

SOU 2012:71

Mål nr _____
Aktebil _____

Bilaga 3



16 maj 2012

Dnr: 13-38-11

Den långa realräntan i ett långsiktigt perspektiv

Konjunkturinstitutet har tidigare levererat utredningen Den långsiktiga realräntan (Dnr 13-38-11) till Tomträtts- och arrendeutredningen. I utredningen gör Konjunkturinstitutet bedömningen att den långsiktiga korta realräntan ligger på 2 procent. Efter Konjunkturinstitutets utredning har skickats in har det framförts synpunkter i utredningen att den realränta som ska tillämpas avser avkastningen på en investering med längre löptid.¹ Synpunkterna har bland annat framförts i ljuset av att Högsta domstolen i NJA 1990 s. 714 uttalade att avgäldsrentan ska bestämmas med ledning av den långsiktiga realräntan på den allmänna kapitalmarknaden med ett tidsperspektiv på minst 30 år.

Utan att ta avstånd från slutsatserna i den tidigare utredningen har Konjunkturinstitutet åtagit sig att bidra med synpunkter om en rimlig nivå på den långa realräntan i ett långsiktigt perspektiv.

SAMMANFATTANDE PUNKTER OM DEN LÅNGSIKTIGA LÅNGA REALRÄNTAN

Samband mellan korta och långa räntor

- När ekonomin är i långsiktig jämvikt överstiger normalt räntan på räntehärande tillgångar med lång löptid räntan på motsvarande tillgångar med kort löptid. Eftersom inflationen kan antas vara konstant lika med inflationsmålet i jämvikt kan detta även uttryckas som att den långa realräntan är högre än den korta realräntan. Skillnaden, det vill säga den så kallade löptidspremien, består bland annat av likviditets- och kreditriskpremier. Löptidspremien för nominella obligationer innehåller dessutom premie som är relaterad till inflationen. Löptidspremien stiger normalt med löptiden, men i avtagande takt.

Historiska marknadsnoteringar för realräntor på obligationer med lång löptid

- Tidsserier för realräntor på statsobligationer med längre löptid kan antingen erhållas via noteringar för realobligationsräntor eller genom att justera noteringar för nominella statsobligationsräntor med inflationen. Generellt är marknaderna för nominella statsobligationer mer likvida och erbjuder dessutom betydligt längre tidsserier.

¹ Konjunkturinstitutet har tagit del av Stockholms stads kommentarer till utredning av Konjunkturinstitutet angående realränta.

- Marknaden för realobligationer utgivna av svenska staten är liten. Konjunkturinstitutet har inte tillgång till så kallade benchmarknoteringar² för dessa obligationsräntor. Genomsnittet för räntan på realobligationen som löper till 2020 har varit 2,2 procent under perioden 2000-2011. Motsvarande ränta för realobligationen som löper till 2028 har varit 2,3 procent.
- Tabell 1 sammanfattar noterade räntor för utländska realobligationer med 10 års löptid. Under perioden 1997-2011 har dessa i genomsnitt varit kring 2 procent.
- I avsaknad av längre tidsserier för realobligationsräntor kan den långa realräntan istället beräknas som nominell statsobligationsränta minus KPI-inflation. Det långsiktiga genomsnittet för realräntan beräknad från svenska 10-åriga statsobligationer 1960-2011 är 2,8 procent. (Se även tabeller i Konjunkturinstitutets tidigare utredning.)
- Precis som för realobligationsräntor är tillgängligheten på långa tidsserier för 30-åriga obligationsräntor begränsad. Tabellerna 2-5 sammanfattar räntorna på 10- och 30-åriga nominella statsobligationer i USA, Storbritannien, Tyskland och Sverige. I USA har den 30-åriga räntan i genomsnitt varit 0,3 procentenheter högre än 10-årsräntan under perioden 1980-2011. För övriga länder finns det enbart kortare serier med 30-åriga räntor. För Sverige finns enbart noteringar på 30-åriga räntor sedan april 2009. Sedan dess har den 30-åriga räntan varit i genomsnitt 0,5 procentenheter högre än 10-årsräntan. Under de senaste åren har dock räntan på 10-åriga statsobligationer rimligen påverkats mer än 30-åriga räntor av förväntningar om låga korta räntor de närmaste åren. Detta skulle tala för att den långsiktiga skillnaden mellan 10- och 30-åriga räntor är mindre än 0,5 procentenheter.
- Med hjälp av räntorna på 10- respektive 30-åriga obligationer kan man beräkna vilken implicit genomsnittlig 10-årsränta som marknaden förväntar sig åren 2022-2042.³ Dessa förväntningar är i nuläget mycket låga. Prissättningen på svenska obligationer indikerar att marknaden förväntar sig en genomsnittlig 10-årig statsobligationsränta år 2022-2042 på 2,5 procent (se tabell 6). Detta motsvarar en realränta på endast 0,5 procent.

Bedömning av den långsiktiga långa realräntan

- För svenska statsobligationsräntor bedöms likviditets- och kreditriskpremierna vara och förbli små. Den del av löptidspremierna på svenska nominella obligationer som utgörs av en försäkring mot inflationen bedöms bli mindre framöver än vad den varit historiskt. Detta i och med att trovärdigheten för penningpolitiken att upprätthålla inflationsmålet är högt.
- Konjunkturinstitutets nuvarande prognos för den 10-åriga svenska nominella statsobligationsräntan på lång sikt är 4,6 procent. Detta motsvarar en löp-

² Statsobligationer har normalt en fastställd förfallodag. Genom att kombinera noteringar för obligationer med olika löptid kan man dock beräkna en tidsserie för avkastningen på en hypotetisk obligat om med en viss återstående löptid, till exempel 10 år. Dessa kallas ibland benchmarknoteringar.

³ Den genomsnittliga implicita 10-åriga statsobligationsräntan år 2022-2042 kan beräknas genom att anta att en investerare idag förväntar sig samma avkastning om man placerar i en 30-årig statsobligation som om man köper en 10-årig statsobligation idag och sedan upprepar samma köp med det förräntade kapitalet 2022 och 2032.

tidspremie på 0,6 procent och en realränta på 2,6 procent om man antar att inflationen blir i linje med inflationsmålet.

- Det är svårt att hitta andra prognosmakares bedömningar av den långsiktiga långa räntan. Ett undantag är Congressional Budget Office i USA som räknar med att den 10-åriga statsobligationsräntan i USA på lång sikt är 5 procent. Eftersom inflationsmålet i USA, uttryckt i KPI-termer är omkring 2,3 procent motsvarar detta en realränta på 2,7 procent.
- Den långa realräntan har fallit sedan mitten av 1990-talet, såväl i Sverige som internationellt. I dagsläget är långa räntor mycket låga i länder med högt kreditbetyg. Räntan på 10-årig realobligation utgiven av den amerikanska staten är exempelvis negativ. De låga räntorna förklaras troligen i första hand av svag konjunktur och låga styrräntor, något man ska bortse från i bedömningen av en långsiktig lång realränta. Som diskuteras i Konjunkturinstitutets tidigare utredning finns det skäl att anta att såväl korta som långa realräntor kommer att vara låga under flera år framöver. På längre sikt talar dock bland annat en stigande medelålder hos befolkningen i många utvecklade länder för att benägenheten att spara minskar, vilket leder till högre räntor.
- Baserat på resonemangen ovan bedömer Konjunkturinstitutet att ett rimligt intervall för den långsiktiga realräntan på en svensk statsobligation med 10 års löptid är 2,4-3,0 procent. Utgångspunkten för denna bedömning är i första hand nominella statsobligationsräntor som deflaterats med KPI. Eftersom markvärdeutvecklingen i normalfallet samvarierar med inflationen bör man överväga att vid bedömning av avgäldsrentan bortse från inflationsriskpremien för nominella obligationer. Den i detta sammanhang relevanta realräntan blir då något lägre.
- Räntan på en 30-årig statsobligation ligger normalt något högre än räntan på en 10-årig statsobligation. Skillnaden är dock liten och ett rimligt intervall för skillnaden mellan räntorna på en 30- och en 10-årig statsobligation är 0,2-0,4 procent. Konjunkturinstitutet noterar dock att HD:s uttalande om att tidsperspektivet bör vara minst 30 år (NJA 1990 s. 714) inte nödvändigtvis ska tolkas som att 30-åriga obligationer är mest relevanta att utgå ifrån.⁴

⁴ 30-åriga statsobligationer har såvitt Konjunkturinstitutet känner till inte emitterats i Sverige före 2009.

Tabell 1. Utländska realobligationsräntor (statsobligationer)

Genomsnittliga värden, procent

	1985-2011	1997-2011
USA		2,1
Storbritannien	2,8	1,8

Anm. Löptid 10 år. För Storbritannien finns noteringar från 1985 och för USA från 1997.

Källor: Federal Reserve och Bank of England.

Tabell 2. Amerikanska nominella statsobligationsräntor

Genomsnittliga värden, procent

	1980-2011	1980-2011	1995-2011	April 2009- juni 2012
10-årig	7,0	5,3	4,6	3,0
30-årig	7,3	5,8	5,2	4,0

Källa: Federal Reserve.

Tabell 3. Tyska nominella statsobligationsräntor

Genomsnittliga värden, procent

	1980-2011	1995-2011	1995-2011	April 2009- juni 2012
10-årig			4,2	2,7
30-årig			4,8	3,4

Källa: Macrobond.

Tabell 4. Brittiska nominella statsobligationsräntor

Genomsnittliga värden, procent

	1980-2011	1995-2011	April 2009- juni 2012
10-årig		4,5	3,2
30-årig		4,4	4,0

Källa: Bank of England.

Tabell 5. Svenska nominella statsobligationsräntor

Genomsnittliga värden, procent

	1980-2011	1980-2011	1995-2011	April 2009- juni 2012
10-årig				2,8
30-årig				3,3

Anm. 30-åriga obligationer i Sverige började ges ut i april 2009.

Källa: Macrobond.

Tabell 6. Genomsnittlig implicit 10-årig nominell statsobligationsränta 2022-2042

Procent

	2022-2042
USA	3,7
Tyskland	2,7
Storbritannien	3,8
Sverige	2,5

Anm: Se fotnot 3. Källor: Federal Reserve, Bank of England, Macrobond och Konjunkturinstitutet.