

# När vänder konsumtionen upp?

## Modellprognos talar för snabbt stigande tillväxt 2025

- Hushållens konsumtion korrelerar bättre med ett mått på kassaflöde än med det ofta använda disponibel inkomst
- Hög korrelation mellan hushållens konsumtion och vissa frågor i Hushållsbarometern
- En modellprognos baserad på dessa variabler tyder på snabbt stigande konsumtionstillväxt redan andra halvåret i år
- Men det förutsätter lägre räntor och det finns betydande risker för sämre utveckling

### Analytiker:

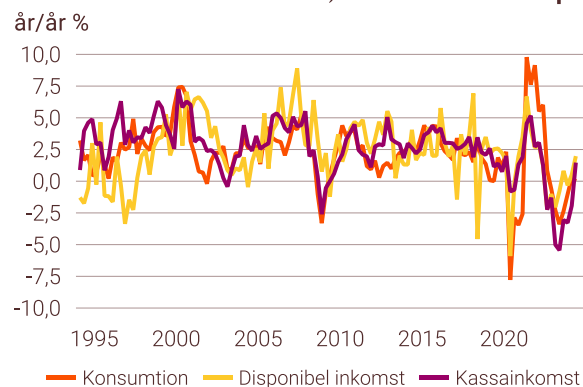
Jesper Hansson, [jesper.hansson@swedbank.se](mailto:jesper.hansson@swedbank.se), +46 8 5859 97 68

### Sambandet mellan hushållens konsumtion och disponibla inkomster

Den enskilt viktigaste bestämningsfaktorn för hushållens konsumtion torde vara nuvarande och förväntade framtida reala disponibla inkomster. Ränteläget kan påverka när i tiden konsumtionen sker – det är lönsamt att spara (konsumera mindre) om ränteläget är högt. Hushållens uppfattning om risker påverkar också – med större osäkerhet om den egna framtida ekonomin torde sparandet bli högre. Men på sikt är det inkomsterna som är den viktigaste faktorn. Enligt konsumtionsteorin borde dagens konsumtion spegla ett genomsnitt av förväntade framtida inkomster (den så kallade permanenta inkomsten) och det finns faktiskt visst empiriskt stöd för denna teori. Konsumtionstillväxten under innevarande kvartal är något starkare korrelerad med inkomstillväxten några kvartal framåt i tid än med samtida inkomst. Men det finns också en betydande del av hushållen som är likviditetsbegränsade och deras konsumtion påverkas mera direkt av dagens inkomst.

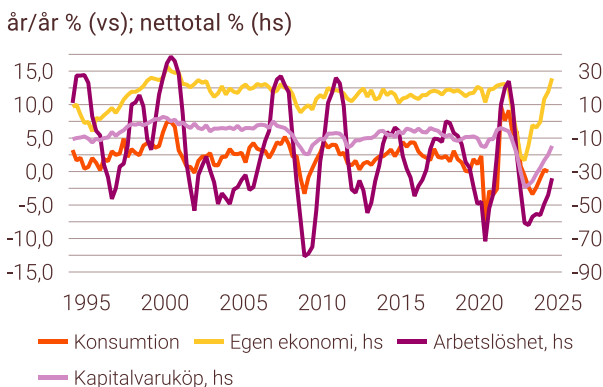
Nationalräkenskapernas mått på disponibel inkomst är inte vad det låter som. Det är ett ganska abstrakt begrepp som kortsiktigt avviker ganska mycket från hushållens kassaflöden. Dessutom finns det poster som är väldigt koncentrerade till extrema höginkomsttagare, vars konsumtion knappast påverkas av variation i denna inkomst. Vi har beräknat ett mått på hushållsinkomster som är starkt korrelerad med hushållens konsumtion som vi kallar kassainkomst. Måttet inkluderar förvärvsinkomster och transfereringar som justeras för ränteutgifter (se appendix).

### Konsumtion och inkomst, nationalräkenskaper



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

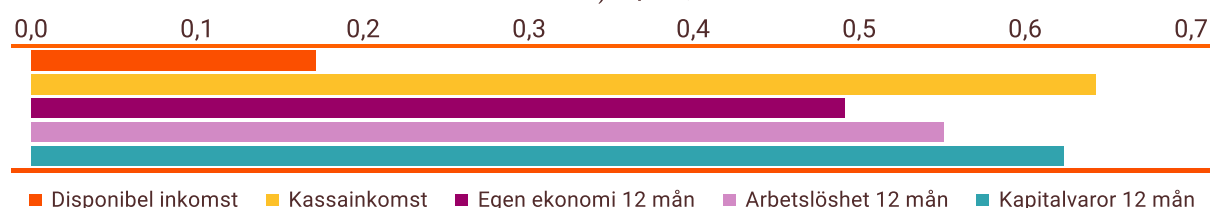
### Konsumtion och konsumentförtroende



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Direkta mått på framtida inkomster och därmed permanent inkomst är inte så lätta att beräkna. Men de olika frågor som ställs varje månad i Konjunkturinstitutets Hushållsbarometer är en viktig källa till information. Frågorna speglar inte bara förväntningar om nivån på framtida inkomst utan även osäkerheten om inkomsterna och kan därmed vara informativa om försiktighetsparande. Några av de frågor som historiskt sett fram till 2020 har haft starkast korrelation med konsumtionstillväxten är frågorna om egen ekonomi om 12 månader, arbetslösheten om 12 månader och planerade kapitalvaruköp kommande 12 månader. Vi utesluter åren under och efter pandemin där konsumtionstillväxten förklarades av andra faktorer. Alla tre frågor i Hushållsbarometern korrelerar starkare med konsumtionstillväxten än disponibel inkomstens tillväxt, men vårt mått på kassainkomst har högst korrelation.

### Korrelation med konsumtion 1994kv1-2020kv1, år/år %

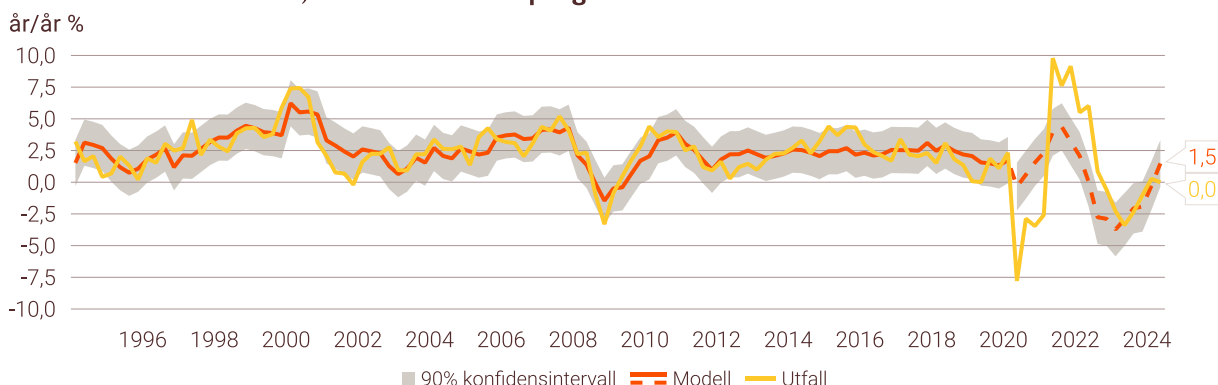


Källor: Swedbank Analys & Macrobond

### Vad säger indikatorer och inkomstutvecklingen om konsumtionen sedan pandemin?

Vi har skattat en enkel regressionsmodell där tillväxten (år/år) i hushållens konsumtion förklaras av tillväxten i kassainkomst samt hushållens syn på arbetslösheten och den egna ekonomin om 12 månader.<sup>1</sup> Liksom i korrelationsanalysen skattar vi sambandet under perioden före pandemin, dvs 1994kv1–2020kv1. Med hjälp av skattade parametrar från denna period samt utfall för kassainkomst och Hushållsbarometerens frågor för perioden 2020kv2–2024kv2 kan vi beräkna en modellprognos inklusive 90 procent osäkerhetsintervall för hur konsumtionen normalt skulle ha utvecklats under perioden sedan pandemins utbrott. Som väntat kan inte denna enkla modell förklara det stora fallet i konsumtion 2020 och inte heller den starka uppgången 2021, men från och med 2023 ligger den faktiska konsumtionstillväxten inom ett 90 procent osäkerhetsintervall runt modellprognosen. Det senaste kvartalet (2024kv2) var konsumtionen oförändrad, men enligt normalt samband med kassainkomst och konsumentförtroende borde den ha ökat med 1,5 procent. Med det konventionella måttet disponibel inkomst istället för kassainkomst predikterar modellen 1,9 procent konsumtionsökning.

### Hushållens konsumtion, utfall och modellprognos



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

<sup>1</sup> Frågan om planerade kapitalvaruköp blev inte signifikant i skattningen när de två andra frågorna från Hushållsbarometern inkluderades i regressionen.

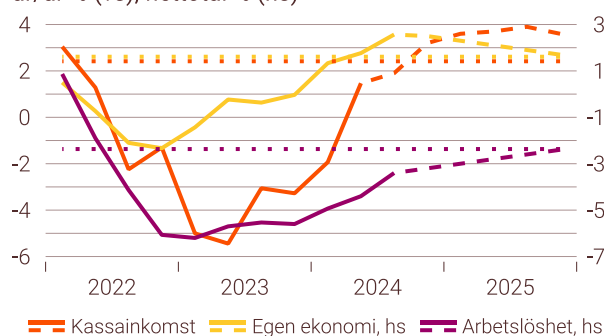
## Högre konsumtionstillväxt framöver enligt modellen

Hushållens kassainkomster som under andra kvartalet ökade med 1,5 procent realt tror vi kommer att öka snabbare under tredje och fjärde kvartalet i år. Det beror främst på lägre inflation (år/år) under tredje kvartalet och lägre ränteutgifter under fjärde kvartalet. Vi räknar med att Riksbanken fortsätter att sänka styrräntan ner till 2 procent i mars 2025, vilket bidrar till fortsatt kraftigt minskande ränteutgifter. Lönesumman kommer att öka i något långsammare takt (både långsammare timlöneökningstakt och svagare sysselsättningsutveckling). Vi antar att ökningen i företagarinkomster bromsar in och blir lika stor som ökningen i lönesumman. Även transfereringar antas öka långsammare än hittills i år, ca 3 procent i årstakt. Dessa prognoser baseras på vårt makrosenario från Swedbank Economic Outlook i augusti i år. Totalt beräknar vi att kassainkomsterna ökar med knappt 2 procent respektive nästan 3 procent under tredje och fjärde kvartalet i år och ännu snabbare under 2025.

För att kunna använda prognosmodellen för att prognosticera konsumtionsutvecklingen måste vi också göra antaganden för hushållens framtidsförväntningar i Hushållsbarometern. Där finns utfall till och med tredje kvartalet i år. Därefter antar vi att förväntningarna om den egna ekonomins utveckling framöver dämpas gradvis ner till historiskt medelvärde och att förväntningarna om framtida arbetslöshet fortsätter att förbättras till historiskt medelvärde. Med dessa antaganden borde konsumtionstillväxten enligt modellen accelerera till hela 2,4 procent under tredje kvartalet i år och sedan ligga runt 3 procent nästa år. Utfallen för den månatliga konsumtionsindikatorn (HUKO) för juli och augusti tyder på ca 0 procent tillväxt under tredje kvartalet jämfört med samma kvartal i fjol. Vår prognos från augusti är svagare än modellprognosen för de två sista kvartalen i år men strax över 3 procent för helåret 2025.

### Antaganden för exogena variabler

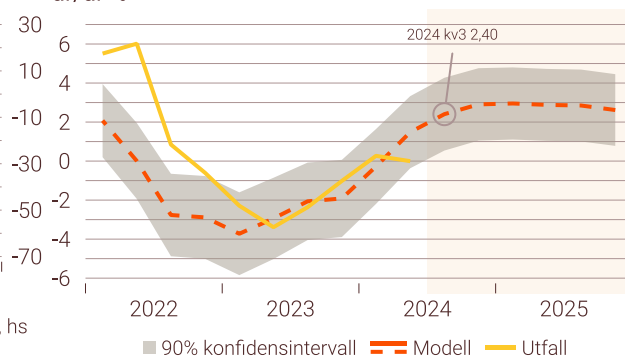
år/år % (vs); netttotal % (hs)



Anm. Prickade linjer avser medelvärden sedan 2000.  
Källor: Swedbank Analys & Macrobond

### Hushållens konsumtion, modellprognos -2025

år/år %



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

## Men det finns betydande nedåtrisker

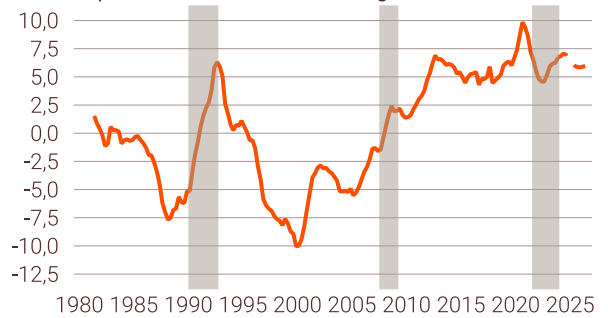
Denna prognos baseras endast på de, förvisso starka, kortsiktiga sambanden mellan konsumtion, kassainkomst och Hushållsbarometern. Ibland sker det mer långvariga skiften i konsumtionsmönstret som ger upphov till stigande eller fallande sparkvot. (Läs mer om hur konsumtion och sparande utvecklats under redcessioner sedan 1980-talet i vår analys ["Konsumtionens återkomst"](#) från 20 september i år.) Hushållens sparande har stigit det senaste året och sparkvoten är redan högre än den var före pandemin. I vår prognos faller den något, men ligger fortfarande på en historiskt sett hög nivå. Med konstant sparkvot på samma nivå som andra kvartalet i år skulle konsumtionstillväxten bli drygt 0,5 procentenheter lägre under 2025, men det är alltså inte det normala mönstret givet utvecklingen av kassainkomsterna och Hushållsbarometern.

Skuldkvoten, dvs hushållens låneskulder i förhållande till disponibel inkomst, har fallit men ligger fortfarande på en historisk hög nivå. Även om ränteutgifterna kommer att minska när Riksbanken sänker styrräntan beräknar vi att ränteutgifterna kommer att vara betydligt högre än under åren fram till 2021. Det kan inte uteslutas att hushållen vill minska sin skuldsättning och ränteutgifter ytterligare

genom att spara en ännu större andel av sina inkomster framöver. Då skulle konsumtionen, och därmed även BNP och sysselsättning, utvecklas svagare än i vår prognos.

### Hushållens sparande

% av disponibel inkomst, 4 kvartal glidande medelvärde

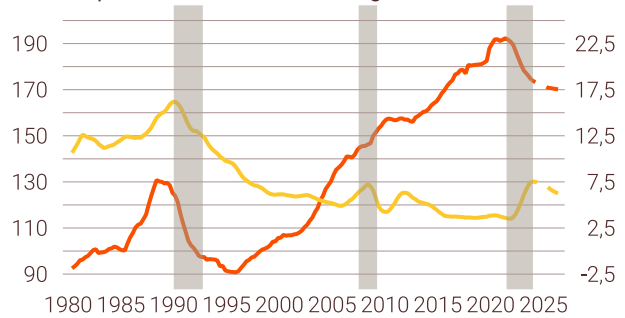


— Eget sparande, exkl. PPM och avtalspensioner ■ Recessioner

Källor: Swedbank Analys & Macrobond

### Hushållens låneskulder och ränteutgifter

% av disponibel inkomst, 4 kvartal glidande medelvärde



— Låneskulder — Ränteutgifter (brutto), hs ■ Recessioner

Källor: Swedbank Analys & Macrobond

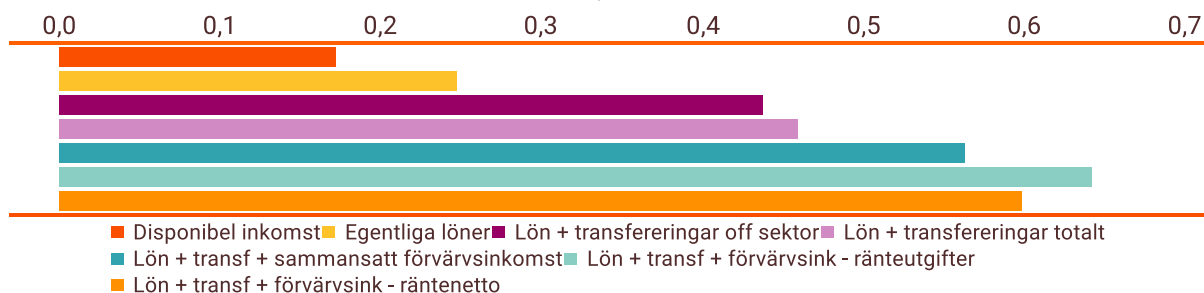
## Appendix – Beräkning av kassainkomst

Nationalräkenskapernas mått på hushållens disponibla inkomster påverkas av många tillfälliga faktorer av bokföringskaraktär, men många av de ingående komponenterna ligger också långt ifrån vanliga hushålls plånböcker. Korrelationen med konsumtionsutgifterna är därför låg. Vi ska nu leta efter inkomstkomponenter som mer direkt påverkar hushållens kassaflöde och korrelerar starkare med konsumtionen.

Den samtida korrelationen mellan tillväxten i hushållens konsumtion och disponibel inkomst under perioden 1994 kv1 till 2020 kv1 är endast knappt 0,2. (Vi utesluter åren under och efter pandemin där konsumtionstillväxten förklarades av andra faktorer även om korrelationen med disponibel inkomst råkade vara hög.) Korrelationen med lönesumman är något högre och lägger man till kontanta transfereringar från främst offentlig sektor stiger korrelationen till knappt 0,5. När man lägger till komponenten med det något kryptiska namnet "sammansatt förvärvsinkomst" som bland annat innehåller egenföretagarinkomster stiger korrelationen ytterligare. Om man dessutom räknar bort hushållens ränteutgifter (liksom man gör i beräkningen av disponibelinkomsten) blir korrelationen ännu högre, 0,64. Vi kallar detta mått för kassainkomst. Om man lägger till ränteinkomsterna och därmed räknar bort räntenettet blir korrelationen något lägre. Därför låter vi bli att lägga till ränteinkomster i vårt mått på kassaflödet till hushållen.

I de publicerade nationalräkenskaperna finns inte hushållens skatter fördelade på skatt på löner, pensioner, kapitalinkomster osv. De är dessutom periodiserade till den period den beskattningsbara inkomsten uppstod, inte den period då skatten faktiskt betalas. Det innebär att inkomst efter skatt korrelerar sämre med konsumtionen. Därför räknar vi inte bort skatter i vårt mått på kassaflöde. Nivån på kassaflödet överskattas så klart eftersom skatter är en stor komponent, men i genomsnitt korrelerar tillväxten i bruttoinkomster före skatt bättre med konsumtionstillväxten.

### Korrelation med konsumtion 1994kv1-2020kv1, år/år %



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

## VIKTIG INFORMATION

Denna rapport ("Rapporten") har sammanställts av analytiker på Swedbank Macro Research, en del av Swedbank Research, vilken är en avdelning inom Corporates & Institutions, ("Swedbank Macro Research"). Swedbank Macro Research är ansvarig för att ta fram rapporter om den ekonomiska utvecklingen på den globala marknaden och lokala marknader. Swedbank Macro Research består av research-avdelningar i Sverige, Norge, Finland, Estland, Lettland och Litauen.

### Vad vår research är baserad på

Swedbank Macro Research grundar sin analys på mångsidig information och olika aspekter, till exempel en grundläggande analys av cyklisk och strukturell ekonomisk utveckling, aktuellt eller förväntat marknadssentiment.

### Distribution och mottagare

Denna Rapport distribueras av Swedbank Macro Research inom Swedbank AB (publ) ("Swedbank"). Swedbank står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige. Andra distributörer har inte rätt att göra några ändringar i Rapporten innan vidare distribution.

I Finland distribueras denna Rapport av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands finansiella tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta).

I Norge distribueras denna Rapport av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges finansiella tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras denna Rapport av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands finansiella tillsynsmyndighet (Finantsinspektsioon).

I Lettland distribueras denna Rapport av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I Litauen distribueras denna Rapport av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republikens Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

Rapporten får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som inte är kunder till Swedbank eller någon sparbank som samarbetar med Swedbank, eller som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

I Storbritannien adresseras Rapporten endast till personer (och får endast förlitas på av sådana personer), som har professionell erfarenhet av frågor som rör investeringar i enlighet med artikel 19(5) i Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, såsom ändrad ("Ordern"), personer som är så kallade "high net worth entities" i enlighet med artikel 49(2)(a) till (d) i Ordern eller personer som det på annat sätt är tillåtet att enligt lag kommunicera Rapporten till (samtliga sådana personer refereras till som "Relevant Persons"). Ingen annan person får agera utifrån eller lita på Rapporten och personer som distribuerar Rapporten måste säkerställa att sådan distribution sker i enlighet med lag.

### Ansvarsbegränsningar

All information i denna Rapport är sammanställd i god tro från källor som anses vara tillförlitliga. Swedbank påtar sig dock inte något ansvar, uttryckligen eller underförstått, för fullständighet eller riktighet vad gäller innehållet i denna Rapport, och innehållet ska inte tas för sanning eller användas i stället för att göra en egen välgrundad, oberoende bedömning.

Var medveten om att uttalanden avseende framtida värderingar är föremål för osäkerhet. Du är ensamt ansvarig för sådana risker och Swedbank rekommenderar att du kompletterar ditt beslutsunderlag med sådant material som du bedömer som nödvändigt.

Analyserna i denna Rapport är analytikerns nuvarande analys endast och är föremål för förändring om förutsättningarna förändras. Om analytikern ändrar åsikt eller om en ny analytiker med en annan åsikt blir ansvarig för Swedbank Macro Researchs bevakning strävar Swedbank efter att informera om detta så snart det är möjligt med tanke på eventuella regleringar, lagar, interna procedurer eller andra omständigheter.

Rapporten är framställt i informationssyfte till behöriga mottagare och är inte avsett att vara rådgivande.

I den utsträckning det är tillåtet enligt gällande lag påtar sig Swedbank inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada av vad slag det än må vara, som grundar sig på användande av denna Rapport.

### Intressekonflikter

Inom Swedbank Macro Research är interna riktlinjer implementerade för att hantera intressekonflikter för att säkerställa integriteten och oberoendet för analytikerna på Macro Research. Research produkter baseras enbart på publik information.

Materialet får inte mångfaldigas utan Swedbank Researchs medgivande.

### Producent

Producerad av Swedbank Macro Research.

Swedbank C&I, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm.

Besöksadress: Malmkillnadsgatan 23, 111 57 Stockholm.