

Sweden Update

Regionalt lämpliga reporäntor

Nordea Research, 12 February 2014

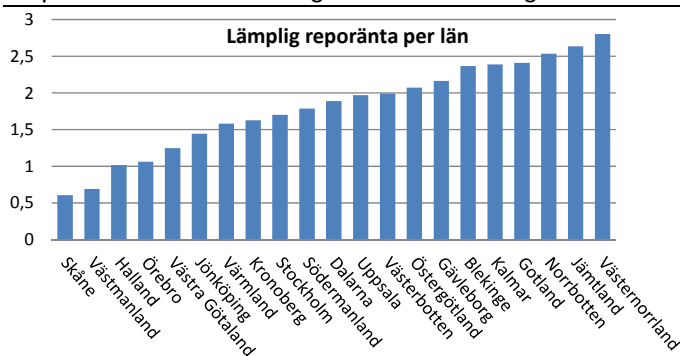
- Skåne vore i dagsläget betjänt av en lägre reporänta medan Stockholm och Västra Götalands län skulle behöva en högre.
- Bedömningen baseras på skillnader i konjunkturläge men slutsatsen stöds också av utvecklingen på de regionala bostadsmarknaderna.

Arbetslösheten varierar märkbart mellan olika regioner. Exempelvis är arbetslösheten i Skåne län cirka 10 procent och i Stockholms län under 7 procent. Skillnaden i arbetslöshet kan till stor del antas vara strukturell, dvs. oberoende av konjunkturen, och därmed i princip ingenting Riksbanken kan avhjälpa med sin stabiliseringspolitik. Men delvis kan också skillnader i arbetslöshet bero på olika konjunkturlägen. Effekterna av ekonomiska chocker, som bland annat beror på näringslivsstruktur, påverkar regioner i varierande grad. Eftersom Riksbanken sätter räntan efter utvecklingen i hela landet så kan penningpolitiken potentiellt innebära stora regionala skevheter. Denna analys syftar till att uppskatta vad som vore en lämplig regional penningpolitik utifrån det aktuella konjunkturläget i regionerna.

Det är väl känt att Riksbankens reporänta har samvarierat väl med arbetslösheten.¹ Under antagandet att Riksbankens reporänta har varit väl avvägd på ett nationellt plan, vilket förvisso är ifrågasatt, kan vi utifrån regional arbetslöshet uppskatta en lämplig regional reporänta. Eftersom arbetslösheten även skiljer sig åt av strukturella skäl använder vi ett mått på konjunkturall arbetslöshet. Strukturell arbetslöshet definieras som medelvärdet för de senaste 15 åren.² Följande modell skattas för region (r):³

$$\text{reporänta}_{r,t} = a + b \times (\text{arbetslöshet}_{r,t} - \text{arbetslöshet}_{r,(\text{snitt 15 år})})$$

Reporäntan borde vara lägre i söder och högre i norr



Anm.: Avser 2013 kv. 4. Uppskattat utifrån avvikelse mellan faktisk och genomsnittlig arbetslöshet.

¹ Se exempelvis vår analys "Riksbankens enkla handlingsregel" (2012) eller "Riksbankens egentliga forward guidance" (2013). Notera att sambandet beskriver Riksbankens reaktionsfunktion och inte nödvändigtvis den mest lämpade penningpolitiken.

² Ett alternativ vore att låta trenden, skattad utifrån ex. HP-filter, utgöra strukturell arbetslöshet. Trenden följer dock faktisk arbetslöshet mer än vad strukturell i allmänhet anses göra och därför valdes genomsnittet som mått strukturell arbetslöshet. Det finns förvisso tecken på att strukturell arbetslöshet har stigit under senare år men det tycks ha skett i samtliga regioner och bedöms därför inte påverka resultaten.

³ Tumregeln liknar Mankiws motsvarande skattning för amerikanska centralbanken (FED) och kan ses som en variant på den mer kända Taylor-regeln. Skattningen är gjord för perioden 2000-2013.

Andreas Wallström

Senior Analyst

Nordea Research

+46 8 534 910 88

andreas.wallstrom@nordea.com

Twitter-konto: @andreaswjonsson

Stora skillnader i arbetslöshet mellan regioner...

... vilket kan motivera olika penningpolitik.

Riksbanken har i hög grad styrt reporäntan efter arbetslöshet

Regionalt lämpliga reporäntor skattas utifrån skillnader i konjunkturläge...

... inte inflation

Reporäntan borde vara lägre i söder...

... och högre i norr

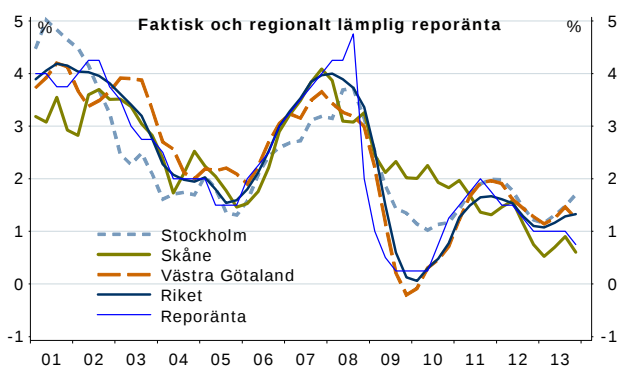
När liknande modeller skattats inkluderas ofta även inflation som en exogen variabel. I vårt fall finns det dock åtminstone två skäl till att bortse från inflation och endast beakta arbetslöshet. För det första kan inflationen förväntas variera relativt lite mellan olika regioner eftersom konsumentpriser i hushållsak bestäms nationellt.

För det andra blir inflationen inte statistiskt signifikant när modellen skattas för hela riket. Historiskt har alltså arbetslösheten överskuggat inflationen då Riksbanken beslutar om reporäntan. Då resultaten tolkas är det dock viktigt att komma ihåg att "lämpligheten" i regionala reporäntor endast utgår ifrån de skilda arbetsmarknadslägena i regionerna och inte ifrån eventuella inflationsskillnader.

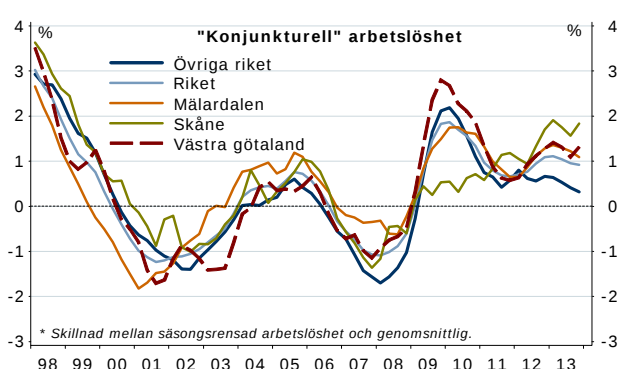
Skattningarna visar att reporäntan i dagsläget borde uppgå till 1,2 procent i riket som helhet, dvs. märkbart högre än dagens reporänta på 0,75 procent. Den regionala variationen är dock stor. I Skåne och Västmanlands län motiverar konjunkturläget en lägre reporänta enligt modellen. Trots en fortsatt kärv situation inom industrin så tycks Västra Götaland inte vara i behov av lättare penningpolitik. I Stockholms län motiverar konjunkturläget en styrränta på cirka 1,7 procent enligt modellskattningen.

Flera län skulle behöva en betydligt högre styrränta än dagens nivå, inte minst i Norrland. I Norrbotten, Jämtland och Västernorrlands län vore en lämplig reporänta i dagsläget 2,5 procent eller mer. Resultat kan tyckas förvånande. Borde inte län som präglas av utflyttning och vikande sysselsättning snarast behöva stimulans, bland annat via lägre ränta? Nej, inte nödvändigtvis. Migration är en viktig mekanism för en väl fungerande ekonomi och bör inte motverkas av penningpolitiken.⁴ Om utflyttningen från dessa län varit mindre skulle arbetslösheten sannolikt varit högre.

Regionalt lämpliga reporäntor...



... baserat på skillnader i arbetslöshet



Källor: SCB och Nordea

⁴ Den kanadensiska ekonomen Robert Mundell belönades med Riksbankens pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne år 1999 för sin teori kring om optimala valutaområden. Avgörande för hur olika regioner/länder i en valutaunion drabbas av ekonomiska störningar är hur pass väl anpassningsmekanismerna fungerar. En viktig anpassningsmekanism är just arbetskraftens rörlighet. Det gäller särskilt då löner och priser mellan regioner/länder är trögrörliga.

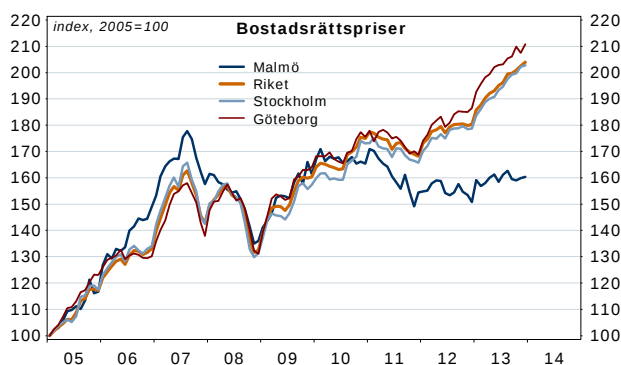
Trots allt inte så stor skillnad i regionalt lämpliga reporäntor

Även om konjunkturläget skiljer sig åt mellan regionerna så är spannet med lämplig reporänta (0,6 % till 2,6 %) inte uppseendeväckande stort. Liknande skattningar för euroområdet och USA kan tjäna som jämförelse. Malkin & Nechio (2012) fann att skillnaderna i lämplig styrränta mellan perifera länder och kärnländer inom euroområdet uppgick till cirka 8 procentenheter.⁵ I jämförelse med euroområdet tycks alltså de negativa effekterna av en gemensam penningpolitik i Sverige vara begränsad. Däremot tycks de regionala skillnaderna i Sverige vara i samma storleksordning som de i USA. Studien ovan indikerar att en lämplig amerikansk styrränta varierade mellan 0-3% i de olika regionerna.

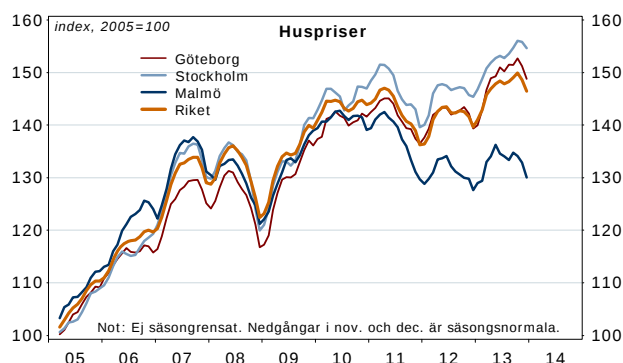
Slutsatserna stöds även av utvecklingen på de regionala bostadsmarknaderna.

Slutsatserna om regionalt lämpliga reporäntor i Sverige baserar endast på skillnader i konjunkturläge mellan regionerna. Samtidigt stöds även slutsatserna av utvecklingen på de regionala bostadsmarknaderna.⁶ Hus- och bostadsrättspriserna har stigit markant i Stockholm och Göteborg medan utvecklingen varit betydligt lugnare i Malmö.

Bostadsrättspriser når nya höjder



Senaste nedgången i huspriser är säsongsnorm



Källor: Valueguard/HOX och Nordea

⁵ Malin & Nechio (2012) "U.S. and Euro-Area Monetary Policy by Regions", FRBSF Economic Letter.

⁶ Det är förvisso omtvistat i vilken utsträckning, och på vilket sätt, huspriser och kredittillväxt ska beaktas i penningpolitiken.

Denna rapport grundar sig på information som är tillgänglig för allmänheten, och som vi anser vara tillförlitlig. Innehållet tillhandahålls i denna form utan någon uttrycklig eller underförstådd garanti från Nordea Bank AB (publ), från företag inom Nordeakoncernen eller från anställda i banken eller koncernen. Banken, koncernen och deras anställda avsäger sig härmed även allt ansvar för direkt eller indirekt förlust, skada eller kostnader som uppstår som ett resultat av användning av informationen i denna rapport, oavsett om den som tillhandahåller tjänsten, eller dess representant, är medveten om någon felaktighet eller bristfällighet i tjänsten eller ej. Informationen i denna rapport utgör under inga omständigheter något som helst köp- eller säljerbjudande, någon begäran eller rekommendation. Denna begränsning är tillämplig i alla jurisdiktioner, inklusive sådana där ett dylikt erbjudande, eller dylik begäran eller rekommendation skulle vara olaglig, utan att tillämplig registrering skett eller att vissa villkor, tillämpliga i sådan jurisdiktion, uppfylls.

Nordea Bank AB (publ) äger upphovsrätten till denna rapport samt alla rättigheter i alla länder. Det är förbjudet att återge, publicera, överföra eller distribuera innehållet eller del av innehållet i denna rapport utan skriftligt medgivande från Nordea Bank AB (publ).