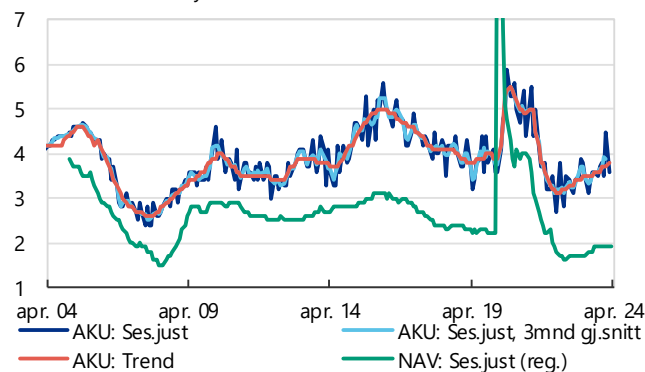


Torsdag kommer **arbeidskraftundersøkelsen (AKU) for mars**, med tall for antall sysselsatte, arbeidsledige og utenfor arbeidsstyrken. Trendnivået på AKU-ledigheten har steget fra 3,1 prosent for to år siden til 3,8 prosent i februar. Svak aktivitetsvekst i norsk økonomi i år innebærer laber vekst i sysselsettingen. Vi anslår en jobbvekst på 0,3 prosent i år, tilsvarende snaut 8 000 personer. Med en anslått vekst i arbeidstilbudet på 1 prosent, tilsvarende 30 000 personer, vil AKU-ledigheten øke i år, til et årsgjennomsnitt på 3,9 prosent. Noe av økningen i arbeidstilbudet skyldes ukrainske flyktninger som kommer inn i arbeidsmarkedet. Ved inngangen av året var det kommet om lag 70 000 ukrainske flyktninger i alle aldersgrupper til Norge siden krigen startet. I samme periode har antall sysselsatte med landbakgrunn fra Ukraina økt med rundt 7 000 personer. UDI anslår at det ved slutten av året vil være rundt 100 000 ukrainske flyktninger i landet. Ifølge IMDi svarte 64 prosent av de ukrainske flyktningene i alderen 18-67 år i en undersøkelse gjennomført høsten 2023 at de deltar på introduksjonsprogrammet for innvandrere, mens 20 prosent hadde fullført. Programmet varer normalt mellom 3 måneder og 3 år, og det vil derfor ta tid før alle disse eventuelt kommer ut på arbeidsmarkedet. Det vil også ta tid før disse fanges opp i AKU. For det første skyldes det at AKU er avgrenset til registrert bosatte i private kosthusholdninger, som betyr at flyktninger som bor på mottak ikke inkluderes i statistikken. For det andre er AKU en utvalgsundersøkelse der en åttendedel av utvalget byttes ut hvert kvartal. Selv om det vil ta tid før flyktningene kommer inn i utvalget er innvandrere fra landgruppen Ukraina inngår i samlet sett ikke underrepresentert i AKU på grunn av estimeringsmodellen som brukes. Det betyr at effekten av økt innvandring på sysselsettingen i stor grad blir hensyntatt (se boks 7.4 i [Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2024](#) for utdyping om dette).

Arbeidsledighetsrate*

Prosent av arbeidsstyrken



*AKU-tall er gitt for kohort 15-74 år.

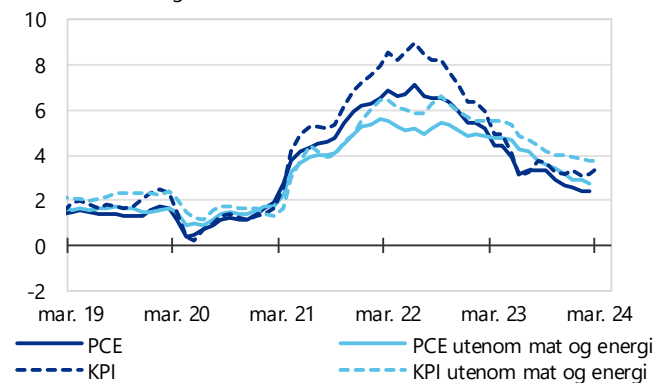
Kilde: LSEG Datastream / Statistisk sentralbyrå / NAV / NHO

Internasjonalt kommer tall på **amerikansk BNP for første kvartal** på torsdag. I motsetning til mange europeiske økonomier er amerikansk økonomi fortsatt i godt driv, tross de økte rentene og høy prisvekst. IMF løftet i april sine anslag for vekst i amerikansk økonomi fra 2,1 prosent til 2,7 prosent i år. I fjerde kvartal vokste

amerikansk økonomi 3,4 prosent kvartal/kvartal, målt som årlig rate. Det til tross for at flere resesjonsindikatorer for amerikansk økonomi blinker oransje eller rødt. Conference Boards ledende indeks (LEI), som er en samleindeks for flere ledende indikatorer, har varslet tilbakeslag i nærmere to år. Rentekurven har vært invertert i snart halvannet år. Boliginvesteringene pleier å falle forut for resesjoner, og disse falt både i 2022 og 2023. For første kvartal er konsensus at BNP vokste 2,4 prosent kvartal/kvartal, årlig rate.

USA: PCE og KPI

Prosentvis endring år/år



Kilde: LSEG Datastream / Bureau of Economic Analysis / NHO

Samtidig slippes også **amerikansk konsumdeflator (PCE) for første kvartal**. Dette er den amerikanske sentralbankens foretrukne prisvekstmål. I februar var PCE-veksten 2,5 prosent år/år, og veksten synes å ha stabilisert seg over inflasjonsmålet til sentralbanken. Den amerikanske sentralbanken holdt da også renten i ro på møtet 21. mars. Mediananslaget til den pengepolitiske komiteen indikerer tre rentekutt i år. Konsumprisindeksen for mars viste imidlertid litt sterkere prisvekst enn ventet, som løftet renteforventningene i markedet. Pengemarkedsrentene peker nå mot færre enn to kutt i år. Det ventes at PCE-prisveksten i mars var 2,6 prosent år/år, mens kjerneprisveksten (prisvekst utenom energi og mat) var 2,7 prosent.

Hallvard Mørck

Kalender		Sist	Nå
Man 1600	ØMU: Forbrukertillit, apr	-14,9	-14,4
Tir 1000	ØMU: Flash-PMI, apr	50,3	50,8
Tir 1030	UK: Flash-PMI, apr	52,8	52,7
Tir 1545	US: Flash-PMI, apr	52,1	52,0
Ons 0800	SWE: Arbeidsledighet, apr	8,5%	
Ons 1000	DEU: Ifo Business Climate, apr		
Tor 0800	NOR: AKU, mar	3,6%	
Tor 0800	NOR: Omsetning varehandel, mar (å/å)	-3,1%	
Tor 1430	US: BNP, Q1 (kvt/kvt, årlig rate)	3,4%	2,4%
Tor 1430	US: PCE-deflator advance, Q1 (kvt/kvt)	2,0%	3,4%
Fre 0800	NOR: Varehandel/varekonsum, mar		
Fre 0800	NOR: Prod.indeks B&A, mar (å/å)	-0,7%	
Fre 1430	US: PCE-inflasjon, mar	2,5%	2,6%

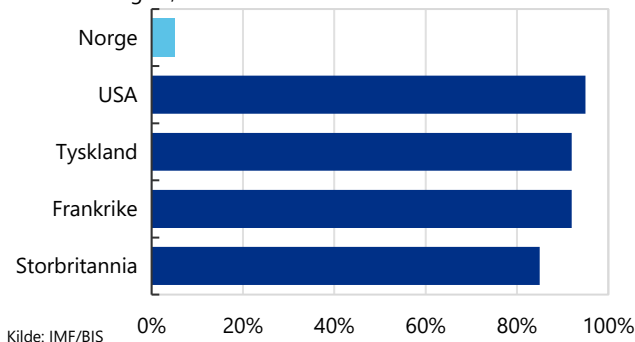
Rentene i Norge og verden har de siste to årene blitt økt i rekordtempo. I siste [World Economic Outlook](#) har IMF undersøkt effekten av pengepolitikk i et bredt panel av ulike land, med fokus på hvordan dette relaterer seg til boligmarkedet og boliglån. Resultatene tyder på at norske husholdninger er spesielt utsatte.

IMFs hovedfunn er at virkningene av pengepolitikken på boligpriser og konsum er blitt svakere over tid, men at det er store forskjeller mellom land. Dette bunner i ulike nasjonale karakteristika for boligmarkedet og boliglånsmarkedet, så som reguleringen av maksimal belåningsgrad, andel fastrentelån, samt husholdningenes gjeld som andel av BNP. Disse forholdene er med på å bestemme hvor stor effekt renteøkninger har på husholdningenes rentebelastning og dermed konsum. At økte renter legger beslag på en større andel av disponibel inntekt, som i tur reduserer husholdningens konsum, er kjent som kontantstrømkanalen. Tidligere studier har vist at denne kanalen er sentral for å forklare hvordan konsumet i Norge responderer på endringer i pengepolitikken.¹

I Norge har vi strengere reguleringer på maksimal belåningsgrad enn i f.eks. USA, Tyskland og Frankrike. Dette svekker isolert sett kontantstrømkanalen og gir mindre respons i konsum og boligpriser. Samtidig er det flere land som har langt strengere reguleringer på dette området enn Norge. Derimot har Norge en svært lav andel fastrentelån, jf. figuren under. Av 38 land inkludert i studien er det bare tre land med lavere andel enn Norge. Ved fastrentelån vil ikke renteøkninger påvirke husholdningens rentebelastning før fastrentekontrakten løper ut eller det inngås et nytt lån. IMF viser at i land med en høy andel fastrentelån er effekten på konsumet både mindre og forsinket, men at forskjellen er størst når pengepolitikken strammes inn. I motsatt tilfelle, når rentene settes ned, vil husholdningene kunne refinansiere fastrentelånene og få lavere rente, på samme måte som ved et lån med flytende rente. IMF finner også at bruken av fastrentelån internasjonalt har tiltatt de siste tiårene, som kan forklare hvorfor effekten av pengepolitikk på konsum har svekket seg. Andel fastrentelån i Norge har imidlertid falt i samme periode.

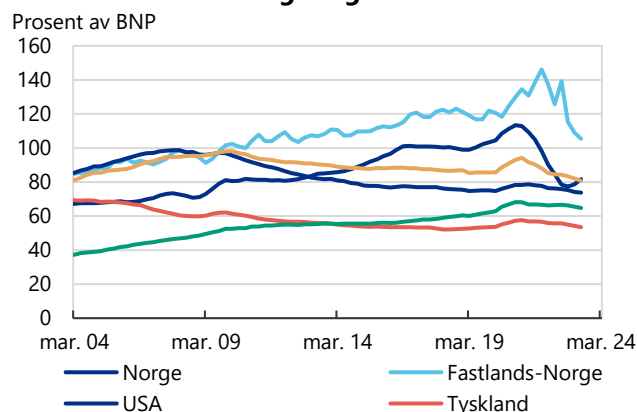
Fastrentelån hos husholdningene

Andel av boliglån, 2022



Rentens gjennomslag på forbruket er størst der lav fastrenteandel kombineres med høy gjeld hos husholdningene. Også her skiller Norge seg ut, og blir trukket frem som et land med særlig stor husholdningsgjeld. Gjeldsandelen, målt som husholdningenes og ideelle organisasjoners gjeld som andel av BNP, falt siden toppen i 2022, men er likevel svært høy i internasjonal målestokk, jf. figuren under.

Kreditt til husholdninger og ideelle



Kilde: LSEG Datastream / Bank of International Settlements / NHO

IMF har ikke sett på effekten av pengepolitikk spesifikt for Norge. Det er mulig at norske husholdningers evne til å tåle svingninger i renten er grunnen til at vi i utgangspunktet har en lav andel fastrentelån og høy gjeld blant husholdningene. Likevel er det et tankekors at vår lille, åpne økonomi skiller seg ut på disse karakteristikene. Å følge høyere rentenivåer hos handelspartnere er mer utfordrende om norske husholdninger blir mer negativt påvirket enn andre. På den annen side er Norge svært påvirket av hva som skjer i landene rundt. I løpet av de siste årene har rentedifferansen overfor utlandet minket, som har bidratt til en svakere krone. På grunn av effekten av rentedifferansen på kronekursen, og kronekursens videre effekt på inflasjonen, er det dermed også problematisk for Norges Bank å avvike for mye fra andre sentralbanker. En sterkere innenlandsk effekt av renteendringer i Norge enn i andre land gjør ikke Norges Banks jobb noe lettere.

Espen Skretting

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.marock@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

¹ Se eksempelvis [Holm et al \(2021\): The Transmission of Monetary Policy under the Microscope](#)