroende för offentlig verksamhet. [45]
- En utvecklad arbetsgivardeklaration – åtgärder mot missbruk av välfärdssystemen. [47]

- Skyddet för EU:s finansiella intressen.
Ändringar och kompletteringar i svensk rätt. [49]
- Centraliseringen av administrativa tjänster till Statens servicecenter – en utvärdering. [54]
- En säker och tillgänglig statlig e-legitimation. [61]
- Långtidsutredningen 2023. Finanspolitisk konjunkturstabilisering.
Huvudbetänkande. [85]
- Trends in GDP Growth and its Driving Factors. *Bilaga 1 till Långtidsutredningen 2023*. [86]
- Drivkrafter bakom globala trender i den neutrala räntan. *Bilaga 2 till Långtidsutredningen 2023*. [87]
- Ränte-tillväxt-differensen – utveckling och drivkrafter. *Bilaga 3 till Långtidsutredningen 2023*. [88]
- Makrotillsynsregleringar och finansiell stabilitet. *Bilaga 4 till Långtidsutredningen 2023*. [89]
- Samspelet mellan finans- och penningpolitik i Sverige. *Bilaga 5 till Långtidsutredningen 2023*. [90]
- Penning- och finanspolitisk konjunkturstabilisering. *Bilaga 6 till Långtidsutredningen 2023*. [91]
- Nytt ramverk för finanspolitiken. *Bilaga 7 till Långtidsutredningen 2023*. [92]
- Budgetprocessen i det finanspolitiska ramverket. *Bilaga 8 till Långtidsutredningen 2023*. [93]

Försvarsdepartementet

- En modell för svensk försörjningsberedskap. [50]
- Signalspaning i försvarsunderrättelseverksamhet – frågor med anledning av Europadomstolens dom. [51]

Justitiedepartementet

- Skärpta straff för flerfaldig brottslighet. [1]
- Nya regler om nödlidande kreditavtal och inkassoverksamhet. [3]
- Förstärkt skydd för demokratin och domstolarnas oberoende. [12]
- En tydligare bestämmelse om hets mot folkgrupp. [17]
- Datalagring och åtkomst till elektronisk information. [22]
- Kunskapskrav för permanent uppehållstillstånd. [25]
- Biometri – för en effektivare brottsbekämpning. [32]
- Bolag och brott – några åtgärder mot oseriösa företag. [34]
- Nya regler om hållbarhetsredovisning. [35]
- Förstärkt skydd för den personliga integriteten. Behovet av åtgärder mot oskuldskontroller, oskuldsintyg och oskuldsgrepp samt omvändelseförsök. [37]
- En översyn av regleringen om frihetsberövande påföljder för unga. [44]
- Vem äger fastigheten. [55]
- Åtgärder för tryggare bostadsområden. [57]
- Utökade möjligheter att använda preventiva tvångsmedel 2. [60]
- Anonyma vittnen. [67]
- Ökat informationsflöde till brottsbekämpningen. En ny huvudregel. [69]
- Stärkt konstitutionell beredskap. [75]
- Hemlig dataavläsning – utvärdering och permanent lagstiftning. [78]
- Ett starkare straffrättsligt skydd – mot sexuella kränkningar, bedrägerier i vissa fall och brott med hatmotiv avseende kön. [80]

Klimat- och näringslivsdepartementet

- Tillfälligt miljötillstånd för samhällsviktig verksamhet – för ökad försörjningsberedskap. [11]
- Organisera för hållbar utveckling. [14]

- Värdet av vinden. Kompensation, incitament och planering för en hållbar fortsatt utbyggnad av vindkraften. Del 1 och 2. [18]
- Ett förändrat regelverk för framtidens el- och gasnät. [64]

Kulturdepartementet

- Kultursamhället – utvecklad samverkan mellan stat, region och kommun. [58]
- Sveriges säkerhet i etern. [63]
- Som om vi aldrig funnits – exkludering och assimilering av tornedalingar, kväner och lantalaiset. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan – eksklyteerinki ja assimileerinki tornionlaaksolaisista, kväänistä ja lantalaisista. *Slutbetänkande*. Som om vi aldrig funnits. Vår sanning och verklighet. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan. Meän tottuus ja toelisuus. *Intervjuberättelser*. Som om vi aldrig funnits. Tolv tematiska forskarrapporter. Aivan ko meitä ei olis ollukhaan. Kakstoista temattista tutkintoraporttia. *Forskarrapporter*. [68]

Landsbygds- och infrastrukturdepartementet

- Förnybart i tanken. Ett styrmedelsförslag för en stärkt bioekonomi. [15]
- Förbud mot bottenrålning i marina skyddade områden. [20]
- Kamerabevakning för ett bättre djurskydd. [27]
- Jakt och fiske i renbetesland. [46]
- Bättre information om hyresbostäder. Kartläggning av andrahandsmarknaden och ett förbättrat lägenhetsregister. [65]
- Ordning och reda – förstärkt och tillförlitlig byggkontroll. [70]
- En enklare hantering av vattenfrågor vid planläggning och byggande. [72]
- Förenklade förutsättningar för ett hållbart vattenbruk. [74]
- Behörig myndighet enligt EU:s avskogningsförordning. [77]

En hållbar bioekonomistragi.
– för ett välmående fossilfritt samhälle.
[84]

Socialdepartementet

Från delar till helhet. Tvångsvården som en del av en sammanhållen och personcentrerad vårdkedja. [5]

Ett statligt huvudmannaskap för personlig assistans.
Ökad likvärdighet, långsiktighet och kvalitet. [9]

Tandvårdens stöd till våldsutsatta patienter. [10]

Patientöversikter inom EES och Sverige. [13]

Ett modernare socialförsäkringsskydd för gravida. [23]

Varje rörelse räknas – hur skapar vi ett samhälle som främjar fysisk aktivitet? [29]

Ett trygghetssystem för alla. Nytt regelverk för sjukpenninggrundande inkomst. [30]

Förbättrade möjligheter för barn att utkräva sina rättigheter enligt barnkonventionen. [40]

Rätt förutsättningar för sjukskrivning. [48]

Ett stärkt och samlat skydd av välfärdssystemen. [52]

En ändamålsenlig arbetsskadeförsäkring – för bättre ekonomisk trygghet, kunskap och rättssäkerhet. Volym 1 och 2. [53]

Några smittskyddsfrågor inom socialtjänsten och socialförsäkringen. [56]

Vi kan bättre!
Kunskapsbaserad narkotikapolitik med liv och hälsa i fokus. [62]

För barn och unga i samhällsvård. [66]

Speciallivsmedel till barn inom öppen hälso- och sjukvård. [71]

Genomförandet av vaccineringen mot sjukdomen covid-19 – en utvärdering. [73]

Vidareanvändning av hälsodata för vård och klinisk forskning. [76]

Ett enklare bilstöd. [81]

Ökad kontroll över tandvårdssektorn. [82]

Samordnat juridiskt stöd och vägledning för hälso- och sjukvårdens digitalisering. [83]

Utbildningsdepartementet

Statlig forskningsfinansiering.
Underlagsrapporter. [19]

Informationsförsörjning på skolområdet.
Skolverkets ansvar. [21]

Samhället mot skolattacker. [28]

Framtidens yrkeshögskola – stabil, effektiv och hållbar. [31]

Ny myndighetsstruktur för finansiering av forskning och innovation. [59]

Utrikesdepartementet

Ett modernare regelverk för legaliseringar, apostille och andra former av intygan- den. [42]