

FÖRDJUPNING – Hur påverkas hushållen av stigande räntor?

Att hushållens skulder har ökat och att deras lån i större utsträckning har kort räntebindningstid innebär att penningpolitikens effekter på hushållens konsumtion är större än tidigare. En anledning till det är att hushållens lånekostnader i större utsträckning påverkas av ränteförändringar. Den direkta effekten på hushållens ränteutgifter och ränteinkomster av att Riksbanken de närmaste tre åren höjer reporäntan i linje med prognosen, det vill säga med 1,25 procentenheter, innebär att hushållens disponibla inkomster dämpas med drygt 1 procent. Detta bedöms i sig självt ha relativt begränsade effekter på hushållens totala konsumtion de kommande tre åren. Men högt skuldsatta hushåll kan påverkas betydligt mer än övriga hushåll. I den utsträckning högre räntor dämpar bostadspriserna kan dessutom hushållens belåningsgrader stiga, vilket kan göra det svårare att konsumera med hjälp av utökade bolån. Den högre räntekänsligheten bland hushållen talar i sig för att höja reporäntan i långsam takt. Hur snabbt det är lämpligt att höja reporäntan framöver bestäms dock av de ekonomiska utsikterna i stort och prognosen för inflationen och inte enbart av hushållens räntekänslighet.

Hushållens allt högre skuldsättning i kombination med en ökande andel bolån med kort räntebindningstid har väckt frågan hur hushållen kommer att påverkas av att räntorna stiger. Ett argument som ibland förs fram är att de skuldsatta hushållens räntebetalningar skulle stiga kraftigt, med stora återverkningar på efterfrågan i ekonomin. Detta skulle kunna försvåra möjligheterna för Riksbanken att höja reporäntan, även om det skulle vara motiverat utifrån inflations- och konjunkturutsikterna.

Denna fördjupning syftar till att reda ut hur hushållens disponibla inkomster påverkas av att räntorna stiger och vilka effekter detta skulle kunna få på deras konsumtion.¹⁵ Räntorna antas stiga i linje med Riksbankens prognos, som innebär att reporäntan höjs från -0,5 procent till 0,75 procent i slutet av 2020.

Varför har hushållen blivit mer räntekänsliga?

Enligt ekonomisk teori påverkar förändringar i realräntan konsumtionen genom att förändra hushållens avvägning mellan konsumtion idag och i framtiden. Penningpolitiken bestämmer nivån på den korta nominella räntan och påverkar realräntan under en begränsad period eftersom priserna är trögrörliga.

Men räntan kan påverka hushållens konsumtion även via andra kanaler. Nyare forskning har exempelvis studerat hur skuldsättningen bland hushållen kan påverka effekterna. Ett gemensamt drag i denna forskning är att låntagare och sparare beter sig olika, exempelvis därför att låntagarna är kreditbegränsade. Hushållens konsumtion

påverkas då i högre grad av bostadspriser och den aktuella disponibla inkomsten.

Penningpolitikens effekt på konsumtionen kan förstärkas vid hög skuldsättning

Eftersom reporäntan påverkar bostadspriserna kan den också påverka hushållens möjlighet att ta lån med bostaden som säkerhet. De lånebegränsningar som hushållen möter kan bli mer bindande om bostadspriserna sjunker, vilket försämrar deras möjligheter att konsumera. Denna effekt brukar benämnas **lånesäkerhetseffekten**.¹⁶ Om hushållen är högt skuldsatta blir denna effekt större.¹⁷

En annan anledning till att penningpolitiken påverkar hushållens konsumtion är att förändringar i styrräntan får ett genomslag på hushållens räntebetalningar och disponibla inkomster. Detta brukar benämnas penningpolitikens **kassaflödeskanal**. Även denna kanal förstärks om hushållen är högt skuldsatta och har kort räntebindningstid på sina bolån.

En principiell invändning mot kassaflödeskanalen är att långivarnas ränteinkomster borde öka lika mycket som låntagarnas ränteutgifter när styrräntan höjs. Men om låntagarnas konsumtionsbenägenhet skiljer sig från långivarnas, kan denna inkomstöverföring ha aggregerade effekter på konsumtionen. Nyare forskning har försökt att kartlägga sådana skillnader mellan olika hushålls konsumtionsbeslut när räntan ändras, för att belysa betydelsen av kassaflödeskanalen. Ett resultat är att högt skuldsatta hushåll med rörliga boräntor reagerar relativt mer på ränteförändringar i sin konsumtion än övriga hushåll, vilket kan

¹⁵ För en mer detaljerad beskrivning se P. Gustafsson, M. Hesselman, och B. Lagerwall, "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", *Staff Memo*, Sveriges riksbank, 2017. För en beskrivning av hur olika hushållsgrupperns räntebetalningar påverkas av stigande räntor, se fördjupningen "Hushållens skuldsättning och räntekänslighet" i *Finansiell stabilitet 2017:2*, Sveriges riksbank.

¹⁶ Se K. Walentin, "Housing collateral and the monetary transmission mechanism", *Scandinavian Journal of Economics*, 113(3), sid. 635-668, 2014.

¹⁷ Se D. Finocchiaro, M. Jonsson, C. Nilsson och I. Strid, "Samhällsekonomiska effekter av att minska hushållens skuldsättning", *Penning- och valutapolitik 2016:2*, Sveriges riksbank.

tolkas som stöd för att kassaflödeskanalen kan ha betydelse.¹⁸ Det finns två tänkbara förklaringar till att kassaflödeseffekten kan bli större för högt skuldsatta hushåll med rörliga boräntor. För det första blir effekten på den disponibla inkomsten av en given ränteförändring större. För det andra kan högt skuldsatta hushåll reagera mer på inkomstförändringar än mindre skuldsatta hushåll. En förklaring skulle kunna vara att högt skuldsatta hushåll är, eller löper risk att bli, kreditbegränsade.¹⁹

Kassaflödeseffekterna dämpar hushållens inkomster

Hushållens disponibla inkomst kan förenklat definieras enligt följande:

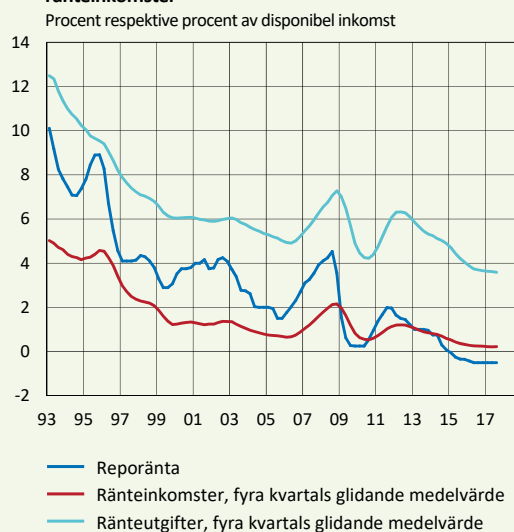
Disponibel inkomst \approx *lön + transfereringar + ränteinkomster + övriga kapitalinkomster – ränteutgifter – skatter*

Riksbankens reporäntebana indikerar att räntan kommer att stiga med 1,25 procentenheter de närmaste tre åren. Det kommer innebära ökade ränteutgifter och minskad disponibel inkomst för låntagare. På motsvarande sätt kommer räntehöjningen att innebära ökade ränteinkomster och en ökad disponibel inkomst för långgivare.

Vi diskuterar här effekterna på hushållens disponibla inkomster i termer av direkta effekter på ränteinkomster och ränteutgifter. Effekterna på hushållens övriga inkomster av stigande räntor, exempelvis löner och övriga kapitalinkomster, bortses ifrån.

Historiskt har ränteinkomsterna och ränteutgifterna samvarierat med förändringar i reporäntan, men hushållens ränteutgifter är högre än deras ränteinkomster (se diagram 1.14). Det beror dels på att hushållens skulder är större än deras bankinlåning, dels på att utlåningsräntorna är högre än inlåningsräntorna. Om in- och utlåningsräntan stiger lika mycket kan man förvänta sig att ränteutgifterna stiger mer än ränteinkomsterna – och att den totala disponibla inkomsten sjunker.²⁰ Under de närmaste åren antas denna effekt förstärkas av att inlåningsräntorna stiger långsammare än reporäntan.²¹ Det beror på att hushållens inlåningsräntor inte följt med reporäntan ner under noll (se diagram 2:8). Därför väntas inte inlåningsräntan stiga så länge reporäntan är negativ eller strax över noll.

Diagram 1:14. Reporänta, hushållens ränteutgifter och ränteinkomster



Anm. Ränteutgifter och ränteinkomster är beräknade före skatt och är ej FISIM-korrigerade.

Källor: SCB och Riksbanken

Ett sätt att beräkna de direkta effekterna på hushållens disponibla inkomster är att använda data från Finansräkenskaperna. Fördelen är att både ränteinkomster och ränteutgifter efter skatt kan beräknas. En sådan beräkning visar att ökningen av hushållens ränteutgifter, när reporäntan stiger med 1,25 procentenhet, dämpar den disponibla inkomsten med 1,6 procent, medan ökade ränteinkomster höjer den med 0,3 procent. Sammantaget innebär kassaflödeseffekten, allt annat lika, att hushållens disponibla inkomst dämpas med avrundat 1,2 procent.

En motsvarande beräkning med data från mitten av 1990-talet, då hushållens skuldsättning var ungefär hälften så hög som idag, indikerar att effekten då var betydligt mindre. I den bemärkelsen har alltså hushållens räntekänslighet via kassaflödeseffekten ökat över tiden.²²

En alternativ ansats är att utgå från Riksbankens data över individuella hushålls skulder.²³ Datamaterialet saknar information om hushållens tillgångar och därmed deras ränteinkomster, men ger information om hur hushåll med olika skuldsättning påverkas av stigande räntor.

Det finns stora skillnader i kassaflöden mellan hushållen. Diagram 1:15 visar att det för hushåll med skuldkvoter över 300 procent, det vill säga decilgrupperna 8–10, kan

¹⁸ Se exempelvis M. Flodén, M. Kilstrom, J. Sigurdsson and R. Vestman, "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", Working Paper nr 342, Sveriges riksbank, 2017, J. Cloyne, C. Ferreira, och P. Surico, "Monetary Policy When Households Have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism", Bank of England Staff Working Paper No. 589, 2016, G. La Clava, H. Hughson, och G. Kaplan, "The Household Cash Flow Channel of Monetary Policy", Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 2016-12, 2016, samt M. Di Maggio, A. Kermani, B.J. Keys, T. Piskorski, R. Ramcharan, A. Seru och V. Yao, "Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging", *American Economic Review* 107(11) sid. 3550–3588, 2017.

¹⁹ Se exempelvis S. R. Baker, "Debt and the Response to Household Income Shocks: Validation and Application of Linked Financial Account Data", under publicering i *Journal of Political Economy*, 2017.

²⁰ Se fördjupning i Konjunkturläget, oktober 2017, s. 27-28, Konjunkturinstitutet.

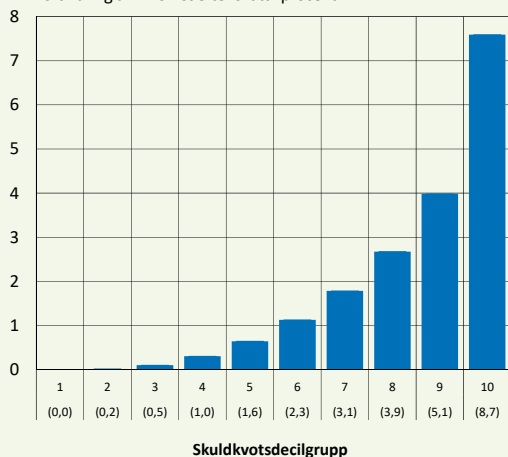
²¹ Differensen mellan utlåningsräntor och reporäntan antas däremot vara konstant, oavsett bindningstid.

²² Se P. Gustafsson, M. Hesselman, och B. Lagerwall, "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre räntor?", *Staff Memo*, Sveriges riksbank, 2017.

²³ Dessa data kommer från de åtta största bankerna i Sverige och utgör ungefär 75 procent av hushållens totala skulder enligt Finansräkenskaperna. Se van K. Blom och P. van Santen, "De svenska hushållens skuldsättning – uppdatering för 2017", *Ekonomisk kommentar* nr. 6, 2017, Sveriges riksbank.

bli fråga om effekter på mellan knappt 3 och drygt 7 procent av den disponibla inkomsten.

Diagram 1:15. Kassaflödeseffekt för grupper av hushåll med olika skuldkvot när räntan stiger 1,25 procentenheter
Förändring av inkomst efter skatt i procent



Anm. Kassaflödeseffekten avser genomsnitt för respektive decilgrupp. Inom parentes anges genomsnittlig skuldkvot.

Källa: Riksbanken

Skillnader i konsumtionsbenägenhet mellan hushåll

Hur en förändring av den disponibla inkomsten påverkar konsumtionen beror på vad man antar om hushållens konsumtionsbenägenhet, det vill säga hur mycket konsumtionen förändras vid en given inkomstförändring. Effekten beror också på om hushållens konsumtion påverkas olika mycket av ökade ränteinkomster respektive ränteutgifter. Den maximala effekten uppstår om ökade ränteinkomster helt och hållet sparas medan ökade ränteutgifter resulterar i en lika stor minskning av konsumtionen. I detta fall dämpas hushållens konsumtion med 1,7 procent.²⁴ Även variationer i konsumtionsbenägenhet bland de skuldsatta hushållen kan påverka de totala effekterna, eftersom de högst skuldsatta hushållen står för en stor del av variationen i kassaflödet.²⁵

Stigande löner och högt sparande främjar konsumtionen

Effekten av stigande räntor på hushållens kassaflöden måste också sättas in i ett större sammanhang. I Riksbankens prognos bedöms hushållens disponibla inkomster växa i relativt god takt, även när räntan börjar höjas. Detta

beror bland annat på att lönerna stiger. Hushållen konsumtionsmöjligheter gynnas dessutom av att de sparar en historiskt hög andel av sina inkomster (se diagram 4:8). Om hushållen strävar efter att jämna ut konsumtionen kan de minska sitt sparande för att motverka nedgången i inkomstillväxten när räntorna stiger. Konsumtionen kan därmed fortsätta att växa under de närmaste åren.

Reporäntan kan förväntas fortsätta att stiga även bortom prognoshorisonten. Mittpunkten av det intervall som Riksbanken angett för reporäntan på lång sikt, på 2,5–4 procent, innebär en ränteuppgång på 3,75 procentenheter från dagens nivå. Kassaflödeseffekten av en sådan ränteuppgång skulle allt annat lika dämpa hushållens disponibla inkomster med knappt 3 procent.²⁶

Men det finns flera osäkerhetsfaktorer

Bedömningen av hur stigande räntor påverkar konsumtionen är dock osäker. En faktor rör i vilken omfattning hushållens har tagit hänsyn till att räntorna i framtiden kommer att vara högre än idag. Studier indikerar att svenska hushåll i genomsnitt inte har orimliga förväntningar på den rörliga bolåneräntan.²⁷ Men det utesluter inte att högt skuldsatta bolånetagare kan ha betydligt lägre förväntningar än genomsnittet. Om förväntningarna visar sig ha varit för låga då räntan stiger skulle dessa hushåll i så fall kunna behöva justera sin konsumtion mer påtagligt.

Ytterligare en osäkerhetsfaktor är att det saknas aktuella data över hur sparandet och tillgångarna är fördelade bland hushållen. Många svenska hushåll har idag en hög skuld i förhållande till bostadens värde, vilket kan förstärka den så kallade lånesäkerhetseffekten av penningpolitiken.²⁸ I den utsträckning bostadspriserna dämpas av stigande räntor ökar hushållens belåningsgrader, vilket kan försvåra deras möjlighet att konsumera via utökade bolån.²⁹

Penningpolitiken inriktas på inflationsmålet

Högre skuldsättning har gjort att hushållens räntekänslighet har ökat. Effekten på deras konsumtion av ränteförändringar är därmed större. Det talar i sig för att höja reporäntan i långsam takt. Riksbankens penningpolitik bestäms dock inte enbart av hushållens räntekänslighet utan syftar till att uppnå inflationsmålet och bidra till en stabil makroekonomisk utveckling generellt.

²⁴ Kassaflödeseffekten dämpar den disponibla inkomsten med 1,6 procent. Att effekten på konsumtionen blir något större beror på att konsumtionsnivån aggregerat är ungefär 90 procent av nivån på den disponibla inkomsten.

²⁵ För exempelberäkningar som illustrerar dessa effekter, se Gustafsson, P., Hesselman, M. och B. Lagerwall, "Hur påverkas hushållens kassaflöden och konsumtion av högre ränta?", *Staff Memo*, 2017, Sveriges riksbank.

²⁶ Anledningen till att effekten inte blir ännu större är att in- och utlåningsräntorna förväntas stiga lika mycket bortom prognoshorisonten.

²⁷ Se E. Hjalmarsson och P. Österholm, "Households' mortgage rate expectations – more realistic than at first glance?", *Penning- och valutapolitik* 2017:2, Sveriges riksbank, och P. Österholm, "Är hushållens förväntningar rörande bolåneräntan realistiska?", *Ekonomisk Debatt* nr 5, 2017.

²⁸ Den genomsnittliga belåningsgraden för nya bolån ökade mellan 2002 och 2010 från under 60 procent till över 70 procent, för att idag ligga strax under 70 procent. 21 procent av nya bolånetagare hade 2016 en belåningsgrad på 85 procent. Se "Den svenska bolånemarknaden 2017", Finansinspektionen.

²⁹ En allmän jämviktsmodell skattad på svenska data, som fångar penningpolitikens effekter via kassaflödes- och lånesäkerhetskanalen, indikerar att effekten av en oväntad räntehöjning på hushållens konsumtion är ungefär dubbelt så stor vid dagens nivå på hushållens skuldsättning som vid nivån i mitten av 1990-talet. Se D. Finocchiaro, M. Jonsson, C. Nilsson, och I. Strid, "Samhällsekonomiska effekter av att minska hushållens skuldsättning", *Penning- och valutapolitik* 2016:2, Sveriges riksbank.