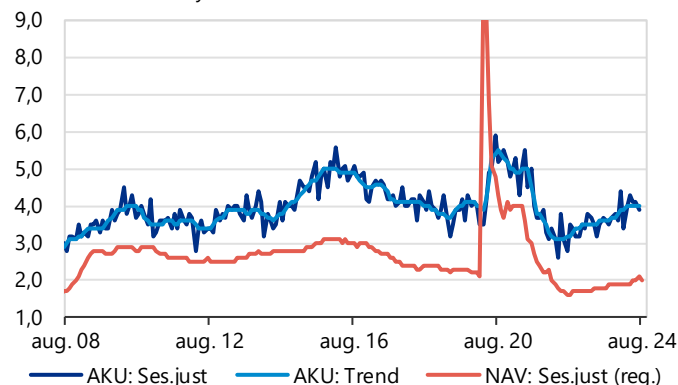


Torsdag publiseres **arbeidskraftundersøkelsen** (AKU) for august, mens NAV på fredag legger frem september-tall for **registrert ledighet**. AKU-ledigheten har økt gradvis fra 3,1 prosent i mars 2022 og var 4,0 prosent i juli. Oppgangen i den registrerte ledigheten har derimot vært mer beskjeden, og var 2,0 prosent i august, jf. figuren under.

## Arbeidsledighetsrate

Prosent av arbeidsstyrken 15-74 år

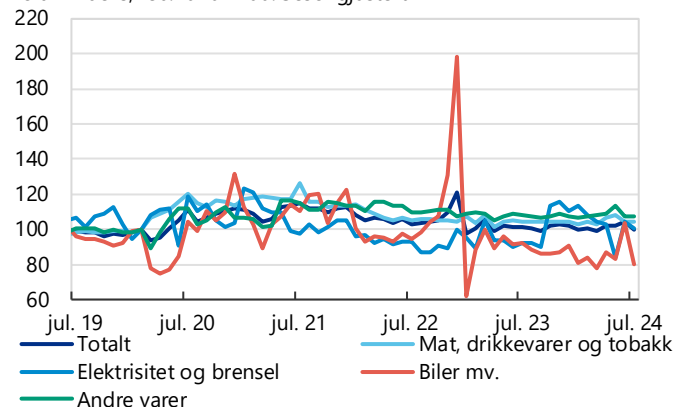


Kilde: SSB / NAV / NHO

Det er flere grunner til at de to ledighetsstatistikkene kan avvike noe. NAVs statistikk for registrert ledighet omfatter personer som aktivt søker og er tilgjengelige for arbeid. AKU inkluderer også personer som ønsker arbeid, men ikke aktivt søker, og som derfor ikke er registrert hos NAV. Vi venter at både AKU-ledigheten og den registrerte ledigheten vil øke noe fremover, som følge av beskjeden aktivitetsvekst i norsk økonomi.

## Norge: Varekonsumindeksen

Volumindeks, feb.2020=100. Sesongjustert



Kilde: LSEG Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

**Varehandelsindeksen** og **varekonsumindeksen** for august publiseres fredag. Hovedforskjellen mellom indeksene er at varekonsumindeksen har et større omfang enn varehandelsindeksen, ved at den også inkluderer elektrisitet, samt kjøp av transportmidler. Varekonsumindeksen gir dermed et mer dekkende bilde av husholdningenes varekonsum. Det totale varekonsumet har vært forholdsvis flatt siden januar i fjor. I juli falt indeksen 4,3 prosent fra måneden før, hovedsakelig fordi bilkjøpene falt med 22,2 prosent. Nedgangen i bil-

kjøpene skjedde etter en oppgang måneden forut. Bilkjøpene har vært volatile og bidratt til svingninger i det private forbruket i år.

Onsdag kunngjør **Riksbanken sin rentebeslutning**. Den svenske styringsrenten er nå 3,5 prosent, etter at renten ble kuttet med 25 basispunkter i mai og august. Sentralbanken har også vært tydelige på at det er flere kutt i kjømda. I juni var vurderingen at styringsrenten kunne senkes "to eller tre ganger i andre halvår" dersom inflasjonsutsiktene ikke ble materielt endret. På rentemøtet i august sa sentralbanken at styringsrenten trolig kunne settes ned noe raskere enn vurderingen i juni. Inflasjonen har også falt ytterligere siden. I august var konsumprisveksten 1,9 prosent år/år, like under målet på 2,0 prosent, mens KPIF (konsumprisindeksen med faste rentekostnader) uten energi var 2,2 prosent år/år. Svensk økonomi har i tillegg vært i en lavkonjunktur siden 2021. Ledigheten har også økt noe til 8,4 prosent i august. Forholdene taler for at Riksbanken setter ned renten på onsdag. Markedet priser en sannsynlighetsovervekt på ytterligere to rentekutt i løpet av året. Med disse rentekuttene forventer vi at den økonomiske aktiviteten vil ta seg opp mot neste år.

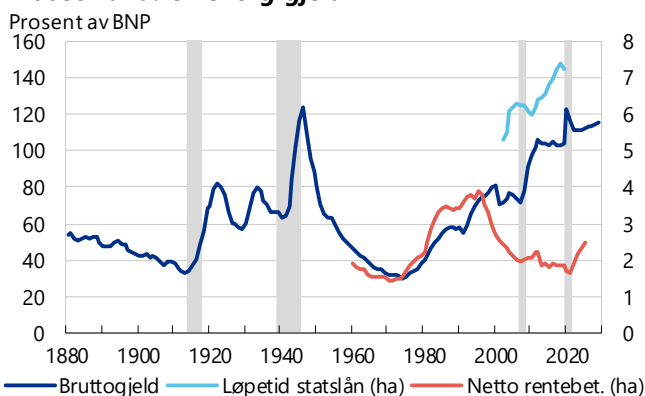
Mandag publiseres **flash-PMI for eurosonen for september**, som er en korttidsindikator på aktiviteten i industri og tjenestesektoren. I august var PMIen på 51, der verdier over 50 indikerer økt aktivitet fra måneden før. Indeksen har pekt nedover de siste månedene, etter en topp i mai, og indikerer at aktivitetsveksten avtar. Bak dette ligger særlig svak utvikling i tysk økonomi, med et fall i BNP på 0,1 fra første til andre kvartal. Tirsdag publiseres også **ifo Business Climate**, en korttidsindikator for Tyskland som måler forretningsklimaet basert på bedrifters vurdering av nåværende situasjon og fremtidige forventninger. For ifo indikerer verdier under 100 et positivt forretningsklima. Indeksen har imidlertid ikke vært så høy som det siden juni 2021, og har siden april hatt en fallende trend. For september venter markedet et ytterligere fall til 86,0, fra 86,6 i august. Dette er et svært lavt nivå, som tyder på at tysk økonomi fortsetter å svekke seg.

Espen Skretting

Kalender		Sist	Nå
Man 1000	ØMU: Composite Flash PMI, sep.	51,0	50,6
Tir 1000	DEU: ifo Business climate, sep.	86,6	86,0
Ons 0800	NOR: Kredittindikator, aug. å/å	3,7%	
Ons 0800	SWE: Rentebeslutning	3,5%	
Tor 0800	NOR: AKU, arbeidsledighet, aug.	4,0%	
Tor 0800	NOR: Prod.indeks B&A, aug. m/m	0,8%	
Fre 0800	NOR: Renter banker og kredittforetak		
Fre 0800	NOR: Varehandelsindeksen aug m/m	1,2%	
Fre 0800	NOR: Varekonsumindeksen aug m/m	-4,3%	
Fre 0800	NOR: Registrert ledighet, sep.	%	
Fre 1430	USA: Privat forbruk	0,5%	0,3%
Fre 1430	USA: PCE prisindeks, aug. å/å	2,6%	

I femti år har den offentlige gjeldsbyrden i industrilandene vært på stø kurs oppover, fra under 30 prosent av BNP i 1974, til nesten fire ganger så mye nå. Økningen avspeiler at offentlige utgifter har oversteget inntektene i tiår etter tiår. Hvis renten på statsgjelden er større enn veksten i økonomien, vil gjeldsraten øke over tid. For å stabilisere gjeldsraten må da øvrige inntekter minus utgifter (den såkalte primærbalansen) gå tilsvarende i pluss. Er renten lav, og veksten høy, stabiliseres gjeldsraten selv med primærbalanse i minus. Siden midten av 1990-tallet har lavere globale renter redusert rentebetalingsene, selv om gjeldsraten har steget, jf. figuren under. Dette har muliggjort større underskudd på primærbalansen, og gjort en større gjeldsbyrde mindre krevende.

## Industriland: Offentlig gjeld



\*Gjennomsnittlig gjenstående løpetid på statsobligasjoner i år.

Kilde: IMF, Fiscal Monitor 2-2020 og 2-2023/ OECD Economic Outlook / NHO

Bildet er mer utfordrende fremover. Aldring, sviktende produktivitetsvekst og proteksjonisme peker mot lavere økonomisk vekst. I tillegg har det globale konfliktnivået økt. En aldrende og farligere verden tilsier økte offentlige utgifter og større underskudd på primærbalansen. Samtidig betyr høyere renter økte rentebetalinger.

Hittil i år har den tiårige statslånsrenten i USA i gjennomsnitt vært 4,2 prosent, mot 0,9 prosent i pandemiåret 2020 og 2,4 prosent i de ti årene forut. Teknisk sett er tiårsrenten markedets forventning til gjennomsnittrenten de neste ti årene. Den kan splittes i to: forventet prisvekst og forventet realrente. Sistnevnte gir uttrykk for økonomiens "nøytrale" realrente ( $r^*$ ) – den renten som verken virker dempende eller stimulerende på økonomien.  $r^*$  er et viktig ankerfeste for pengepolitikken.

$r^*$  kan ikke observeres, den må anslås. Da rentenivåene sank, falt også  $r^*$ . Med økte renter har også  $r^*$  økt. En fersk studie av Goldman Sachs estimerer  $r^*$  på basis av ettårsrenten om tre år, deflatert med langsiktige inflasjonsforventninger. Studien har flere interessante funn. For det første at en endring i  $r^*$  i enkeltland styres av endringer i  $r^*$  i USA. Eksempelvis forklarer den amerikanske tiårigen 88 prosent av variasjonen i den norske  $r^*$  siste ti år. For det andre at brorparten av differansen mellom  $r^*$  i USA og i andre land forklares av tre variabler - BNP per capita, inflasjon og driftsbalansen. For det tredje at  $r^*$  har økt fra rundt null i 2012–19 (og  $-1\frac{1}{2}$  pro-

sent i 2020) til 1–2 prosent nå. Dette innebærer at sentralbankene må sette renten høyere i dag for å stabilisere økonomien enn de måtte for ti år siden (med en rekke forbehold om presisjonsnivået i slike øvelser).

Den  $r^*$  som stabiliserer økonomien er ikke nødvendigvis den samme renten som for en gitt primærbalanse stabiliserer statsgjelden som andel av BNP. Denne teoretiske renten, heretter benevnt  $r^{**}$ , introduseres begrepsmessig i et nytt IMF-notat. I notatet skilles det mellom en "passiv" budsjettpolitikk, der primærbalansen tilpasses slik at gjeldsraten stabiliseres (dvs.  $r^*=r^{**}$ ), og en "aktiv" budsjettpolitikk, der hensynet til gjeldsstabilisering ikke tillegges (avgjørende) vekt. Et hovedfunn i studien er at budsjettpolitikken er blitt mer aktiv/gjeldsuavhengig de siste 15 årene, og særlig i 2020–22. Sammen med et økende rentenivå truer dette den langsiktige bærekraften i statsfinansene. I tillegg kan det øke spenningene mellom budsjett- og rentepolitikken. Analysen viser at gapet mellom  $r^*$  og  $r^{**}$  i dag er det største siden de første etterkrigsårene, og at perioder med stort gap historisk har tendert mot å etterfølges av økt gjeldsnivå, høyere inflasjon, valutakursfall og større budsjettmessige konsolideringer, eller også av såkalt *financial repression* (der offentlig gjeld saneres gjennom ulike former for tvangssparing, med lav rente og høy inflasjon). I tillegg øker et stort gap faren for systemmessige kriser i enkeltland. Politisk polarisering ser også ut til å samvariere med gapet mellom  $r^*$  og  $r^{**}$ . Disse resultatene står i motstrid til *moderne monetær teori* (MMT) som forfekter at det ikke finnes noen grenser for statsgjelden så sant land kan utstede sine egne penger.

IMF-analysen poengterer at dersom det forventes at  $r^*$  vil forbli "høyere, lengre", så øker behovet for snarlig budsjettmessig konsolidering, dersom de negative konsekvensene skissert over skal unngås. Motsatt, vil lavere  $r^*$  dempe behovet for konsolidering. Ettersom lavere faktisk rente (uavhengig av  $r^*$ ) letter behovet for konsolidering, utfordrer dagens store gap også sentralbankens uavhengighet, jf. f.eks. Donald Trumps uttalelser om å ta kontroll med rentesettingen i USA. Riset bak speilet er at slike trusler kan bidra til å løfte inflasjonsforventningene og dermed også de nominelle rentene, og slik forsterke gjeldsdynamikken. Å hegne om sentralbankens uavhengighet er derfor særlig viktig nå.

Øystein Dørum

## Område samfunnsøkonomi

E-post	Ansvar	Mobil
oystein.dorum@nho.no	Sjeføkonom	907 88 762
eirik.ese@nho.no	Norsk økonomi	416 77 620
nina.lillelien@nho.no	Energi/klima	930 23 098
torill.lodemel@nho.no	Arbeidsmarked, lønn	924 25 850
hallvard.morck@nho.no	Norsk økonomi	970 75 067
espen.skretting@nho.no	Norsk økonomi	957 81 985
victoria.sparrman@nho.no	Norsk økonomi, arb.marked	924 92 461
bard.ola.tjonneland@nho.no	Internasjonal økonomi	930 22 705

[Tidligere utgaver av NHOs Ukeblikk finnes her](#)