

# Staff memo

## Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?

Peter Gustafsson  
Marie Hesselman  
Björn Lagerwall

Avdelningen för penningpolitik

december 2017



I ett staff memo kan medarbetare på Riksbanken offentliggöra lite längre kvalificerade analyser i relevanta frågor. Det är en tjänstemannapublikation som är fri från policy slutsatser och individuella ställningstaganden i aktuella policyfrågor. Staff memo godkänns av berörd avdelningschef. Detta staff memo är en produkt av medarbetare från Riksbankens avdelning för penningpolitik.

## Innehållsförteckning

### SAMMANFATTNING 3

HUR PÅVERKAS HUSHÅLLENS KASSAFLÖDEN OCH KONSUMTION AV HÖGRE RÄNTOR? 4

HUSHÅLLENS SKULDER HAR ÖKAT OCH RÄNTEBINDNINGSTIDEN HAR BLIVIT KORTARE 5

HUR PÅVERKAR PENNINGPOLITIKEN HUSHÅLLENS KONSUMTION I TEORIN? 7

Den traditionella kanalen: Realräntan påverkar avvägningen mellan konsumtion idag och i framtiden 7

Hushållens balansräkningar och skuldsättning kan påverka penningpolitikens effekter på konsumtionen 8

Kassaflödeskanalen: En ränteförändring överför inkomster mellan låntagare och sparare 8  
Empiriska studier tyder på att kassaflödeseffekten har betydelse 9

RÄNTANS DIREKTA EFFEKTER PÅ HUSHÅLLENS DISPONIBLA INKOMSTER 11

Hushållens räntekänslighet har ökat 14

Mikrodata tyder på betydande heterogenitet bland hushållen 15

HUR PÅVERKAR KASSAFLÖDESKANALEN HUSHÅLLENS KONSUMTION? 16

Kassaflödeskanalens betydelse om den marginella konsumtionsbenägenheten skiljer sig åt mellan olika hushåll 17

AVSLUTANDE DISKUSSION 19

REFERENSER 21

## Sammanfattning

Riksbankens räntebana indikerar att reporäntan kommer att stiga de närmaste åren. Den högre räntan påverkar hushållens disponibla inkomster och medför en omfördelning från låntagare till sparare. Detta kan ge upphov till en negativ aggregerad effekt på konsumtionen som beror på både att ränteinkomsterna stiger mindre än ränteutgifterna och att hushållens konsumtion reagerar mer på en ökning av ränteutgifter än på en ökning av ränteinkomster.

För att uppskatta betydelsen av en sådan så kallad kassaflödeskanal beräknar vi i det här staff memot hur hushållens disponibla inkomster påverkas av att räntan höjs med 1 procentenhet. Beräkningen visar att hushållens disponibla inkomster allt annat lika minskar med ungefär 1 procent.

De högre utgifterna som räntehöjningen medför påverkar olika grupper av hushåll på olika sätt. För gruppen låntagare dämpas inkomsterna i genomsnitt med knappt 2 procent och för hushållen med högst skuldkvot (över 600 procent) minskar inkomsterna med 6 procent.

Hur hushållens konsumtion påverkas när deras disponibla inkomst minskar beror på beteendet i enskilda hushåll. Om högt skuldsatta hushåll har en högre marginell konsumtionsbenägenhet än lågt skuldsatta påverkas hushållens konsumtion mer än om den marginella konsumtionsbenägenheten är lika för alla hushåll.

## Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?

Peter Gustafsson, Marie Hesselman och Björn Lagerwall<sup>1</sup>

Författarna är verksamma vid Riksbankens avdelning för penningpolitik

---

De svenska hushållens skulder har ökat snabbt under en längre tid. Samtidigt har hushållens genomsnittliga räntebindningstid minskat. De är därför mer exponerade mot stigande räntor än tidigare. En faktor som bidragit till den ökade skuldsättningen är den låga räntan, som i första hand förklaras av en global trend där räntorna har sjunkit under en längre period. Allt fler centralbanker väntas normalisera penningpolitiken de närmaste åren även om den väntas vara fortsatt mycket expansiv i många länder. Riksbanken hör till de centralbanker som har signalerat en gradvis höjning av styrräntan.

Detta staff memo syftar till att belysa hur stigande räntor skulle påverka hushållens disponibla inkomster och diskuterar möjliga konsekvenser för deras konsumtion. I staff memot redovisar vi hur hushållens ränteutgifter och ränteinkomster påverkas av en högre ränta. Den slutliga effekten på hushållens konsumtion beror på hur olika hushåll reagerar på inkomstförändringen.

Inledningsvis ger vi en kort bakgrund och en genomgång av vad forskningen har att säga om det teoretiska sambandet mellan ränta och konsumtion. Därefter redovisar vi hur hushållens disponibla inkomster förändras när reporäntan stiger med 1 procentenhet. Slutligen diskuterar vi hur förändringen skulle kunna påverka konsumtionen om vi gör olika antaganden om hur olika grupper av hushåll reagerar på inkomstförändringen.

Beräkningarna tar dock bara hänsyn till de direkta effekterna av ränteförändringar på hushållens disponibla inkomster. I beräkningarna bortser vi därmed från en mängd kanaler (till exempel andra inkomster, förtroende och priskorrigeringar på hushållens tillgångar), genom vilka räntan kan påverka hushållens konsumtion.

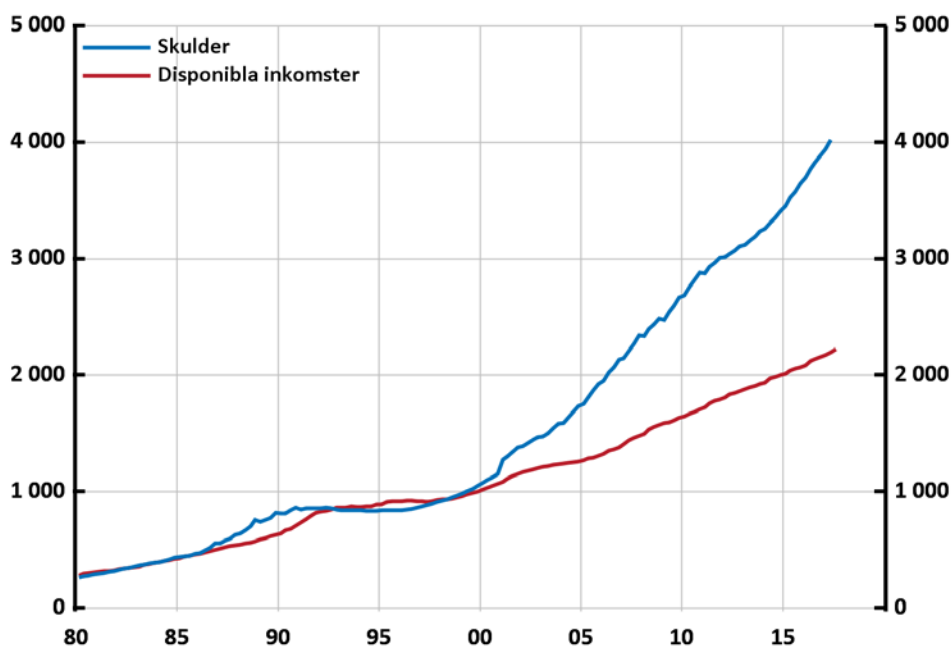
---

<sup>1</sup> Vi vill tacka Jan Alsterlind, Paola Di Casola, Bo Enegren, Mattias Erlandsson, Daria Finocchiaro, Jesper Hansson, Jens Iversen, Peter van Santen, Åsa Olli Segendorf, Ulf Söderström, Anders Vredin och Karl Walentin för värdefulla diskussioner och synpunkter på tidigare utkast. De åsikter som uttrycks i detta staff memo är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksbankens ståndpunkt.

## Hushållens skulder har ökat och räntebindningstiden har blivit kortare

Hushållens skulder har ökat snabbt de senaste 20 åren (se diagram 1). I mitten av 2017 utgjorde hushållens skulder cirka 180 procent av deras disponibla inkomster, vilket innebär att skuldsättningen i stort sett fördubblats sedan mitten av 1990-talet.

**Diagram 1. Hushållens skulder och disponibel inkomst**  
Miljarder kronor

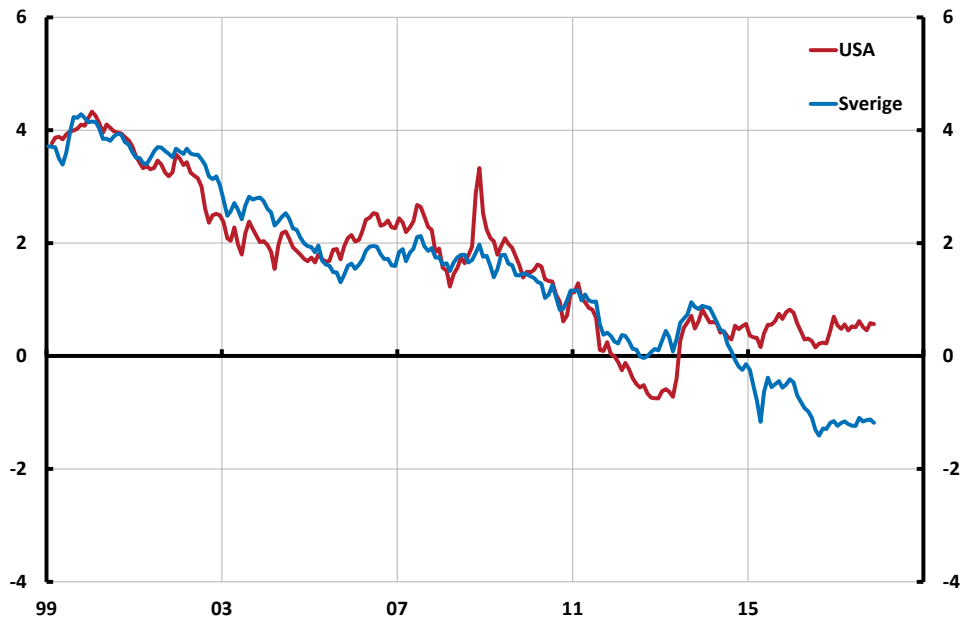


Källor: SCB och Riksbanken

En faktor som bidragit till den stigande skuldsättningen är den globala nedgången i realräntor. Sedan slutet av 1990-talet har realräntorna sjunkit såväl i Sverige som i till exempel USA (se diagram 2). Nedgången i de globala realräntorna förklaras av såväl strukturella faktorer som har ökat viljan att spara och minskat viljan att investera, till exempel demografiska faktorer, skevare inkomstfördelning och långsammare teknikutveckling, som konjunkturella faktorer kopplade till finans- och eurokrisen (se Riksbanken, 2017a).

Diagram 2. Realränta i Sverige och USA

Procent



Anm. 10-årsränta på reala statsobligationer i Sverige och USA. Svenska realräntan är nollkupongsräntor interpolerade från obligationskurser med Nelson-Siegel-metoden.

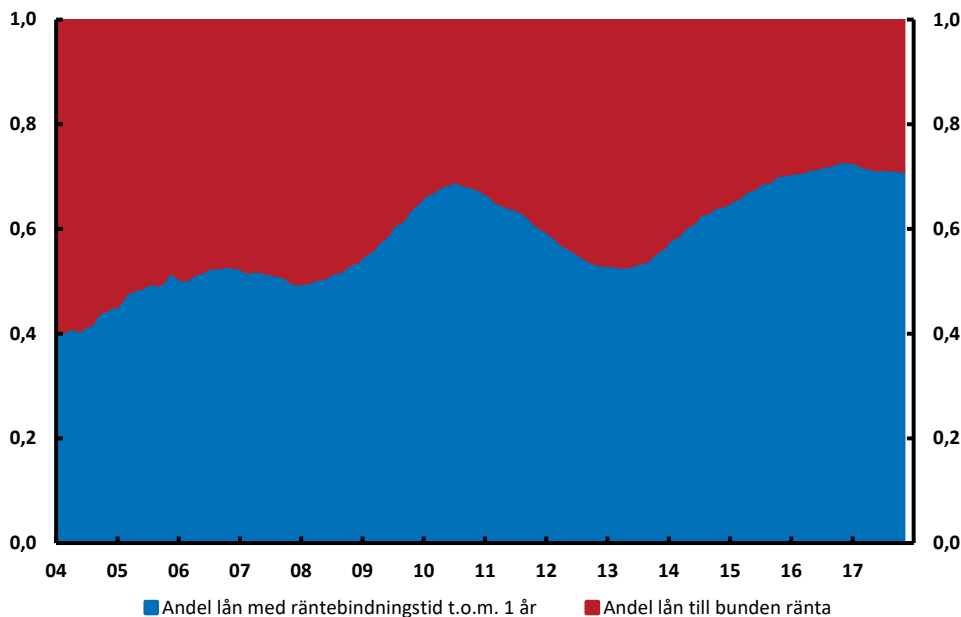
Källor: Federal Reserve och Riksbanken

Några ytterligare faktorer som förklarar den allt högre skuldsättningen är att hushållens förmögenheter har blivit större, att allt fler äger sin bostad och att befolkningen ökat snabbt (se Finansinspektionen m.fl., 2015).

Även andelen lån med kortare räntebindningstid har ökat i Sverige sedan mitten av 1990-talet. I mitten av 2017 utgjorde lån för bostadsändamål med en räntebindningstid som var kortare än 1 år cirka 70 procent av den utestående lånestocken, jämfört med 40 procent 2004 (se diagram 3).<sup>2</sup> Bland nya låneavtal och omförhandlade avtal för bostadsändamål utgör ungefär 80 procent lån med en räntebindningstid som är kortare än 1 år.

Diagram 3. Andel utestående lån för bostadsändamål med räntebindningstid t.o.m. ett år och bunden ränta

Procent av utestående lån



Källor: SCB och Riksbanken

<sup>2</sup> För tänkbara orsaker bakom hushållens val av räntebindningstid, se Holmberg m.fl. (2015).



Mot bakgrund av den ökade skuldsättningen och allt kortare räntebindningstid för bolån har det uppkommit en diskussion om hushållens konsumtion har blivit mer räntekänslig. Riksbanken har tidigare berört olika aspekter av hushållens räntekänslighet; se till exempel Johansson m.fl. (2011), Sveriges riksbank (2014a), Holmberg m.fl. (2015) och Sveriges riksbank (2017b).

## Hur påverkar penningpolitiken hushållens konsumtion i teorin?

### Den traditionella kanalen: Realräntan påverkar avvägningen mellan konsumtion idag och i framtiden

Ett gemensamt inslag i makroekonomiska modeller är att den reala räntan påverkar hushållens val mellan att konsumera idag och att konsumera i framtiden. Penningpolitiken påverkar realräntan och därigenom konsumtionen under en begränsad period eftersom priserna är trögrörliga. Hushållen antas maximera sin nytta av konsumtion över många perioder. Den så kallade Euler-ekvationen beskriver hushållens optimala konsumtion i två perioder:

$$U'(C_t) = \beta(1+r)U'(C_{t+1}).$$

Ekvationen säger att marginalnyttan av att konsumera i en period,  $U'(C_t)$ , jämfört med marginalnyttan av att konsumera i nästa period,  $U'(C_{t+1})$ , beror på förhållandet mellan realräntan och hushållens preferens för att konsumera idag, mätt med den så kallade diskonteringsfaktorn,  $\beta$ .<sup>3</sup> Om vi antar en logaritmisk nyttofunktion,  $U(C) = \ln(C)$ , så att marginalnyttan kan skrivas  $U'(C) = 1/C$ , får vi följande enkla förhållande mellan hushållets konsumtion idag och i framtiden:

$$\frac{C_{t+1}}{C_t} = \beta(1+r).$$

Om  $\beta = 1/(1+r)$ , så att diskonteringsfaktorn exakt motsvaras av realräntan, kommer alltså hushållet att vilja konsumera lika mycket i båda perioderna. En högre realränta innebär att hushållet konsumerar relativt mer i nästa period och mindre i den nuvarande perioden. Den högre realräntan ger alltså upphov till en substitutionseffekt av konsumtionen.<sup>4</sup>

Enligt klassisk konsumtionsteori ("permanent-inkomst-hypotesen"), bestäms nivån på konsumtionen i en given period av hushållens totala förväntade framtida inkomster, diskonterade med realräntan, det vill säga den *permanenta* inkomsten.<sup>5</sup> En (tillfällig) förändring av den *nuvarande* inkomsten har därför en mycket begränsad effekt på den

<sup>3</sup> Härledningen av Euler-ekvationen som beskriver sambandet mellan marginalnyttan i olika perioder baseras på en maximering av hushållets nyttofunktion över alla perioder samt ett intertemporalt budgetvillkor, som säger att nuvärdet av konsumtionen i alla perioder måste motsvara nuvärdet av alla inkomster. Vi bortser från osäkerhet. Normalt antas att hushållen har en preferens för att konsumera idag, så att  $\beta < 1$ .

<sup>4</sup> När det gäller hur nivån på konsumtionen idag påverkas av en höjd realränta brukar man i makroekonomisk teori förutom substitutionseffekten tala om en inkomsteffekt och en förmögenhetseffekt. Inkomsteffekten avspeglar att nuvärdet av all framtida konsumtion minskar, vilket möjliggör en ökad konsumtionsnivå för en given förmögenhet. Förmögenhetseffekten avspeglar att nuvärdet av framtida inkomster, förmögenheten, minskar, vilket i stället tenderar att dämpa konsumtionsnivån. För den logaritmiska nyttofunktionen tar inkomst- och substitutionseffekterna ut varandra. Intuitionen för detta är följande: Nuvärdet vid tidpunkten  $t$  av konsumtionen i  $t+1$  är  $C_{t+1}/(1+r)$ . Enligt Euler-ekvationen ovan har vi att  $C_{t+1} = C_t \beta(1+r)$ . Det betyder att nuvärdet vid tidpunkten  $t$  av konsumtionen i  $t+1$  blir  $C_t \beta(1+r)/(1+r) = C_t \beta$ , vilket inte påverkas av räntan. Detta innebär i sin tur att andelen av förmögenheten som hushållet använder till konsumtion idag är oberoende av räntan. För en utförlig beskrivning av dessa effekter, se exempelvis Cromb och Fernandez-Corugedo (2004).

<sup>5</sup> Vi kombinerar då Euler-ekvationen med det intertemporala budgetvillkoret; se fotnot 3. Notera att en högre realränta dämpar den permanenta inkomsten; se beskrivningen av förmögenhetseffekten i fotnot 4.

permanenta inkomsten och därmed också på konsumtionen.<sup>6</sup> Ett hushåll kan nämligen hantera en minskad inkomst idag genom att låna och därigenom jämna ut konsumtionen som man önskar.

## Hushållens balansräkningar och skuldsättning kan påverka penningpolitikens effekter på konsumtionen

Permanent-inkomst-hypotesen, och liknande konsumtionsteorier som livscykelhypotesen, förutspår ett svagt samband mellan ett hushålls nuvarande inkomst och konsumtion. I empiriska studier har man dock ofta funnit att detta samband är relativt starkt. En förklaring till detta kan vara att vissa hushåll är kreditbegränsade och inte kan ta lån för att konsumera när inkomsten är låg.<sup>7</sup> Även om de kreditbegränsade hushållen är framåtblickande och rationella kan därför deras konsumtion ha ett starkt samband med deras nuvarande inkomst.<sup>8</sup>

En fråga som uppkommit både i Sverige och internationellt, och som fått förnyad aktualitet efter finanskrisen, är om penningpolitikens genomslag påverkas av hushållens balansräkningar och skuldsättning. Ett gemensamt drag i vad denna forskning kommer fram till är att låntagare och sparare betar sig olika och har olika marginell konsumtionsbenägenhet, exempelvis därför att låntagarna är kreditbegränsade.<sup>9</sup>

En del av forskningen använder allmänna jämviktsmodeller med låntagare och sparare, och bostadsmarknaden modelleras explicit. Spararna betar sig då i princip som ”permanent-inkomst-hushåll” och har en låg konsumtionsbenägenhet. Låntagarna använder däremot bostaden som säkerhet vid lån, och är kreditbegränsade av ett så kallat bolånetak.<sup>10</sup> Penningpolitiken påverkar bland annat bostadspriserna, vilket i sin tur påverkar hur mycket mer de låntagande hushållen kan låna, vilket i sin tur påverkar hur mycket de kan konsumera. Denna kanal från penningpolitiken brukar kallas lånesäkerhetskanalen eller collateral channel. Effekten på konsumtionen, både i aggregatet och för enskilda låntagare, blir större ju högre belånade hushållen är.<sup>11</sup>

## Kassaflödeskanalen: En ränteförändring överför inkomster mellan låntagare och sparare

En kanal som också uppmärksammas i forskningen är den så kallade kassaflödeskanalen. Tanken bakom den är att en ränteförändring medför en förändring av hushållens lånekostnader. För ett hushåll med lån kan kostnaden för lånet skrivas som

$$-r \times D,$$

<sup>6</sup> Ett klassiskt exempel är att en lotterivinst på 1 000 kronor skulle ha en väldigt begränsad effekt på den permanenta inkomsten och konsumtionen, medan en höjd lön med 1 000 kronor per månad skulle påverka den permanenta inkomsten mycket och därmed ha en större effekt på konsumtionen. I litteraturen brukar man även skilja på om inkomstförändringen är förväntad eller oförväntad. En inkomstförändring som är känd i förväg borde enligt permanent-inkomst-hypotesen inte påverka konsumtionen då den äger rum, utan när den blir känd.

<sup>7</sup> Campbell och Mankiw (1989, 1991) är tidiga exempel på studier som försöker förklara sambandet i aggregerade data mellan inkomstförändringar och hushållens konsumtion med att en del av hushållen har en hög konsumtionsbenägenhet, exempelvis på grund av kreditbegränsningar, och resten av hushållen är ”permanent-inkomst-hushåll”. Även reaktionen på finanspolitiska åtgärder kan skilja sig mellan olika typer av hushåll; se exempelvis Mankiw (2000), Johnson m.fl. (2006) och Parker m.fl. (2013).

<sup>8</sup> Det finns andra tänkbara orsaker än kreditbegränsningar till att hushållens konsumtion hänger starkt samman med den nuvarande inkomsten. En sådan är hushållens behov av försiktighetssparande. Carroll (2001) menar att detta behov kan fungera som självpåtagna lånebegränsningar, och ge upphov till liknande samband mellan konsumtionen och inkomsten som faktiska lånebegränsningar. Kaplan m.fl. (2014) visar att transaktionskostnader för att utnyttja illikvida tillgångar gör att även förmögna hushåll med liten tillgång till likvida medel kan uppvisa så kallad hand-till-mun-konsumtion, det vill säga ha en hög konsumtionsbenägenhet beträffande den nuvarande inkomsten. Även beteendeekonomiska förklaringar, som brist på självkontroll och användandet av tumregler, kan ge upphov till att hushållens konsumtion hänger starkt samman med den nuvarande inkomsten. Se exempelvis Shefrin och Thaler (1988).

<sup>9</sup> För en generell diskussion av hur låntagare och sparare kan påverkas på olika sätt av penningpolitiken, se exempelvis Auclert (2017) och Sufi (2015).

<sup>10</sup> Se exempelvis Iacoviello (2004, 2005), Walentin (2014) och Finocchiaro m.fl. (2015).

<sup>11</sup> För en ny empirisk studie på amerikanska data, se Alandagady (2017). Se även Mian och Sufi (2011) och Mian m.fl. (2013).

där  $r$  är realräntan och  $D$  är storleken på lånet. Ju högre lånet är, desto mer ökar lånekostnaderna när räntan höjs. Om fler hushåll har bolån med rörliga räntor innebär det att en förändring av den penningpolitiska styrräntan påverkar den genomsnittliga bolåneräntan, och därmed också ränteutgifterna, med kortare eftersläpning. Den disponibla inkomsten  $Y^D$  för hushållet med lån kan förenklat skrivas som

$$Y^D = Y - r \times D,$$

där  $Y$  är löneinkomsten efter skatt. På så vis minskar hushållets disponibla inkomst när räntan höjs. En uppenbar teoretisk invändning mot detta resonemang är dock att ränteutgifterna borde motsvaras av ränteinkomster i andra hushåll.<sup>12</sup> För dessa kan ränteinkomsterna från sparandet skrivas som

$$+r \times D$$

och på motsvarande sätt kan den disponibla inkomsten  $Y^D$  för det sparande hushållet skrivas som

$$Y^D = Y + r \times D.$$

En räntehöjning innebär därmed en större disponibel inkomst för sparare och en mindre för låntagare. På så vis omfördelas inkomsterna från låntagare till sparare när räntan höjs. Om den marginella konsumtionsbenägenheten hos låntagare och sparare är densamma, det vill säga att de anpassar sin konsumtion lika mycket efter förändringen av sin disponibla inkomst, borde denna omfördelning inte ha någon aggregerad effekt på hushållens konsumtion.

Om den marginella konsumtionsbenägenheten däremot skiljer sig åt mellan låntagare och sparare kan en omfördelning av inkomster mellan hushåll påverka den aggregerade konsumtionen.

Enligt den klassiska konsumsteorin kan hushållet hantera en tillfällig förändring av sin disponibla inkomst genom att låna eller spara och därigenom upprätthålla en stabil konsumtionsutveckling.<sup>13</sup> Men ett hushåll som redan har belånat sig maximalt, saknar likvida besparingar och därmed är kreditbegränsat, kan inte ta ytterligare lån för att upprätthålla sin konsumtion. En höjd ränta leder i detta fall till en minskning av den disponibla inkomsten som helt kommer att motsvaras av en minskad konsumtion.

En högre skuldsättning skulle kunna göra att effekten blir större på konsumtionen när räntan höjs av två skäl. För det första blir effekten på den disponibla inkomsten större; "kassaflödet" påverkas mer. För det andra finns flera studier som tyder på att högt skuldsatta hushåll reagerar mer på inkomstförändringar än mindre skuldsatta hushåll. En förklaring till det skulle kunna vara att högt skuldsatta hushåll är eller löper risk att bli kreditbegränsade.<sup>14</sup> I Sverige har en förhållandevis stor andel av nya bolånetagare belånat sina bostäder så mycket som Finansinspektionens bolånetak medger, det vill säga 85 procent av bostadens värde (se Finansinspektionen, 2017). Det kan ses som en indikation på att åtminstone vissa grupper av bolånetagare möter eller riskerar möta någon form av kreditbegränsning.<sup>15</sup>

## Empiriska studier tyder på att kassaflödeseffekten har betydelse

Flera nya forskningsuppsatser undersöker specifikt kassaflödeskanalen vid ränteförändringar, och fokuserar huvudsakligen på frågan om högt skuldsatta hushåll med en stor andel rörliga bolåneräntor anpassar sin konsumtion mer än andra hushåll.

<sup>12</sup> "Låntagare och sparare" kan i praktiken vara samma hushåll, som exempelvis har både räntebärande sparande och bolån samtidigt, vilket innebär att såväl inkomsterna från räntesparandet som utgifterna för bolånen kan öka som följd av att ränteläget i ekonomin ökar.

<sup>13</sup> En förändring i realräntan skulle påverka tillväxten konsumtionen i linje med Euler-ekvationen beskriven ovan.

<sup>14</sup> Se exempelvis Baker (2017) för en ny studie på amerikanska data.

<sup>15</sup> 21 procent av de nya bolånetagarna i FI:s bolåneundersökning 2017 hade en belåningsgrad på 85 procent. Dessa hushåll är då hänvisade till dyra blancolån om de vill ta upp nya lån. Många hushåll har dessutom en belåningsgrad mellan 75–85 procent och löper därmed också risk att bli kreditbegränsade, i synnerhet om bostadspriserna skulle falla.

Flodén m.fl. (2017) undersöker med hjälp av svenska mikrodata för åren 2000–2007 hur konsumtionen hos olika hushåll påverkas när reporäntan förändras.<sup>16</sup> Konsumtionen är inte direkt observerbar utan uppskattas med hjälp av hushållens tillgångar och inkomster. De finner att konsumtionen påverkas betydligt mer bland hushåll som är högt skuldsatta och har en stor andel rörliga bolåneräntor. Effekten på konsumtionen är till stor del också koncentrerad till dessa grupper. Författarna tolkar resultaten som stöd för en kassaflödeskanal.

Cloyne m.fl. (2016) gör en liknande undersökning på brittiska och amerikanska data. Eftersom fasta bolåneräntor är betydligt vanligare i USA än i Storbritannien kan de jämföra hur konsumtionen påverkas av ränteförändringar i de båda länderna. Överlag är skillnaden i konsumtionseffekten liten mellan länderna, vilket författarna tolkar som att skillnader i räntebindningstider inte spelar så stor roll för penningpolitikens effekt på konsumtionen. Hushåll med bolån anpassar dock sin konsumtion mer vid ränteförändringar än andra hushåll; deras marginella konsumtionsbenägenhet är större, bland annat för att de har begränsad tillgång till likvida besparingar och därmed svårare att hantera fluktuationer i räntebetalningar.

Di Maggio m.fl. studerar en speciell typ av hybrider av bolån, där räntan är fast de första 5 åren och sedan automatiskt sätts om till en rörlig ränta. Författarna studerar lån utgivna 2005–2007, som sattes om 5 år senare till rörliga räntor. På detta sätt påverkades de kraftigt av att penningpolitiken blev mycket expansiv i USA i samband med finanskrisen. Låntagarna i undersökningen såg sina lånekostnader halveras i samband med att räntan sattes om. De minskade ränteutgifterna användes både till att öka konsumtionen av bilar (som är det mått på konsumtion man har tillgång till) och till att öka amorteringen av lånen. Hushåll med låg inkomst eller hög belåningsgrad använde betydligt mer av de minskade ränteutgifterna till att öka sin konsumtion och en mindre del till att amortera på sina lån och hade därmed en högre marginell konsumtionsbenägenhet med avseende på sitt kassaflöde. I ett försök att uppskatta effekterna på den totala konsumtionen finner författarna att cirka 80 procent av de minskade ränteutgifterna användes till ökad konsumtion.

La Clava m.fl. (2016) använder mikrodata för åren 2002–2014 från Australien för att undersöka relationen mellan konsumtionsutgifter av varaktiga varor och hushållens balansräkningar för ett urval av hushåll. Datamaterialet gör det möjligt att studera effekterna av ränteförändringar på såväl ränteinkomster som ränteutgifter. De delar in hushållen i "låntagare", som de definierar ungefär som hushåll som har mer bolån än räntebärande tillgångar, och "sparare", som de definierar ungefär som hushåll med mer räntebärande tillgångar än bolån. De finner att ränteutgifterna för låntagarna vida överstiger ränteinkomsterna för spararna, vilket gör att ränteförändringar ger upphov till en total kassaflödeseffekt på hushållens disponibla inkomster. Bland deras resultat märks också att låntagarna anpassar sin konsumtion betydligt mer än spararna för ett givet kassaflöde; deras marginella konsumtionsbenägenhet med avseende på kassaflödet är alltså större än spararnas. Dessutom finner de att hushåll som mer sannolikt är kreditbegränsade förändrar sin konsumtion mer än övriga hushåll.<sup>17</sup> Vidare finner de att effekten på konsumtionen bland låntagare är koncentrerad till hushåll med rörliga bolåneräntor. Den uppskattade sammantagna effekten innebär att om räntan sänks med 1 procentenhet ökar konsumtionen av varaktiga varor via kassaflödeskanalen med cirka 1,5 procent.

<sup>16</sup> Anledningen till att man använder data från denna period är att det finns data över hushållens tillgångar, vilket gör det möjligt att få fram uppskattningar av konsumtionen bland hushåll.

<sup>17</sup> Man kallar dessa *hand-till-mun-hushåll*, för att fånga att de har en hög konsumtionsbenägenhet. Men eftersom kriteriet baseras på likvida tillgångar i förhållande till inkomster kan det tolkas som att dessa hushåll (mer sannolikt) är kreditbegränsade.

## Räntans direkta effekter på hushållens disponibla inkomster

Det finns alltså studier som har kommit fram till att högre skuldsättning och högre andel bolån med kort räntebindningstid bidrar till att kassaflödeskanalen blir viktigare. Båda dessa faktorer talar också för att kassaflödeskanalen har ökat i betydelse i Sverige.

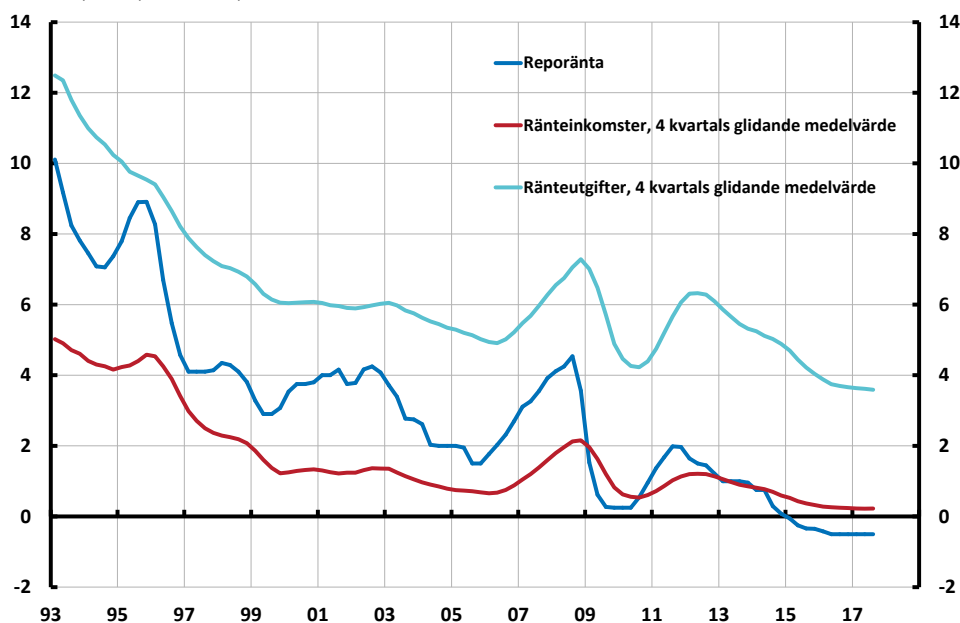
Ränteutgifter och ränteinkomster ingår i nationalräkenskapernas (NR:s) definition av hushållens disponibla inkomst, vilken ungefär kan skrivas som

$$\text{Disponibel inkomst} \approx \text{löner} + \text{transfereringar} + \text{ränteinkomster} + \text{övriga kapitalinkomster} - \text{ränteutgifter} - \text{skatter}$$

En högre ränta påverkar hushållens disponibla inkomst direkt genom att både ränteutgifterna och ränteinkomsterna ökar. Historiskt har ränteinkomsterna och ränteutgifterna inte så överraskande samvarierat med förändringar i reporäntan, men hushållens ränteutgifter har generellt överstigit deras ränteinkomster (se diagram 4).

Diagram 4. Reporänta, hushållens ränteinkomster och ränteutgifter

Procent respektive procent av disponibel inkomst



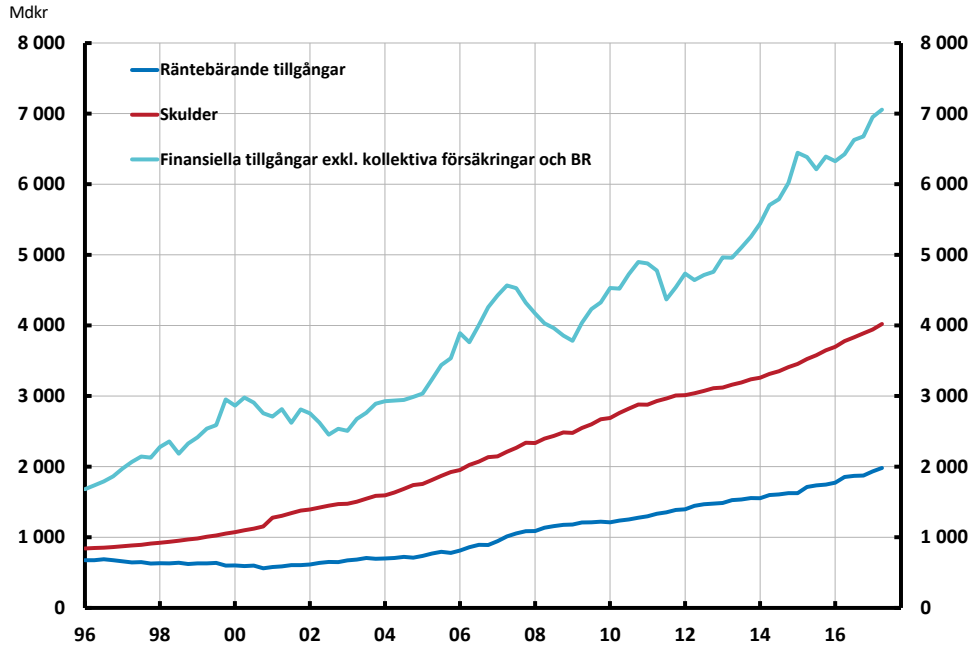
Anm. Ränteinkomster och ränteutgifter är beräknade före skatt och ej FISIM-justerade.

Källor: SCB och Riksbanken

Att ränteutgifterna är större än ränteinkomsterna beror dels på att utlåningsräntorna är högre än inlåningsräntorna, dels på att hushållens skulder är större än deras räntebärande tillgångar.<sup>18</sup> I mitten av 2017 var hushållens skulder drygt dubbelt så stora som deras räntebärande tillgångar, räknat som summan av hushållens insättningar på bankkonton och Riksgäldsspar samt obligationsinnehav (se diagram 5). Skulderna har också ökat snabbare än de räntebärande tillgångarna de senaste 20 åren, vilket bidrar till att räntans genomslag blir större på hushållens disponibla inkomster. Det är dock viktigt att påpeka att hushållen, utöver dessa räntebärande tillgångar, också har andra finansiella tillgångar, till exempel aktier och fonder, och reala förmögenheter i fastigheter och mark. Sammantaget innebär detta att hushållssektorn som helhet har en betydande nettoförmögenhet.

<sup>18</sup> Hushållens sparande utgörs inte bara av räntebärande tillgångar utan också till exempel fond- och aktiesparande. För en beskrivning av den svenska bolånemarknaden se Sveriges riksbank (2014b).

Diagram 5. Hushållens finansiella tillgångar, inlåning och skulder



Källor: SCB och Riksbanken

I följande avsnitt beräknar vi hur en högre ränta påverkar hushållens disponibla inkomst utifrån dess direkta effekter på ränteinkomster och ränteutgifter. Det innebär att vi bortser från effekter på hushållens övriga inkomster, till exempel löner, aktieutdelning eller andra kapitalinkomster som normalt fluktuerar över konjunkturcykeln. Vi bortser också från de indirekta effekterna av ränteförändringar på ekonomin. Det är givetvis en grov förenkling av hur ränteförändringar påverkar hushållens disponibla inkomster.

Eftersom de räntebärande tillgångarna är mindre än skulderna kommer en höjning av reporäntan, även om den innebär att in- och utlåningsräntor ändras lika mycket, allt annat lika betyda att hushållens disponibla inkomster dämpas. För att beräkna hur hushållens ränteinkomster och ränteutgifter påverkas av en högre ränta utgår vi från Finansräkenskapernas mått på hushållens totala skulder och räntebärande tillgångar (se diagram 5). Våra beräkningar kan illustreras som:

$$\Delta Y^d = -\Delta r^D \times (1 - t) \times \bar{D} + \Delta r^S (1 - t) \times \bar{S}.$$

Förändringen i den disponibla inkomsten ( $\Delta Y^d$ ) påverkas negativt av en högre utlåningsränta ( $-\Delta r^D$ ) justerad för ränteavdrag  $(1 - t)$  och dagens nivå på lånen ( $\bar{D}$ ). Förändringen i den disponibla inkomsten påverkas positivt av en högre inlåningsränta ( $\Delta r^S$ ) justerad för kapitalinkomstskatt  $(1 - t)$  och dagens nivå på de räntebärande tillgångarna ( $\bar{S}$ ). Uttryckt som andel av den disponibla inkomsten blir detta:

$$\frac{\Delta Y^d}{Y^d} = -\frac{\Delta r^D \times (1 - t) \times \bar{D}}{Y^d} + \frac{\Delta r^S \times (1 - t) \times \bar{S}}{Y^d}$$

Skulderna det andra kvartalet 2017, det vill säga cirka 4 000 miljarder ( $\bar{D}$  i ekvationen), multipliceras med 1 procentenhet ( $\Delta r^D$  i ekvationen ovan). Samtliga lån antas därmed möta den nya räntan och ingen hänsyn tas till att cirka 30 procent av lånestocken utgörs av lån med

en räntebindningstid överstigande 1 år.<sup>19</sup> Ränteavdraget på 30 procent antas vara oförändrat och nyttjas av alla ( $1 - t = 0,7$ ).

Det här är en förenkling som bland annat bortser från att en del av hushållens skulder består av studielån. Räntan på studielånen beror visserligen på statslåneräntan, men är inte avdragsgill. Samtidigt bortser beräkningarna från att det kan finnas lån vars ränta kan stiga snabbare än bolåneräntan och att alla inte kan utnyttja ränteavdraget till fullo.<sup>20</sup>

Hushållens räntebärande tillgångar uppgick det andra kvartalet 2017 till cirka 2 200 miljarder kronor ( $\bar{S}$  i ekvationen ovan). Inlåningsräntorna antas inte öka lika mycket som utlåningsräntan, utan med ungefär 0,3 procentenheter ( $\Delta r^s$  i ekvationen ovan).<sup>21</sup> Det beror på att hushållens inlåningsräntor inte följt med reporäntan ner under noll (se diagram 6). Hushållens inlåningsräntor antas därför inte stiga så länge reporäntan är negativ eller nära noll. Även för ränteinkomster görs det förenklade antagandet att alla inkomster beskattas med 30 procent ( $1 - t = 0,7$ ).

Sammantaget innebär dessa antaganden att 1 procentenhet högre ränta ger upphov till att ränteutgifterna ökar med knappt 30 miljarder kronor och ränteinkomsterna med knappt 4 miljarder kronor. Det motsvarar 1,3 procent respektive 0,2 procent av hushållens disponibla inkomst, som 2017 väntas uppgå till drygt 2 200 miljarder kronor. I nettotermer dämpas således hushållens disponibla inkomster med 1,1 procent (se tabell 1).<sup>22</sup> Resultaten kan sammanfattas som:

$$\frac{\Delta Y^d}{Y^d} = -1,3\% + 0,2\% = -1,1\%$$

Att nettoeffekten är negativ beror både på att inlåningsräntan ökar långsammare än utlåningsräntan och att hushållens inlåning är mindre än skulderna.

**Tabell 1. Förändring av hushållens disponibla inkomster till följd av 1 procentenhets högre ränta**  
Procent

	Procent av hushållens disponibla inkomst
Nettoeffekt	-1,1
Effekt av stigande ränteutgifter	-1,3

Källa: Riksbanken

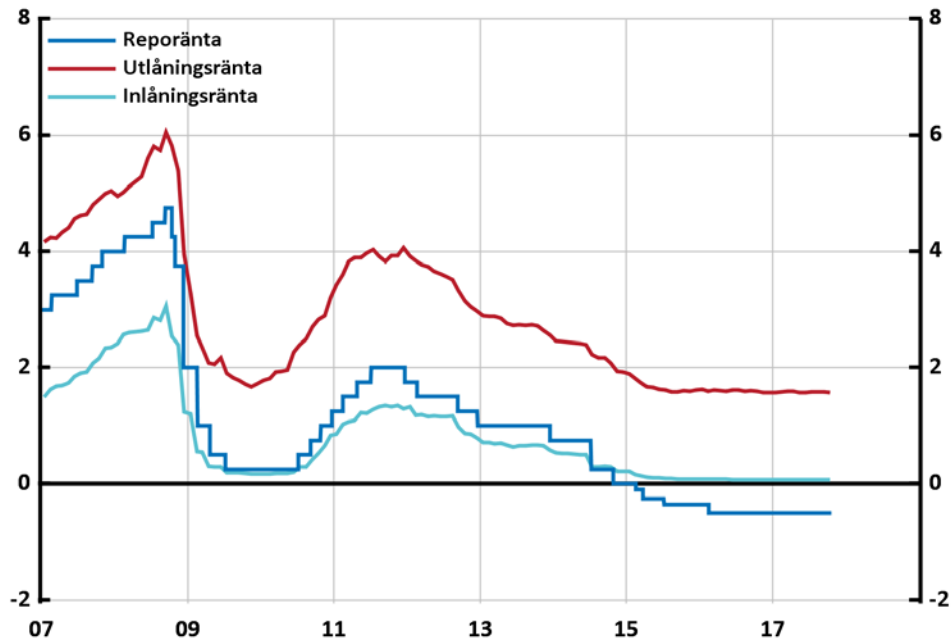
<sup>19</sup> I kalkylen antas också implicit att hushållen inte ändrar sina bindningstider till följd av den högre räntan. I den mån hushållen binder en större andel av sina lån skulle detta innebära ett något långsammare framtida genomslag i ränteutgifter från ränteförändringar men, normalt, en något högre omedelbar ränta. Den högre låneräntan skulle i kalkylen därför också kunna tolkas som en mindre ökning i den faktiska låneräntan och en viss förskjutning mot en större andel bundna lån.

<sup>20</sup> Hushållen får dra av 30 procent av räntekostnader upp till 100 000 kronor och 21 procent för räntekostnader därutöver. I dagsläget har cirka 2 procent av låntagarna i mikrodatabaterialet lån som överstiger 5 miljoner, vilket motsvarar den ungefärliga gränsen för maximalt avdrag. Knappt 8 procent har bolån mellan 3 och 5 miljoner, vilket innebär att de i också skulle kunna beröras av avdragsgränsen när räntan stiger.

<sup>21</sup> Differensen mellan utlåningsräntor och reporäntan antas däremot vara konstant, oavsett bindningstid.

<sup>22</sup> Konjunkturinstitutet (2017) använder en snarlik metod, men kommer fram till något mindre effekter, vilket förklaras av att inlåningsräntorna antas stiga i samma takt som utlåningsräntorna.

Diagram 6. Reporänta samt in- och utlåningsräntor till hushåll  
Procent



Anm. MFI:s genomsnittliga in- och utlåningsränta för hushåll och företag.  
Källor: SCB och Riksbanken

## Hushållens räntekänslighet har ökat

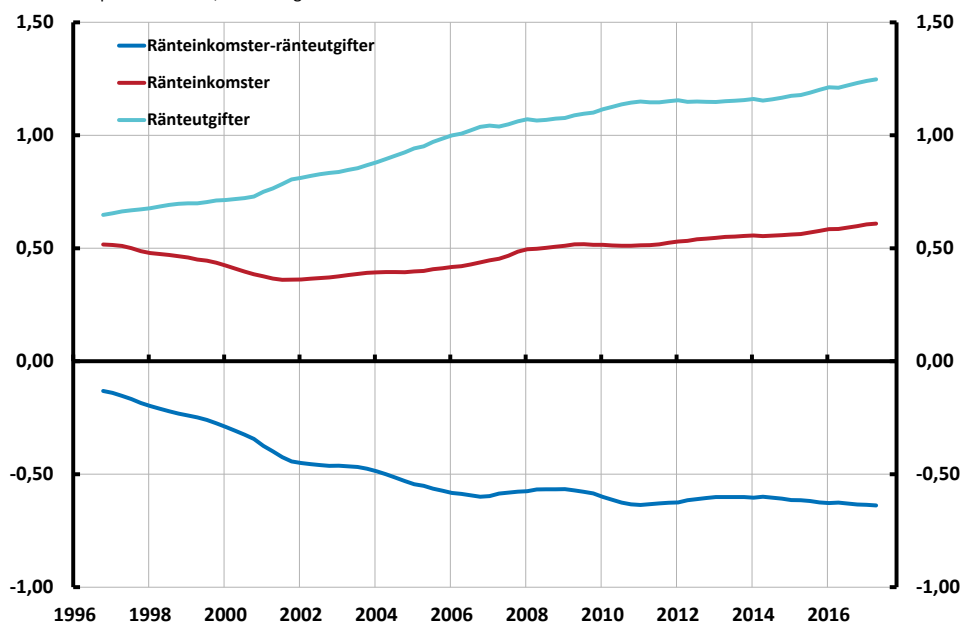
Genom att använda Finansräkenskapernas mått på hushållens totala skulder och räntebärande tillgångar kan en historisk serie för räntans påverkan på hushållens disponibla inkomster beräknas. Under antagandet att in- och utlåningsräntorna båda ökar med 1 procentenhet har den direkta nettoeffekten på hushållens disponibla inkomst av en högre ränta ökat betydligt de senaste 20 åren (se diagram 7).<sup>23</sup> Detta förklaras främst av att ränteutgifternas andel av hushållens disponibla inkomst har ökat till följd av en allt högre skuldsättning bland hushållen.

<sup>23</sup> Sista observationen i diagram 7 är således inte konsistent med resultatet som visas i tabell 1 där inlåningsräntan antas öka mindre än utlåningsräntan.



Diagram 7. Ränteutgifter och ränteinkomster till följd av 1 procentenhets högre ränta

Procent av disponibel inkomst, 4 kvartals glidande medelvärde



Anm. I diagrammet antas både in- och utlåningsräntorna stiga med 1 procentenhet.

Källor: SCB och Riksbanken

## Mikrodata tyder på betydande heterogenitet bland hushållen

Att utgå från makrodata innebär vissa fördelar, men också vissa nackdelar. Beräkningen utifrån aggregerade data från Finansräkenskaperna kan kompletteras med en beräkning baserad på mikrodata över hushållens lån. För att få en bättre bild av riskerna med alltmer skuldsatta hushåll samlar Riksbanken sedan 2013 in kreditinformation om samtliga låntagare från de åtta största bankerna. Skuldmåttet innefattar utöver bolån också kreditkortslån och konsumentlån, men inte studielån. Skulderna täcker ungefär 99 procent av hushållens bolån, men en mindre andel av övriga lån, och uppgick 2017 till cirka 3 000 miljarder kronor. Mikrodatamaterialet omfattar ungefär 50 procent av den vuxna befolkningen. Hushåll definieras som individer som delar lån och adress.<sup>24</sup>

Fördelen med att använda sig av mikrodata är att vi kan studera hur ränteutgifterna förändras för olika hushåll. Däremot är det inte möjligt att ta hänsyn till hur en högre låneränta påverkar hushållens ränteinkomster eftersom det statistikunderlaget inte innehåller uppgifter om enskilda hushålls räntebärande tillgångar. Beräkningen fångar därför bara den dämpande effekt som stigande ränteutgifter har på hushållens disponibla inkomster.

Bakom de aggregerade effekterna döljer sig en betydande skillnad i hur exponerade olika hushåll är mot högre räntor. Riksbanken har nyligen beräknat och publicerat hur mycket ränteutgifterna skulle stiga i kronor räknat för olika hushållsgrupper om räntan steg med 1 procentenhet.<sup>25</sup> För de hushåll som i huvudsak berörs av ränteförändringen, det vill säga låntagare, motsvarar ränteutgiftsökningen ungefär 2 procent av deras disponibla inkomst.<sup>26</sup> För de 10 procent som har störst skuld i förhållande till sin inkomst, med en skuldkvot över 600 procent, dämpas den disponibla inkomsten med 6 procent (se tabell 2).

<sup>24</sup> För en utförligare beskrivning av mikrodataunderlaget, se Blom m.fl. (2017).

<sup>25</sup> Se Sveriges riksbank (2017b).

<sup>26</sup> Disponibel inkomst approximeras med inkomst efter skatt och bygger på uppgifter från Skatteverket. Detta skiljer sig därmed något från NR:s beräkning av disponibel inkomst.

**Tabell 2. Förändring av hushållens disponibla inkomster för olika hushåll till följd av 1 procentenhets högre ränta**  
Procent

	Procent av hushållens disponibla inkomst
Låntagare	-1,9
Skuldkvot>600	-6,1

Anm. Baserad på mikrodata. Disponibel inkomst approximeras med inkomst efter skatt för gruppen bolånetagare och hushåll med skuldkvot >600 procent. Den bygger på uppgifter från Skatteverket och skiljer sig från NR:s beräkning av disponibel inkomst som används i beräkningarna på aggregerad nivå.

Källa: Riksbanken

## Hur påverkar kassaflödeskanalen hushållens konsumtion?

Med hjälp av beräkningarna av hur en högre ränta påverkar hushållens disponibla inkomster kan vi i kombination med några mycket stiliserade antaganden skapa oss en uppfattning om vad effekten på disponibel inkomst motsvarar i aggregerad konsumtion. Eftersom vi saknar mikrodata över hushållens tillgångar och konsumtionsutgifter blir det svårare att bedöma hur enskilda hushålls konsumtion kan komma att förändras. För att relatera våra beräknade effekter på disponibel inkomst till effekter på hushållens konsumtion behöver vi därför göra olika antaganden som relaterar till den teoretiska beskrivningen av hushållens konsumtionsbeslut.

I analysen av aggregerade data minskar hushållens disponibla inkomst med 1,1 procent. Utifrån permanent-inkomst-hypotesen skulle den marginella konsumtionsbenägenheten med avseende på denna inkomstförändring vara nära noll, förutsatt att den permanenta inkomsten endast påverkas i begränsad omfattning.

Enligt diskussionen i det teoretiska avsnittet kan kassaflödeskanalen ge upphov till aggregerade effekter på konsumtionen även om den aggregerade disponibla inkomsten inte påverkas. Det beror på att sparare och låntagare har olika marginell konsumtionsbenägenhet, till exempel på grund av att hushållen med lån i större utsträckning har svårt att ta fler lån. En högre ränta innebär i det här fallet en negativ aggregerad konsumtionseffekt då det sker en inkomstöverföring från hushåll med relativt hög marginell konsumtionsbenägenhet till hushåll med relativt låg marginell konsumtionsbenägenhet.

För att, ur ett kassaflödesperspektiv, kunna diskutera den *maximala* konsumtionseffekten av förändringen i den aggregerade disponibla inkomsten gör vi de förenklande antagandena att samtliga hushåll med lån har en marginell konsumtionsbenägenhet på 1 (till exempel på grund av kreditbegränsningar) och att ränteinkomster tillfaller hushåll med en marginell konsumtionsbenägenhet på ungefär noll.<sup>27</sup> Det innebär att det bara är uppgången i hushållens ränteutgifter som påverkar den aggregerade konsumtionen.

Uppgången i räntan innebär därmed att hushåll med lån minskar sin konsumtion lika mycket som ränteutgifterna ökar och lämnar därigenom sitt sparande oförändrat (marginell konsumtionsbenägenhet lika med ett). Ränteinkomsterna tillfaller hushåll som inte förändrar sin konsumtion (marginell konsumtionsbenägenhet lika med noll). Sammantaget dämpas konsumtionen med 1,4 procent (se tabell 3).<sup>28</sup> Om vi istället antar att både låntagare och sparare har den marginella konsumtionsbenägenheten 0,5, vilket är väl i linje med empiriska estimat, blir effekterna mindre och uppgår till 0,6 procent av hushållens totala konsumtion enligt NR.<sup>29 30</sup>

<sup>27</sup> En färsk studie av Bank of England (2017) visar att hushållen i genomsnitt ökar sin konsumtion med 10 procent av en ökning av ränteinkomster men minskar sin konsumtion med 50 procent av en ökning av ränteutgifter. Bunn m.fl. (2017) visar också att hushållen generellt har en betydligt högre konsumtionsbenägenhet med avseende på oväntade negativa inkomstförändringar jämfört med oväntade positiva inkomstförändringar.

<sup>28</sup> Att effekten på konsumtionen är större än effekten på disponibel inkomst beror på att konsumtionen utgör ungefär 90 procent av hushållens disponibla inkomster.

<sup>29</sup> En genomgång av tidigare studier i Carroll m.fl. (2017) tyder på att den aggregerade marginella konsumtionsbenägenheten vanligtvis ligger i intervallet 0,2-0,6.

<sup>30</sup> Ränteutgiftsökningarna är ihopvägda med skuldkvotdecilens andel av hushållens disponibla inkomst.

Tabell 3. Aggregerade effekter på konsumtionen till följd av 1 p.e. högre ränta

Procent

Effekt på hushållens disponibla inkomst (procent)	Konsumtionsbenägenhet låntagare	Konsumtionsbenägenhet sparare	Effekt på hushållens konsumtion (procent)
-1,1 (-1,3 + 0,2)	0	0	0
-1,1 (-1,3 + 0,2)	0,5	0,5	-0,6
-1,1 (-1,3 + 0,2)	1	0	-1,4

Anm. Siffrorna inom parentes i den vänstra kolumnen visar bidraget från ökade ränteutgifter respektive ränteinkomster. Hushållens totala konsumtion är lägre i nivå än deras disponibla inkomst, vilket gör att samma förändring i kronor räknat utgör en större andel av konsumtionen än av disponibel inkomst.

Källor: SCB och Riksbanken

## Kassaflödeskanalens betydelse om den marginella konsumtionsbenägenheten skiljer sig åt mellan olika hushåll

Som vi diskuterat tidigare finns det visst empiriskt stöd för att högt skuldsatta hushåll reagerar mer på inkomstförändringar än mindre skuldsatta hushåll. En anledning till det kan vara att högre skuldsatta hushåll löper större risk att bli kreditbegränsade.

Enligt resonemanget i föregående avsnitt kan den maximala effekten även belysas med hjälp av mikrodataunderlaget eftersom det i så fall bara är förändringen i ränteutgifter som har betydelse för effekten på hushållens konsumtion. Då mikrodataunderlaget bara täcker ungefär 75 procent av Finansräkenskapernas skuldmått blir effekten dock mindre, ungefär 1 procent av hushållens konsumtion enligt NR.

För att belysa vilken roll skillnader i konsumtionsbenägenhet bland skuldsatta hushåll spelar för den aggregerade konsumtionseffekten kan vi använda mikrodataunderlaget för att göra några stiliserade känslighetskalkyler. I ett första exempel antas hushållen i genomsnitt minska sin konsumtion med hälften av ränteutgiftsökningen.<sup>31</sup> Det betyder att den marginella konsumtionsbenägenheten är 0,5 för samtliga hushåll med lån (se diagram 8). Det innebär alltså också att hushållen i genomsnitt även minskar sitt sparande med hälften av ränteutgiftsökningen (se diagram 9). I detta fall skulle effekten bli 0,5 procent av hushållens konsumtion enligt NR.<sup>32</sup>

Diagram 8. Marginell konsumtionsbenägenhet

Andel av inkomstförändring

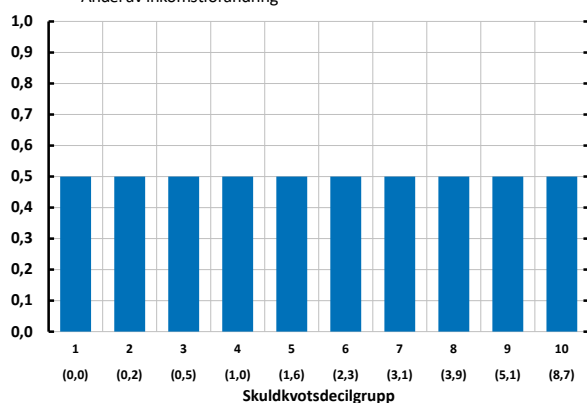
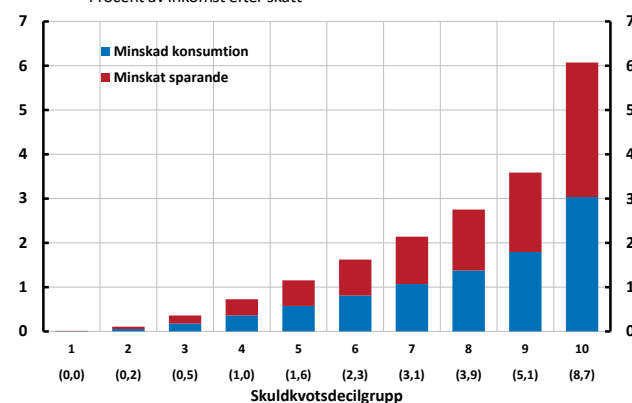


Diagram 9. Ränteutgiftsökning till följd av 1 p.e. högre ränta

Procent av inkomst efter skatt



Anm. Ränteutgiftsökning avser genomsnitt i respektive decilgrupp. Inom parentes anges genomsnittlig skuldkvot.

Källa: Riksbanken

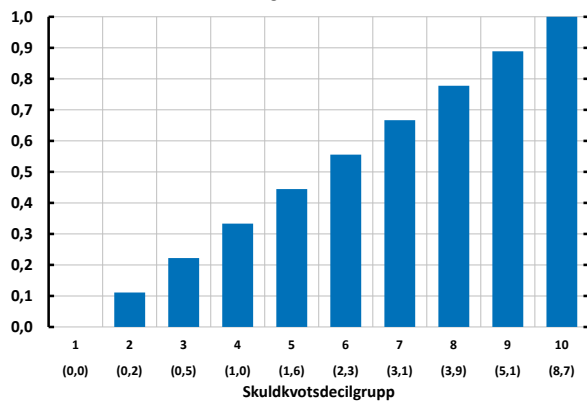
<sup>31</sup> Detta stämmer överens med resultaten av studien från Bank of England (2017).

<sup>32</sup> Kassaflödeseffekten blir mindre eftersom att skulderna i mikrodataunderlaget utgör cirka 75 procent av det totala skulderna enligt Finansräkenskaperna.

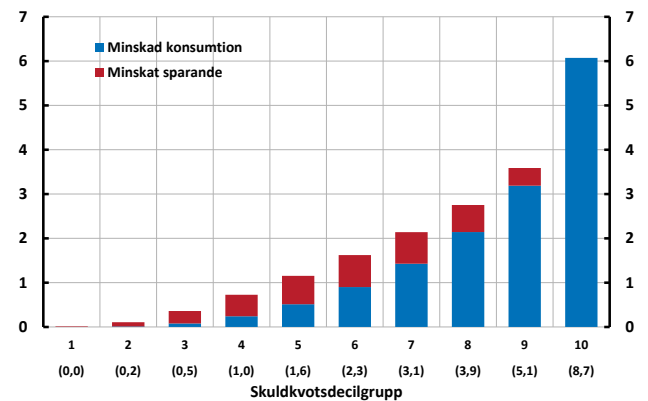
Om vi fortfarande antar att den genomsnittliga marginella konsumtionsbenägenheten är 0,5, men att den är ojämnt fördelad över hushåll med olika skuldkvot, kan den aggregerade konsumtionseffekten bli större eller mindre.

Ett antagande som knyter an till litteraturen är att högt skuldsatta hushåll löper större risk att vara kreditbegränsade och därför kommer anpassa sin konsumtion mer om deras inkomst minskar. I så fall skulle hushåll med låg skuldkvot i högre utsträckning minska sitt sparande medan hushåll med hög skuldkvot i större utsträckning skulle minska sin konsumtion när ränteutgifterna stiger. Mekanismen illustreras genom att anta att den marginella konsumtionsbenägenheten gradvis ökar från noll för de minst skuldsatta till 1 för de högst skuldsatta (se diagram 10). Det innebär exempelvis att den tiondel av hushållen med högst skuldkvot minskar sin konsumtion med 6 procent, vilket motsvarar de ökade ränteutgifterna. Samtidigt minskar den tiondel av hushållen som har lägst skuldkvot inte sin konsumtion alls (se diagram 11). När dessa konsumtionsbeslut vägs samman blir den sammanlagda effekten på konsumtionen 0,8 procent. Att effekten ligger nära den maximala effekten beror på kombinationen av att de högst skuldsatta hushållen har en hög konsumtionsbenägenhet och står för en stor del av variationen i kassaflödet. Effekten dämpas av att den genomsnittliga inkomsten är lägre än genomsnittet i den högsta skuldkvotsdecilgruppen.

**Diagram 10. Marginell konsumtionsbenägenhet**  
Andel av inkomstförändring



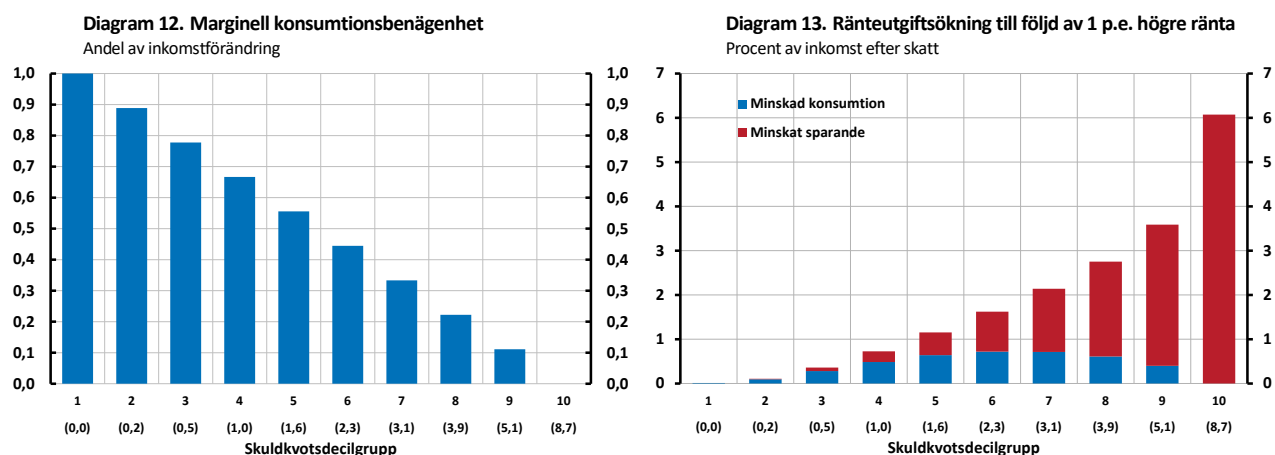
**Diagram 11. Ränteutgiftsökning till följd av 1 p.e. högre ränta**  
Procent av inkomst efter skatt



Anm. Ränteutgiftsökning avser genomsnitt i respektive decilgrupp. Inom parentes anges genomsnittlig skuldkvot.

Källa: Riksbanken

Vi kan också som jämförelse hypotetiskt anta det motsatta, det vill säga att de minst skuldsatta har en marginell konsumtionsbenägenhet på 1 och de högst skuldsatta på noll (se diagram 12). I det fallet skulle de lägst skuldsatta minska sin konsumtion och de högst skuldsatta minska sitt sparande när ränteutgifterna ökar (se diagram 13). De sammanlagda effekterna blir då betydligt mindre och den aggregerade konsumtionseffekten uppgår till 0,2 procent. Att effekten är mindre beror på att de högst skuldsatta som står för en stor del av variationen i kassaflödet antas minska sin konsumtion väldigt lite.



Anm. Ränteutgiftsökning avser genomsnitt i respektive decilgrupp. Inom parentes anges genomsnittlig skuldkvot.

Källa: Riksbanken

## Avslutande diskussion

Vi har i det här staff memot visat beräkningar av hur hushållens disponibla inkomster påverkas av att reporäntan stiger, allt annat lika. Om reporäntan stiger med 1 procentenhet innebär de direkta effekterna på hushållens ränteutgifter och ränteinkomster att deras disponibla inkomster sammantaget minskar med ungefär 1 procent. Bakom dessa aggregerade siffror döljer sig dock en betydande variation. De högst skuldsatta hushållen skulle till exempel se sin inkomst minska med cirka 6 procent.

Det är en öppen fråga i vilken utsträckning som hushållen i praktiken skulle minska sin konsumtion om deras ränteutgifter ökade. Eftersom ränteutgiftskalkylerna är av "allt annat lika-karaktär", tar de inte hänsyn till indirekta effekter på hushållens beteende via till exempel effekter på förtroende bland hushåll och företag, förändringar i hushållens ränteförväntningar, priskorrigeringar på bostadsmarknaden, med mera.

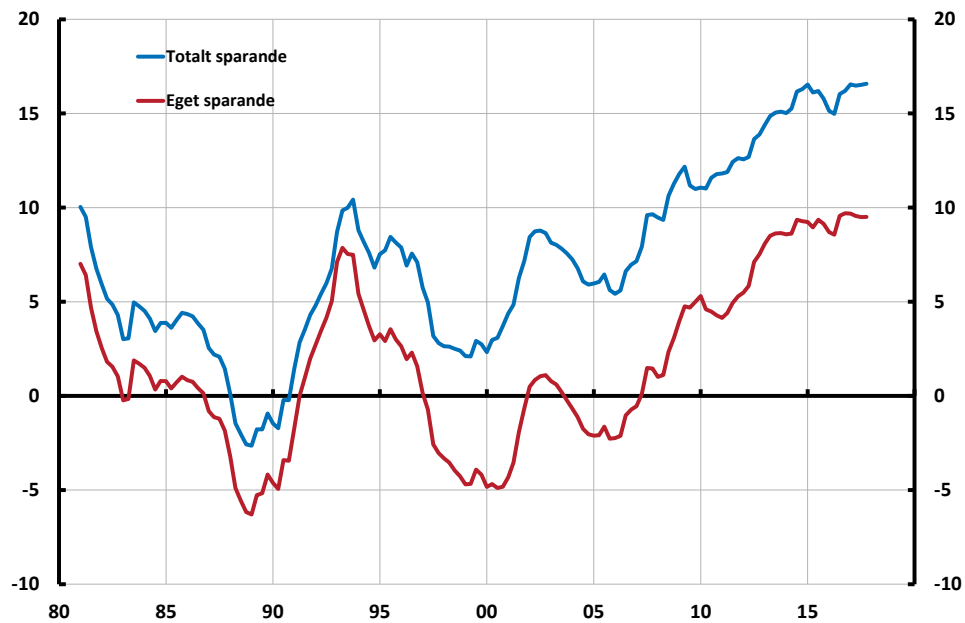
Samtidigt sparar hushållen sammantaget en historiskt hög andel av sina inkomster (se diagram 14). Hushållssektorn som helhet har därmed marginaler som kan användas för att fortsätta konsumera när räntorna stiger. Det förutsätter dock att sparandet är något så när jämnt fördelat mellan hushållen. Tidigare studier visar att så inte är fallet. En färsk studie av IMF som baseras på data till och med 2012 visar att 80 procent av sparandet sker hos den fjärdedel av hushållen som har högst inkomst och att de 50 procent av hushållen som har lägst inkomst inte sparar alls (se IMF, 2017).

Det är svårt att veta exakt varför de svenska hushållens sparande är så högt även om det finns flera tänkbara förklaringar. En anledning skulle kunna vara att hushållen i spåren av den finanskrisen blivit mer osäkra kring sin framtida inkomstutveckling. Det skulle kunna ge upphov till så kallat försiktighetssparande, även om det bara i mindre grad kan förklara de senaste årens höga sparande. Andra möjliga förklaringar är befolkningens ålderssammansättning som leder till ett högt pensionssparande och förändringar i de offentliga trygghetssystemen. Det höga sparandet skulle också kunna vara ett uttryck för att hushållen förväntar sig stigande räntor framöver. Om hushållen är framåtblickande skulle de öka sitt sparande redan i dag om de förväntar sig att de disponibla inkomsterna ökar långsammare i framtiden. I så fall skulle en del av de framtida räntehöjningarnas effekter på konsumtionen redan ha ägt rum.

Att försöka belysa hur olika hushåll reagerar på ränteförändringar skulle kunna bidra till att öka förståelsen för den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Analysen skulle underlättas betydligt av om det fanns mikrodata över hushållens tillgångar och inte bara deras skulder.

**Diagram 14. Hushållens sparande**

Andel av disponibel inkomst, fyra kvartals glidande medelvärde



Anm. Eget sparande är skillnaden mellan konsumtion och disponibel inkomst.

Källa: SCB

## Referenser

Alandagady, A. (2017), "Housing Wealth and Consumption: Evidence from Geographically Linked Microdata", *American Economic Review*, s. 3415-46.

Auclert, A. (2017), "Monetary Policy and the Redistribution Channel." National Bureau of Economic Research Working Paper 23451

Bank of England (2017), "The sensitivity of households and companies to changes in interest rates", fördjupning i Inflation Report, November.

Baker, S.R. (2017), "Debt and the Response to Household Income Shocks", under publicering, *Journal of Political Economy*.

Blom, K. och van Santen, P. (2017), "Svenska hushållens skuldsättning – uppdatering för 2017", *Ekonomiska kommentarer nr 6*, Sveriges riksbank.

Bunn, P., Le Roux, J., Reinold, K. och Surico, P. (2017), "The consumption response to positive and negative income shocks", *Journal of Monetary Economics*.

Campbell, J. Y. och Mankiw, N. G. (1989), "Consumption, Income, and Interest Rates: Reinterpreting the Time Series Evidence." *NBER Macroeconomics Annual* 4, s. 185–216.

Campbell, J. Y. och Mankiw, N. G. (1991), "The response of consumption to income", *European Economic Review*, s. 723-767.

Carroll, C.D. (2001), "A Theory of the Consumption Function, With and Without Liquidity Constraints", *Journal of Economic Perspectives* 15(3), s. 23-46.

Carroll, C.D., Slacalek, J., Tokunaka, K. och White, M.N. (2017), "The distribution of wealth and the marginal propensity to consume", *Quantitative Economics* 8(3), s. 977-1020.

Cloyne, J., Ferreira, C. och Surico, P. (2016), "Monetary Policy When Households Have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism", *Bank of England Staff Working Paper No. 589*.

Cromb, R. och Fernandez-Corugedo, E. (2004) "Long-term interest rates, wealth and consumption". *Bank of England Working paper no. 243*.

Di Maggio, M. Kermani, A. Keys, B.J., Piskorski, T. Ramcharan, R. Seru, A. och Yao, V. (2017), "Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging", *American Economic Review*, s. 3550–3588

Finansinspektionen, Riksgälden och Sveriges riksbank (2015), "Drivkrafter bakom hushållens skuldsättning", promemoria till Finansiella Stabilitetsrådet.

Finansinspektionen (2017), "Den svenska bolånemarknaden".

Finocchiaro D., Jonsson, M. Nilsson, C. och I. Strid (2016), "Samhällsekonomiska effekter av att minska hushållens skuldsättning", *Penning- och valutapolitik 2016:2*.

Flodén M., Kilström, M., Sigurdsson, J. och Vestman, R. (2017) "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash Flow Channel", *Working paper 342*, Sveriges riksbank.

Holmberg, U., Janzén, H., Oscarius, L., van Santen, P. och Spector, E. (2015), "En analys av räntebindningstiden på svenska bolån", Ekonomiska kommentarer nr 7.

Iacoviello, M. (2004), "Consumption, House Prices and Collateral Constraints: a Structural Econometric Analysis", *Journal of Housing Economics* 13, s. 305-321.

Iacoviello, M. (2005), "House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle", *American Economic Review* 95, s. 739-764.

IMF (2017), "Sweden selected issues".

Johansson J., Lagerwall, B. och H. Lundvall (2011), "Större andel rörliga bolån – hur påverkas penningpolitikens genomslag?", Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden.

Johnson, D.S., Parker, J. A., and Souleles, N. S. (2006), "Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001," *American Economic Review*, s. 1589-1610

Kaplan, G., Violante, G.L., och Weidner, J. (2014) "The Wealthy Hand-to-Mouth", *Brookings Papers on Economic Activity* 48(1), s. 77-153.

Konjunkturinstitutet (2017), *Konjunkturläget*, oktober 2017 s. 27.

La Clava, G., Hughson, H. och Kaplan, G. (2016), "The Household Cash Flow Channel of Monetary Policy", *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper* 2016-12.

Mankiw, N, G. (2000), "The Savers-Spenders Theory of Fiscal Policy" *American Economic Review*, s. 120-125.

Mian, A. och Sufi, A. (2011), "House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the US Household Leverage Crisis." *American Economic Review*, s. 2132–56.

Mian, Atif, Rao, K. och Sufi, A. (2013), "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump." *Quarterly Journal of Economics* s. 1687–1726.

Parker, J.A., Nicholas S., Johnson, D.S. och McClelland, R. (2013), "Consumer Spending and the Economic Stimulus Payments of 2008." *American Economic Review*, s. 2530-53.

Sveriges riksbank (2014a), "Hushållens räntekänslighet", fördjupning i PPR oktober.

Sveriges riksbank (2014b), "Från ax till limpa: den svenska bolånemarknaden och dess roll i det finansiella systemet", *Riksbanksstudier*, april 2014

Sveriges riksbank (2017a), "Reporäntan på lång sikt", fördjupning i PPR februari.

Sveriges riksbank (2017b), "Hushållens skuldsättning och räntekänslighet", fördjupning i *Finansiell stabilitetsrapport 2017:2*.

Shefrin, H. M., och Thaler, R.H. (1988), "The Behavioral Life-Cycle Hypothesis" *Economic Inquiry* 26 (October), s. 609–643.

Sufi, M. "Out of Many, One? Household Debt, Redistribution and Monetary Policy during the Economic Slump", *Andrew Crockett Memorial Lecture*, June 2015, BIS.



Walentin, K. (2014), "Housing collateral and the monetary transmission mechanism", Scandinavian Journal of Economics s. 635-668.



**SVERIGES RIKSBANK**  
103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)  
Tel 08 - 787 00 00  
Fax 08 - 21 05 31  
[registratorn@riksbank.se](mailto:registratorn@riksbank.se)  
[www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)