

FÖRDJUPNING – Högre räntekänslighet i den svenska ekonomin

Räntekänsligheten i den svenska ekonomin har ökat trendmässigt de senaste trettio åren. Hushållen har lånat allt mer till sina bostadsköp över tid. Dessutom är räntebindningstiden på bolånen kort. När styrräntan höjs påverkas kassaflöden för hushåll med lån, samtidigt som lägre bostadspriser begränsar låneutrymmet för bolånetagare. Bland företagen är det framför allt i den kommersiella fastighetssektorn som skuldsättningen och räntekänsligheten har ökat.

Riksbankens analyser visar att den ökade skuldsättningen bland hushållen har gjort att penningpolitiken nu har ett större genomslag på efterfrågan i ekonomin. Styrräntan behöver inte höjas lika mycket för att få samma åtstramande effekt på ekonomin som tidigare, vilket är en viktig aspekt att beakta i de penningpolitiska besluten.

Hög skuldsättning ökar ekonomins räntekänslighet

Enligt traditionell ekonomisk teori påverkar penningpolitiken efterfrågan i ekonomin huvudsakligen genom att påverka den reala räntan och avvägningen mellan konsumtion idag och i framtiden. Den traditionella penningpolitiska analysen baseras på ett representativt hushåll, men modernare analys har alltmer betonat även andra kanaler och att hushåll skiljer sig åt. Man kan förenklat tänka sig två typer av hushåll: å ena sidan låntagare och å andra sidan sparare. Låntagarna antas ha en högre konsumtionsbenägenhet än spararna på grund av kreditbegränsningar, vilket gör att deras konsumtion påverkas mer av inkomst- och ränteförändringar. När räntan ändras sker en inkomstöverföring mellan låntagare och sparare – en så kallad *kassaflödeseffekt*.³⁶ Att den totala konsumtionen påverkas beror på att låntagarnas konsumtionsbenägenhet är högre. Om låntagarna dessutom är högt skuldsatta och har kort räntebindningstid på sina lån blir effekterna större och kommer snabbare. Eftersom räntan påverkar bostadspriserna kan den också påverka hushållens möjlighet att konsumera genom att ta lån med bostaden som säkerhet – en så kallad *lånesäkerhetseffekt*.³⁷ Denna effekt blir större om låntagarna är högt skuldsatta i förhållande till bostadens värde.

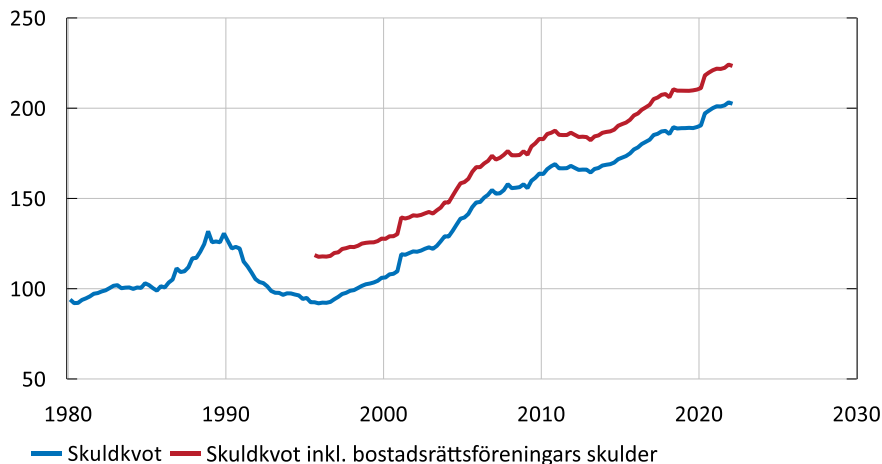
³⁶ För en beskrivning och uppskattning av kassaflödeseffekter på svenska data, se exempelvis P. Gustafsson, M. Hesselman och B. Lagerwall (2017), "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", *Staff memo*, december, Sveriges riksbank och M. Flodén, M. Kilström, J. Sigurdsson och R. Vestman (2021), "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", *The Economic Journal*, 131 (636).

³⁷ Se exempelvis K. Walentin (2016), "Housing collateral and the monetary transmission mechanism", *Scandinavian Journal of Economics*, 116 (3).

Riksbanken analyserar sedan en lång tid den ökade räntekänsligheten i den svenska ekonomin, bland annat eftersom den påverkar effekterna av penningpolitiken.³⁸ Skulderna bland de svenska hushållen har ökat trendmässigt under decennier (se diagram 50). Hushåll som bor i bostadsrätt har även indirekta skulder via bostadsrättsföreningarnas lån. Riksbanken har också återkommande påtalat risker förknippade med de ökade skulderna. De är höga i såväl ett historiskt som internationellt perspektiv.

Diagram 50. Hushållens skulder

Procent av årlig disponibel inkomst



Anm. Hushållens totala skulder som andel av deras disponibla inkomster summerade över de senaste fyra kvartalen. Före september 2010 har bostadsrättsföreningarnas skulder skattats utifrån lån från bostadsinstitut.

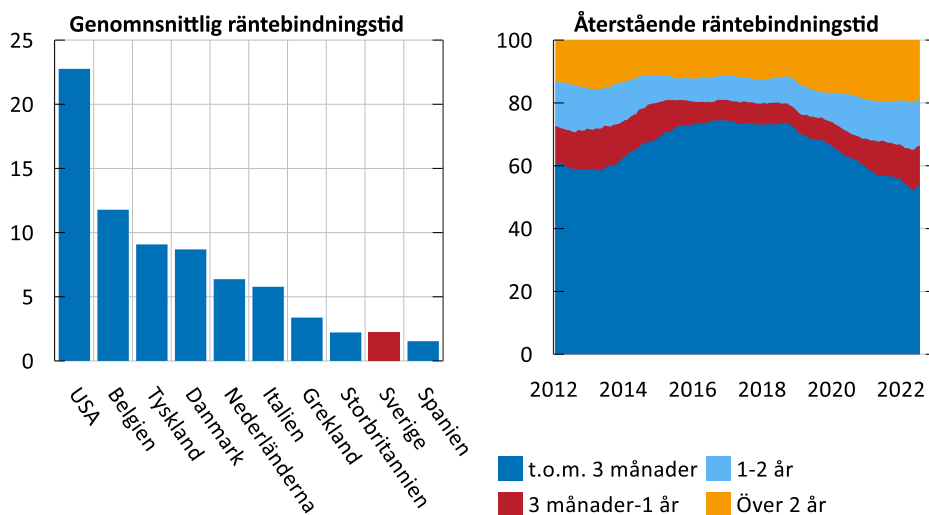
Källor: SCB och Riksbanken.

Jämfört med många andra länder är räntebindingstiden mycket kort i Sverige. Andelen bolån med rörlig ränta steg från under 10 procent 1996 till cirka 60 procent 2015. Även om andelen bundna lån av de totala lånen har ökat något på senare tid har ungefär 80 procent av lånen en återstående räntebindingstid på 2 år eller mindre (se diagram 51). Det här gör att ränteförändringar påverkar hushållens efterfrågan i ekonomin mer och snabbare. Och det gäller både jämfört med de flesta andra länder och jämfört med tidigare perioder då Riksbanken ändrat räntan.

³⁸ Se J. Johansson, B. Lagerwall och H. Lundvall (2011), "Större andel rörliga bolån – hur påverkas penningpolitikens genomslag?", Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, Sveriges riksbank; fördjupningen "Hushållens räntekänslighet", i *Penningpolitisk rapport*, oktober 2014, Sveriges riksbank; P. Gustafsson, M. Hesselman och B. Lagerwall (2017), "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", *Staff Memo*, december, Sveriges riksbank; fördjupningen "Hur påverkas hushållen av stigande räntor?", i *Penningpolitisk rapport*, december 2017, Sveriges riksbank samt fördjupningen "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av stigande räntor?", i *Penningpolitisk rapport*, december 2018, Sveriges riksbank.

Diagram 51. Genomsnittlig räntebindningstid i olika länder samt återstående räntebindningstid för hushåll på totala lån från MFI

Antal år (vänster) respektive procent (höger)



Anm. Värdena är beräknade som viktade medelvärden av intervallgenomsnitt, se C. Badarinza, J.Y. Campbell och T. Ramadorai (2018), "What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages", *Management Science* 64. Genomsnitten avser perioden 2003–2013 för merparten av länderna. Den genomsnittliga räntebindningstiden för Sverige är beräknad med rörlig ränta definierad som 3 månader och två ytterligare intervall (3 månader till 5 år och över 5 år); för beräkningen för Sverige, se U. Holmberg, H. Janzén, L. Oscarius, P. van Santen och E. Spector (2015), "En analys av räntebindningstiden på svenska bolån", *Ekonomiska kommentarer nr 7*, Sveriges Riksbank. Källor: Badarinza m.fl. (2018), SCB och Riksbanken.

Också företagens skulder har ökat över tid. Diagram 52 illustrerar effekten på den svenska företags- och hushållssektorn av högre räntor. För företagssektorn är det svårt att göra en prognos för räntekvoten, eftersom företagen lånar via flera finansieringskällor och använder sig av räntederivat. Uppskattningar av Riksbanken från i våras indikerade att en uppgång i det allmänna ränteläget med 3 procentenheter skulle göra att räntekvoten är tillbaka på ungefär de nivåer som rådde kring 2012, då styrräntan var mellan 1 och 2 procent. Det tyder på att företagen överlag inte är särskilt räntekänsliga.³⁹ Man bör ha i åtanke att nämnaren i företagens räntekvot, alltså rörelseresultatet, kan sjunka i ett försämrat konjunkturläge och bidra till att räntekvoten stiger mer än vad som framgår i diagram 52.⁴⁰ Det finns också stora skillnader mellan olika företag och branscher. Som vi kommer att se längre fram är de kommersiella fastighetsbolagen särskilt räntekänsliga.

I den högra bilden i diagram 52 ser vi att då styrräntan stiger i enlighet med Riksbankens prognos kommer hushållens räntekvot om tre år att vara i paritet med nivåerna i mitten av 1990-talet, då styrräntan var över 8 procent. Den höga räntekänsligheten tillsammans med att hushållens konsumtion utgör ungefär hälften av

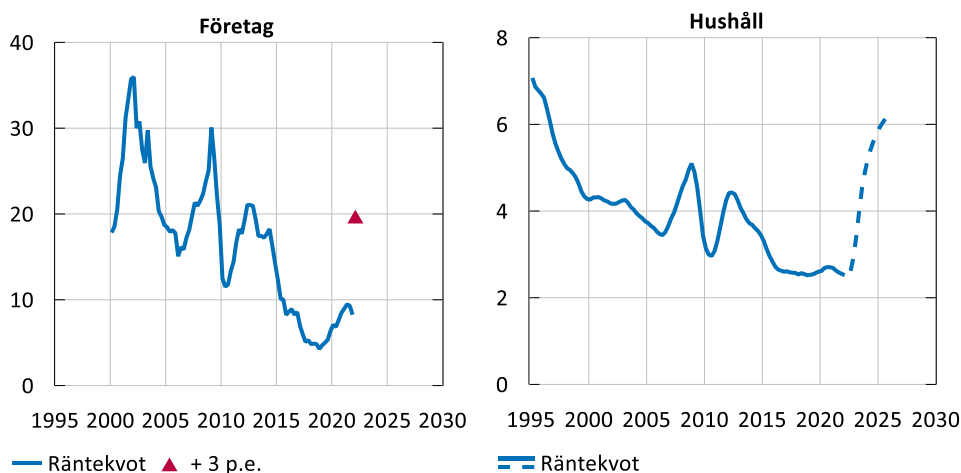
³⁹ Se *Finansiell stabilitet*, 2022:1, Sveriges riksbank.

⁴⁰ I scenariot med stigande ränta antas rörelseresultatet vara oförändrat.

BNP är förklaringar till att så mycket av den tidigare analysen fokuserat på just hushållens situation. Även denna fördjupning ägnas till största delen åt hushållen, även om företagens räntekänslighet också diskuteras.

Diagram 52. Företagens och hushållens räntekvot i Sverige

Procent



Anm. För företagen är räntekvoten beräknad som räntekostnader efter ränteavdrag i förhållande till rörelseresultat, för alla icke-finansiella företag. I scenariot med högre ränta antas rörelseresultatet vara oförändrat. För hushållen är räntekvoten beräknad som hushållens ränteutgifter som andel av deras disponibla inkomst och utgår från att alla kan nyttja 30 procentens ränteavdrag. De disponibla inkomsterna är uttryckta som fyra kvartals glidande summa. Streckad linje avser Riksbankens prognos.

Källor: SCB och Riksbanken.

Konsekvenser för hushåll och företag när räntan stiger

Högt skuldsatta bolånetagare får stora negativa kassaflödeseffekter...

Bakom den aggregerade skuldkvoten på cirka 200 procent döljer sig mycket stora skillnader mellan hushållen, bland annat beroende på var i landet de bor och om de äger sin bostad.⁴¹ Cirka hälften av hushållen i Sverige har bolån, och bland dem är skuldkvoten nästan dubbelt så hög som för hushållssektorn som helhet. Allt fler nya bolånetagare har också skuldsatt sig mycket i relation till sina inkomster (se diagram 53).⁴² Nästan 60 procent har belånat sig mer än 300 procent av bruttoinkomsten, motsvarande ungefär 400 procent av den disponibla inkomsten. Att hushållen är mer skuldsatta betyder att kassaflödeseffekten blir större än tidigare när Riksbanken höjer räntan. För högt skuldsatta bolånetagare kan konsumtionsutrymmet minska påtagligt när räntan stiger i linje med Riksbankens prognos (se diagram 53).

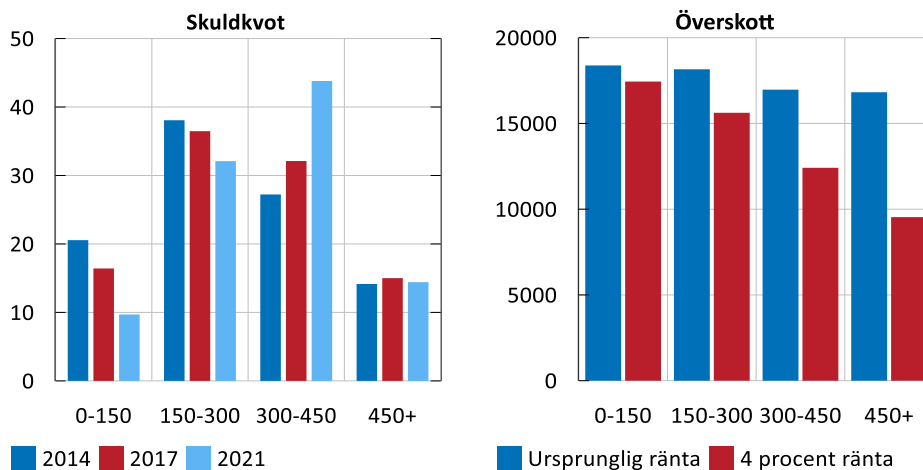
⁴¹ Se S. Laséen (2022), "Hushållens skuldsättning och penningpolitik: ett regionalt perspektiv", *Staff memo*, september, Sveriges riksbank samt P. van Santen och D. Ölcer (2017), "Hushållens skuldsättning: ett regionalt perspektiv", *Ekonomiska kommentarer* nr 3, Sveriges riksbank.

⁴² Se *Den svenska bolånemarknaden 2022*, april 2022, Finansinspektionen. Nya bolånetagare avser hushåll som köper bostad, utökar sitt bolån eller byter bank.

I och med att räntebindningstiden är så kort bland svenska bolånetagare sker också genomslaget snabbt, vilket framgår i diagram 52.

Diagram 53. Andel av nya bolånetagare med viss skuldkvot över tid samt månadsöverskott vid ursprunglig ränta hösten 2021 och 4 procents ränta

Procent (vänster) respektive kronor (höger)



Anm. Grafen till vänster avser skuldkvot beräknad med bruttoinkomst, det vill säga inkomst före skatt, för nya lån (bolån för bostadsköp, tilläggs lån och bankbyte). I grafen till höger visar storleken på staplarna medianen av månadsöverskottet vid en KALP-kalkyl med ursprunglig boränta hösten 2021, som uppgick till 1,38 procent i genomsnitt, samt en uppskattning vid 4 procent bolåneränta, vilket ungefär motsvarar Riksbankens prognos för hushållens bo-ränta för tredje kvartalet 2025. Beräkningarna inkluderar även övriga lån, och räntan på dessa antas också stiga. Uppskattningen är en interpolering utifrån beräkningarna i Finansinspektionens bolånerapport 2022.

Källor: Finansinspektionen och Riksbanken.

...och får minskat låneutrymme när bostadspriserna sjunker

När Riksbanken höjer styrräntan påverkas även bostadspriserna. Att bostadspriserna sjunkit den senaste tiden, och förväntas fortsätta göra det i Riksbankens prognos, hänger ihop med att hushållen både möter högre bolåneräntor i närtid och har reviderat upp sina förväntningar om räntenivån på längre sikt.⁴³ De sjunkande bostadspriserna har i sin tur en effekt på hushållens konsumtion via lånesäkerhetseffekten.

Många av de nya bolånetagarna är hushåll som utökar lånen på sin befintliga bostad för att finansiera till exempel konsumtion och renovering av bostaden.⁴⁴ Trots att priserna stigit kraftigt under lång tid har många nya bolånetagare en hög skuld mätt som andel av bostadens värde, alltså en hög belåningsgrad (se diagram 54). Det gör att utrymmet för att ta nya lån kan begränsas kraftigt vid sjunkande bostadspriser.

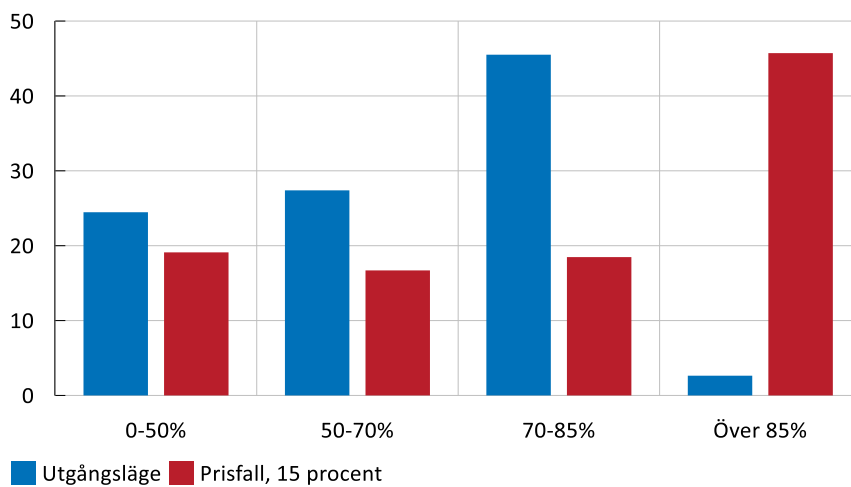
⁴³ För en diskussion om sambandet mellan ränteförväntningar och bostadspriser, se J. Almenberg, M. Ankarhem, K. Blom och T. Jansson (2022), "Bostadspriser och ränteförväntningar", *Ekonomiska kommentarer* nr 10, Sveriges riksbank.

⁴⁴ Se *Den svenska bolånemarknaden, 2022*, Finansinspektionen; J. Li, P. van Santen och X. Zhang (2020), "Home equity extraction activities in Sweden", Staff Memo, maj, Sveriges riksbank samt R. Emmanuelsson, G. Katinic och E. Spector (2018), "Utvecklingen på bostadsmarknaden och dess bidrag till hushållens skulder", *Ekonomiska kommentarer* nr 14, Sveriges riksbank.

I diagram 54 visas att ett prisfall på 15 procent jämfört med hösten 2021, vilket är i linje med Riksbankens prognos, gör att ungefär 45 procent av de nya bolånetagarna får en belåningsgrad över 85 procent och därmed slår i bolånetaket. Att sjunkande bostadspriser påtagligt kan begränsa möjligheterna att belåna bostaden kan öka penningpolitikens genomslag på konsumtionen framöver. Det är samtidigt viktigt att framhålla att belåningsgraden är lägre för stocken av samtliga bolånetagare än för nya sådana, eftersom bostadspriserna tidigare steg under en lång period.⁴⁵ Även dessa hushåll får dock ett minskat låneutrymme enligt samma mekanismer då bostadspriserna faller.

Diagram 54. Fördelning av belåningsgrader bland nya bolånetagare 2021

Procent



Källa: Finansinspektionen.

Bolånetagare påverkas överlag mer än andra hushåll när räntorna stiger. Konjunkturinstitutets barometerundersökning visar att det är villaägare som har blivit mest pessimistiska kring sin ekonomiska situation den närmaste framtiden och när det gäller inköp av kapitalvaror (se diagram 55).⁴⁶ Ny analys från Riksbanken indikerar också att köpen av personbilar påverkas mer av högre räntor i kommuner där hushållens skuldsättning är hög.⁴⁷

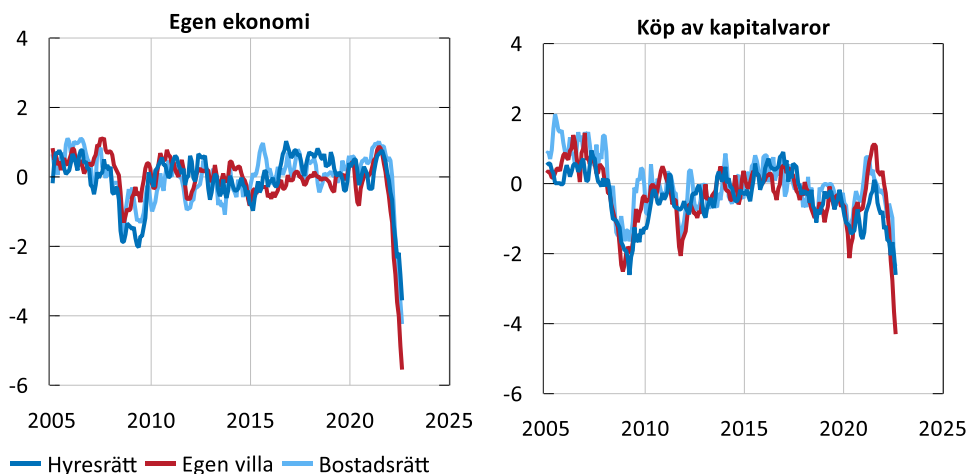
⁴⁵ Enligt Finansinspektionens bolåneundersökning från 2022 är den genomsnittliga belåningsgraden i stocken av bolånetagarna 53 procent, att jämföra med 64,5 procent bland de nya bolånetagarna i urvalet.

⁴⁶ En tänkbar förklaring är att villaägare sedan tidigare har lagt en betydligt större andel av sin disponibla inkomst på boendeutgifter än bostadsrättsägare; se *Den svenska bolånemarknaden, 2022*, Finansinspektionen. Det minskar marginalerna för att möta exempelvis stigande räntor. Ytterligare en tänkbar förklaring är att villaägare även påverkas mycket av exempelvis stigande energipriser.

⁴⁷ Se S. Laséen (2022), "Hushållens skulder och penningpolitik: ett regionalt perspektiv", Staff Memo, september, Sveriges riksbank.

Diagram 55. Hushållens syn på sin egen ekonomi om 12 månader och köp av kapitalvaror, uppdelat på bostadstyp

Standardiserade data, medelvärde = 0, standardavvikelse = 1



Anm. Graferna visar 3 månaders glidande medelvärden.

Källa: Konjunkturinstitutet.

Att det saknas aktuella mikrodata över hushållens tillgångar och sparande försvårar bedömningen av hur hushållens konsumtion kommer att reagera då räntorna stiger. Ett sätt att hantera stigande räntor för hushållen är att använda sitt sparande. Även om hushållssektorn som helhet har ett betydande innehav av likvida tillgångar tyder uppskattningar på att det är mycket ojämnt fördelat.⁴⁸ Riksbanken har under lång tid efterlyst aktuella mikrodata över hushållens skulder och tillgångar, inte minst för att bättre förstå olika kanaler från penningpolitiken till hushållens konsumtionsbeslut.

Den ökande skuldsättningen bland företagen drivs av kommersiella fastighetsbolag

Som vi såg i diagram 52 förefaller inte räntekänsligheten i företagssektorn som helhet vara anmärkningsvärt hög, sett till de direkta effekterna på räntekostnaderna. Hushållens höga räntekänslighet kan däremot påverka företagen indirekt genom förändringar i efterfrågan.

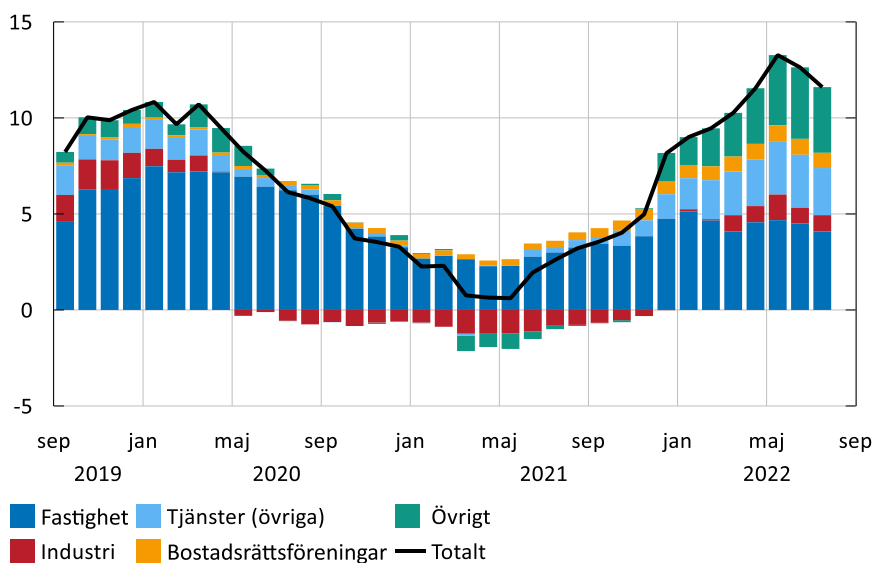
I företagssektorn utmärker sig fastighetsbolagen påtagligt.⁴⁹ De är mer skuldsatta än övriga företag överlag och har drivit mycket av den ökade skuldsättningen bland företagen de senaste åren (se diagram 56). Ökningen har skett både via banklån och marknadsfinansiering i form av räntebärande värdepapper. Många fastighetsbolag påverkas därför mycket av stigande räntor. Riksbankens analys från i våras tyder på att fastighetsbolagen skulle se sin räntekvot stiga från 25 till 60 procent om ränteläget stiger med 3 procentenheter. Det är betydligt högre nivåer än för företagssektorn som helhet (se diagram 52).

⁴⁸ Se exempelvis M. Andersson och R. Vestman (2021), "Svenska hushålls likvida tillgångar", FI-analys 28, Finansinspektionen.

⁴⁹ Se exempelvis *Finansiell stabilitet* 2022:1, Sveriges riksbank.

Diagram 56. Tillväxt i företagens skulder uppdelat på bransch

Årlig procentuell förändring respektive procentenheter



Anm. Linjen avser årlig procentuell förändring av företagens totala lån (lån från MFI och emitterade företagsobligationer och företagscertifikat). Staplarna avser respektive branschbidrag i procentenheter till den totala skuldutvecklingen. "Övrigt" är branscherna transport, hotell, restaurang, handel, bygg och energi. Definitioner av branscher är hämtade från Krita-databasen.

Källa: SCB (KRITA och SVDB).

Fastighetsbolagen kan komma att behöva anpassa sin verksamhet till följd av att räntorna stiger de kommande åren.⁵⁰ Det kan de bland annat göra genom minskade investeringar i befintliga eller nya fastigheter, främst hyres- och kontorsfastigheter. Stigande räntor kan också, i kombination med stramare kreditvillkor och en försvagad konjunktur, leda till att värdet på bolagens fastigheter faller och att resultatet försämrar. I och med att de svenska bankerna har stora exponeringar mot fastighetsbolagen kan eventuella problem bland dessa bolag påverka den finansiella stabiliteten kraftigt negativt.⁵¹ Problem i fastighetsbolagen kan leda till ökade kreditförluster i de svenska bankerna och minskade kapitalnivåer, vilket i sin tur kan få konsekvenser för kreditförsörjningen i ekonomin. I förlängningen skulle en sådan utveckling få stor betydelse för såväl makroekonomin som penningpolitiken.

Penningpolitiska slutsatser – räntehöjningar har större effekt än tidigare

En slutsats av att räntekänsligheten i ekonomin trendmässigt har ökat under de senaste trettio åren är att penningpolitiken fått ett allt större genomslag och att det

⁵⁰ Se *Finansiell stabilitet* 2022:1, Sveriges riksbank.

⁵¹ Detta har uppmärksammats av både Riksbanken och Finansinspektionen. I januari 2020 beslutade Finansinspektionen att höja kapitalkraven för bankernas utlåning till kommersiella fastigheter.

behövs mindre ränteförändringar för att uppnå samma stabiliseringspolitiska effekt jämfört med tidigare. Men hur stor är den kvantitativa betydelsen?

Diagram 57 baseras på ny analys från Riksbanken och visar effekten på hushållens konsumtion av en räntehöjning för olika delperioder som är sorterade efter den genomsnittliga skuldkvoten.⁵² Skuldkvoten är i dagsläget ungefär 200 procent, vilket är högre än den genomsnittliga skuldkvoten för den sista delperioden i diagrammet som är 170 procent. En grov uppskattning utifrån sambandet i diagrammet tyder på att en höjning av styrräntan med en procentenhet i dagsläget medför att konsumtionen dämpas ungefär dubbelt så mycket som för 15 år sedan då skuldkvoten var runt 150 procent. Även om de här resultaten inte kan visa att den större konsumtions-effekten till fullo orsakats av en högre skuldsättning bland hushållen finns det goda argument för detta från andra studier.⁵³ Högt skuldsatta hushåll har alltså fått en allt större betydelse för den penningpolitiska transmissionen.⁵⁴

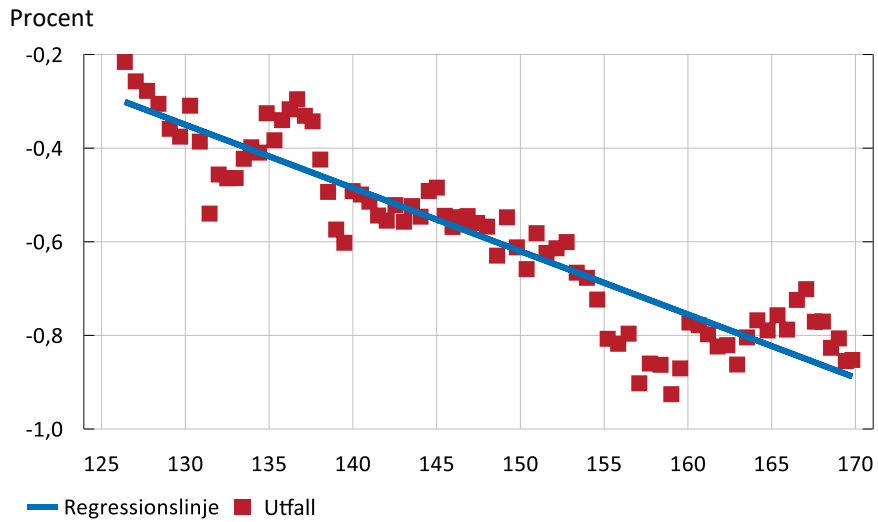
Sammantaget tyder Riksbankens analys på att styrräntan inte behöver höjas lika mycket som tidigare för att få samma åtstramande effekt på ekonomin. Även om styrräntan väntas stiga mycket på kort sikt är uppgången sett till hela räntecykeln ändå relativt begränsad i ett historiskt perspektiv.

⁵² Se P. Stockhammar, I. Strid och T. Tornese (2022), "Hur har konsumtionens räntekänslighet förändrats när skuldkvoten har stigit?", *Ekonomisk Kommentarer* nr 9, Sveriges riksbank.

⁵³ Se exempelvis D. Finocchiaro, M. Jonsson, C. Nilsson och I. Strid (2016), "Samhällsekonomiska effekter av att minska hushållens skuldsättning", *Penning- och Valutapolitik*, 2016:2, Sveriges riksbank samt P. Di Casola och J. Iversen (2019), "Monetary policy with high household debt and low interest rates", *Staff Memo*, October, Sveriges riksbank.

⁵⁴ En ny studie från Riksbanken visar också att räntehöjningar påverkar disponibelinkomsterna och antalet nyregistrerade bilar mer i kommuner med relativt högt skuldsatta hushåll. Se S. Laséen (2022), "Hushållens skuldsättning och penningpolitik: ett regionalt perspektiv", *Staff memo*, september, Sveriges riksbank.

Diagram 57. Skattad effekt på hushållens konsumtion av en styrräntehöjning med 1 procentenhet vid olika nivåer på skuldkvoten



Anm. Y-axeln visar maximal effekt på konsumtionen efter en styrräntehöjning med en procentenhet. Modellen skattas för 81 delperioder mellan 1996kv1 och 2019kv4. X-axeln visar genomsnittlig skuldkvot för delperioden.

Källa: P. Stockhammar, I. Strid och T. Tornese (2022), "Hur har konsumtionens räntekänslighet förändrats över tid?", Ekonomiska kommentarer nr 9, Sveriges riksbank.