

Økonomisk overblikk 2/2022

Utsikter
2022-2024

Tema:
Energipriser i et
usikkert marked



Innhold:

Sammendrag	2
Prognoser	5
1 Internasjonal økonomi.....	6
1.1 USA.....	8
1.2 Eurosonen.....	9
1.3 Storbritannia.....	11
1.4 Sverige.....	12
1.5 Fremvoksende økonomier	13
2 Norsk økonomi.....	15
2.1 Sterk konsumvekst i år	15
2.2 Dempet boligprisvekst fremover	16
2.3 Høye næringsinvesteringer i år	17
2.4 Løft i oljeinvesteringene neste år.....	18
2.5 Rekordhøy handelsbalanse.....	19
2.6 Fortsatt høy aktivitetsvekst	19
2.7 Stramt arbeidsmarked	21
2.8 Mot strammere tider i budsjettpolitikken	26
2.9 Renten skal opp	28
2.10 Høyere underliggende prisvekst.....	29
3 Tema: Verdien av stabilitet	31
3.1 Variasjon er normalen	31
3.2 Usikkerhet og risiko.....	33
3.3 Kilder til usikkerhet	34
3.4 Respons på usikkerhet.....	38
4 Tema: Energipriser i et usikkert marked	45
4.1 Prisforventninger og investeringer i energiproduksjon	45
4.2 Faktorer som påvirker energiprisene	47
4.3 Prisbildet i Europa i 2022.....	49
4.4 Politiske tiltak i 2022 som påvirker energitilgang og etterspørsel.....	51
4.5 Nye usikkerhetsmomenter fremover som følge av politiske tiltak i Europa.....	52

Sammendrag

Tjuetjueto var året da vi skulle legge to år med pandemi bak oss, og vende tilbake til en slags ny normal. Slik ble det ikke. Året var knappe to måneder ungt da Russland invaderte Ukraina, og over natten endret de økonomiske utsiktene til det verre.

Når denne rapporten legges frem, har krigen vart i 121 dager. Som TV-bildene vitner om er krig systematisk ødeleggelse. Konsekvensen er massiv etterspørsels- og produksjonssvikt her og nå, men også lavere fremtidig vekstevne. I april anslo IMF at Ukraina vil få et BNP-fall på 35 prosent i år. Det kan bli mindre, men det kan også bli mer.

Krigen har liten direkte betydning for russisk økonomi. Det som rammer, er de vestlige sanksjonene, både de offentlige og de selvpålagte. Eksportsvikt og redusert tilgang på vestlig teknologi og finansiering vil trolig påføre Russland sitt dypeste tilbakeslag siden 1990-tallet. IMF anslår et BNP-fall på 8½ prosent i år, andre opp mot det dobbelte.

Både Russland og Ukraina er imidlertid relativt små økonomier, slik at aktivitetssvikt der har begrenset betydning for resten av verdensøkonomien. Det er som store produsenter og eksportører av energi og råvarer at landene virkelig betyr noe. Russland er verdens største oljeeksportør og dekker om lag en firedel av EUs energiforbruk. Russland, Ukraina og Belarus (som også omfattes av vestlige sanksjoner) er dessuten store produsenter av mat, gjødsel, mineraler og metaller. Faktisk og forventet knapphet har drevet prisene på mat og viktige innsatsvarer videre opp. Krigen har slik bidratt til å forsterke de globale flaskehals- og pressproblemene.

Koronapandemien påførte verdensøkonomien sitt dypeste tilbakeslag i nyere tid. Men takket være relativt rask utrulling av vaksiner, rentekutt og store budsjettstimulanser, ble tilbakeslaget også et av de mest kortlivede. I tillegg førte pandemien og tiltakene til at etterspørsel ble skiftet fra tjenester til varer, og allerede før jul i 2020 var global vareproduksjon og -handel over førkrisenivået. Det første pandemiåret holdt tilbudssiden ganske godt tritt, men utover i 2021 gjorde kapasitetsskrankene seg stadig mer gjeldende, i form av mangel, og dermed økende priser på energi, folk, transport, råvarer og innsatsvarer. I første omgang påvirket dette bedriftenes kostnader, i neste omgang også forbrukerprisene.

Da Russland invaderte var prisveksten i industrilandene allerede oppe i nesten 8 prosent, det høyeste på over 30 år. Siden da har prisveksten lagt på seg ytterligere 1½ prosentenheter. Hoveddriveren er dyrere energi, men også kjerneinflatjonen har tiltatt, og i april var denne drøyt 6 prosent, mot inflasjonsmål som stort sett er rundt 2 prosent.

Lenge syntes den rådende oppfatningen, også blant sentralbankene, å være at den høye prisveksten i stor grad ville være forbigående, ettersom økt tilbud og mer dempet etterspørselsvekst ville avhjelpe flaskehalsene i verdikjedene. Det synet er blitt kraftig utfordret de siste månedene, ettersom prisveksten har fortsatt å tilta, og de kortsiktige inflasjonsforventningene har trukket opp. Da vil bedriftene øke sine utsalgspriser, hvis mulig, og husholdningene jekke opp sine lønnskrav, for å opprettholde forventet kjøpekraft. I tillegg kan høy forventet prisstigning bidra til å fremskynde kjøp, som kan forsterke presset.

Slike tendenser må sentralbankene adressere. De kan ikke tillate inflasjonen å løpe løpsk. Det er årsaken til at flere sentralbanker nå er godt i gang med å heve rentene fra historisk lave nivåer, og at de varsler ytterligere rentehevinger fremover. Bare siden nyttår har de korte pengemarkedsrentene hos Norges handelspartnere steget med ¾ prosentenheter, og markedet priser inn ytterligere 1¾ prosentenheter det neste året. Begge deler er langt mer enn det som var forventet før jul. Samtidig skal sentralbankene også hensynta aktivitetsutvikling og ledighet. Heves renten for raskt, risikerer de å erstatte opptur med nedtur.

Uansett er det slik at bedrifter og husholdninger nå møter motvind fra flere hold. Tregere vareleveranser og mangel på folk holder aktivitet tilbake. Økte priser på råvarer og innsatsvarer svekker bedriftenes bunnlinje og deres ansettelses- og investeringslyst. Større usikkerhet om veien videre har samme virkning. En prisvekst som nå er tett på tosfret gjør tilsvarende innhugg i husholdningenes kjøpekraft. Økte renter svekker også kjøpekraften, og mest der gjelden er høy og innslaget av rentebinding er lite, som Norge.

Ovennevnte forsterkes av at koronapandemien ikke er over. I vårmånedene har Kinas nulltoleranse overfor smitte ført til hyppige nedstengninger som

har redusert aktiviteten i verdens nest største økonomi. På den ene siden har dette forsterket flaskehalsutfordringene, men på den andre siden kan lavere aktivitet i Kina også bidra til å dempe prispresset for mange råvarer, der Kina står for rundt halvparten av globalt forbruk.

Da vi la frem forrige *Økonomisk overblikk* (ØO) 1. mars hadde krigen vart i knapt fem døgn. Vi valgte da å ikke endre anslagene som følge av krigen, ettersom det var stor usikkerhet om forløp og konsekvenser. I stedet publiserte vi en oppdatering 18. mars, der vi grovt sagt jekket inflasjonsanslagene opp og vekstanslagene ned. Vurderingene vi gjorde i oppdateringen synes så langt å ha stått seg rimelig godt, men er samlet sett likevel litt svakere.

Vi anslår nå en global vekst på 3 prosent i år, mot 4¼ prosent i forrige ØO. Handelspartnernes BNP anslås å vokse med knapt 3 prosent i år, mot 4 prosent sist. Med ett kvartal unnagjort av året, innebærer dette at den underliggende, annualiserte aktivitetsveksten hos handelspartnerne anslås til moderate 1½ prosent resten av året. Dette er det halve av marsifarten vi så for oss i forrige ØO. I årene 2023-24 venter vi at handelspartnernes BNP vil vokse nær trendveksten på 2 prosent årlig, mens globalt BNP vil øke med drøyt 3¼ prosent årlig.

Risikoen ved anslagene synes å være på nedsiden. Ikke minst kan prisveksten forbli høy lenger enn vi nå antar. Det kan i så fall føre til enda høyere renter og enda lavere aktivitetsvekst. For balansens skyld er det imidlertid allerede tegn til at enkelte priser, f.eks. fraktrater, har sluttet å vokse. Det styrker troen på at inflasjonsratene vil avta utover i året.

Den overordnede beskrivelsen av norsk økonomi de siste årene har mye til felles med utviklingen rundt oss. Pandemien påførte oss det dypeste tilbakeslaget og den høyeste ledigheten i etterkrigstiden. Aktivitetsbunnen var i april 2020, og siden har økonomien vokst, om enn i rykk og napp. Førkrisenivået ble passert i juni i fjor, og i mars i år var aktiviteten vel 3 prosent over førkrisenivået, og dermed mer eller mindre tilbake på den anslåtte førkrisetrenden.

Sterk aktivitetsvekst har ført til sterk vekst også i sysselsettingen, og ifølge nasjonalregnskapet har fastlandssysselsettingen økt med 113 000 personer det siste året, tilbake til førkrisenivået. Særlig har jobbveksten vært sterk i de næringene som ble hardest rammet under pandemien. Motsatsen til høy

jobbvekst er stadig færre arbeidsledige. Ved utgangen av mai var det sesongjustert vel 50 000 personer registrert som helt ledige hos NAV, tilsvarende 1,7 prosent av arbeidsstyrken. Dette er den laveste ledigheten siden 2008. Antall ubesatte stillinger er over dobbelt så mange. Knappheten på arbeidskraft speiles godt i vårt kvartalsvise økonomibarometer: Over halvparten av bedriftene oppgir at mangel på kvalifisert arbeidskraft hemmer deres ekspansjon – også dette det høyeste på snart fjorten år. Mangelen skyldes at oppsvinget har kommet raskt, mens ansettelse tar tid, at utenlandske arbeidstakere som dro under pandemien ikke har kommet tilbake, og at andre som mistet jobben, kan ha endret bransje eller arbeidsmarkedstilknytning.

Mens knappheten er en hemsko, er det også en mulighet. Andelen sysselsatte i arbeidsfør alder er nå den høyeste siden 2008. Bedriftene tvinges til å bli mindre kresne, til å gi dem med mer mangelfull CV en sjanse. Dette kan bidra til å hindre utenforskap, og er i seg selv positivt.

Mangel på arbeidskraft er ikke det eneste som holder aktivitet tilbake. To av tre bedrifter sier at høyere kostnader gjør det samme. Seks av syv oppgir at kostnadene nå stiger "mer enn normalt", og tre av fem frykter at dette vil svekke bunnlinjen. Mens nå-situasjonen gjennomgående vurderes som svært god, er stadig flere av bedriftene bekymret for sine markedsutsikter. For eksempel kan usikkerhet om kostnadsutviklingen holde investeringslysten tilbake, slik vår siste medlemsundersøkelse tyder på.

Likeledes er det liten tvil om at prisgaloppen også rammer husholdningene, både direkte og indirekte. I mai var konsumprisveksten 5,7 prosent år/år, som er det høyeste på over tre tiår. Et stramt arbeidsmarked, med høy anslått lønnsvekst og så langt tiltakende prisvekst peker også mot at Norges Bank vil justere opp sin rentebane på rentemøtet 23. juni. I mars signaliserte banken at de tre "kvarteringene" som var levert siden i fjor sommer ville få følge av ytterligere syv innen utgangen av 2023, som innebar en anslått dobling av boliglånsrenten fra 2 til 4 prosent. Nå i juni tror vi rentebanen vil bli justert opp ytterligere ½ prosentenheter. Med rekordhøy gjeldsrate i husholdningene vil dette bite, samtidig som høy sparing under pandemien og sterk jobbvekst vil bufre dette. Samlet anslås nå en forbruksvekst på nærmere 8 prosent i år, men adskillig mer moderat vekst i årene etter.

Hittil i år har boligprisveksten vært overraskende høy, blant annet fordi endringer i avhendingsloven har bidratt til å dempe boligtilbudet. Boligmarkedet er fortsatt stramt, med få usolgte boliger og kort liggetid. Relativt lav igangsetting tilsier at markedet vil kunne forbli stramt. Det er noe av årsaken til at vi ikke venter at økte renter vil føre til boligprisfall. Men prisveksten vil trolig dempes, ned mot 2-tallet neste år. Også veksten i boliginvesteringene vil ventelig bli lav de nærmeste årene.

Samlet ligger Fastlands-BNP an til å vokse 3½ prosent i år, ½ prosent mindre enn vi anslo i forrige ØO. At nedjusteringen er mindre for Norge enn for våre handelspartnere skyldes at Norge som stor råvare- og energieksporør også tjener på enkelte av utslagene av krigen i Ukraina. Til neste år regner vi imidlertid med at veksten vil avta mot mer normal marsjfart, i underkant av 2 prosent. I så fall vil arbeidsledigheten forbli lav gjennom vår anslagsperiode. I og med at det innebærer en oppsiderisiko på lønns- og prisveksten, kan det tenkes at det må enda sterkere rentelut til for å få farten ned i norsk økonomi. Tilsvarende vil et svakere vekstbilde rundt oss også kunne trekke ned veksten her.

Denne rapporten inneholder to temakapitler. Det første, *Verdien av stabilitet når usikkerhet er normalen*, ble publisert i forbindelse med NHOs årskonferanse 12. mai i år. Kapitlet innledes med en beskrivelse av den økonomiske variasjonen bedrifter og andre står overfor, ser deretter på ulike kilder til usikkerhet og avslutter med å drøfte hvordan vi kan

og bør forholde oss til ulike former for usikkerhet. Blant annet pekes det på hvordan gode, stabile rammevilkår og vellykket makroøkonomisk stabiliseringspolitikk kan bidra til å redusere den usikkerheten bedriftene står overfor. Det påpekes at usikkerhet har en kostnad, fordi det fører til lavere etterspørsel enn en mer sikker verden vill gitt opphav til. Dermed vil også tiltak som reduserer usikkerhet og risiko ha en økonomisk verdi (så sant tiltakskostnadene i seg selv ikke blir veldig høye).

Det andre temakapitlet er i høyeste grad relatert til det forrige. Det drøfter driverne bak energiprisene, og utsiktene for disse, i dagens usikre markeder. I den grad usikkerhet kan holde tilbake investeringsbeslutninger i andre næringer, er det særlig tilfelle i energibransjen, som både er preget av svært kapitaltunge investeringer, lange ledetider fra tillatelse til produksjonsstart, og dessuten svært lange produksjonsperioder. I energimarkedene er mer i spill enn på lenge. Overordnet er det transisjonen fra et energisystem som i stor grad har vært basert på karbonbasert energi til et basert på fornybar energi, på litt mer detaljert nivå er det den pågående utviklingen av nytt rammeverk for produsenter og forbrukere, og utviklingen av ny teknologi på en rekke områder. Begge deler skaper usikkerhet om fremtidige priser for ulike energibærere. Russlands invasjon i Ukraina har dessuten brakt sikkerhetspolitiske vurderinger inn i bildet, og bidratt til å forsterke EUs ambisjoner om redusert forbruk av karbonbasert energi.

Prognoser

	Nasjonal- regnskapet	NHOs anslag for makroøkonomiske hovedstørrelser		
	2021	2022	2023	2024
Konsum i husholdninger mv.	4,9	7,9	2,7	1,1
Konsum i offentlig forvaltning	3,8	0,7	1,0	1,0
Bruttoinvestering i fast realkapital	-0,9	1,4	2,1	0,3
- Utvinning og rørtransport	-2,7	-10,0	8,0	8,0
- Fastlands-Norge	0,0	4,3	0,9	-1,3
- Næringer	2,2	7,4	-0,7	-4,6
- Boliger (husholdninger)	0,6	2,0	3,2	1,8
- Offentlig forvaltning	-4,0	1,1	1,5	1,5
Etterspørsel fra Fastlands-Norge (ekskl. lagerendringer)	3,4	5,0	1,8	0,5
Eksport i alt	4,7	3,7	6,2	3,1
Tradisjonelle varer	6,7	-0,4	5,5	3,2
Råolje og naturgass	2,8	4,1	3,4	1,5
Import i alt	2,3	9,1	6,0	3,0
Bruttonasjonalprodukt	3,9	3,9	2,9	1,7
BNP Fastlands-Norge	4,1	3,5	2,2	1,7
Sysselsetting	1,2	2,5	1,1	0,9
Arbeidsledighet (AKU)	4,4	3,1	3,1	3,4
Registrert ledighet	3,1	1,9	1,7	2,0
Årslønn	3,5	3,7 ¹⁾		
Konsumpriser	3,5	3,3 ²⁾	2,8	2,2
Boligpriser	10,5	5,7	2,5	1,5
Pengemarkedsrente	0,5	1,7	3,0	3,5

1) Resultat fra hovedoppgjøret mellom Fellesforbundet og Norsk industri, anslått ramme på årslønnsvekst.

2) TBUs anslag, NOU 2022:4 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2022.

1 Internasjonal økonomi

Global økonomi har de siste årene gått fra en krise til den neste. Pandemi og nedstengning påførte verdensøkonomien sitt største tilbakeslag i et enkeltår i nyere tid. Gjenåpning, økonomiske stimulanser og vridning i etterspørselen fra tjenester til varer ga imidlertid rask innhenting av aktiviteten. En konsekvens av vridningen og det raske oppsvinget var at pressproblemer begynte å melde seg utover i 2021, i form av flaskehals i verdi- og forsyningskjeder. Det bidro til at prisveksten begynte å tilta. Allerede i starten av året rapporterte en rekordhøy andel bedrifter i flere land at tilgang på materialer og komponenter var en begrensende faktor for produksjonen. Fraktratene var rekordhøye, jf. figuren under. Konsumprisveksten i OECD-området var i januar i år den høyeste på over 30 år.

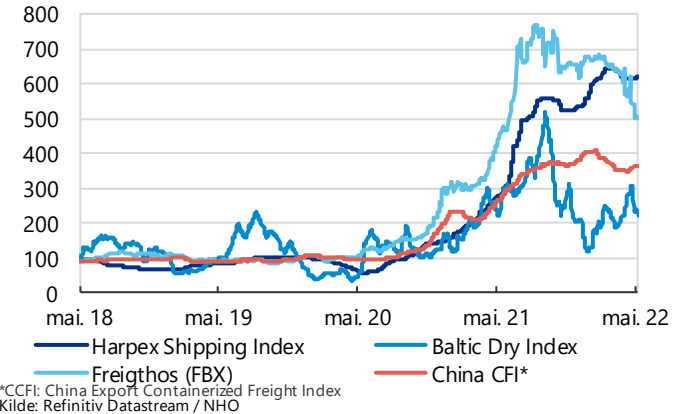
Samtidig som flere vestlige land var i ferd med å legge koronapandemien bak seg etter nyttår i år, ble verdensøkonomien rammet av nok en krise i kjølvannet av Russlands invasjon av Ukraina 24. februar. Mens krigshandlingene og ødeleggelsene i Ukraina anslås å redusere landets BNP med en drøy tredel i år, vil sanksjoner – både myndighets- og selvpålagte – bidra til å redusere Russlands BNP med omkring 10 prosent. De store tilbakeslagene i disse landene er imidlertid i seg selv ikke nok til å velte verdensøkonomien. Det som får virkning, er derimot landenes store betydning som viktige produsenter av råvarer. Russland står for 12 prosent av global oljeproduksjon, 17 prosent av global naturgassproduksjon, samt betydelige andeler av flere metaller. Sammen med Ukraina og Belarus er landet også viktig innenfor landbruk og mineraler. Således bidrar krigen i Ukraina til å forverre flere av de eksisterende utfordringene knyttet til råvaretilgang og priser. Det gir motvind for global, og særlig europeisk, økonomi. Siden Europa importerer mye energi fra Russland er de sårbare for forstyrrelser i russiske forsyningsleveranser. Det er også vanskelig å finne leverandører som kan erstatte de russiske gassforsyningene på kort sikt. Usikkerhet om energiforsyninger og høyere priser på energi treffer således europeisk økonomi hardt.

Verdensøkonomien møter imidlertid motvind fra flere kanter. Det er også høy inflasjon utenfor Europa, jf. figuren under. Høy prisvekst svekker kjøpekraften. I tillegg er høy inflasjon en forklaring bak hvorfor forbruker- og bedriftstilliten har falt den

siste tiden. Svekket fremtidsstro kan bidra til at forbrukere utsetter kjøp og bedriftene setter investeringer på vent. Høy inflasjon har ført til at sentralbankene har begynt å heve rentene. Og flere rentehevinger er i kjømda jf. figuren under. Det vil også bidra til å redusere kjøpekraft og etterspørsel. Rentehevingene har kommet raskere enn vi la til grunn i

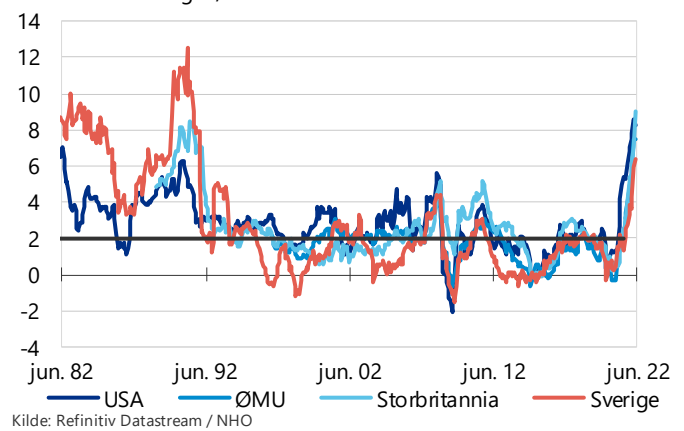
Verden: Fraktrater

Indeks, 1.1.2020 = 100



Konsumpriser

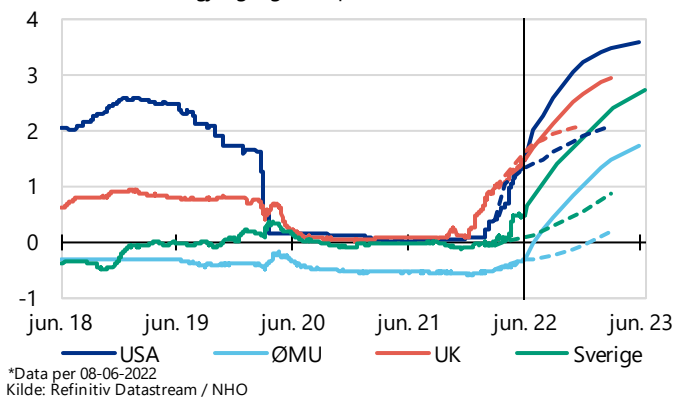
Prosentvis endring år/år



3-mnd pengemarkedsrenter

Prosent. Basert på 3-mnd FRA-kontrakter

Heltrukket: Siste tilgjengelige*. Stiplet: 3 mnd siden



forrige rapport. Rentenivået ligger også høyere gjennom prognoseperioden. Samtidig har det vært uro i finansmarkedene de siste månedene. S&P 500 har falt drøyt 16 prosent siden toppen i januar, mens teknologitunge Nasdaq har mistet en firedel av verdiene siden i fjor høst. Kursfallene kan dels forklares av høyere renter. Økte renter reduserer verdien av fremtidige kontantstrømmer, som gir lavere selskapsverdier. I tillegg har økte renter dempende effekter på etterspørselen og dermed inntjeningspotensialet til selskapene. Lavere aksjekurser og høyere renter kan redusere kapitaltilgangen for bedrifter. Økt volatilitet i finansmarkedene signaliserer økt usikkerhet blant investorer.

I Kina har nulltoleranselinjen mot koronavirus gitt nye runder med strenge smitteverntiltak og nedstengninger. Det vil kunne forverre flaskehalsutfordringene i globale verdi- og forsyningskjeder. Landets viktige eiendomsnæring har siden i fjor sommer gått tregt. Det skyldes bl.a. myndighetenes håndtering av gjeldstvingende selskaper, slik som f.eks. Evergrande. Lavere marsjfart i verdens nest største økonomi vil senke veksttakten i verdensøkonomien. På den annen side vil lavere aktivitetsvekst i Kina kunne dempe presset i råvaremarkedene. Det vil kunne dempe råvareprisene og slik bidra til lavere konsumprisvekst utover året.

Til tross for de mange motvindene legger vi likevel til grunn at verdensøkonomien får en myk landing dvs. unngår et tilbakeslag. Det skyldes at motvindene kommer på et "godt" tidspunkt, siden den underliggende aktivitetsveksten og kapasitetsutnyttningen er høy. I tillegg har husholdningene i mange vestlige land bygget seg opp store sparebuffer som de kan tære på. Dessuten forventer vi at etterspørselen vil fortsette å vris tilbake mot tjenester. Det vil bidra til å redusere flaskehalsutfordringene på sikt. Globalt BNP anslås å vokse 3 prosent i år. Det er en nedjustering på vel 1 prosentenheter siden *Økonomisk overblikk 1/2022*, og en halvering av marsjarten fra i fjor. Global BNP-vekst anslås til hhv. 3¼ og 3½ prosent i 2023 og 2024. Det er om lag på linje med gjennomsnittet de siste ti årene.

Anslagene har betydelig nedsiderisiko. For det første kan krigen i Ukraina trekke ut i tid, og konfliktnivået globalt eskalere ytterligere. Det kan ytterligere forverre flaskehalsutfordringene og øke prisveksten, f.eks. som følge av enda strengere sanksjoner som kan gjøre råvaretilgangen vanskeligere. Det

Tabell: BNP-anslag

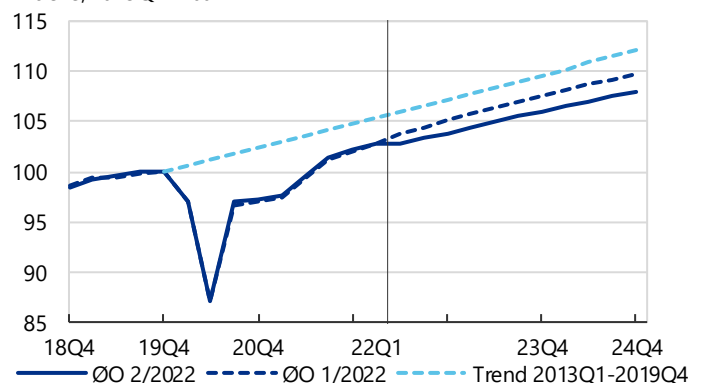
	Andel	Prosentvis endring år/år			
	2021	2021	2022	2023	2024
Verden	100,0	6,1	3,0	3,3	3,4
Industrielland	42,1	5,2	2,8	2,0	1,7
USA	15,7	5,7	2,6	1,9	1,6
Eurosonen	12,0	5,3	2,8	1,8	1,7
Tyskland	3,3	2,8	2,0	2,1	1,5
Frankrike	2,3	7,0	2,7	1,4	1,5
Italia	1,9	6,7	2,6	1,5	1,3
Spania	1,4	5,1	4,2	2,6	2,4
Storbritannia	2,3	7,5	3,7	1,0	1,5
Sverige	0,4	4,8	2,2	2,0	1,7
Danmark	0,3	4,1	3,0	1,9	1,8
Japan	3,8	1,6	2,0	1,9	0,8
Vekstøkonomier	57,9	6,8	3,2	4,2	4,6
Kina	18,6	8,1	4,0	5,1	5,1
India	7,0	8,9	7,5	6,2	7,0
Russland	3,1	4,7	-10,0	-0,7	1,5
Brasil	2,4	4,6	0,6	1,3	2,2
Handelspartnere*		5,5	2,9	2,0	1,9

*USA, Eurosonen, Storbritannia, Sverige, Danmark, Polen, Russland, Japan, Kina, Sør-Korea for påløpte tall. Komprimert aggregat for prognoseperiode: USA, Eurosonen, Storbritannia, Sverige og Kina. Fastlandseksportvekter fra 2019.

Kilde: Refinitiv Datastream / IMF WEO / Consensus Economics / NHO

BNP: Norges handelspartnere*

Indeks, 2019Q4=100



*USA, ØMU, Storbritannia, Sverige og Kina. Faste fastlandseksportvekter fra 2019. Kilde: NHO, Økonomisk overblikk 2/2022

kan i sin tur medføre at sentralbankene hever rentene mer og raskere enn forventet. I tillegg er det uvisst i hvilken grad rentene virker på økonomien. Gjeldsgraden har økt blant bedrifter, husholdninger og myndigheter under pandemien. Ved høyere gjeldsgrad øker kostnadene for bedrifter og forbrukere mer når rentene heves, enn ved lavere gjeldsgrad. Det kan redusere etterspørselen mer enn lagt til grunn. Økte renter reduserer også husholdningenes gjeldsbetjeningsevne, som kan redusere boligprisene. I OECD lå boligprisene i fjerde kvartal 2021 nesten 25 prosent høyere enn i fjerde kvartal 2019. Lavere boligpriser vil redusere husholdningenes formue og etterspørsel. Risikoen for nye virusmutasjoner fremdeles til stede gitt at en tredel av verdens befolkning fremdeles ikke er vaksinert. Enda lavere fart i kinesisk økonomi er også en nedsiderisiko for

anslagene våre. På oppsiden vil en raskere løsning på globale flaskehalsutfordringer og en raskere nedgang i råvare- og konsumprisveksten kunne gi verdensøkonomien et større løft enn vi legger til grunn.

Hos våre viktigste handelspartnere utenom Kina (USA, eurosonen, Storbritannia og Sverige) økte BNP beskjedne 0,3 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, etter kvartalsvise vekstrater på hhv. 1,9 og 0,7 prosent i andre halvår 2021. Lavere vekst i første kvartal skyldes bl.a. nedstengninger knyttet til omikronbølgen i vinter, effekter av Russlands invasjon av Ukraina og svekket kjøpekraft for mange husholdninger. Vi anslår BNP-veksten hos Norges handelspartnere til knapt 3 prosent i år og om lag 2 prosent de neste par årene. Til sammenligning var anslagene for 2022 og 2023 hhv. 4 og 2^{1/2} prosent i vår forrige rapport. Nedjusteringen indikerer at de utenlandske vekstimpulsene for norsk eksport fremover blir svakere enn tidligere lagt til grunn.

1.1 USA

Målt som årlig rate avtok amerikansk BNP 1,5 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Mesteparten av nedgangen skyldes lavere offentlig etterspørsel. På tross av tilbakeslaget er den underliggende aktiviteten i økonomien god. Det private forbruket står for vel to tredeler av BNP, og er den viktigste vekstmotoren i amerikansk økonomi. Forbruket vokste 2,7 prosent årlig rate fra fjerde til første kvartal. Forbruksveksten var drevet av økt tjenestekonsum, i tråd med at etterspørselen vris tilbake mot tjenester. Vridningen ventes å fortsette fremover. Det kan bidra til å dempe presset i de globale verdi- og logistikkjedene.

Det amerikanske arbeidsmarkedet er stramt. Sysselsettingen tiltar. Fra desember til mai ble det skapt drøyt 2,4 millioner nye jobber utenom landbruket. På tross av jobbveksten ligger antallet jobber fortsatt 0,5 prosent under førkrisenivået fra februar 2020. Arbeidsstyrken er også mindre, bl.a. som følge av at yrkesdeltakingen er 1,0 prosentenheter lavere enn før pandemien. I april kom antallet nye ukentlige dagpengemottakere ("initial claims") ned i 168 000, det laveste siden 1968, men i mai økte antallet til knapt 200 000, om lag på linje med ukese gjennomsnittet i 2019. Ledigheten var i mai kommet ned i 3,6 prosent, godt under de 4^{1/2} prosent som

anslås å være konsistent med konstant lønn- og prisvekst. Det indikerer lite ledig kapasitet i økonomien. I april var det knapt 6 millioner helt arbeidsledige, men 11,4 millioner ubesatte stillinger. Det betyr at det nesten er to ubesatte stillinger for hver arbeidsledig. Arbeidsgiverne må derfor i større grad konkurrere om arbeidskraften. Det er med på å by opp lønningene. Median timelønnsvekst for arbeidstakere i USA var i april 4,7 prosent år/år – det høyeste siden 2002.¹

Konsumprisveksten var 8,3 prosent år/år i april. Selv om prisveksten avtok noe fra mars, er inflasjonen den høyeste på over 40 år. Prisveksten på energi og drivstoff står for en del av oppgangen, men bidraget fra energi er mindre i USA enn i Europa, jf. kapittel 1.3. Mye skyldes lavere gasspriser i USA enn i Europa. Siden gass fraktes i rør er gassmarkedene mer regionale. Det er til forskjell fra olje som i større grad fraktes med skip som kan sendes hvor som helst i verden. Liten eksponering mot russisk gass og mer regionale gassmarkeder har derfor gitt mindre utslag i amerikanske energipriser. Utenom energi og matvarer var konsumprisveksten 6,2 prosent år/år. Noe av oppgangen kan trolig forklares med økte priser på innsatsfaktorer og råvarer, men det er prisveksten på tjenester som står for majoriteten av veksten i kjerneinflasjonen. Det har trolig dels sammenheng med tiltakende lønnsvekst. For mange bedrifter, særlig i tjenestesektoren, utgjør lønnskostnader brorparten av kostnadene. Når bedriftenes (lønns)kostnader øker, vil noe av kostnadsøkningen veltes over i salgsprisene. Det kan bidra til at lønns- og prisspiraler får feste i økonomien, slik at prisveksten tiltar.

Prispresset i økonomien har fått sentralbanken til å gjøre kuvending. For ett år siden forventet ikke sentralbanken noen rentehevinger de neste årene. Siden mars i år er rentene allerede hevet fra 0–¹/₄ til ³/₄–1 prosent. Og flere rentehevinger er i kjømda. Finansmarkedene priser inn at styringsrenten vil være drøyt 3 prosent om ett år. Det vil gi kontraktive impulser inn mot økonomien, og bidra til at prisveksten avtar. For sentralbanken er utfordringen å få ned inflasjonen uten at aktiviteten og arbeidsmarkedet svekkes så mye at økonomien går inn i en resesjon. Den pengepolitiske innstrammingen påvirker også finansmarkedene. Svakere vekstutsikter og høyere renter har bidratt til at både amerikanske og

¹ Målt som glidende gjennomsnitt siste 12 måneder.

globale aksjekurser har falt den siste tiden. I tillegg iverksatte Fed i juni planene om å redusere størrelsen på balansen, som har økt mye de siste par årene som følge av sentralbankens støttekjøp av verdipapirer. Det bidrar til å trekke lange renter ytterligere opp.

Det underliggende prispresset i USA er høyt. Det skyldes bl.a. et stramt arbeidsmarked som har fått lønnsveksten opp. Det taler for at den høye inflasjonen i USA kan bli langvarig. Renteoppgangen vil bidra til at forbruksveksten avtar, som vil dempe aktivitets- og sysselsettingsveksten som i tur bidrar til at prisveksten avtar på sikt. Imidlertid forventer vi ingen bråstopp i forbruksveksten. Det er det flere grunner til: (i) Jobb- og lønnsvekst vil støtte opp under husholdningenes inntekter, (ii) husholdningene har fortsatt store sparereserver de kan tære på og (iii) husholdningenes gjeldsgrad er redusert siden finanskrisen slik at en renteoppgang vil ha mindre gjennomslag på forbruket. Med utsikter til fortsatt forbruksvekst forventes amerikansk økonomi å vokse 2,5 prosent i år og 1,9 prosent til neste år. Nedsiderisikoen knytter seg primært til hvor vedvarende den høye inflasjonen blir og i hvilken grad rentene påvirker real- og finansøkonomien. Sistnevnte effekter kan bl.a. skyldes at økte renter trigger en nedgang i bolig- og aksjepriser som reduserer etterspørsel og aktivitet.

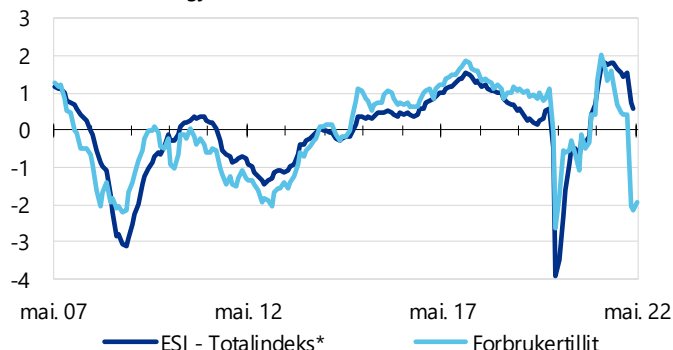
1.2 Eurosonen

BNP i eurosonen vokste 0,6 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Aktivitetsveksten i de to siste kvartalene er blitt dempet av smitte og smitteverntiltak. Styrken i innhenting etter pandemien varierer mellom land. Med få unntak er alle de mindre landene godt over førkrisenivået. I de fire største økonomiene er innhenting imidlertid noe svakere. I første kvartal i år lå Frankrikes BNP 0,3 prosent over nivået i fjerde kvartal 2019, Italias var på samme nivå, Tysklands var 0,9 prosent lavere og Spanias hele 3,4 prosent lavere. Det er særlig den svake utviklingen i det private forbruket som har dempet vekstoppvinget. Husholdningenes konsum lå i første kvartal i år fortsatt under førkrisenivået i alle landene. Detaljhandelen utenom motorvogner svekket seg ytterligere fra fjerde til første kvartal. Bilsalget går også tregt. Antallet nybilregistreringer i årets første fire måneder lå om lag 100 000 enheter under antallet i samme periode i fjor. Forklaringer bak den beskjedne forbruksutviklingen er dels smit-

tevernrestriksjoner i første kvartal, dels høyere priser og flaskehalsutfordringer hos leverandører, dels svekket forbrukertillit.

ØMU: Stemningsindikator

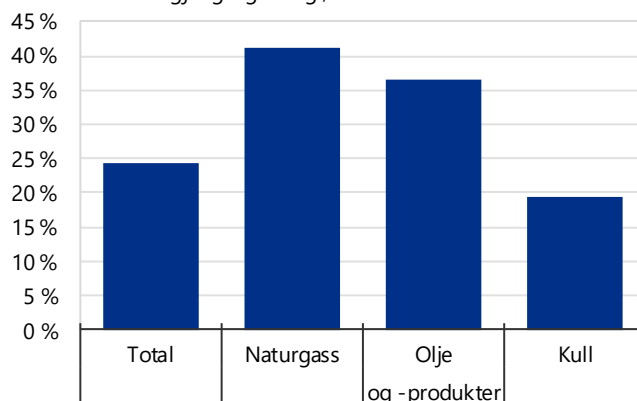
Standardavvik fra gjennomsnitt siste 20 år



ESI fremkommer som et vektet gjennomsnitt av indeksene for industri (40%), tjenester (30%), forbrukere (20%), bygg og anlegg (5%) og varehandel (5%).
Kilde: Refinitiv Datastream / DG ECFIN / NHO

EU27: Import fra Russland

Prosent av total tilgjengelig energi, 2020



Kilde: Eurostat / NHO

Russlands invasjon av Ukraina 24. februar i år har vært med på å surne fremtidsroen til husholdninger og bedrifter i Europa. Det er det flere grunner til. For det første blir en firedel av EUs energi importert fra Russland, jf. figuren over. EU er særlig avhengige av russisk naturgass som står for 40 prosent av gassen som anvendes i EU. Brorparten av gassen anvendes av husholdninger og bedrifter til hhv. oppvarming og som innsatsfaktor i produksjonen. Usikkerhet om russisk produksjon og forsyninger av energi, samt prisoppgang på energivarer er med på å forklare at forbruker- og bedriftstilliten har svekket seg de siste månedene. Mer generelt bidrar usikkerhet til at husholdningene utsetter store kjøp, og at bedriftene setter investeringsprosjekter på vent. Kriegen og sanksjonene forsterker de allerede eksisterende utfordringene knyttet til flaskehalsutfordringer og prisoppgang. Eksempler er ukrainske leverandører av ledningsnett til europeisk bilindustri og

neongass til databrikkeselskaper, eller økte logistikutfordringer som følge av sanksjoner mot russiske selskaper, samt at sjåførere fra bl.a. Ukraina og Belarus har reist tilbake til sine hjemland. I tillegg forrykkes balansen i råvaremarkedene som følge av sanksjonene. Russland er en storprodusent av flere råvarer innenfor energi, metaller og landbruk. Vanskeligere tilgang på disse øker forsyningsutfordringene og driver prisene opp. I Kommisjonens bedriftsundersøkelse i andre kvartal svarte drøyt halvparten av industribedriftene at tilgang på utstyr og materialer er en begrensende faktor på produksjonen.

Også i eurosonen har prisveksten tiltatt. I april var konsumprisene 7,4 prosent høyere enn ett år tidligere. Økte priser på energivarer, herunder drivstoff, elektrisitet og gass, sto for drøyt halvparten av prisveksten. Prisveksten på matvarer ga også et vesentlig bidrag til prisveksten i april. Begge deler avspeiler at råvareprisoppgangen er blitt forsterket av krigen i Ukraina. Blant annet har prisene på europeisk hvete² steget mye. Gjennomsnittsprisen på hvete lå i april og mai om lag 30 prosent høyere enn gjennomsnittsprisen i første kvartal. Tilsvarende har også prisene på europeisk gass (TTF) økt noe fra første kvartal. I tillegg var euroen ved inngangen til juni nesten 5 prosent svakere mot USD enn i februar. En svakere valutakurs gjør importerte varer og tjenester dyrere. Flash-estimatet for mai viste at prisveksten tiltok til 8,1 prosent år/år. Vi forventer at prisveksten i eurosonen blir om lag 7 prosent i gjennomsnitt i år. Vi legger til grunn at råvareprisveksten dempes utover året. I tillegg venter vi at økte renter (jf. omtalen under) vil bidra til at prisveksten dabbler mer av mot neste år. Vi legger til grunn at prisveksten i eurosonen blir omkring 2 prosent mot slutten av prognoseperioden i 2024.

For at prispresset skal bli vedvarende må lønnsveksten også tilta. Hvor mye lønningene vokser vil avhenge av stramheten i arbeidsmarkedet. Det er klare tegn til at arbeidsmarkedet i Europa strammes til. Sysselsetting, yrkesdeltaking og antall ubesatte stillinger har økt. Vakanseraten, dvs. andelen av totalt antall stillinger som er ubesatte, var 3,4 prosent i første kvartal. Det er godt over gjennomsnittet de siste ti årene på 1,9 prosent, og tyder på høy etterspørsel etter arbeidskraft. Ledigheten var i april kommet ned i 6,8 prosent. Det har bidratt til at også lønnspresset har tiltatt. Sentralbankens indikator

for fremforhandlede lønninger økte 2,8 prosent år/år i første kvartal. Selv om arbeidsmarkedet er svært stramt nå, er utsiktene usikre. Det skyldes at økonomien ventes å møte mer motstand fremover i form av høyere og raskere renteoppgang, vedvarende flaskehalsutfordringer og global vekstsvinn.

Økt prispress og et stramt arbeidsmarked har løftet renteforventningene siden forrige rapport. Sentralbanksjef Christine Lagarde kommenterte i mai at ECB forventer å avslutte sine støttekjøpsprogrammer (APP) i starten av tredje kvartal og at rentene vil bli hevet i juli. Vi legger til grunn at styringsrenten i eurosonen vil være 1½ prosent om ett år. Også lange renter har økt. På seks måneder har rentene på tyske statsobligasjoner med 10 års løpetid økt fra -0,1 til 1,4 prosent. Høyere renter vil virke kontraktivt på økonomien gjennom å redusere forbruk og investeringer, bl.a. som følge av at strammere finansielle vilkår kan begrense tilgangen på kreditt. Eurolandene har også økt sin gjeldsgrad de siste årene. Fra 2019 til 2021 økte statsgjelden i eurosonen fra 84 til 97 prosent av BNP. Med høyere gjeldsgrader i dag enn før pandemien vil økte renter bite mer enn tidligere.

BNP i eurosonen ventes å vokse 2,8 prosent i år. Det er om lag 1½ prosentenheter lavere enn i forrige rapport. Høyere priser og renter demper forbruks- og investeringsveksten i år. Mens prisveksten i Europa er om lag på samme nivå som i USA, er lønnsveksten vesentlige lavere. Det gir større utslag i kjøpekraften til europeiske husholdninger. Imidlertid er det faktorer som taler for at forbruket kan ta seg opp til neste år. For det første drives prispresset i Europa i større grad drives av enkeltfaktorer, slik som høyere energipriser. Prisveksten ventes å bli langt mer moderat de neste par årene. I kombinasjon med et robust arbeidsmarked vil det kunne legge til rette for økt reallønnsvekst fremover. For det andre har europeiske husholdninger oppsparte midler de kan tære på. For det tredje har husholdningene mye oppdemmet etterspørsel, som følge av en beskjeden forbruksutvikling under pandemien. På den annen side bidrar usikkerhet om russiske energiforsyninger og sanksjoner til å dempe vekstutsiktene. EU har annonsert ambisiøse planer om å redusere russisk gassimport med to tredeler i løpet av året.³ Det er imidlertid vanskelig å erstatte bortfallet av russisk

² Matif Milling Wheat.

³ REPowerEU.

gass på kort tid, og gasslagrene i Europa er lave. Det kan gi vanskeligheter for energiforsyningen til vinteren. Lavere tilgang på energi vil kunne redusere den økonomiske aktiviteten i eurosonen. Lavere utenlandsk etterspørsel, særlig fra viktige handelspartnere som USA og Kina, gir mindre svakere etterspørselsimpulser til økonomien. BNP-veksten ventes å avta til hhv. 1,8 og 1,7 prosent i 2023 og 2024.

1.3 Storbritannia

Aktiviteten i britisk økonomi økte 0,8 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Det løftet BNP 0,7 prosent over nivået i fjerde kvartal 2019. Også i Storbritannia holder husholdningenes forbruk økonomien tilbake. På tross av en økning i forbruket på 0,4 prosent kvartal/kvartal er det private forbruket fortsatt 0,5 prosent lavere enn i fjerde kvartal 2019. Det er tegn til at forbruket orienterer seg tilbake mot tjenester. Gjennom første kvartal lå innkjøpssjefindeksen (PMI) for tjenestesektoren godt over 50, som indikerer økt aktivitet. Bruttoproduktet i tjenestenæringene har fortsatt å øke, og var i mars var 1,5 prosent høyere enn i februar 2020. På varesiden går det tråere. Riktignok var industriproduksjonen i mars 1,8 prosent høyere enn samme periode i fjor, men fortsatt 0,5 prosent lavere enn i februar 2020. Flaskehalsutfordringer er en forklaring bak den relativt beskjedne utviklingen. En annen årsak er knapphet på arbeidskraft. I CBIs bedriftsundersøkelse i andre kvartal oppgir 71 prosent av industribedriftene at tilgang på materialer og komponenter er en begrensende faktor på produksjonen, mens 42 prosent oppgir at knapphet på arbeidskraft gjør det samme.

Knappheten på arbeidskraft har sammenheng med at arbeidsmarkedet strammes til. AKU-sysselsettingen og timeverkene økte hhv. 0,2 og 1,2 prosent fra desember til februar. Mens utførte timeverk nå har passert førkrisenivået, ligger personsysselsettingen fremdeles 1,3 prosent lavere. Imidlertid indikerer sanntidsinformasjon fra lønnslistestatistikk (PAYE) at antall jobbforhold har fortsatt å øke i mars og april. Vakansetallene tyder også på høy etterspørsel etter arbeidskraft. I mars var det 1,3 millioner vakanser. Selv om det er det høyeste som er registrert, har antallet flatet ut de siste månedene. Den noe svake sysselsettingsutviklingen kan ses i sammenheng med at bedriftene rapporterer om at det er vanskelig å finne kvalifisert arbeidskraft. Noe

skyldes trolig at det er færre arbeidstakere å velge mellom. I yrkesaktiv alder (16–64 år) var yrkesfrekvensen i februar 1 prosentenheter lavere enn i februar 2020. I tillegg har ledigheten fortsatt å dale, og var i februar 3,7 prosent. Det er det laveste siden 1974. Et stramt arbeidsmarked gir større konkurranse om arbeidskraften. Det trekker opp lønnsveksten. I første kvartal var gjennomsnittlig ukelønn utenom bonuser i privat sektor om lag 5 prosent høyere enn ett år før

Konsumprisene i Storbritannia var 9 prosent høyere i april enn for ett år siden. Prispresset er bredt basert. Alle konsumgrupper⁴ hadde i april en prisoppgang på minst 2 prosent det siste året, og for alle konsumgrupper har prisveksten tiltatt siden januar. Det er særlig prisoppgang på energivarer som driver konsumprisveksten, som stod for 40 prosent av konsumprisveksten i april. Prisveksten på energi har tiltatt de siste par månedene bl.a. som følge av forstyrrelsene i energimarkedene i kjølvannet av krigen i Ukraina. Høy prisvekst har fått sentralbanken til å heve rentene. På rentemøtet i mai ble styringsrenten økt ytterligere. Siden desember har Bank of England hevet renten fra 0,1 til 1 prosent. Markedet forventer at rentene heves til drøyt 2½ prosent det neste året.

Høy inflasjon og økende renter vil redusere kjøpekraften til britiske husholdninger og bedrifter. Det vil bidra til å dempe etterspørselen. Svak forbrukertillit støtter opp under det. GfKs forbrukertillitsindeks, som går tilbake til 1974, nådde sitt laveste nivå noensinne i mai. Innkjøpssjefindeksene har også pekt nedover de siste par månedene, både for industri og tjenester. Totalindeksen falt fra drøyt 60 i mars til 51,8 mai. Det taler for en klar vekstavmatning i britisk økonomi i andre kvartal.

Konsumprisveksten i Storbritannia er høy og bredt basert. Det "spiser opp" kjøpekraften til britiske husholdninger. Det vil dempe forbruksutviklingen fremover. Det høye prispresset har fått Bank of England til å løfte rentene, og markedene ser for seg at rentene vil øke mer i Storbritannia enn ellers i Europa. Økte renter bidrar også til å redusere kjøpekraften. Høyere renter i kombinasjon med usikkerheten knyttet til krigen i Ukraina og det fremtidige økonomiske samarbeidet med EU i kjølvannet av *brevit* bidrar også til å svekke investeringsveksten. Bortfall av arbeidsinnvandrere fra EU skaper i tillegg utfordringer i arbeidsmarkedet, og bedriftene

⁴ 12 konsumgrupper klassifisert etter COICOP.

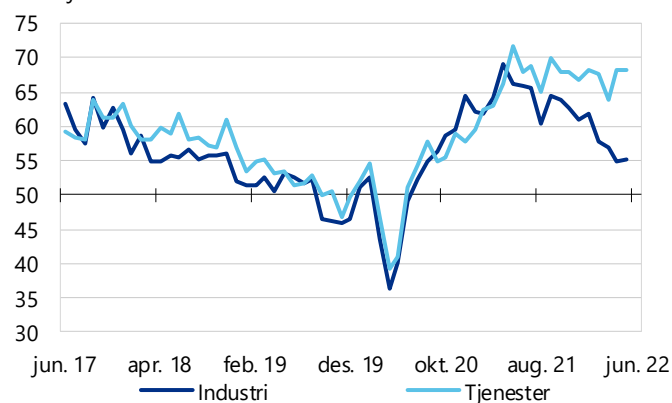
melder om mangel på kvalifisert arbeidskraft. Britisk økonomi ventes å vokse 3,7 prosent i år, før veksten blir langt mer moderate 1,0 prosent i 2023.

1.4 Sverige

Sveriges BNP falt 0,8 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall fra SCB. Smitteverntiltak i januar og februar bidro til å redusere forbruket, som falt 0,4 prosent fra fjerde kvartal. Aktivitetsnedgangen var imidlertid bredt basert. Både offentlig forbruk, bruttoinvesteringer og nettoeksport trakk aktiviteten ned i første kvartal. Innkjøpsjefindeksene (PMI) indikerer godt driv i svensk økonomi fremover, jf. figuren under. PMIene for tjenestenæringene er godt over 50. Det tyder på at aktiviteten i tjenesteytende sektor er høy, bl.a. som følge av at lempingen av smitteverntiltakene i februar har utløst oppdemmet etterspørsel og gjenopptatt aktivitet.

Sverige: Innkjøpsjefindeks

Diffusjonsindeks



Kilde: Refinitiv Datastream / Swedbank & Sif / NHO

Imidlertid har forbrukertilliten svekket seg ytterligere de siste månedene. Synet på landets økonomi (makroindeksen) har også svekket seg markert siden i fjor høst. Men det er særlig husholdningenes syn på egen økonomi (mikroindeksen) som er dårlig. Det reflekteres også i andelen av respondentene som planlegger å gjennomføre store kjøp det neste året er på sitt laveste siden finanskrisen. Det kan bety lavere etterspørsel i tiden fremover. På den annen side er bedriftstilliten god. Særlig god er stemningen i industrien. Det har sammenheng med høy aktivitet og store ordreserver. Det gir industribedriftene mer å gjøre fremover. Usikkerheten for svenske industribedrifter virker å være knyttet til de globale flaskehalsutfordringene. Råvareprisoppgang og knapphet på innsatsfaktorer og frakt har bidratt

⁵ Utenom LO-forbundenes avtaleområde. Målt som gjennomsnitt av de siste tre månedene

til at produsentprisene i Sverige i april var vel 20 prosent høyere enn ett år tidligere. Dersom disse utfordringene avtar og tilgangen på råmaterialer bedres vil det kunne støtte opp under industriproduksjonen i år.

Også i Sverige strammes arbeidsmarkedet til. Sysselsettingen har økt, og i april var det 100 000 flere sysselsatte enn i februar 2020. Samtidig var antall ledige stillinger rekordhøye 165 000 i april, ifølge Arbetsförmedlingen. AKU-ledigheten har avtatt til 7,7 prosent i april. Gjennomsnittlig månedslønn utenom overtid for arbeidstakere i privat sektor⁵ (tjänstemän) var i mars drøyt 2 prosent høyere enn samme periode året før. Det er svakere enn i fjor høst da månedslønna var 2,8 prosent høyere år/år. I lønnsoverenskomsten for industrien fra november 2020 ble partene enige om et lønnsloft på 5,4 prosent (märket) gjennom hele perioden frem til og med mars 2023.⁶ Således er avmatningen av lønnsveksten i tråd med at *märket* overholdes.

Konsumprisveksten har også tiltatt i Sverige, og var 6,4 prosent i april år/år. Prisoppgang på elektrisitet, drivstoff og matvarer står bak mye av prisveksten. Høyere priser legger press på lønningene i form av at kjøpekraften reduseres. At lønningene rekker kortere enn tidligere er trolig en viktig forklaringsfaktor for at forbrukertilliten (jf. mikroindeksen over) har falt mye den siste tiden. Kjøpekraften reduseres også av at rentene har økt. Riksbanken hevet styringsrenten til 0,25 prosent i slutten av april. Sentralbankens rentebane indikerer at rentene vil være 1³/₄ prosent ved utgangen av 2024. I *Pengepolitisk rapport* fra februar la sentralbanken til grunn at den første rentehevingen først ville komme i 2024. Med andre ord har sentralbanken på et par måneder gjennomført en betydelig dreining i retning av høyere renter.

Som i andre europeiske land bidrar høy inflasjon og høyere renter til å redusere kjøpekraft og forbruksvekst. Under forutsetning om at *märket* overholdes får svenske husholdninger mindre hjelp fra lønnsveksten til å møte de økte prisene og kostnadene. Økte priser og flaskehalsutfordringer bidrar også til at veksten i næringsinvesteringene dempes. BNP anslås å vokse 2,2 prosent i år. I 2023 og 2024 anslås veksten til 2 og 1,7 prosent.

⁶ Tilsvarende en årslønnsvekst på 2,2 prosent per år.

1.5 Fremvoksende økonomier

Vekstøkonomiene møter også motvind. Etter å ha lagt på seg nesten 7 prosent i fjor ventes en betydelig vekstsvakhet i år. BNP blant de fremvoksende økonomiene anslås å vokse $3\frac{1}{4}$ prosent i år. Nedstengning i Kina og et krigførende Russland er hovedforklaringene bak det lavere vekstanslaget. Imidlertid er det flere land som står overfor utfordringer knyttet til høy prisvekst og høyere renter. I 2023 og 2024 ventes marsjarten å tilta, og vekstøkonomiene anslås å legge på seg omkring $4\frac{1}{2}$ prosent årlig.

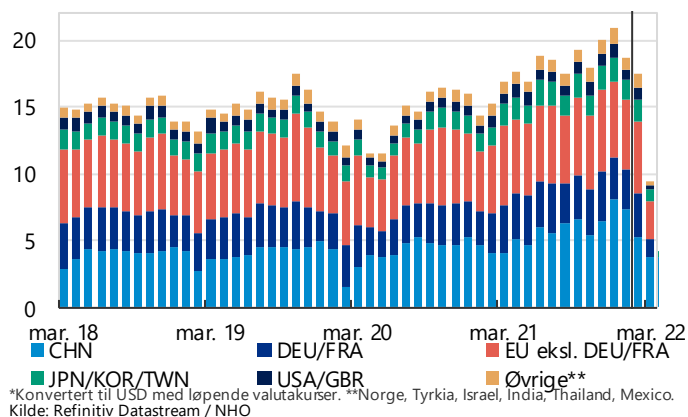
Krigen i Ukraina har påført både ukrainsk og russisk økonomi store sår. IMF anslår at Ukrainas økonomi krymper med en tredel, mens russisk økonomi ventes å falle $8\frac{1}{2}$ prosent. Mens det er krig og ødeleggelse som forklarer nedgangen for Ukraina, er det vestlige sanksjoner som hemmer aktiviteten i Russland. Russisk import fra vestlige land, så vel som nøytrale land som Kina, har stupt de siste månedene, jf. figuren under. Russland tilgang på vestlig teknologi og innsatsvarer er dermed svært begrenset. Det betyr at sanksjonene biter. Gitt at landene til sammen kun utgjør $3\frac{1}{2}$ prosent av globalt BNP (PPP) er ikke de direkte tilbakeslagene i de to landene i seg selv nok til å velte verdensøkonomien. Imidlertid ligger risikoen i at Russland er en av verdens største produsenter av en rekke ulike råvarer, jf. figuren under. Således vil krig og sanksjoner forverre de allerede eksisterende utfordringene med råvareprisoppgang og flaskehals. Russlands eksport av gass til flere europeiske land er allerede redusert. Det skyldes bl.a. at enkelte land ikke har gått med på russiske krav om betaling av gass i rubler. Som omtalt i avsnitt 1.3 er usikre, lavere og dyrere energiforsyninger fra Russland en nedsiderisiko for aktiviteten i Europa gitt kontinentets gassavhengighet.

I tillegg er forsyningene av korn fra Russland og Ukraina en nedsiderisiko for flere fremvoksende økonomier. For mange land i Midtøsten og omegn utgjør importen av hvete fra de to landene en betydelig andel av landenes samlede mattilgang. Mindre matforsyninger og høyere priser kan være en oppskrift på sosial uro. Det var også tilfellet i 2010 under den arabiske våren. Matprisene var rekordhøye allerede før Russlands invasjon av Ukraina, ifølge FNs organisasjon for ernæring og landbruk (FAO). I tillegg er gjødselprisene høye som følge av vanskeligere tilgang på mineraler og høyere gasspriser. Det kan redusere matproduksjonen fremover. Flere

fremvoksende økonomier møter også motstand fra en strammere amerikansk pengepolitikk. Høyere amerikanske renter gjør at gjeld i USD blir dyrere å betjene. Samtidig virker høyere amerikanske renter i retning av å styrke USD. Det gjør at varer som handles på verdensmarkedet blir dyrere, ettersom de prises i USD, som i sin tur bidrar til å løfte konsumprisveksten.

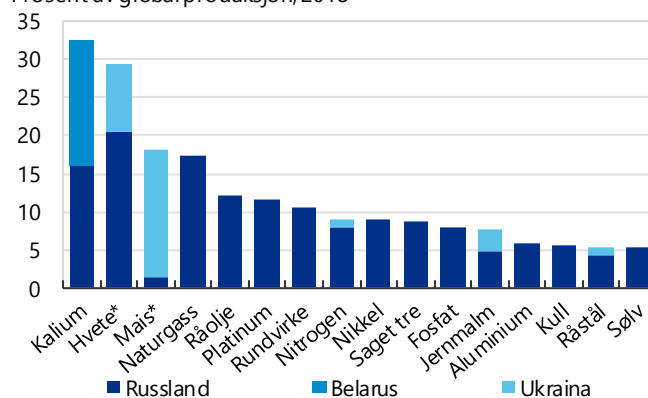
Eksport av varer til Russland

Mrd. USD. Løpende priser, ujustert



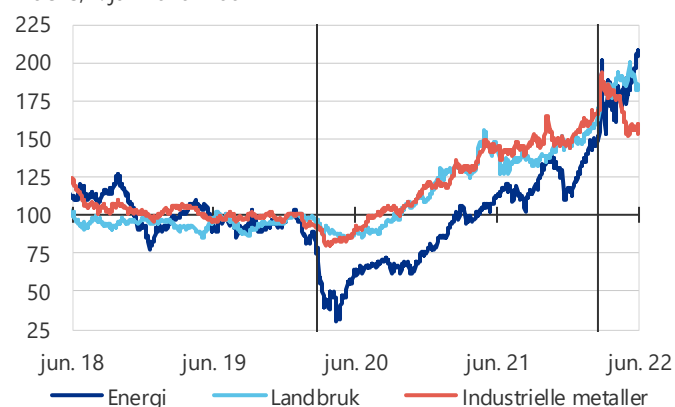
Produksjon av utvalgte råvarer

Prosent av global produksjon, 2018



S&P GSCI: Råvareprisindekser

Indeks, 1. jan 2020=100



Kina har fulgt en nulltoleranselinje mot koronasmitte siden januar 2020. Men med mer smittsomme mutanter og utilstrekkelig vaksineringsprosent har det blitt vanskeligere å få kontroll på smitteutbrudd. Det til tross for at store deler av befolkningen er vaksinert. De siste månedene har myndighetene innført strenge smitteverntiltak i flere store kinesiske byer. Det rammer aktiviteten. PMIene for industri og tjenester var godt under 50 i mars, april og mai. Det indikerer en nedgang i aktiviteten. Trolig er det også vanskeligere å vokse seg ut av nedstengningen denne gangen. Det skyldes at vareetterspørselen fra vestlige land, særlig USA, ikke ventes å gi like mye løft til kinesisk økonomi fremover som den har gjort de siste par årene. I tillegg har aktiviteten i eien- domsmarkedet utviklet seg relativt svakt. Det har sammenheng med myndighetenes håndtering av gjeldstyngende boligselskaper, deriblant Evergrande, som har bidratt til å forsure stemningen blant bedrifter og forbrukere.

Lavere aktivitet i kinesisk økonomi vil også tyng verdensøkonomien. Koronanedstengningene kan også bidra til å ytterligere forverre flaskehalsutfordringene i globale verdi- og logistikkjeder. På den annen side vil lavere fart i kinesisk økonomi også redusere Kinas etterspørsel etter råvarer. Det kan gi mindre press etter råvarer og dempe råvareprisoppgangen, gitt at Kina utgjør en betydelig andel av forbruket for en lang rekke råvarer, jf. figuren over. Myndighetene forsøker på sin side å støtte opp under økonomien slik at årets vekstmål på 5½ prosent nås. For å oppnå dette stimuleres kredittveksten. Styringsrentene er senket og reservekravene til bankene redusert. En positiv kredittimpuls vil støtte opp under aktiviteten på kort sikt. Nedsiden er at gjelden øker.

2 Norsk økonomi

BNP for Fastlands-Norge passerte førkrisenivået i juni i fjor, og aktiviteten steg gjennom høsten. På tampen av fjoråret og i januar i år falt aktiviteten som følge av strengere smitteverntiltak, men 12. februar ble alle gjenværende forskriftsfestede tiltak mot koronaviruset fjernet. I mars vokste fastlands-BNP med 1 prosent fra måneden før. Aktiviteten var da vel 3 prosent over førkrisenivået, og dermed mer eller mindre tilbake på den anslåtte førkrisetrenden. I april førte imidlertid nedgang i kraftnæringen, varehandel og akvakultur til at fastlandsaktiviteten falt 0,5 prosent fra mars.

Husholdningenes etterspørsel vil støtte opp under aktivitetsutviklingen i år. Økte boligpriser vil stimulere boligbyggingen og aktiviteten i bygge- og anleggsvirksomheten. Selv om anslått vekst hos våre handelspartnere er justert ned, vil fortsatt sterke etterspørselsimpulser fra utlandet støtte opp under aktiviteten i eksportnæringene. På den andre siden holdes veksten tilbake av økende knapphet på arbeidskraft og innsatsvarer. I tillegg ventes lav vekst i offentlige investeringer fremover.

Våre medlemsbedrifter vurderer markedssituasjonen som svært god, ifølge tall fra Næringslivets økonomibarometer (NØB) for andre kvartal⁷. Situasjonsvurderingen er bedret siden første kvartal, men fortsatt noe svakere enn før den siste nedstengningen i fjor høst. Det var særlig bedrifter innenfor reiseliv og transport som bidro til oppgangen i situasjonsvurderingen det siste kvartalet. Samtidig er markedsutsettene svekket, selv om flertallet fortsatt venter bedring i den generelle markedssituasjonen. Derimot venter flertallet svakere driftsresultat fremover. Det kan knyttes til at to av tre oppgir at økte innkjøpspriser hindrer ekspansjon. Isolert sett kan dette bidra til å dempe konjunkturoppgangen.

Etterspørselen etter arbeidskraft har tatt seg kraftig opp det siste året. Sysselsettingen har økt, og er nå høyere enn førkrisenivået i fjerde kvartal 2019. Antall utlyste stillinger er på et rekordhøyt nivå. Arbeidsledigheten har falt til sitt laveste nivå siden sommeren 2008, før finanskrisen.

Svært sterk jobbvekst har bidratt til at rekordmange av våre medlemmer melder om mangel på kvalifi-

sert arbeidskraft. Særlig er knappheten stor i næringer som har vært hardt rammet av pandemien og som normalt har stort innslag av utenlandsk arbeidskraft, som f.eks. reiseliv.

Vi anslår nå at BNP Fastlands-Norge vil vokse med 3,5 prosent i 2022, for deretter å vokse med 2,2 prosent i 2023 og 1,7 prosent i 2024. Anslaget for 2022 er nedjustert med 0,5 prosentenheter siden *Økonomisk overblikk 1/2022*.

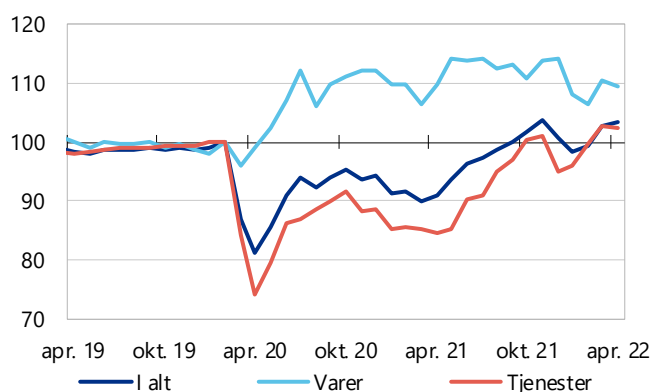
Arbeidsledigheten ventes å forbli lav de nærmeste årene. I og med at det innebærer en oppsiderisiko på lønns- og prisveksten, kan det tenkes at det må enda sterkere rentelut til for etter hvert å få farten ned i norsk økonomi. Tilsvarende vil et svakere bilde rundt oss kunne trekke ned veksten her hjemme.

2.1 Sterk konsumvekst i år

Husholdningenes konsum økte 5 prosent fra 2020 til 2021. Veksten gjennom fjoråret var særlig drevet av tjenestekonsumet, som vokste 3,9 prosent. Som følge av fortsatte smitteverntiltak i januar og februar, falt konsumet 1,5 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Etter at smitteverntiltakene ble opphevet var det et kraftig oppsving i forbruket i februar og mars. Forbruket var da tilbake på nivået fra i fjor høst, før den siste nedstengningen.

Norge: Husholdningenes konsum

Indeks, februar 2020=100. Sesongjustert



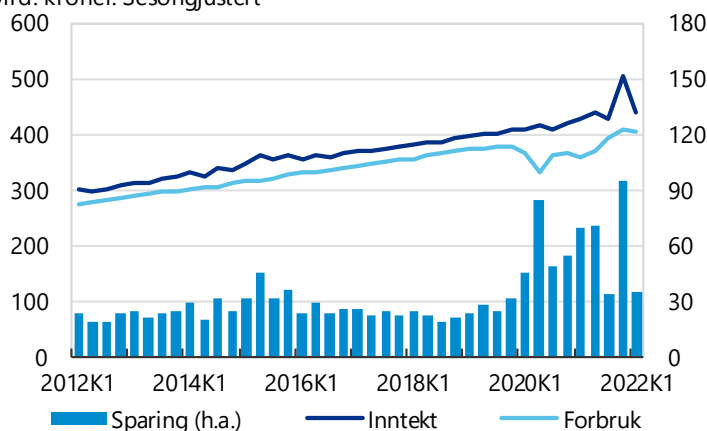
Pandemien reduserte mulighetene til å konsumere tjenester og førte til en vridning i forbruket fra tjenester til varer. I takt med at samfunnet ble gjenåpnet har tjenestekonsumet hentet seg inn igjen, samtidig som konsumet av varer har holdt seg på et høyt nivå, jf. figuren over.

⁷ Tatt opp 2.-9. mai 2022. 3000 respondenter.

Husholdningene økte sin sparing gjennom pandemien. I 2020 utgjorde husholdningenes sparing 14 prosent av disponibel inntekt mot 7 prosent i 2019. I 2021 var spareraten 15 prosent, særlig drevet opp i fjerde kvartal av høye aksjeutbytter som økte husholdningenes disponible inntekt. Ifølge SSB kan de høye utbyttene avspeile tilpasning til skjerpinger i utbyttebeskatningen i år. Sammert over 2020 og 2021 har sparingen i husholdningene til sammen vært 270 mrd. kroner høyere enn om spareraten hadde forblitt på 2019-nivå. I første kvartal i år kom sparingen ned mot et mer normalt nivå.

Husholdningenes forbruk og sparing

Mrd. kroner. Sesongjustert



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Begrensede forbruksmuligheter er en viktig årsak til den høye sparingen gjennom pandemien. Noe av denne sparingen reflekterer utsatt etterspørsel, og midlene vil kunne benyttes når gjenåpningen gjør det mulig. Men hele forbruksbortfallet de siste to årene vil neppe tas igjen. Dels som følge av at tjenesteforbruk i mindre grad kan utsettes, dels som følge av at deler av sparingen kan være låst i langsiktige spareavtaler eller nytt til kjøp og/eller investeringer i bolig. Ifølge økonomisk teori ønsker husholdningene som regel å fordele forbruket sitt over tid. Det er dermed ikke sikkert at all mersparing vil brukes på kort sikt. I Norges Banks forventningsundersøkelse fra andre kvartal 2021 ble husholdningene spurt om sparingen sin gjennom pandemien. Blant husholdningene som hadde spart mer enn normalt regnet 51 prosent med å ha brukt opp noe av pengene om et år, men ikke alle. 35 prosent regnet med å fortsatt ha mesteparten av pengene på konto. Svarene indikerer at sparereservene etter hvert vil tas ut i økt forbruk, men at ikke alle oppsparte midler vil benyttes umiddelbart.

Store oppsparte buffere vil kunne gi betydelig løft i forbruket fremover dersom sparingen omsettes i økt konsum. Vi venter sterkere vekst i forbruket og at sparingen vil ligge noe under det normale historiske nivået de nærmeste årene, når økonomien nå er i normalt gjenge, uten smitteverntiltak som begrenser husholdningenes konsum. Veksten i konsumet dempes av høyere prisvekst, som omtalt i avsnitt 2.10, som isolert sett reduserer husholdningenes kjøpekraft. Også usikkerhet rundt krigen i Ukraina og fremtidig økonomisk utvikling kan bidra til å dempe konsumveksten.

Høy forbruksvekst gjennom fjoråret gir et stort overheng inn i 2022. Ledet an av oppsving i tjenestekonsumet i år anslås forbruket å øke 7,9 prosent i 2022. På lengre sikt vil konsumutviklingen i stor grad avhenge av utviklingen i disponibel inntekt. Gjenåpningen av samfunnet øker aktiviteten og sysselsettingen slik at samlet disponibel inntekt øker, både i år og neste år. Høyere renter vil gi høyere rentekostnader for husholdningene, og isolert sett dempe veksten i disponibel inntekt. Det samme vil utfasing av de ekstraordinære offentlige overføringene som ble gjort gjennom pandemien. Etter hvert som gjenåpningseffektene uttømmes ventes konsumveksten å modereres utover i prognoseperioden. I 2023 og 2024 anslås forbruket å øke med 2,7 og 1,1 prosent.

2.2 Dempet boligprisvekst fremover

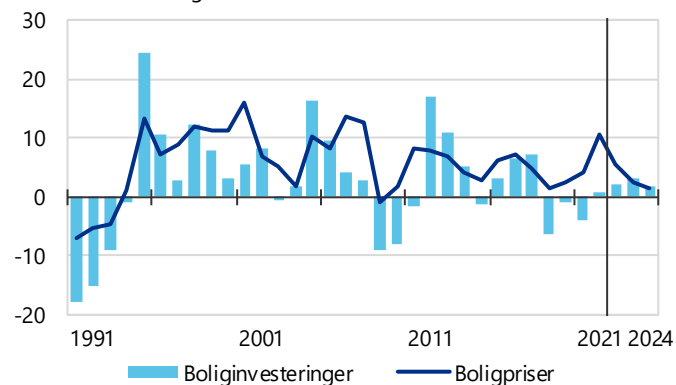
De to siste årene har det vært sterk etterspørsel og høy aktivitet i boligmarkedet. Etter kraftig boligprisvekst gjennom høsten 2020 og vinteren 2021, avtok prisveksten i april i fjor, og resten av året vokste boligprisene lite. Ved årsskiftet tiltok prisveksten igjen, og fra desember i fjor til mai i år har boligprisene økt hele 4,8 prosent. Ikrafttredelsen av endringer i avhendingsloven i januar har trolig medvirket til prisveksten. Blant annet har kravene til innholdet i tilstandsrapporter blitt strengere. Endringene førte til at færre boliger ble lagt ut for salg enn normalt de første månedene i år.

Etterspørselen etter boliger er fortsatt høy. Liggetiden fra annonseringstidspunkt til salg var i fjor ti dager under gjennomsnittet siste ti år. I år har liggetiden gått ytterligere ned. Likeledes er antall usolgte boliger på et lavt nivå. Det antyder at etterspørselen etter boliger fortsatt er sterk.

Økte renter vil isolert sett virke dempende på boligprisveksten. Høy boliggetterspørsel og et fortsatt, relativt sett, lavt tilbud, peker i motsatt retning. Samlet anslår vi at boligprisene vil øke 5,7 prosent i år. Anslaget innebærer at boligprisene holder seg tilnærmet uendret frem mot årsskiftet. I 2023 ventet vi at boligprisene øker med 2,5 prosent. I 2024 ventes veksten å avta til 1,5 prosent.

Boliginvesteringer og -priser

Prosentvis endring år/år



Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 2/2022

Husholdningenes boliginvesteringer økte bare 0,6 prosent i fjor, etter å ha falt tre år på rad. De to siste kvartalene har imidlertid investeringsveksten tatt seg opp. Høy boligprisvekst vil normalt stimulere boligbyggingen, som følge av økt lønnsomhet i næringen. På tross av sterk boligprisøkning har boligbyggingen utviklet seg relativt flatt. De første fire månedene i år var igangsettingen på et lavere nivå enn i samme periode i fjor. Dette kan ha sammenheng med bl.a. begrenset arbeidsinnvandring under pandemien og at materialkostnadene for boligbygging har økt kraftig. Vi legger imidlertid til grunn at boligbyggingen, og dermed boliginvesteringene, vil øke noe i tiden fremover. Boligmassen har vokst svakere enn antall husholdninger de siste tre årene. Sammen med den høye aktiviteten i bruktboligmarkedet peker dette mot sterkere vekst i nyboligsalget fremover. Våre anslag peker mot at boliginvesteringene vil vokse 2,0 prosent i år, etterfulgt av en økning på 3,2 prosent i 2023 og 1,8 prosent i 2024.

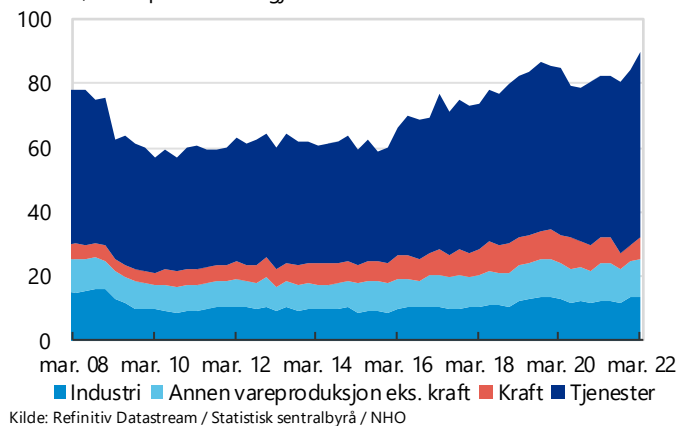
2.3 Høye næringsinvesteringer i år

Før pandemien var fastlandsbedriftenes investeringer historisk høye. I 2020 reduserte bedriftene investeringene sine med 5 prosent som følge av økt usikkerhet, redusert lønnsomhet og mindre behov for ny kapasitet. I fjor økte næringsinvesteringene

med 2,2 prosent. Økte industri- og tjenesteinvesteringer bidro til dette. I første kvartal i år økte investeringene 6,5 prosent fra kvartalet før, og passerte da førkrisenivået.

Norge: Bruttoinvesteringer

Mrd. kr, 2019-priser. Sesongjustert.

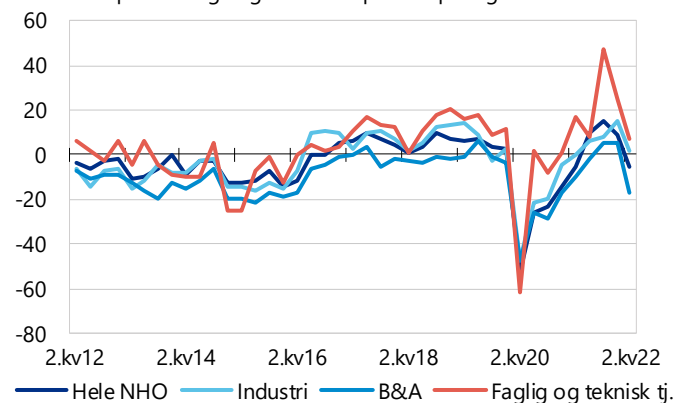


Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

SSBs investeringstelling fra mai indikerer høyere investeringer i industrien fremover. Industriinvesteringene anslås å øke hele 38 prosent i år, og ytterligere 53 prosent til neste år, målt i løpende priser. Investeringsoppsvinget skyldes blant annet store prosjekter innen dataindustri, elektrisk utstyrsindustri og metallindustri, ifølge SSB. Høy investeringstakt i industrien henger trolig sammen med høy kapasitetsutnyttning. Investeringene innen kraftforsyning ventes å falle 22 prosent i år. Nedgangen forklares med at flere store vindkraftprosjekter er ferdigstilt.

Markedsutsikter: Investeringer

Differanse positive og negative svar i prosentpoeng



Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Bedriftenes investeringsutsikter i Næringslivets økonomibarometer tok seg opp gjennom fjoråret, men falt tilbake i første og andre kvartal i år, jf. figuren over. Andelen som oppgir at de vil investere mindre de neste seks månedene overstiger nå andelen som

oppgir at de skal investere mer. Dermed indikerer utsiktene reduserte investeringer fremover. Forskjellen mellom SSBs investeringstelling og NØB kan forklares ved svake utsikter i næringer som ikke er omfattet av investeringstillingen. Utsiktene i NØB er svakest i varehandel, bygg og anlegg og forretningsmessig tjenesteyting. Nettobalansen, som er differansen mellom de som skal øke og de som skal redusere investeringene, trekkes imidlertid opp av bedre utsikter i reiseliv og transport.

Usikkerhet rundt krigen i Ukraina, dårligere tilgang på materialer og komponenter og høye energipriser kan dempe investeringene fremover. I andre kvartal oppga hele 67 prosent av respondentene i NØB økte innkjøpspriser som et stort hinder for ekspansjon. Det er en økning på 11 prosentpoeng fra første kvartal. Videre oppgir 30 prosent svak kostnadsmessig konkurransevne som utfordring.

Til gjengjeld melder stadig færre om manglende tilgang på finansiering. Kun 7 prosent oppgir finansiering som en stor utfordring. Som omtalt i de to foregående rapportene våre sammenfaller dette med gode resultater og høy kapitaldekning i bankene, som samlet sett tilsier god kapasitet for utlånsvekst fremover også. I tillegg har det vært høy aktivitet i obligasjonsmarkedet det siste året, med en vekst i volumet av utstedte obligasjoner på 15 prosent fra året før ifølge tall fra Nordic Trustee. God kredittilgang og lempelige kredittvilkår for bedriftene kan bidra til å holde oppe investeringene fremover.

Fortsatt sterk aktivitetsvekst, høy kapasitetsutnyttning og redusert usikkerhet om smitteutvikling og smitteverntiltak, trekker også opp investeringene. Næringsinvesteringene anslås å øke 7,4 prosent i innværende år. Deretter forventes investeringene å falle, med 0,7 prosent i 2023 og 4,6 prosent i 2024.

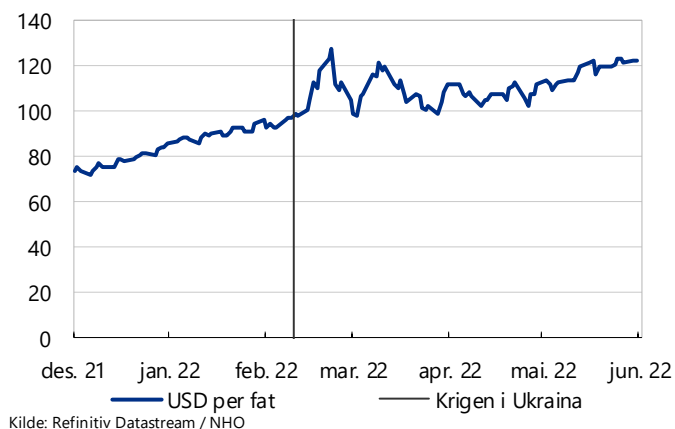
2.4 Løft i oljeinvesteringene neste år

Oljeprisene har steget markant etter Russlands invasjon av Ukraina og har holdt seg på et høyt nivå siden mars. Samtidig som prisnivået har økt, har det også blitt mer volatilt ettersom markedet reagerer på politikktutvikling knyttet til sanksjoner og energitilgang.

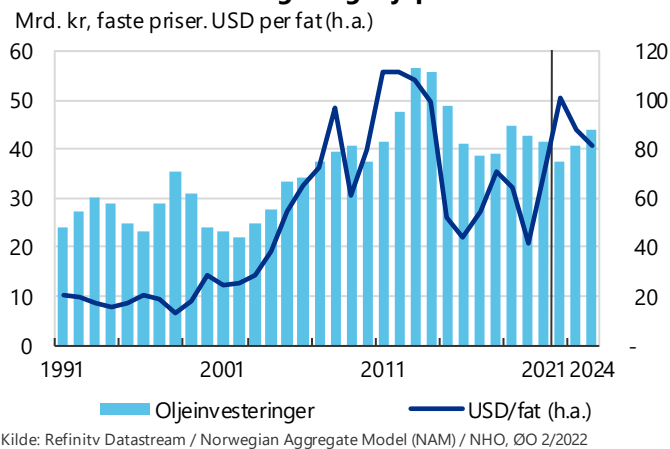
Usikkerheten i oljemarkedet, særlig knyttet til tilbud og forsyninger, har løftet prisene. 30. mai innførte EU restriksjoner på import av russisk olje via skip, som omfatter 75 prosent av EUs import av olje fra

Russland. Signaler fra OPEC+ tilsier at organisasjonen tross økte priser fortsatt sikter mot en moderat produksjonsøkning framover. Samlet sett har dette dratt prisene oppover i begynnelsen av juni. Vårt anslag for oljepris for 2022 er nå knappe 105 USD per fat, en økning på 5 USD per fat sammenlignet med forrige anslag som kom i etterkant av invasjonen. Vi anslår at prisen vil gradvis reduseres til om lag 70 USD per fat i 2024. Framtidskontrakter for olje handles nå også på litt over dette nivået.

Oljepris



Petroleumsinvesteringer og oljepris



Petroleumsinvesteringene på norsk sokkel har falt i 2020 og 2021 som følge av at en rekke pågående utbygginger er ferdigstilt uten at investeringer i nye prosjekter har økt tilsvarende. Denne trenden vil fortsette i 2022. SSBs investeringstelling i mai antyder petroleumsinvesteringer på 167 mrd. i år, målt i løpende priser. Det er en økning på 7,5 mrd. fra tellingen i februar. Anslaget holder seg imidlertid som i februar på et nivå som er drøyt 8 prosent lavere enn anslaget for 2021 på samme tid i fjor. Anslaget for investeringer på felt i drift, som ville hatt mest

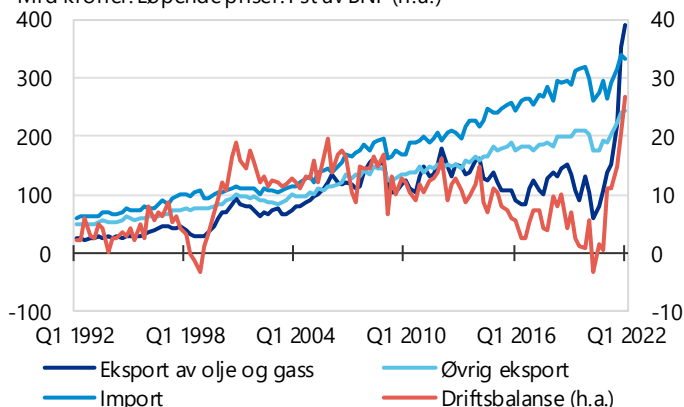
effekt på kort sikt, har heller ikke økt siden sist telling. Vi endrer derfor ikke vårt tidligere anslag om en volumnedgang i petroleumsinvesteringene på 10 prosent i 2022. I 2023 og 2024 vil imidlertid investeringene øke igjen som følge av at en rekke nye prosjekter igangsettes. I 2023 og 2024 ventes investeringene å øke 8 prosent per år.

2.5 Rekordhøy handelsbalanse

Oppgang i eksporten av sjømat, kjemiske råvarer og metaller bidro til at den tradisjonelle vareeksporten økte 6,6 prosent i volum i fjor. Den sterke veksten kom på tross av at eksporten falt noe mot slutten av fjoråret. I første kvartal i år ble eksporten av tradisjonelle varer ytterligere redusert. Den svake utviklingen skyldtes blant annet lavere eksport av verkstedprodukter, kjemiske råvarer og sjømat. Målt i volum var den tradisjonelle vareeksporten i første kvartal i år drøyt 1,5 prosent lavere enn førkriseniåret i fjerde kvartal 2019. Målt i verdi er bildet et annet. Den totale eksportverdien av varer, som inkluderer olje og gass, er nær doblet i samme periode. Verdien av den tradisjonelle vareeksporten har også økt mye. Den kraftige økningen i råvareprisene har medført en formidabel prisvekst på norsk vareeksport, som i stor grad består av råvarer. Derimot har ikke importprisene steget like mye. Det samlede overskuddet på handelsbalansen var på nær 300 mrd. kroner i første kvartal 2022, som er langt høyere enn noensinne tidligere rapportert i ett enkelt kvartal.

Norge: Eksport og import

Mrd kroner. Løpende priser. Pst av BNP (h.a.)



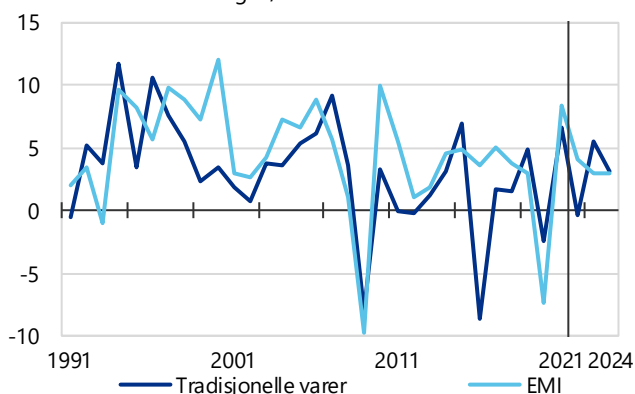
Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Færre smittevernrestriksjoner gir trolig økt reiseaktivitet i år, og økt reisetraffikk til Norge ventes således å gi et solid løft i tjensteeksporten. Aktiviteten hos våre handelspartnere ventes å øke i år, men an-

slaget er nedjustert siden vi publiserte forrige rapport. Det skyldes bl.a. at sanksjoner, flaskehalsutfordringer, høy inflasjon og økende renter demper etterspørsel og aktivitet. Den tradisjonelle vareeksporten ventes å øke i år, men et stort negativt overheng bidrar til å dempe årsveksten. Vi anslår at fastlandseksporten øker 4,2 prosent i 2022. Anslaget er i tråd med signalene våre medlemsbedrifter gir i Næringslivets økonomibarometer, der eksportrettede virksomheter har optimistiske fremtidsutsikter. I 2023 og 2024 forventes fastlandseksporten å øke med henholdsvis 6,8 og 3,8 prosent.

Eksport og eksportmarkedsindikator

Prosentvis volumendring år/år



Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 2/2022

Høyere aktivitet i norsk økonomi vil løfte importen, både av vareinnsats og ferdigvarer. Normalisering av nordmenns reisevaner vil ventelig gi kraftig økning i nordmenns utgifter utenlands i år. Dette vil også trekke opp importveksten i år.

2.6 Fortsatt høy aktivitetsvekst

Høsten 2021 førte tiltakende smitte og den mer smittsomme omikronvarianten til at flere smitteverntiltak ble gjeninnført i desember og beholdt til 12. februar. Det bidro til å redusere aktiviteten på tampen av fjoråret og inn i første kvartal i år. Fra fjerde til første kvartal falt aktiviteten i Fastlands-Norge 0,6 prosent, ifølge sesongjusterte tall. På tross av tilbakeslaget var fastlandsøkonomien 2,7 prosent høyere i første kvartal i år enn i fjerde kvartal 2019.

Vareproduserende næringer har generelt evnet å holde aktiviteten oppe under pandemien, men bruttoproduktet i annen vareproduksjon gikk ned i april. Kraftproduksjon står for halve nedgangen, men også akvakultur og varehandel. Med unntak av økningen i april, har det det siste året vært avtagende aktivitet i industrien (til tross for at PMIen for

industrien har holdt seg komfortabelt på plussiden). Aktiviteten i bygg og anlegg har derimot tiltatt.

Den lavere aktiviteten i industrien må ses i sammenheng med de globale flaskehalsutfordringene, jf. nærmere omtale i avsnittet 1 om internasjonal økonomi. Lavere petroleumsinvesteringer har dessuten tynget leverandørindustrien, deriblant verftsindustrien. Verftsindustrien består bl.a. av produksjon av offshorefartøy, brønnbåter og andre havbruksfartøy, samt nybygg- og reparasjonsverft. På den annen side opplevde bl.a. næringsmiddel-, trelast- og møbelindustri økt etterspørsel gjennom pandemien, og disse næringene trakk opp industriproduksjonen frem til tredje kvartal i fjor. Deretter er det bare trelast og trevareindustrien som har trukket opp aktiviteten, mens det har vært en nedgang i ett eller flere kvartaler for nærings- eller møbelindustrien etter dette. Produksjon av metaller har også hatt en god utvikling de siste halve året og ligger nå vel 12 prosent over pre-pandeminivå.

Lempingen av smitteverntiltak våren i fjor bidro til sterk aktivitetsvekst i tjenestenæringene. Frem til desember vokste tjenestenæringene sammenhengende i syv måneder. Omikronvarianten og tilhørende smitteverntiltak la en demper på oppgangen i desember, januar og februar. Deretter har aktiviteten på ny tiltatt. Også aktiviteten i overnatting- og serveringsvirksomhet, som er blant næringene som har vært hardest rammet av smitteverntiltak, har hentet seg mye inn. I første kvartal var aktivitetsnivået om lag 10 prosent lavere enn førkrisenivået.

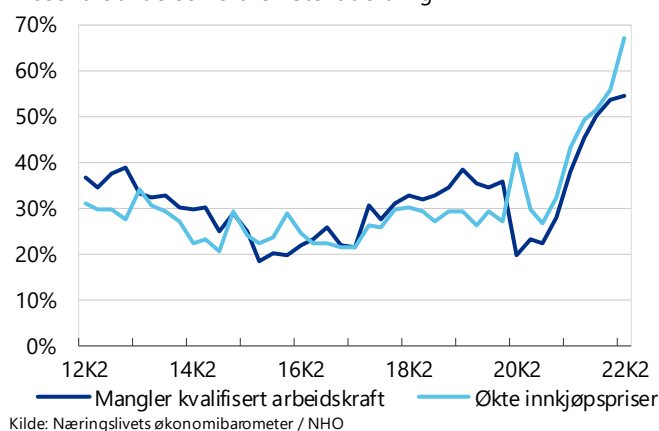
På kort sikt venter vi at aktiviteten vil ta seg ytterligere opp. Det er i tråd med signalene fra våre medlemsbedrifter. Indeksen for markedssituasjonen var på et høyt nivå også i første halvår i år, selv om den kom noe ned fra fjerde kvartal i fjor. På litt lengre sikt tyder markedsutsliktene på en mer dempet aktivitet, men indeksen er fortsatt på et høyt nivå.

Mer enn halvparten av våre medlemsbedrifter melder om at knapphet på arbeidskraft er til hinder for ekspansjon, jf. figuren under. To tredeler oppgir økte innkjøpspriser som hinder. Dersom dette bidrar til å redusere aktivitet og investeringer vil det kunne bidra til å dempe konjunkturoppsvinget. Markedsutsiktene tyder på det samme. Andelen bedrifter som forventer bedring de neste seks månedene har avtatt i første halvår i år, jf. figuren under. Det tilsier at veksttakten fremover blir mer moderat, og illustrerer at norske bedrifter ikke er upåvirket av

motvindene internasjonalt i form av flaskehals, høy inflasjon og økende renter mv.

Hinder for ekspansjon/investering

Prosentvis andel som svarer "Stor utfordring"



Markedsindeks: NHO totalt

Differanse positive og negative svar i prosentpoeng



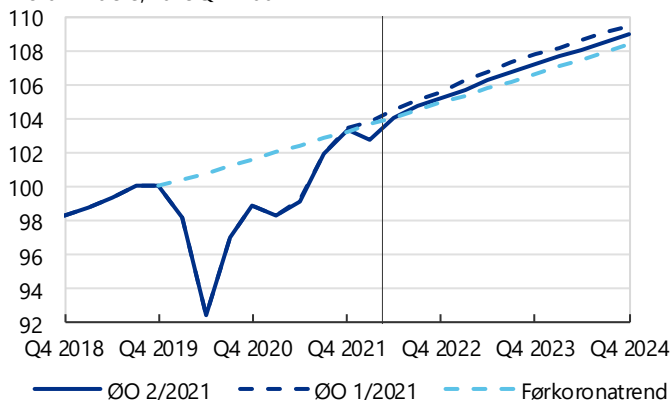
Husholdningenes etterspørsel vil støtte opp under aktivitetsutviklingen i år. Økte boligpriser vil også stimulere boliginvesteringene og aktiviteten i bygge- og anleggsvirksomheten. Fortsatt sterke etterspørselsimpulser fra utlandet vil støtte opp under aktiviteten i eksportnæringene selv om etterspørselsimpulsene er svakere enn vi antok i *Økonomisk overblikk 1/2022*. På den andre siden dempes veksten av vanskelig tilgang på arbeidskraft og innsatsvarer. I tillegg ventes lav vekst i offentlige investeringer fremover.

Påløpt og anslått aktivitetsvekst trekker nå BNP opp mot førkrisetrenden, jf. figuren under. Aktiviteten i fastlandsøkonomien er lavere enn det vi anslo i første kvartal og må ses i sammenheng med den siste omikron-bølgen og noe svakere vekst utenlands. Vi anslår at BNP Fastlands-Norge vil vokse 3,5 prosent i år og med 2,2 prosent i 2023. I 2024 vil vi være forbi konjunkturtoppen, og innenlandsk

ventes å vokse med underliggende trend, 1,7 prosent i 2024.

Fastlands-Norge: BNP

Volumindeks, 2019Q4=100



Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO

2.7 Stramt arbeidsmarked

Gjenåpningen av økonomien fra andre kvartal 2021 av førte til en sterk økning i etterspørselen etter arbeidskraft, helt frem til omikron-nedstengningen rundt nyttår. Fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år avtok timeverkene. Likevel tyder andre indikatorer i arbeidsmarkedet på at etterspørselen etter arbeidskraft har holdt seg på et høyt nivå også gjennom den siste smittebølgen. Bedriftene har utlyst rekordmange stillinger og innenlandsk sysselsetting i antall personer har økt. Andelen bedrifter i NØB som melder at manglende tilgang på kvalifisert arbeidskraft er et hinder for ekspansjon var i første kvartal på det høyeste nivået siden 2008. I andre kvartal holdt denne andelen seg på det høye nivået. Arbeidsledigheten har falt ytterligere og vi må tilbake til før finanskrisen i 2008 for å finne like lave nivåer på arbeidsledigheten målt ved arbeidskraftundersøkelsen eller registrerte arbeidsledige og personer på tiltak, henholdsvis 2,9 og 2,2 prosent.

Den kraftige økningen i etterspørselen kan tilsi at arbeidsmarkedet er særlig stramt. På den andre siden er det de hardest rammede næringene som har hatt den høyeste etterspørselsveksten målt ved økning i antall sysselsatte, antall utlyste stillinger og mangel på arbeidskraft. Økt aktivitet har trolig ført til at disse næringene både har et behov for å fylle på

⁸ Både SSB og NAV har statistikk over ledige stillinger. SSB utarbeider en kvartalsstatistikk basert på en spørreundersøkelse i et tilfeldig utvalg av virksomheter. Ledige stillinger må være lønnet og formelt utlyst, men utlysningen kan skje formelt eller uformelt, f.eks. gjennom andre ansatte, venner eller familie. Stillinger som uteluk-

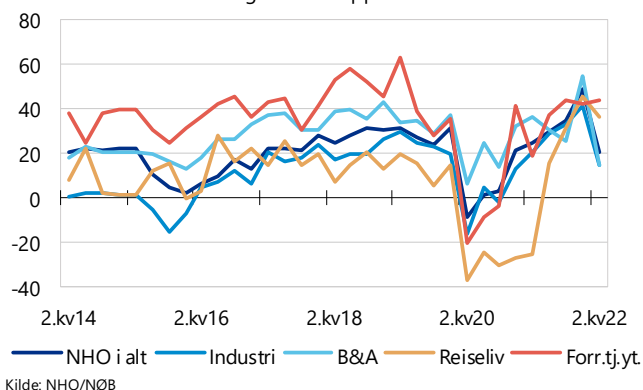
med flere nye stillinger samtidig som virksomhetene kan ha behov for å erstatte eksisterende arbeidstakere som benytter denne perioden med høy etterspørsel til å bytte jobb. Gjenåpningen og pandemien har også ført til at veksten i etterspørselen etter antall personer har vært høyere enn veksten i antall timer. Dermed har gjennomsnittlig antall arbeidstimer per sysselsatt gått ned. Timeantallet gikk ytterligere ned i første kvartal i år. Det tyder på at det er noe ledig kapasitet samlet sett i økonomien og at den høye veksten i etterspørselen vil avta den nærmeste tiden.

Økt etterspørsel

Etterspørselen etter arbeidskraft har tatt seg kraftig opp siden andre kvartal i fjor. Siden høsten 2020 har det vært en økende differanse mellom andelen bedrifter som vil øke bemanningen og andelen som vil nedbemanne, men i NØB for andre kvartal gikk forskjellen ned. Det gjelder også flere av næringene som ble hardt rammet av pandemien, slik som f.eks. reiseliv, transport og forretningsmessig tjenesteyting.

Markedsutsikter - Sysselsetting

Diff. andel som skal øke og redusere i pp. i år.



Kilde: NHO/NØB

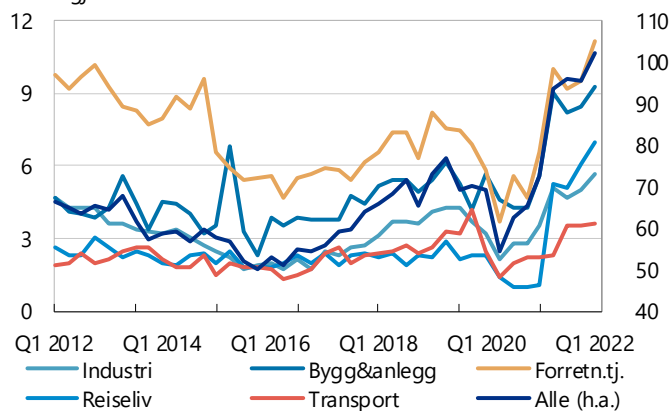
Antallet ledige stillinger understøtter bildet av fortsatt svært sterk etterspørsel etter arbeidskraft. SSBs statistikk⁸ viste i første kvartal det høyeste antall ledige stillinger siden 2010, da statistikken startet. Som figuren viser var oppgangen i ledige stillinger særlig stor i andre og tredje kvartal i fjor, og oppgangen har vært mer moderat i de siste halve året. Nå ligger nivået 45 prosent over fjerde kvartal 2019.

kende er åpne for interne søkere tas ikke med. For næringer der uformell utlysning er særlig vanlig, kan SSBs tall gi et ufullstendig bilde. NAVs månedlige statistikk for tilgangen på ledige stillinger er basert på stillinger meldt til NAV-kontorene, registrert av arbeidsgiver på nav.no eller offentliggjort i media (aviser, tidsskrifter o.l.).

Figuren under viser at de hardest rammede næringene, som reiseliv og forretningsmessig tjenesteyting, har langt flere utlyste stillinger i første kvartal enn før koronapandemien. Bygge- og anleggsnæringen ble mindre rammet av smitteverntiltakene enn tjenestenæringene, og etterspørselen målt ved antall ledige stillinger var høy allerede i andre kvartal i fjor. Deretter holdt antall ledige stillinger seg på et høyt nivå i tredje og fjerde kvartal i fjor, før antallet økte ytterligere i første kvartal i år. Høyere aktivitet i bygge- og anleggsnæringen peker i retning av en videre oppgang i antallet ledige stillinger som igjen peker mot høyere sysselsetting i denne næringen, kanskje særlig i år.

Ledige stillinger i utvalgte næringer

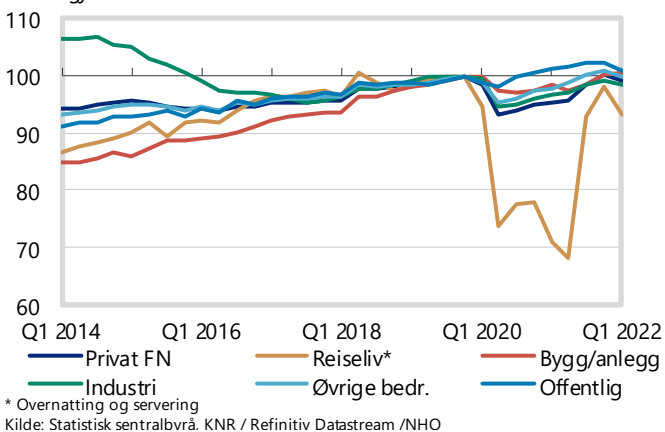
Sesongjustert. Tusen



Etterspørselen målt ved sysselsatte personer økte med hele 2,2 prosent fra kvartalet før i tredje kvartal i fjor, ytterligere 1,4 prosent i fjerde kvartal og 0,4 i første kvartal i år. Sysselsettingen ligger nå over førkrisenivået fra fjerde kvartal 2019, også i privat sektor. De hardest rammede tjenestenæringene ligger imidlertid fortsatt under førkrisenivå.

Norge: Timeverk i utvalgte næringer

Sesongjustert. 4.kv.19=100

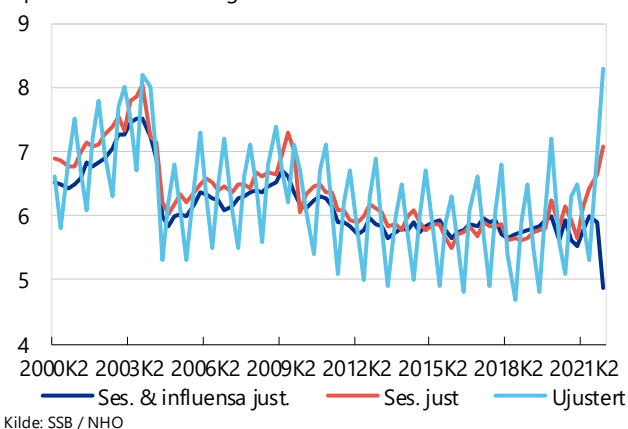


På den annen side avtok antall timeverk i første kvartal i år. Det må blant annet ses i sammenheng med smitteverntiltak i første kvartal, samt at det ujusterte sykefraværet var rekordhøyt, jf. figur under. Det sesong- og influensajusterte sykefraværet korrigerer også for koronasyke og var historisk lavt. Det betyr at sykefraværet i første kvartal trolig i stor grad var preget av omikronbølgen som førte til at mange var fraværende grunnet sykdom eller karantene. Det tilsier at sykefraværet vil avta når pandemien er tilbakelagt og dermed trekke opp timeverksveksten framover.

Gjennomsnittlig antall arbeidede timer gikk ned under pandemien, og gjenåpningen av økonomien førte til at veksten i etterspørselen etter antall personer har vært høyere enn i antall timer. Timeverksutviklingen for utvalgte næringer er vist i figuren over. Timeverkene var 0,3 prosent lavere i første kvartal i år enn i fjerde kvartal 2019, mens personsysselsettingen var 2,0 prosent over. For privat sektor er forskjellen større, timeverkene er 1 prosent lavere og personsysselsettingen 1,7 prosent høyere enn i fjerde kvartal 2019.

Sykefravær

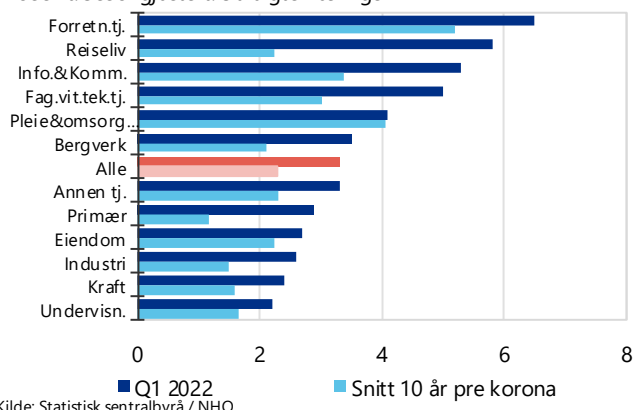
I prosent av avtalte dagsverk.



Stramhet i arbeidsmarkedet kan måles ved forholdet mellom antallet utlyste stillinger og ønsket sysselsetting (dvs. summen av ledige stillinger og antall sysselsatte). Stramheten målt på denne måten er høy i de næringene som har vært hardt rammet av pandemien. De fleste næringer har imidlertid et strammere arbeidsmarked enn gjennomsnittet de ti siste årene forut for koronapandemien. Stramheten målt ved NAVs bedriftsundersøkelse understøtter dette bildet.

Ledige stillinger vs ønsket sysselsetting*

Prosent. Sesongjustert. Utvalgte næringer

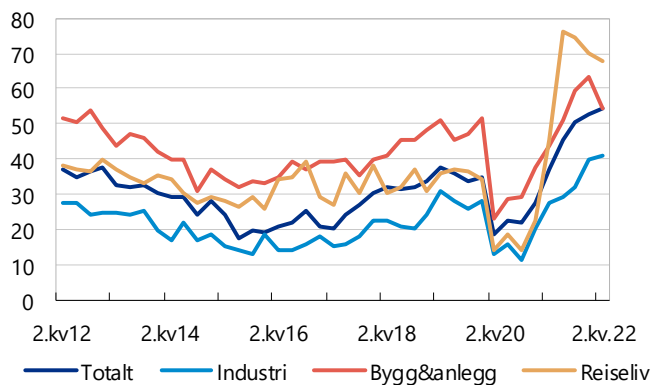


Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Nedgangen i arbeidsledighet fordelt på yrker er relativt jevnt fordelt. Det betyr at vi ikke ser tydelige tendenser til at enkelte yrkesgrupper skiller seg mer ut enn andre. NAVs bedriftsundersøkelse fordelt på yrke, viser at det i antall personer er størst mangel på sykepleiere, tømrere og snekkere, men stramhetsindikatoren for disse gruppene er likevel lav. Det må ses i sammenheng med at disse yrkene også har mange sysselsatte, dermed blir mangelen i prosent av ønsket sysselsetting (mangel pluss antall sysselsatte) lav.

Manglende tilgang på kvalifisert arb.kraft

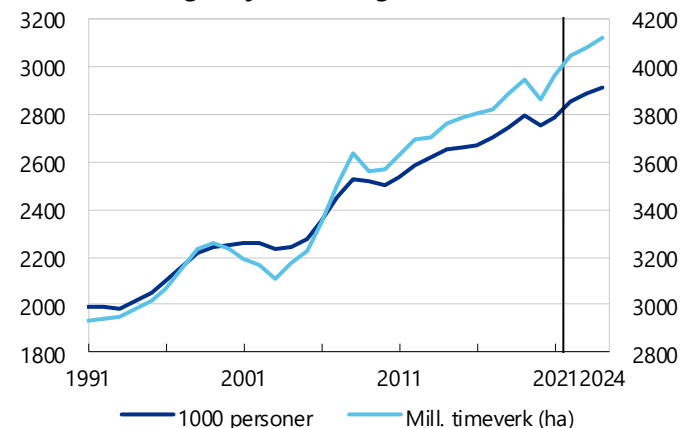
Prosentandel som svarer "Stort problem"



Kilde: NHO/NØB

Økningen i etterspørselen etter arbeidskraft har ført til at rekordmange av våre medlemmer melder om mangel på kvalifisert arbeidskraft og samlet økte andelen videre også i andre kvartal. Også i industrien har mangelen økt, men den er særlig høy i næringer som har vært hardt rammet av pandemien og som normalt har stort innslag av utenlandsk arbeidskraft, som f.eks. reiseliv. Andelen som rapporterer om manglende tilgang på kvalifisert arbeidskraft i reiseliv har imidlertid falt noe siden første kvartal i år.

Fastlands-Norge: Sysselsetting



Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 2/2022

I tråd med at den økonomiske aktiviteten vil ta seg videre opp i år ventes timeverkene og sysselsettingen å følge etter. Men vi venter at gjennomsnittlig timeantall per sysselsatt vil øke tilbake til pre-koronanivåer, men først til neste år. Timeverkkveksten dempes imidlertid av et høyt sykefravær i første kvartal i år. Vi legger dermed til grunn at de som har jobb vil jobbe flere timer, samt at privat sysselsetting øker mer enn offentlig forvaltning. Sistnevnte vil trekke opp gjennomsnittlig antall timer, fordi timetallet per sysselsatt er høyere i privat sektor enn i offentlig forvaltning. Videre venter vi at jobbveksten vil bli særlig sterk i de arbeidsintensive tjenestene næringerne. Sysselsetningsveksten gjennom andre halvår i fjor og aktivitetsveksten i fastlandsøkonomien gjennom høsten peker mot en høy sysselsetting i innværende år. Vi anslår derfor at timeverkene og personsysselsettingen vil vokse med henholdsvis 2,5 og 2,1 prosent i 2022. Deretter vil aktivitetsveksten komme ned på et mer normalt nivå, slik at veksten i timeverkene og personsysselsettingen også trekkes ned, til om lag 1 prosent i 2023 og 2024.

Arbeidstilbudet har tatt seg opp

Selv om sysselsettingen først tok seg opp for alvor i tredje kvartal, har arbeidsstyrken vokst i alle kvartaler siden pandemien startet, med unntak av andre kvartal 2020 og første kvartal 2021. Det var også tilfellet i første kvartal i år. Arbeidskraftundersøkelsen viser at det er 12 år siden vi hadde like mange i arbeidsstyrken i prosent av befolkningen i aldersgruppen 15-74 år som nå i første kvartal 2022. Lavere arbeidsledighet ventes å gi en økning i innenlandsk arbeidstilbud i inneværende år. Deretter vil veksten være mer på nivå med befolkningsveksten.

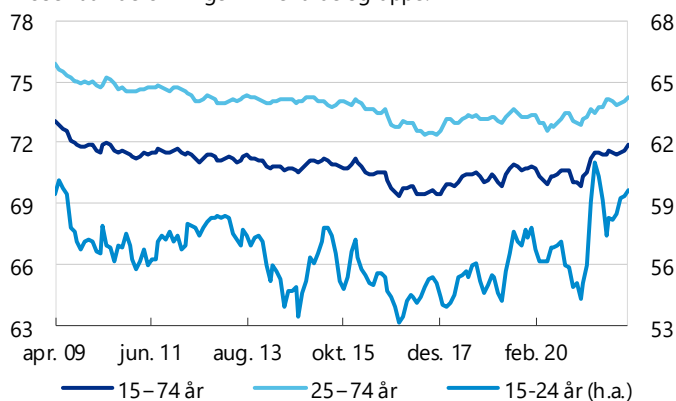
Pandemien har vist at Norge er relativt avhengig av utenlandsk arbeidskraft. I næringer hvor innslaget

av utenlandsk arbeidskraft er høyt, er også antall ledige stillinger særlig høyt. Arbeidsinnvandringen er nå på vei opp og bosatte ukrainere kan komme inn i arbeidsstyrken. Statistikken for korttidsinnvandring for andre halvår i fjor og første kvartal i år tyder på at innvandringen tok seg noe opp igjen når innreise-restriksjonene ble lempet, se figuren under. Korttidsinnvandringen var særlig høy i reiseliv som ble hardt rammet av pandemien. På mellomlang sikt venter vi at arbeidsinnvandringen vil ta seg ytterligere opp, da Norge er et attraktivt arbeidsmarked. Vi er mindre rammet av pandemien og smitten har vært lav sett i forhold andre land. Arbeidsmarkedet virker noe strammere i Norge enn i det europeiske arbeidsmarkedet både på kort og mellomlang sikt. Se nærmere omtale om den europeiske arbeidsmarkedssituasjonen under internasjonalt avsnitt. Lønnsnivået i Polen sett i forhold til Norge har økt, det trekker isolert sett ned innvandringen fra Polen. Likevel var nettoinnvandringen fra Polen igjen positiv i 2021. Lønnsnivået er fortsatt langt under norske nivåer, det tilsier at innvandringen fra Polen fortsatt vil være høy i årene fremover.

Vi legger til grunn at arbeidsstyrken vokser når aktiviteten i økonomien tar seg opp, og at flere arbeidsinnvandrere vil komme til det norske arbeidsmarkedet i år. Vi venter derfor en noe høyere økning i arbeidsstyrken enn i befolkningen, slik at yrkesprosenten øker i inneværende år. Det innebærer at sjokket forårsaket av pandemien ikke vil gi en mer langvarig nedgang i arbeidsstyrken, slik tidligere nedgangskonjunkturer har medført.

Norge: Arbeidsstyrke

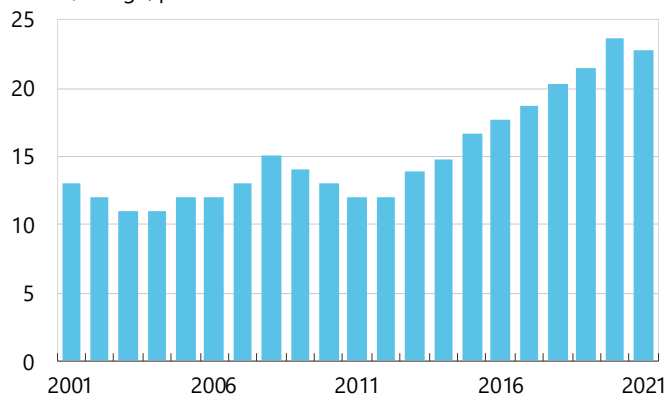
Prosent av befolkningen i hver aldersgruppe.



Kilde: Refinitiv Datastream / SSB, AKU / NHO

Industriens lønnskostnader/time

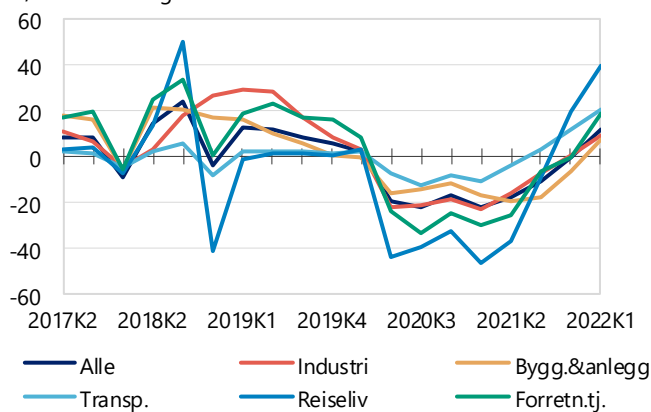
Polen / Norge, prosent. Felles valuta



Kilde: TBU, feb. 2022 / NHO

Korttidsinnvandrere

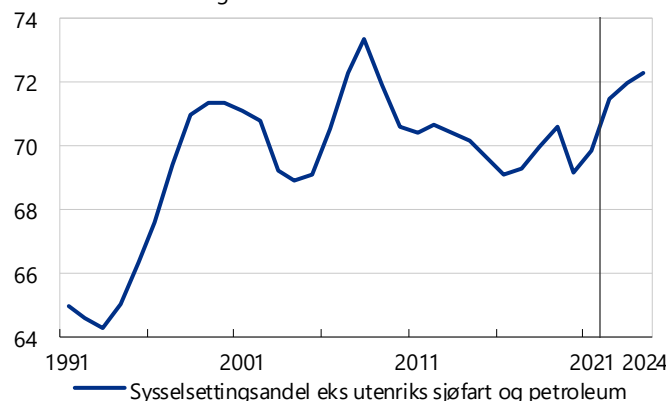
Å/å. Pst. endring.



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Syssettingsandel

Prosent av befolkningen 15-74 år.



Kilde: Refinitiv Datastream / SSB / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 2/2022

Arbeidsledigheten ned

Pandemiåret 2020 ga historisk sterke utslag i antall registrerte arbeidsledige. Etter nedstengningen i mars 2020 ble den registrerte arbeidsledigheten på kort tid om lag firedoblet. Ved utgangen av mars var vel 300 000 registrert som helt ledige arbeidssøkere hos NAV, tilsvarende 10,6 prosent av arbeidsstyrken. Ikke på noe tidspunkt i etterkrigstiden har ledighetsraten vært høyere.

En stor andel av de arbeidsledige har vært permitterte. Aktiviteten har dermed relativt raskt kunnet gjenopptas i perioder med reduserte smitteverntiltak. Dette har medført at den registrerte arbeidsledigheten har gått relativt raskt ned, også i år. Arbeidsledigheten var ved utgangen av mai sesongjustert 1,7 prosent av arbeidsstyrken, det laveste siden 2008. Også arbeidsledigheten inklusive personer på tiltak har gått ned, se figur.

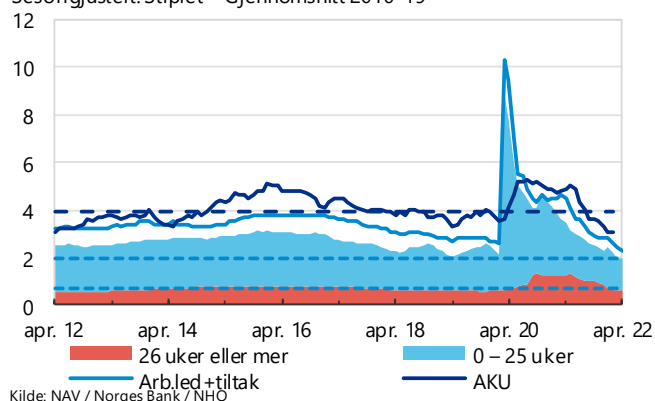
Arbeidskraftundersøkelsen gir et helhetlig bilde av arbeidsmarkedet og måler både arbeidsledige og sysselsatte. Undersøkelsen er en spørreundersøkelse, og kan dermed fange opp arbeidsledige personer som ikke har krav på dagpenger og derfor ikke er registrert hos NAV. AKU-ledigheten har variert mindre enn NAV-ledigheten, blant annet fordi AKU regner permitterte kortere enn tre måneder som sysselsatte, og ikke som arbeidssøkere. AKU-ledigheten nådde en topp i august 2020 på 5,3 prosent, og har avtatt siden. I mars var AKU-ledigheten 2,9 prosent. Brudd i statistikken fra 2021 gjør imidlertid disse tallene usikre.

Også andre indikatorer underbygger at arbeidsmarkedet er relativt stramt. Langtidsarbeidsledigheten, dvs. de som har gått ledige mer enn seks måneder, har falt. I mai var mer enn halvparten av alle helt arbeidsledige langtidsledige fra jobb eller tiltak.⁹ Nedgangen er størst for de med mellomlang varighet, mens antallet med lang varighet har gått opp. Totalt var 25 000 personer langtidsarbeidsledige fra jobb eller tiltak ifølge NAVs tall. De delvis arbeidsledige utgjør nå bare 0,8 prosent av arbeidsstyrken, som er på linje med nivået forut for pandemien.

⁹ NAV måler varighet på to måter: Både hvor lenge personer har vært arbeidsledig fra jobb, og hvor lenge de har

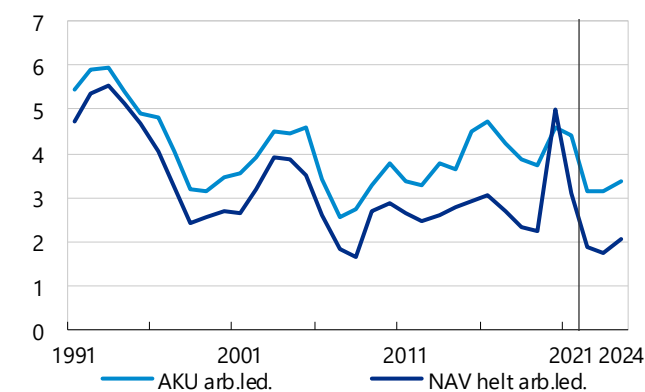
Arbeidsledige, pst. av arbeidsstyrken

Sesongjustert. Stiplet = Gjennomsnitt 2010-19



Arbeidsledige

Prosent av arbeidsstyrken. 15-74 år.



Økningen i aktiviteten og færre permitterte fremover vil trolig trekke arbeidsledigheten ytterligere ned i inneværende år. I gjennomsnitt anslår vi at arbeidsledigheten, både AKU og registrert arbeidsledighet vil bli 3,1 og 1,9 prosent i 2022. Deretter vil arbeidsledigheten forbli om lag dette nivået i 2023 før den øker noe, men ledigheten ventes likevel å bli liggende under sitt historiske gjennomsnitt.

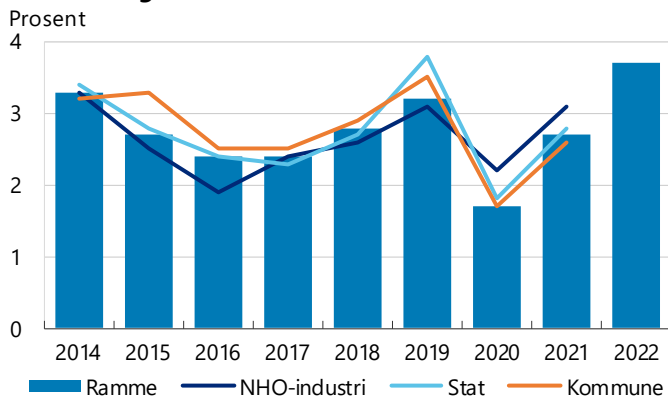
Nærmere om lønnsveksten

Resultatet fra årets hovedoppgjør mellom Norsk Industri og Fellesforbundet ga en anslått ramme på 3,7 prosent årslønnsvekst. Rammen omfatter lønnsvekst som kommer av sentralt forhandlede tariff tillegg, fjorårets bidrag til årets lønnsvekst (overhendet) og annen lønnsvekst som følger av lokale forhandlinger, som garantit tillegg, akkord, uregelmessige tillegg og sammensetningseffekter (glidning). Siden utfallet av de lokale forhandlingene ikke er avklart, har NHO, i forståelse med LO, et an-

vært ledige fra jobb eller tiltak. De som har vært arbeidsledige i mer enn 26 uker fra jobb eller tiltak defineres av NAV som langtidsarbeidsledig.

svar for å anslå den samlede årslønnsveksten i industrien. Rammen omfatter derfor normalt all lønnsvekst, og skal over tid samsvare med årslønnsveksten i industrien i NHO-området. De forhandlingene som har fulgt etter frontfaget har jevnt over landet nær rammen.

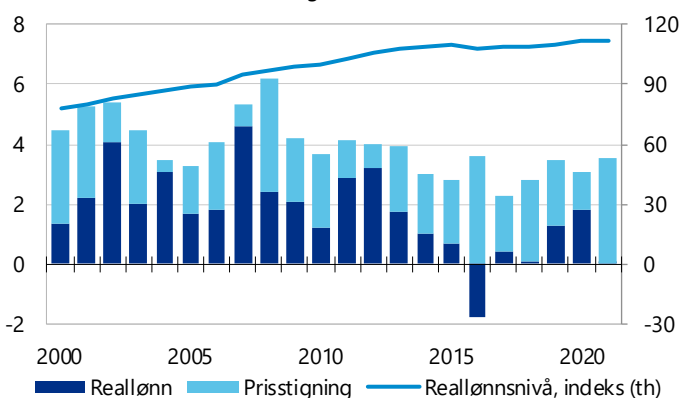
Årslønnsvekst: Store forhandlingsområder



Kilde: TBU, mars 2022 / NHO

Nominell årslønnsvekst og reallønnsvekst

Hele økonomien. Prosent å/å og indeks 2010 = 100



Kilde: TBU mars 2022 / NHO

Siden årtusenskiftet og frem til 2013, har den nominelle lønnsveksten vært høyere enn hos våre handelspartnere og bidratt til å svekke konkurransevnen. Valutakursen har i denne perioden også bidratt til å svekke konkurransevnen. Etter oljeprisfallet i 2014 og frem til 2020, har valutakursen deprimert og bedret konkurransevnen slik at lønn per time i industrien i felles valuta var tilbake på 2000-nivå. Lønnsveksten har også støttet opp om konkurransevnen i denne perioden. Både reallønnsveksten og lønnsomheten har de senere årene vært mer moderat sett i forhold til perioden forut for oljeprisfallet. Ifølge foreløpige nasjonalregnskapstall, svekket konkurransevnen seg med vel 5 prosent i 2021. Det er imidlertid usikkerhet knyttet til de foreløpige tallene

og de kan bli revidert. Rammen for årets lønnsoppgjør innebærer om lag uendret konkurransevne.

2.8 Mot strammere tider i budsjettpolitikken

Økonomiske tiltak knyttet til pandemi, høye strømpriser og krigen i Ukraina har løftet offentlige utgifter i 2022. Vi er nå inne i det tredje året på rad med svært høy offentlig pengebruk.

Saldert budsjett for 2022, lagt frem i desember i fjor, innebar en oljepengebruk, målt ved det strukturelle oljekorrigerte underskuddet, på 322,4 mrd. kroner i 2022. Dette tilsvarer 9,5 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge og 2,6 prosent av anslått verdi av fondskapitalen i Statens pensjonsfond utland (SPU) ved inngangen til året. Beregningene forutsatte at de økonomiske tiltakene knyttet til pandemien ble avvirket fra 2022. Målt som andel av Fastlands-BNP var likevel oljepengebruken 1,8 prosentpoeng høyere enn siste normalår, 2019.

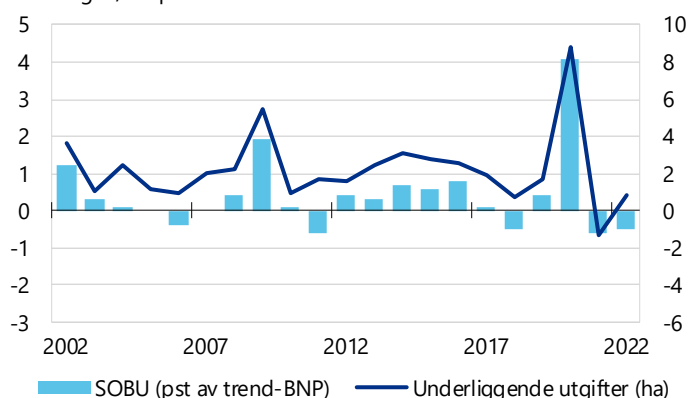
Innstramningen av smitteverntiltakene i desember 2021 førte til tiltak for å motvirke de økonomiske konsekvensene av virusutbruddet også i de første månedene i inneværende år. I desember innførte Regjeringen i tillegg flere tiltak for å kompensere husholdninger for høye strømpriser. Disse tiltakene ble videreført i 2022. Ordningen der staten tar en del av regningen ved ekstraordinært høye strømpriser er videreført ut året, men med noe lavere kompensasjonsgrad. Krigen i Ukraina har dessuten medført økte utgifter til sikkerhet, beredskap og mottak av flyktninger.

De ekstra bevilgningene har isolert sett løftet offentlige utgifter i år med om lag 60 mrd. kroner, hvorav 24,7 mrd. kroner til midlertidige koronatiltak, 20,5 mrd. kroner til strømstøtte og 14,4 mrd. kroner til styrking av den sivile og militære beredskapen og mottak av ukrainske flyktninger.

I Revidert nasjonalbudsjett 2022 la regjeringen frem oppdaterte budsjettall og forslag om innledning for deler av disse merutgiftene. Målt ved det strukturelle oljekorrigerte budsjettunderskuddet, er oljepengebruken økt med om lag 30 mrd. kroner siden saldert budsjett for 2022. Oljepengebruken utgjør 10,3 prosent av verdiskaping i fastlandsøkonomien. Målt som andel av fondskapitalen, utgjør oljepengebruken 2,9 prosent. Budsjettimpulsen anslås nå til -0,5 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge, mens anslaget i saldert budsjett var 2,6 prosent.

Budsjettindikatorer

Endring år/år i prosent



Kilde: Finansdepartementet, RNB22 / NHO

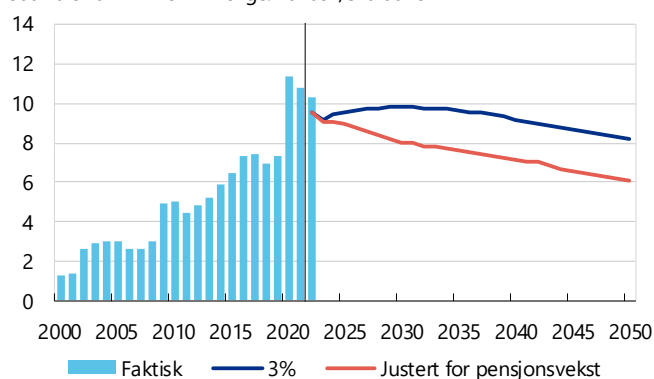
Inndekningene i revidert budsjett skyldes flere forhold, men i stor grad at skatteinntektene anslås høyere enn tidligere. Dels har tilpasninger til endringer i utbytteskatten ført til ekstraordinære inntekter fra skatt på utbytte, som har gitt regjeringen mulighet til å redusere rammetilskuddet til kommunene med 11,5 mrd. kroner i 2022. Og dels har forventninger om høyere strømpriser over tid gitt høyere forventede skatteinntekter fra kraftselskapene fremover, slik at anslåtte strukturelle skatteinntekter er oppjustert med 11,2 mrd. kroner. I tillegg er det budsjettet med om lag 7,8 mrd. kroner ekstra i utbytte fra statseide selskap. Det er også funnet inndekning for 4 mrd. kroner i utgifter til mottak av flyktninger ved å omprioritere innenfor bistandsrammen. Andre utgifter er redusert med om lag 2 mrd. kroner.

SV og regjeringspartiene forhandler per 10. juni på overtid om revidert budsjett. SV har vært tydelig på sin motstand mot at midler fra bistandsbudsjettet skal dekke inn deler av Ukraina-pakken. SV ønsker også kutt i veiprosjekter og økte skatter for å få rom for sine prioriteringer, mens regjeringen har pekt på at revidert budsjett ikke er et egnet tidspunkt for slike endringer.

I tiåret før koronakrisen ga vekst i SPU og skatteinntangen en gjennomsnittlig årlig økning i budsjettets inntekter på 30 mrd. 2021-kroner. Av dette gikk 13 mrd. til å dekke økning i folketrygden og andre regelstyrte utgifter. Dermed var det årlig hele 17 mrd. friske kroner tilgjengelig til nye satsinger. De neste åtte årene blir annerledes. Mens den årlige inntektsveksten halveres, blir de regelstyrte utgiftsøkningene større, slik at all inntektsvekst spises opp.

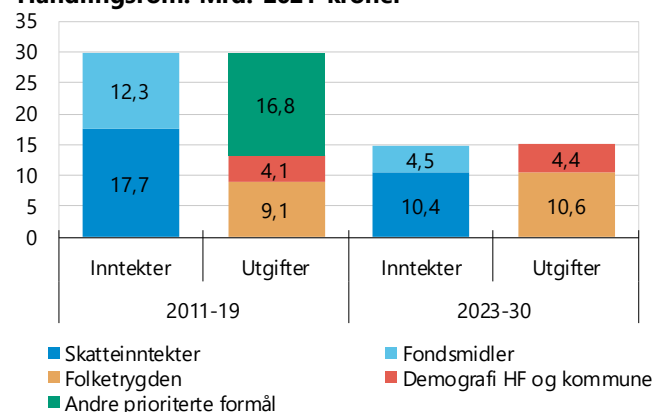
Strukturelt, oljekorrigert underskudd

Pst av trend-BNP for F-Norge. Faktisk/3%-bane



Kilde: Finansdepartementet, RNB22/NHO

Handlingsrom. Mrd. 2021-kroner



Kilde: Finansdepartementet, RNB22 / NHO

Som følge av høye priser på naturgass og råolje, har anslaget for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten i 2022 blitt oppjustert fra 277 mrd. kroner i fjor høst, til 933 mrd. kroner. Økte overføringer til fondet vil isolert sett øke handlingsrommet fremover. På den annen side har uroen i internasjonale finansmarkeder hittil i år redusert verdien av SPU, og det er en risiko for at markedsverdien av fondet kan falle videre. Utviklingen i fondsverdien fremover er usikker.

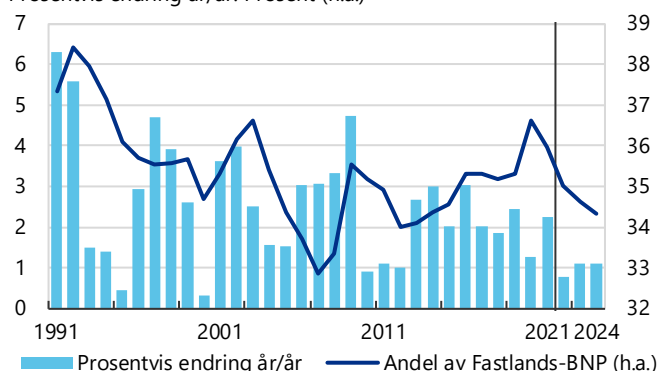
Ifølge handlingsregelen skal bruken av oljeinntekter over tid utgjøre 3 prosent av fondet, men det skal også legges stor vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet. Fra flere hold argumenteres det nå for innstramminger eller endrede retningslinjer for oljepengebruken.

Finanspolitikkutvalget¹⁰ anbefalte i sin første årlige uttalelse til finansminister Trygve Slagsvold Vedum den 3. februar, at det utredes nærmere hvordan handlingsregelen bør praktiseres fremover. Utvalgets flertall mener at det kan være fordeler ved å basere handlingsregelen på kontantstrømmen til fondet (utbytte, kupongrenter, leieinntekter mv.). Flertallet peker på at en slik modell vil være mindre sårbar for endringer i fondets markedsverdi siden kontantstrømmen er mer stabil enn markedsverdien.

I flere av budsjettokumentene i forbindelse med statsbudsjettet for 2022, pekes det på at fondsuttaket i normale tider bør ligge godt under 3 prosent. Dette kan motvirke risikoen for å måtte stramme kraftig inn i finanspolitikken, og dermed forsterke svingningene i økonomien, ved en eventuell fremtidig nedgang i aksjekursene. Øystein Olsen fremhevet også i sin siste årstale som sentralbanksjef, at vi gjør klokt i å legge bruken av oljepenger under forventet realavkastning.

Offentlig etterspørsel*

Prosentvis endring år/år. Prosent (h.a.)



*Offentlig forbruk og investeringer.

Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 2/2022

Regjeringen har signalisert at det vil komme innstramminger i offentlige budsjetter fremover. Frem mot høstens statsbudsjett vil regjeringen gjennomgå planene for byggeprosjekter i statlig sivil sektor og planene for samferdselsinvesteringer. Flere av nedskaleringene som hittil er varslet, for eksempel av Regjeringskvartalet, vil imidlertid ikke gi innsparinger i løpet av vår prognoseperiode. Vi legger likevel til grunn at regjeringens gjennomgang vil føre til at veksten i offentlige investeringer dempes de neste årene. Vi anslår at offentlig konsum og offentlige in-

vesteringer vil øke med hhv. 0,7 prosent og 1,1 prosent i år, i tråd med anslagene i Revidert nasjonalbudsjett. I 2023 og 2024 anslår vi veksten både i offentlig konsum til 1,0 prosent. Dette innebærer at offentlig etterspørsel vil avta fremover som andel av Fastlands-BNP, jf. figuren over.

2.9 Renten skal opp

I 2020 gjennomførte Norges Bank flere ekspansive tiltak i pengepolitikken. Fra februar til mai ble styringsrenten kuttet fra 1,5 til 0,0 prosent. I tillegg tilførte sentralbanken mer likviditet til markedet gjennom å tilby ekstraordinære F-lån og gi midlertidige lettelsler i bankenes sikkerhetskrav knyttet til disse.

I september i fjor hevet Norges Bank styringsrenten fra 0 til 0,25 prosent, i tråd med at aktiviteten og sysselsettingen hadde tatt seg opp. Renten har siden blitt hevet ytterligere to ganger, til 0,75 prosent i mars i år. Norges Banks rentebane fra mars indikerer en styringsrente på 1,5 prosent ved utgangen av 2022 og 2,5 prosent ved utgangen av 2024. Den gjennomsnittlige utlånsrenten på boliglån ble anslått å øke fra 2,0 prosent i første kvartal i år, til 4,0 prosent i slutten av 2024.

Norges Banks rentebane ble oppjustert fra desember til mars. Høyere inflasjonsutsikter og påfølgende oppgang i forventede styringsrenter hos våre handelspartnere bidro til oppjusteringen, både gjennom utsikter til svakere krone og gjennom høyere importert prisvekst. Samtidig hadde den underliggende prisveksten vært høyere enn anslått. Samlet bidro faktorene knyttet til innenlandsk etterspørsel, lønns- og prisvekst, kronkurs, utenlandske renter og olje- og gasspriser til å trekke rentebanen opp, mens et noe høyere pengemarkedspåslag enn ventet dempet oppjusteringen litt.

På rentemøtet i mai ble styringsrenten holdt uendret, det ble da også varslet om at renten mest sannsynlig ville bli satt videre opp i juni, med følgende begrunnelse "[...] Arbeidsmarkedet er stramt, og ledigheten er lavere enn anslått. Prisveksten internasjonalt har steget videre. [...] stigende lønnsvekst og høyere prisvekst på varene vi importerer ventes å løfte den underliggende inflasjonen fremover". Samtidig understreket Norges Bank at det er stor usikkerhet om de økonomiske konsekvensene som

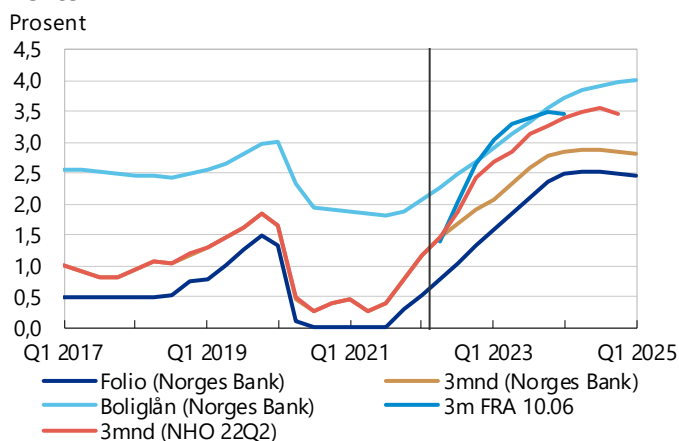
¹⁰ Rådgivende utvalg for finanspolitiske analyser har en rådgivende funksjon for Finansdepartementet i finanspolitiske analyser og i modell- og metodemessige spørsmål.

Fra juni 2021 ble utvalgets mandat utvidet til å også å gi faglige vurderinger og råd om langsiktig bærekraft i statsfinansene.

følge av krigen i Ukraina, og at dersom det blir utsikter til mer varig høy prisvekst, kan renten bli satt raskere opp enn renteprognosen tilsier.

Utviklingen i norsk økonomi ble noe svakere i første kvartal i år enn Norges Bank la til grunn i mars. Tolvmånedersveksten i konsumprisene har de siste to månedene imidlertid vært markert høyere enn Norges Bank anslo. I våre prognoser har vi lagt til grunn at Norges Bank hever renten fire ganger til i år, à 0,25 prosentenheter. Da vil styringsrenten være kommet opp i 1,75 prosent ved utgangen av 2022. Våre modellberegninger indikerer at styringsrenten heves med minst én halving i annet halvår 2022, og når 3 prosent mot slutten av 2023.

Renter



Kilde: Refinitiv Datastream / Norges Bank, PPR 1/2022 / NHO

Etter Norges Banks tilråding ble bankenes motsykliske kapitalbuffer redusert fra 2,5 til 1,0 prosent i mars 2020. Lavere bufferkrav reduserte risikoen for en strammere utlånspraksis som kunne forsterket tilbakeslaget som fulgte av pandemien. I mars i år ble kapitalbufferen besluttet hevet tilbake til 2,5 prosent, med virkning fra 31. mars 2023.

2.10 Høyere underliggende prisvekst

Konsumprisene økte 3,5 prosent fra 2020 til 2021, målt ved konsumprisindeksen (KPI). Rekordhøye elektrisitetspriser bidro til å trekke opp årsveksten med hele 2,1 prosentpoeng¹¹. Årsveksten i KPI justert for energivarer og avgiftsendringer (KPI-JAE) var 1,7 prosent i fjor. Lavere prisvekst på importerte og norskproduserte varer bidro til at den underliggende prisveksten var lavere ved utgangen av 2021 enn ved inngangen til året.

Siden årsskiftet har imidlertid den underliggende prisveksten tatt seg opp. I april var tolv månedersveksten i KPI-JAE 2,6 prosent, opp fra 1,3 prosent i januar og 2,1 prosent i februar og mars. I mai tiltok veksten ytterligere, til 3,4 prosent. Økningen i kjerneinflasjonen den siste tiden har blant annet vært drevet av høyere priser på matvarer, møbler og overnattingstjenester. Imidlertid kan påskeeffekter ha bidratt til å drive flybillettprisene midlertidig opp.

Prisen på strøm inkludert nettleie var 28 prosent høyere enn i samme måned året før i mai. Strømprisene falt litt fra april til mai i år, etter å ha økt sterkt måneden før. Satsen på elavgiften steg fra 8,9 øre per kWh i mars til 15,4 øre i april. Redusert elavgift er ett av regjeringens tiltak for å holde folks elektrisitetsutgifter nede. For perioden januar til og med mars i år har avgiften vært tilnærmet halvert. Tiltaket videreføres ut 2022, men med redusert styrke. Fra april og ut året er den alminnelige satsen 9 prosent lavere enn i 2021.

I tillegg til redusert elavgift bidrar strømstøtteordningen til å dempe konsumprisveksten vesentlig. Uten strømstøtte ville tolv månedersveksten i KPI vært 7,7 prosent i mai, dvs. 2 prosentpoeng høyere enn faktisk prisvekst, ifølge SSB. Strømstøtteordningen gjelder strømbruk fra og med desember 2021 til og med mars 2023.

Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) har anslått konsumprisveksten til 3,3 prosent i 2022¹² og den underliggende prisveksten til 2,1 prosent. Bak prognosen ligger blant annet en antakelse om at prisene på konsumrelaterte importvarer vil øke med 3,3 prosent i 2022. Kronkursen forutsettes å styrke seg med 2,2 prosent. TBU peker på den internasjonale prisveksten på råvarer, ferdigvarer og frakt fremover som en viktig faktor for hvordan inflasjonsutviklingen her hjemme blir. Flaskehals i produksjonen av varer og tjenester medførte at fraktprisene økte til historisk høye nivåer i fjor. Krigen i Ukraina og de påfølgende internasjonale sanksjonene rettet mot Russland vil kunne medføre at disse flaskehalsene forsterkes i 2022. TBUs beregning indikerer at firekvarteralsveksten i KPI-JAE vil øke litt gjennom 2022. Dette må ses i sammenheng med at økte internasjonale prisimpulser fører til vekst i prisene på importvarer utover 2022. Styrkingen av kronen fra 2021 til 2022

¹¹ Differanse KPI og KPI-JEL 2021.

¹² Anslag fra 10. mars. Omtalt i rapport av 04.04.2022.

bidrar imidlertid isolert sett til å dempe disse prisimpulsene noe. TBU understreket at det er stor usikkerhet i prisvekstanslaget. Usikkerheten er spesielt knyttet til krigen i Ukraina og effekten dette har på energiprisene, kronkursen og verdikjedeproblematikken som nå preger internasjonal økonomi.

Våre modellberegninger indikerer at konsumprisene vil øke med 2,8 prosent i 2023 og 2,2 prosent i 2024.

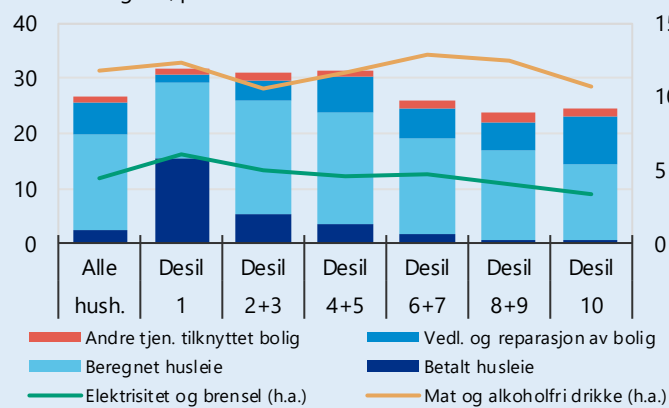
Boks 1 Prisveksten har truffet likt

Som omtalt i avsnitt 2.10. har rekordhøye priser på strøm dratt opp konsumprisveksten det siste året. Normalt vil høyere priser på en vare eller tjeneste medføre at husholdningene konsumerer mindre av varen som har blitt dyrere, og mer av andre varer som relativt sett har blitt billigere. Strøm er til dels et nødvendighetsgode, og det er begrenset hvor mye husholdninger kan vri forbruket bort når strømprisen øker.

Figuren nedenfor viser andelen av utgifter som brukes på tre nødvendighetsgoder: bolig, matvarer og elektrisitet, fordelt etter inntekt. Figuren viser at husholdninger med lave inntekter bruker en større andel av inntekten sin på bolig og en litt høyere andel på elektrisitet enn husholdninger med høyere inntekter. Andelen som brukes på mat og alkoholfri drikke er noe jevnere fordelt, som avspeiler at husholdninger med høyere inntekter i snitt kjøper dyrere mat og drikke.

Forbruk etter inntekt

Andel av utgifter, prosent. 2012



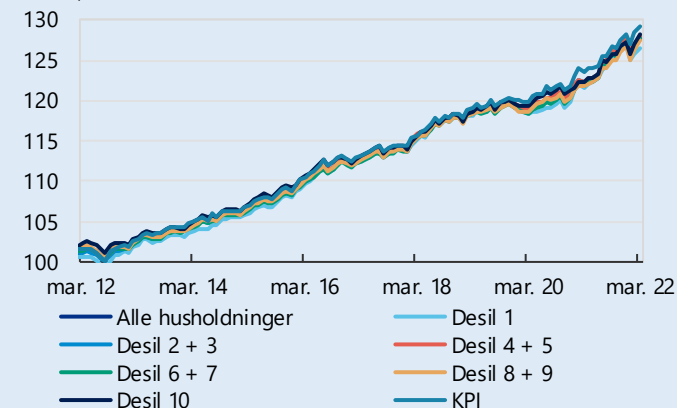
Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Av fordelingshensyn er høy prisvekst på nødvendighetsgoder bekymringsfullt, fordi prisvekst på disse varene vil spise opp en større andel av inntekten til de med lavere inntekter.

Selv om høy prisvekst på enkelte varer kan skape utfordringer på kort sikt, er det likevel viktigere hvordan husholdninger rammes av høy prisvekst på lengre sikt. Figuren nedenfor viser en beregnet konsumprisindeks for ulike inntektsgrupper, basert på hvordan forbruket til inntektsgruppene er fordelt. Vektene som er benyttet, og som tilsvarer andelen av forbruket som brukes på hver varetype, er hentet fra forbruksundersøkelsen som ble gjennomført av SSB i 2012. Prisveksten for hver varegruppe benytter tall fra konsumprisindeksen. Totalt brukes prisutviklingen på 39 varegrupper. Beregningen tar ikke hensyn til at forbrukere vil tilpasse forbruket sitt etter hvert som prisen på varer endrer seg, men viser et slags statisk bilde av prisutviklingen på kurven varer ulike grupper kjøpte i 2012. Det tas heller ikke hensyn til at det innad i de ulike varegruppene kan være forskjellig prisutvikling på varene som ulike inntektsgrupper kjøper.

Prisutvikling for ulike inntektsgrupper

Indeks, 2011=100



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Selv om ulike inntektsgrupper har ulik sammensetning i forbruket sitt, indikerer figuren at de likevel i snitt har opplevd om lag samme prosentmessige kostnadsøkninger de ti siste årene. Det betyr at ingen inntektsgrupper systematisk har kommet dårligere ut som følge av prisveksten enn andre. Det betyr også at konsumprisindeksen er et relevant mål å benytte når man skal beregne reallønnsveksten for ulike inntektsgrupper.

3 Tema: Verdien av stabilitet

Verden er usikker. Dette munnhullet har til de grader fått innhold over de to siste årene. Først en global pandemi som påførte verdensøkonomien sitt største tilbakeslag i nyere tid, dernest en krig som både forsterket pandemiens pressproblemer og tvang frem et nytt syn på den økonomiske og sikkerhetsmessige arkitekturen i Europa. Begge deler var uventet, begge deler vil trolig medføre fundamentale, langsiktige endringer. Arbeidsvilkår som bedriftene tok mer eller mindre for gitt, ble brått annerledes.

For noen innebærer slike skift muligheter og gevinster, for andre utfordringer og tap. Men i begge fall innebærer det endringer, der gårdsdagens forretningsmodell ikke bærer like godt som før.

Intet nytt under solen. Historien har aldri vært rettlinjert. Til alle tider har "ytre" begivenheter medført uventede endringer – for nasjonaløkonomiene, og for folk og bedrifter. Sjokk og kriser er nærmest å betrakte som en del av normalen, selv om det kanskje aldri føles helt slik. Men sjokk og kriser kan også innebære kostnader, kanskje viktigst i form av at de ofte fører til at ressursene våre brukes mindre effektivt. Usikkerhet kan medføre at bedrifter og husholdninger kvier seg for å satse, men også føre til at ressurser holdes i bero, i beredskap, slik at de er tilgjengelige om noe uventet skulle skje.

Kriser kan på sin side også medføre at folk og bedrifter uventet får mindre å gjøre her og nå, slik at bedrifter må legge ned og folk mister jobben. Dersom folk forlater arbeidsstyrken på varig basis, kan økonomiens vekstpotensial bli svekket. Det til tross for at kriser kan bety omstillinger som på lang sikt er av det gode, men som altså på kort sikt kan innebære høyere ledighet, fordi folks kompetanse er bedre tilpasset det som er, enn det som kommer.

Nettopp fordi sjokk og kriser føre til usikkerhet og kostnader, er det et poeng for samfunn og folk å innrette seg slik at verden blir mest mulig stabil og fri for overraskelser. En tradisjonell husforsikring er et åpenbart eksempel. Den forventede avkastningen av en slik "investering" er negativ. Forsikring er slik sett penger ut av vinduet. Men om et uforsikret hus brenner, vil det for de fleste innebære en så dramatisk nedgang i levestandard, at risikoreduksjonen er verdt premien. På samme måte går vi veien om avtaler for å vite hva som skal skje når noe uforutsett

inntreffer, binder renten og slutter opp om et trykkesystem som gir ytelser ved jobbtap eller uførhet.

Formålet til denne temadelen er å si noe om hvordan en mindre forutsigbar og mer volatil økonomi kan påvirke bedriftene. Vi innleder med en oversikt over svingninger i økonomisk aktivitet ute og hjemme de siste tiårene. Deretter defineres usikkerhet og risiko, og litteraturen på området gjennomgås. Deretter går vi mer i detalj gjennom ulike årsaker til sjokk. Selv om vi her vil gå gjennom hver enkelt årsak, er det det liten tvil om at også *samspillet* mellom ulike deler av økonomien har stor betydning. Eksempelvis vil et realøkonomisk sjokk kunne forsterkes av reaksjonen i finansmarkedet. Endelig ser vi på hva bedriftene kan gjøre for å redusere sin sårbarhet overfor sjokk, og hva myndighetene kan gjøre, både for å redusere usikkerhet i forkant, og for å håndtere kriser når de oppstår.

Denne temadelen var en del av kunnskapsgrunnlaget for NHOs årskonferanse som ble arrangert 12. mai 2022. Utsatt, som så mye annet, pga. omikronbølgen, og endret, også som mye annet, grunnet krigen i Ukraina.

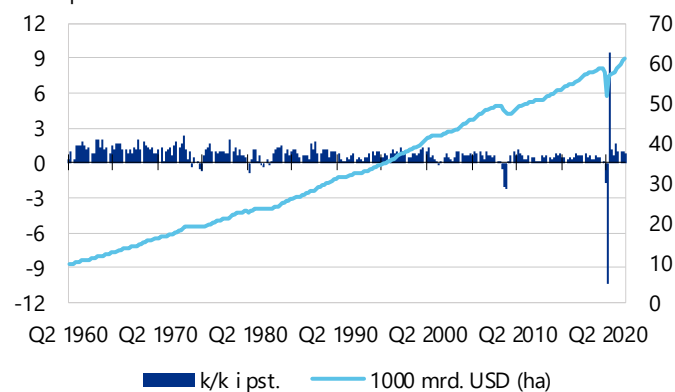
3.1 Variasjon er normalen

Historien har aldri vært rettlinjert. Mens mye av utviklingen kan sies å følge et nokså forutsigbart mønster, går mye også i rykk og napp, drevet av små og store overraskelser og "sjokk".

Figuren under viser utviklingen i verdiskapingen i industrilandene siden begynnelsen av 1960-tallet. Figuren forteller to ulike historier. Den ene er om *vekst*. I denne perioden har verdiskapingen grovt sett gjort seksgangeren, tilsvarende en årlig økning på 3 prosent (og mindre enn dette per innbygger), i første rekke drevet av stadig høyere produktivitet.

OECD: BNP

Faste priser

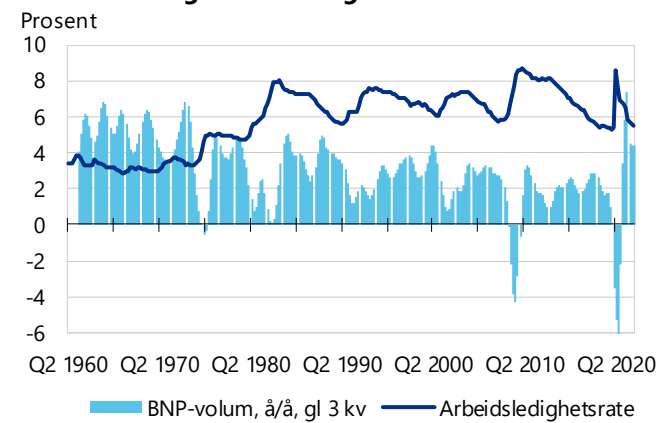


Kilde: Thomson Reuters Datastream / OECD / NHO

Den andre er en historie om *variasjon*. Fra kvartal til kvartal varierer veksten typisk mellom 0 og 2 prosent. Noen kvartaler faller aktiviteten, men dette skjer bare helt unntaksvis – i gjennomsnitt ett kvartal omtrent hvert femte år.

De variasjonene som betyr noe, er der hvor avdempingen av veksten er mer markant, og/eller langvarig, typisk det som omtales som kriser. I figuren under er år/år-endingene i aktiviteten vist sammen med arbeidsledighetsraten i industrilandene. Figuren viser at veksten var stabilt høy gjennom 1960-tallet, på 4-6 prosent årlig, med bare mindre variasjoner i ledigheten. Etter 1970 er det særlig seks perioder/hendelser som peker seg ut: (i) 1973–74, i kjølvannet av Yom Kippur-krigen, den arabiske oljembargoen og det første oljeprissjokket ("OPEC I"). (ii) 1979–80, som følge av Iran/Irak-krigen og det andre oljeprissjokket ("OPEC II"). (iii) Vekstbremsen på begynnelsen av 1990-tallet, bl.a. relatert til Kuwait-krigen og nok et oljeprissjokk. (iv) Den nokså milde vekstbremsen på begynnelsen av 2000-tallet i etterkant av dotcom-boblen. (v) Den vesentlig kraftigere nedturen i 2008–09 pga. finanskrisen. (vi) Koronapandemien i 2020–21, som ga det sterkeste tilbakeslaget i nyere tid, men også et av de mest kortvarige: Da Russland invaderte Ukraina var ledigheten allerede tilbake på førkrisenivået.

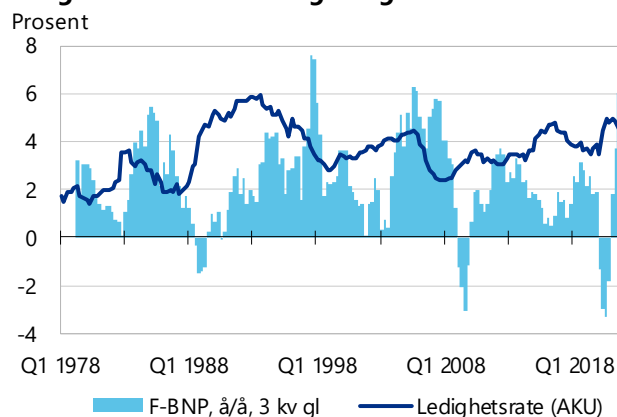
OECD: BNP og arbeidsledighetsrate



Den knappe fremstillingen over identifiserer noen enkle faktorer – "triggere" – bak tilbakeslagene, men hver nedtur avspiler et samspill av faktorer. OPEC I og II fikk sterke utslag fordi industrilandene da var mer oljeavhengige, men også fordi det institusjonelle rammeverket var annerledes, med mindre konkurranse, mer indeksregulering og fravær av inflasjonsmål. Finanskrisen meldte seg etter en periode med sterk utlånsvekst og økte ubalanser.

Utviklingen i norsk økonomi er vist i figuren under. De siste førti årene har det vært seks økonomiske tilbakeslag av noe omfang i Norge. Det første av disse, 1979–80, sammenfaller med den globale nedturen etter OPEC II. Den andre, særnorske, som startet mot slutten av 1987, og først kulminerte langt inn på 1990-tallet, skyldtes kombinasjonen av jappetid og lånefest og kraftig fall i oljeprisen. Den tredje falt sammen med lavkonjunkturen utenlands på begynnelsen av 2000-tallet, den fjerde med finanskrisen. Den femte var igjen særnorsk, knyttet til oljeprisfallet i 2014–15, mens den sjette skyldtes korona, både ute og hjemme.

Norge: Fastlands-BNP og ledighet



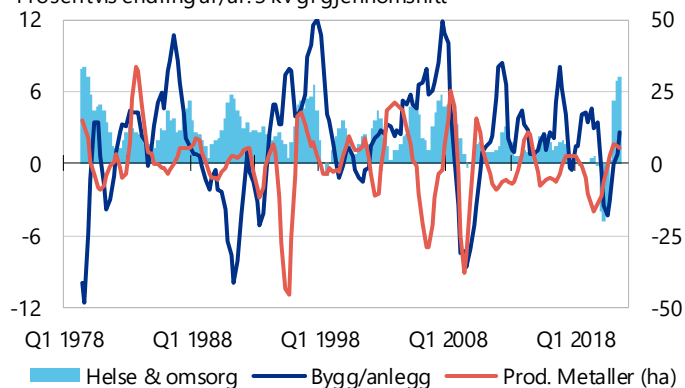
Variasjonen i aktivitet på nasjonalt nivå undervurderer i vesentlig grad omfanget av variasjon for den enkelte bedrift. Noen typer etterspørsel, som eksport og investeringer, varierer mer enn andre, som offentlig og privat forbruk. Dermed er det over tid også større utslag i aktiviteten i noen næringer enn i andre. Enkeltbedrifter vil dessuten normalt oppleve større variasjon i ordreinngang, produksjon og sysselsetting enn næringen som helhet.

I figuren under vises år/år-endingene i bruttoproduktet i helse og omsorg, i metallproduksjon og i bygg og anlegg. Førstnevnte er mest stabil. Ettersom aktiviteten i bygg og anlegg i stor grad er rettet mot innenlandsk etterspørsel, samsvarer variasjonene her godt med svingningene i økonomien som helhet. Utslagene er imidlertid sterkere, slik en kunne vente av en sektor som drives av investeringsetterspørsel.

Den tredje utvalgte næringen, produksjon av metaller, er eksportrettet. Her er utslagene i mindre grad korrelert med aktiviteten i Norge og de årlige utslagene (høyre akse) adskillig sterkere, som i 1995, da bruttoproduktet falt med 44 prosent fra året før.

Norge: Bruttoprodukt i faste priser

Prosentvis endring år/år. 3 kv gl gjennomsnitt



Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

3.2 Usikkerhet og risiko

Vi sier at vi har *usikkerhet* når vi ikke vet sann verdi av en størrelse, fremtidige konsekvenser av en aktivitet, eller hvilke hendelser som vil inntreffe. Usikkerheten kan skyldes mangel på kunnskap eller tilfeldig variasjon.¹³

En kilde til usikkerhet er mangel på kunnskap om årsakssammenhenger. En bedrift kan for eksempel ha manglende kunnskap om hvor effektiv en markedsføringskampanje vil være for å øke etterspørselen etter et produkt. Som regel vil en kunne observere om salget øker etter en markedsføringskampanje, men man kan ikke vite om dette skyldes andre og mulig tilfeldige årsaker, eller om det er andre bakenforliggende sammenhenger. Videre kan usikkerhet komme av at vi ikke vet tilstanden eller størrelsen på alle variabler som bestemmer utfallet. Som en fortsettelse av eksempelet over vil bedriften heller ikke vite hva betalingsviljen for produktet er, og hvilken pris den bør sette for å maksimere inntjeningen.

Usikkerhet kan også skyldes at visse størrelser er tilfeldige. Med sann tilfeldighet menes at utfallet ikke kan forutsees, selv med perfekt informasjon om alle tilstander og sammenhenger. Om sann tilfeldighet finnes, eller om alle hendelser er drevet frem av forutgående hendelser og dermed i teorien kan forutsees, er en sentral diskusjon i filosofien som vi ikke går nærmere inn på her. Vi nøyer oss med å definere tilfeldige størrelser som varierende størrelser, hvor hvert enkelt utfall tilsynelatende eller faktisk skjer uten noen definitiv årsak, eller uten noe forutsigbart mønster. Det innebærer at selv om mange størrelser

i prinsippet kan forutsees, kan vi betrakte dem som tilfeldige fordi vi mangler kunnskapen om alle tilstander og årsakssammenhenger som omtalt ovenfor. Et godt eksempel er aksjemarkedet. Endringer i aksjekurser fra dag til dag er åpenbart drevet av handlene til hver enkelt deltager i markedet. Likevel viser det seg svært vanskelig, om ikke umulig, å predikere daglige bevegelser med særlig grad av presisjon.

I statistikken beskriver man tilfeldige størrelser ved et utfallsrom, som er hvilke utfall som kan inntreffe, og en sannsynlighetsfordeling som er sannsynligheten for at de ulike utfallene inntreffer. Utfallsrommet og sannsynlighetsfordelingene kan være konstante, eller variere over tid. Utfallsrom og sannsynlighetsfordelinger kan estimeres ved å observere flere utfall av den tilfeldige størrelsen. I noen tilfeller kan vi ha god kunnskap om utfallsrommet, uten å vite nærmere sannsynligheten for de ulike resultatene eller implikasjonene av dem. Et eksempel kan være et presidentvalg, hvor utfallet står mellom to kandidater. Andre tilfeldige størrelser kan man ha bedre kunnskap om, hvor man også vet sannsynligheten for ulike utfall. Eksempelvis har man en ganske god idé om sannsynligheten for ulike værtyper og temperaturer et år frem i tid.

Usikkerhet og risiko er beslektede begreper, der innholdet og forskjellene kan variere noe fra dagligtalen til ulike fagområder. Risikofaglig kan risiko defineres som potensiale eller mulighet for uønskede hendelser og tap.¹⁴ I økonomifaget defineres ofte risiko som variasjon rundt et forventet resultat.¹⁵ Hvis man har en kjent eller estimert sannsynlighetsfordeling, kan man beregne en forventningsverdi for den tilfeldige størrelsen. Den uttrykker et gjennomsnittlig utfall. For eksempel vet vi at avkastningen i aksjemarkedet varierer mye fra år til år. Ved å observere historien kan vi beregne en gjennomsnittlig avkastning, som er et mål på forventet avkastning fremover dersom vi tror på historien som rettesnor. For å få et mål på risiko, kan vi beregne standardavviket til årlig avkastning. Standardavviket uttrykker gjennomsnittlig forventet avvik fra forventet avkastning. Jo høyere standardavvik, jo større spredning rundt forventningsverdien, jf. figuren under. Vi ser at jo høyere standardavviket er, jo høyere sannsyn-

¹³ <https://snl.no/usikkerhet>

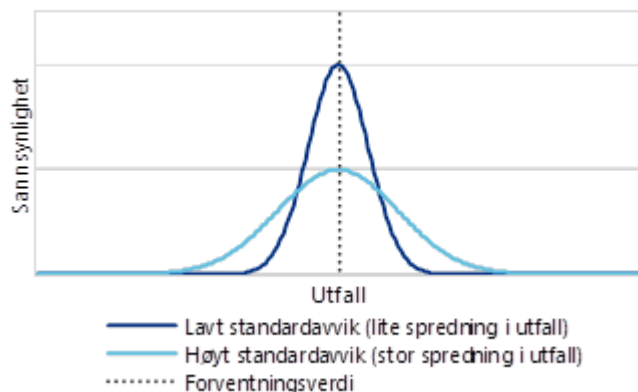
¹⁴ <https://snl.no/risiko>

¹⁵ Se f.eks. Richard A. Brealy m.fl. (2008) *Principles of Corporate Finance*, kap. 8 og 9.

lighet er det for at utfallet avviker mye fra forventningsverdien. I økonomifaget er derfor standardavvik et mye brukt mål på risiko.

Utfallsrom

Samme forventningsverdi, ulikt standardavvik



Kilde: NHO

I figuren er sannsynlighetsfordelingene symmetriske, dvs. at utfallene varierer like mye på høyre- og venstresiden av forventningsverdien. I virkeligheten behøver det ikke være slik. De kan være usymmetriske og med "fete haler" på den ene eller andre siden. Da vil man ha høyere sannsynlighet for at ekstreme utfall inntreffer. Et annet mål på risiko er hvor stor sannsynligheten er for at gitte negative hendelser inntreffer. I finans er "Value at Risk" (VaR) et slikt mål, hvor man beregner sannsynligheten for at et tap på en portefølje eller posisjon overstiger et gitt beløp. Dersom sannsynlighetsfordelingen er bredere, eller har større masse på nedsiden, er VaR høyere, dvs. høyere risiko.

I økonomifaget kan man si at et lotteri (med objektive og kjente sannsynligheter) og aksjemarkedet (med ukjente utfall og sannsynligheter) er eksempler på risiko og usikkerhet. Imidlertid vil risikobegrepet i økonomi og finans, dersom man begrenser seg til å beregne standardavvik og VaR, være noe snevert, som følger av at vi ikke alltid kan vite alle mulige utfall, konsekvensene av disse og sannsynlighetene for dem. I det videre risikobegrepet må man også ta inn over seg usikkerheten ved uforutsette eller utenkelige hendelser og deres konsekvenser, som vanskelig kan tallfestes med noen sannsynligheter. Hendelser som er uforutsette og som har enorme konsekvenser, og bedømmes å være sjeldne eller usannsynlige omtales som halehendelser, fordi de ligger langt ute i "halen" på sannsynlighetsfordelingen. Noen omtaler slike hendelser som "sorte svaner", som en beskrivelse på noe som umulig kunne inntreffe. Slike hendelser kommer overraskende på

oss når de opptrer. Mulige eksempler på slike hendelser kan være drapet på den østerriksk-ungarske erkehertugen Franz Ferdinand som utløste første verdenskrig, 11. september-angrepene, eller store innovasjoner i teknologi. Slike hendelser kan medføre store skift i utviklingen, og brukes noen ganger som en forklaring på at historien ikke er rettlinjet.

En situasjon kan oppfattes som stabil dersom vi opplever og forventer lite variasjon, og hvor fremtiden oppfattes som mer eller mindre forutsigbar.

3.3 Kilder til usikkerhet

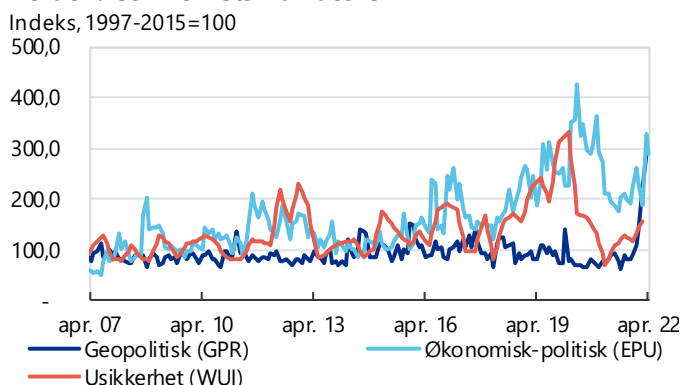
Politisk usikkerhet

Menneskeskapt usikkerhet kan dreie seg om usikkerhet knyttet til samfunnsmessige og politiske valg. Erfaringene fra mellomkrigstiden og andre verdenskrig bidro til at det institusjonelle rammeverket som ble bygget opp i kjølvannet av krigen bl.a. var basert på handelsliberalisering. Et vesentlig premiss for dette har nettopp vært at et stadig tettere økonomisk samkvem mellom land dels har bidratt til å bygge tillit på tvers av grenser, dels har gjort den økonomiske fallhøyden ved konflikter mye større og dermed redusert insentivene for å gå til krig mot hverandre. Rammeverket har på dette området innfridd: Antallet mellomstatlige konflikter har de siste 75 årene vært mye lavere enn i årene forut. Også målt etter det relative antallet konfliktdrepte har vi aldri levd i en fredeligere verden enn i de siste tiårene. Gevinstene av fred og stabilitet er tydelige. Stabile og forutsigbare regler innenlands og internasjonalt har bidratt til økonomisk vekst. Det har sikret at den globale gjennomsnittsinbyggen aldri har hatt det bedre enn nå. Vi har høyere inntekt og går flere år på skolen enn noen gang før, har bedre helse og lever lenger. Vi har aldri hatt mer kunnskap enn nå, og aldri hatt bedre forutsetninger for å dele denne kunnskapen, til beste for alle.

Rammeverket har imidlertid kommet under økende press de siste årene og usikkerheten synes å ha økt. Det er bl.a. reflektert ved gjeldskrisen i eurosonen, flyktningkrisen i Europa, Storbritannias uttreden av EU (*brexit*), og valget av Donald Trump som president i 2016, og Russlands invasjon av Ukraina. I tilfellene med *brexit* og valget av Donald Trump markeres et brudd med det etablerte. Hendelsene kan også leses som et uttrykk for økt polarisering og at politikken er blitt mer uforutsigbar. På flere områder knaker etterkrigstidens institusjonelle ramme-

verk, bl.a. basert på friest mulig flyt av varer og tjenester, i sammenføyingene. Donald Trumps proteksjonistiske handelspolitikk, bl.a. USAs handelskrig med Kina, har bidratt til at det har vært en stor økning i antallet implementerte handelsdiskriminerende tiltak de siste årene. Tilsidesettelsen av ankeorganet i Verdens handelsorganisasjon (WTO) er et annet eksempel som markerer et brudd med de etablerte "spillereglene". Geopolitisk rivalisering mellom USA og Kina bidrar også til at uforutsigbarheten har økt. I tillegg er Russlands invasjon av Ukraina i 2022 et eksempel på at den geopolitiske risikoen har økt og at den liberale verdensordenen er under press. Eksemplene over illustrerer hvordan den usikkerheten langs flere dimensjoner – enten det dreier seg om nasjonale veivalg, geopolitisk rivalisering eller i verste fall krig – har økt de siste årene. Dette er reflektert ved at flere usikkerhetsindikatorer har økt siden finanskrisen, sammenlignet med gjennomsnittet for perioden 1997-2015, jf. figuren under.¹⁶ Konsekvensen er at etablerte rammebetingelser utfordres og endres. Det vil treffe bedriftene, som vil måtte tilpasse seg disse endrede rammebetingelsene.

Verden: Usikkerhetsindikatorer*

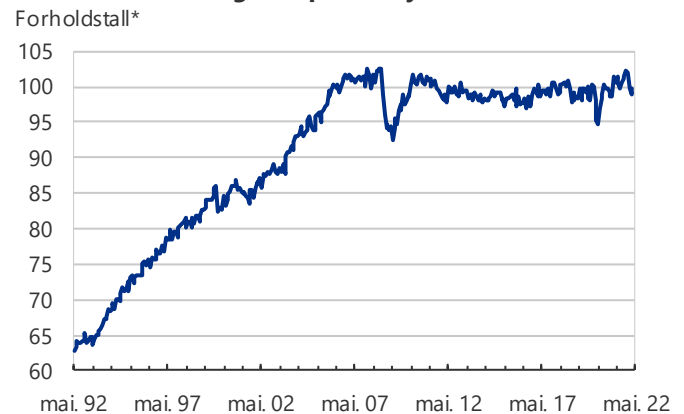


*Indikatorerne fanger opp frekvensen av nøkkelord som "usikkerhet" i nyhetsartikler. GPR=Geopolitical Risk Index; EPU=Economic Policy Uncertainty; WUI=World Uncertainty Index. WUI-dataserie er konvertert fra kvrt til mnd. EPU & WUI er BNP-vektet. Kilde: Caldara & Iacoviello / Baker, Bloom & Davis / Ahir, Bloom & Furceri / NHO

I tiårene før finanskrisen vokste den internasjonale handelen om lag dobbelt så raskt som BNP. Verdensøkonomien ble mer åpen. Imidlertid har globaliseringen møtt økende motstand, og siden finanskrisen har produksjon og handel vokst mer i takt, jf. figuren under. Bak utviklingen ligger bl.a. større uforutsigbarhet omkring internasjonal handel, i

form av en stor nettoøkning i antallet diskriminerende handelstiltak. Det kan leses som proteksjonisme på fremmarsj. I tillegg er WTO svekket. Det truer den regelbaserte handelsordenen. Når dette rammeverket utfordres vil ikke bedriftene kunne ta for gitt markedsadgang, eller at de ikke blir utsatt for diskriminerende handelstiltak, som f.eks. høyere tollsatser.

Verden: Handel og vareproduksjon



*Basert på sesongjusterte volumindekser. 100 indikerer like store størrelser. Kilde: Refinitiv Datastream / CPB / NHO

Råvarepriser og -leveranser vil bl.a. påvirkes av politiske forhold som skissert ovenfor. Eksempelvis vil endrede tollsatser både kunne øke og senke vareprisene. Importrestriksjoner og sanksjoner vil påvirke hvem vi handler med. Sanksjonene i kjølvannet av Russlands invasjon av Ukraina illustrerer dette. Både sanksjonene og usikkerhet om russiske leveranser har bidratt til økte priser på en lang rekke varer som Russland produserer mye av, så som olje, naturgass, metaller og mineraler, men også at mange bedrifter må finne nye leverandører. Tilsvarende kan hendelser som f.eks. streik også påvirke priser og forsyninger. Norge er en liten, åpen økonomi. Vi har et begrenset ressursgrunnlag og et relativt lite hjemmemarked. For å få mest mulig ut av våre knappe ressurser og opprettholde et høyt velferdsnivå er vi avhengige av internasjonal handel. I en tid der den regelstyrte handelsordenen utfordres er det derfor viktig å inngå i større fellesskap med alliansepartnere og land vi deler verdigrunnlag med, som gjør oss sterkere sammen. En av bunnplankene i norsk handelspolitikk er Verdens handelsorganisasjon (WTO). Styrking av WTO og reetablering av en effektiv tvisteløsningsmekanisme er derfor sentralt

¹⁶ Scott R. Baker, Nicholas Bloom, Steven J. Davis (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 131, Issue 4, November 2016, Pages 1593–1636.

Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2022). The World Uncertainty Index. *SSRN Electronic Journal*.

for å sikre en regelbasert handelsorden fremover. I tillegg er det i urolige tider sentralt at Norge som en liten, åpen økonomi hegner om EØS-avtalen som sikrer politisk og økonomisk forutsigbarhet.

Det er ikke bare handelsbetingelsene som risikerer å bli mer uforutsigbare når politikken blir mer polarisert. Da kan det også oppstå politisk usikkerhet omkring (innenlandske) skatteregler. Skattereglene er med på å danne det strukturelle økonomiske rammeverket i et land. Hva slags type økonomisk aktivitet en ønsker/ikke ønsker og i hvilket omfang. Samtidig sier det noe om ambisjonsnivået for offentlige velferdsordninger og graden av omfordeling. Økt polarisering og mer kortsiktighet i politikken kan således bidra til et mer omskiftende rammebetingelser. Det vil bety at rammebetingelsene bedriftene står overfor blir mer uforutsigbare. Med politisk konsensus om de lange linjene i politikken vil rammebetingelsene være stødigere, og det vil kunne bli enklere å bygge strukturer for fremtiden.

Konfliktbildet i verden har også forverret seg de siste årene. De siste årenes geopolitiske rivalisering mellom USA og Kina har bidratt til å øke spenningsnivå politisk og økonomisk. Historisk har situasjoner der en oppadstigende nasjon utfordrer det rådende hegemoniet og truer den etablerte ordenen ofte endt med krig.¹⁷ Samtidig illustrerer Russlands invasjon av Ukraina at regionale spenninger kan eskalere til faktisk krigføring. Det innebærer økt risiko for den økonomiske utviklingen og norsk næringsliv. Krig og konflikt er i sin natur knyttet til uforutsigbarhet og ustabilitet. Sentrale faktorer for å bygge fredelige og stabile samfunn er økonomisk utvikling, utdanning og statskapasitet.¹⁸ Sterke institusjoner og styresett er også viktig. Land med sterke demokratiske institusjoner er jevnt over blant verdens fredeligste og mest stabile samfunn. Ulikhet har også betydning, men det er først når økonomisk ulikhet også følger andre skillelinjer at risikoen for konflikt øker. Slike skillelinjer kan være markører som religion, etnisitet eller region. Konfliktrisikoen øker særlig når gruppebasert ulikhet blir politisert.

Krig, konflikter og svekket tillit mellom land har økonomiske virkninger. Land som er i krig eller konflikt, handler mindre med hverandre, som følge av rent politiske vedtak, stengte eller ødelagte trans-

portruer eller fordi fare for skader på folk eller utstyr øker prisene. Krig ødelegger infrastruktur og annen realkapital. Og krig eller fare for krig vrir et lands produksjon mot «unyttig» våpenproduksjon.

Høy tillit innad i og mellom land har derfor økonomisk verdi. Det forenkler handel, samarbeid og omstillinger, reduserer risikoen for destabiliserende konflikter. Slik sett må tilliten mellom folk, mellom folk og myndigheter og mellom land vernes om. I møte med lokale, nasjonale og globale utfordringer vil høy tillit kunne gjøre det enklere å finne gode kompromisser og løsninger.

Finansmarkedet

Utviklingen i valuta-, rente- og aksjemarkedene har betydning for bedriftenes tilgang og pris på kapital, for eksempel til investeringsformål. En konsekvens av økt usikkerhet i makroøkonomisk forstand, med økt usikkerhet rundt bedriftenes fremtidige inntjening og gjeldsbetjeningsevne, er at markedet vil kreve høyere renter for utlån til bedriftene. Samtidig vil markedet ikke lengre være villig til å betale like mye for selskapenes aksjer, som gjør at aksjekursene faller. Begge deler medfører dyrere finansiering for bedriftene, alternativt høyere alternativkostnad ved realinvesteringer. Samlet sett kan dermed økt usikkerhet gi lavere investeringer, og lavere økonomisk vekst.

Finansmarkedet kan benyttes av bedrifter og andre aktører for å redusere risiko, ved å inngå avtaler eller ta posisjoner som motvirker risikoen bedriften er eksponert mot. For eksempel kan en bedrift stå overfor en usikker fremtidig salgspris. For å redusere usikkerheten kan bedriften inngå en terminavtale, der den forplikter seg til å selge varen på et fremtidig tidspunkt til en bestemt pris. Alternativt kan bedriften kjøpe opsjoner der den har en rett, men ikke en plikt, til å selge varene til en på forhånd definert pris. Likeledes kan bedriftene sikre seg i finansmarkedet mot endringer i andre størrelser, slik som valutakurser og renter. Slik reduksjon i usikkerheten kan lette bedriftens planlegging.

Finansmarkedet kan samtidig også bidra til økt risiko. Slik finansielle avtaler kan avlaste risiko, kan de også inngås i håp om fremtidig gevinst. Da tar bedriften risiko. Slik aktivitet kan være et gode, si-

¹⁷ Se Boks 1.1 i Økonomisk overblikk 4/2019 for nærmere omtale.

¹⁸ Næringslivets perspektivmelding, s. 226-227.

den flere aktører og mer aktive markeder gir riktigere prisfastsettelse og økt likviditet. Samtidig viser historien at summen av mange enkeltavgjørelser som hver for seg kan være rasjonelle og gunstige, samlet kan medføre at det bygger seg opp ubalanser og systemisk risiko som kan gi kostnader også for aktører som ikke er direkte involvert i markedet. Finansmarkedene har historisk vist seg å kunne være uforutsigbare, hvor stabile perioder med lave svingninger raskt kan avløses av ustabile perioder.

Ustabilitet i finansmarkedet kan komme av at ubalanser har bygget seg opp over lang tid. Studier viser for mange land en finansiell syklus som avviker fra svingningene i realøkonomien. Den finansielle syklusen beskrives gjerne ved hvordan verdsettelsen i aksje-, kreditt- og boligmarkeder, og mengden gjeld i økonomien samvarierer og utvikler seg over tid. Den finansielle syklusen har gjennomgående vist seg å vare lengre enn konjunktursyklusen, og variasjonen over tid større.

Finanskrisen i 2008-09 illustrerer dette godt. Krisens årsak er sammensatt og omdiskutert, men som regel pekes på en lengre periode i forkant av krisen med utilstrekkelige reguleringer og billig kreditt. Dette ga grobunn for en kraftig gjeldsvekst og en tilhørende boom i boligmarkedet med høy prisvekst, og hvor mange låntagere som ikke var kredittverdige også fikk lån. Etter hvert som den amerikanske sentralbanken begynte å øke rentene mellom 2004 og 2006 begynte boligprisene å falle. Samtidig førte økte renter til at mange misligholdt lånene sine. Lavere boligpriser medførte at lånebeløpet oversteg panteverdien. Dette ga store tap for banker og finansforetak som hadde gitt slike lån, eller investert i finansielle produkter knyttet til dem. Dette førte til at flere store finansforetak kollapset, og truet med å spre seg videre i finanssystemet, før myndighetene i mange land måtte trå til med redningspakker. Bankene strammet inn på kredittgivningen til forbrukere og bedrifter. Kollaps i aksjemarkeder og boligmarkedet reduserte formuen til husholdningene. Dette reduserte husholdningenes etterspørsel og førte til usikkerhet om og svakere forventninger til

fremtidig etterspørsel. Mange mistet jobben, og verdiskapingen falt. Krisen illustrerer hvordan ustabilitet kan bygge seg opp gjennom en tilsynelatende stabil periode, før ustabiliteten materialiserer seg, og forplanter seg videre.

Historien viser at økonomiske tilbakeslag som sammenfaller med finansielle forstyrrelser, enten hvor kredittmarkedene stopper opp eller boligprisene krasjer, er dypere enn tilbakeslag som ikke gjør det.¹⁹ Men også uten å direkte medvirke til kriser kan finansmarkedet bidra til økte realøkonomiske svingninger, gjennom den såkalte "finansielle akseleratoren". En fremtredende mekanisme ved denne er betydningen av aktivapriser, hvor høyere aktivapriser i et oppsving gir større lånekapasitet for bedrifter og konsumenter, og som støtter opp under høyere lånefinansiert vekst. Samtidig vil fallende aktivapriser i nedgangstider redusere lånekapasiteten, som forsterker nedturen.²⁰ Teorien om den finansielle akseleratoren underbygges videre av ideen om "brannsalg". Teorien sier at ved tvungne salg, slik som i et booppgjør eller ved et "margin call",²¹ kan markedsprisen på et aktiva falle under verdien ved best anvendelse (som kan sees på som fundamental eller reell verdi) fordi andre aktører som kunne realisert den beste verdien er avskåret fra å kjøpe aktivaet, for eksempel fordi de er rammet av det samme sjokket.²² Slike friksjoner i markedet betyr at prisene i perioder kan svinge mer, og avvike mer fra fundamentale verdier enn de ville gjort i fravær av friksjonene.

Naturgitte hendelser

Det er ikke bare menneskeskapte hendelser og sjokk som innebærer risiko og som kan true stabiliteten. Også naturgitte hendelser som naturkatastrofer og pandemier kan skade samfunn og dermed bedrifter.

Koronapandemien er illustrerende i så måte. I løpet av få måneder spredte koronaviruset seg fra Kina til hele verden. Foruten sykdom og død, bidro smittevern og nedstengning til store økonomiske tap. Faren for en pandemi var likevel en kjent risiko da koronaviruset ble oppdaget sent i 2019. Svineinfluensapandemien i 2009 og Ebola-epidemien i 2014

posisjonen. Har aktøren ikke mulighet til det, blir posisjonen ofte tvangssolgt.

²² https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/fire_sales_jep_final.pdf

¹⁹ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1188.pdf>

²⁰ <https://cepr.org/sites/default/files/BGG%201999%20Handbook%20chapter.pdf>

²¹ Et margin call er når en aktør må stille ytterligere sikkerhet for en belånt posisjon, som følge av verdifall på

illustrerte at denne typen hendelser kan inntreffe. Selv om verken svineinfluensa eller Ebola rammet verdensøkonomien fremstår de i ettertid som tapte muligheter til å iverksette tiltak for å redusere risikoen for og virkningene av fremtidige pandemier.

Naturkatastrofer og ekstremvær er også kjente risikofaktorer et samfunn må forholde seg til. Verdens økonomiske forums (WEF) siste risikorapport²³ uttrykker dette. I en global spørreundersøkelse er tre av de største globale risikofaktorene de neste ti årene knyttet til klima og miljø. Forekomsten av ekstremvær er økende, og FNs klimapanel (IPCC) fastslår at ekstremvær og naturkatastrofer vil forekomme oftere fremover.²⁴ Naturkatastrofer og -hendelser påvirker bedriftene og deres tilpasning. Jordskjelv kan ødelegge fabrikker og infrastruktur. For bedrifter som tar del i globale verdikjeder, der innsatsvarer sendes på kryss og tvers av landegrenser, vil stans i produksjonen av én enkelt komponent kunne stanse produksjonen også andre steder i verdikjeden. Etter Fukushima-ulykken i Japan i 2011 ble flere industribedrifter i området stengt ned. Flere av bedriftene var viktige og (i noen tilfeller) eneste leverandør av billakkpigmenter og elektronisk utstyr til bruk i biler. Bilprodusentene som benyttet disse bedriftene som leverandører måtte derfor redusere produksjon og/eller fargevalg på biler.

Ekstremhendelser av denne typen er "kjente ukjente", dvs. at vi kan være nokså sikre på at de vil inntreffe, men ikke når og i hvilket omfang. De er også hendelser som potensielt kan ha stort skadeomfang. Samtidig er det mulig å gjennomføre tiltak for å begrense skadeomfanget, for eksempel bygge diker, ha effektive varslingsystemer og god beredskap. Slikt koster, men må betraktes som en forsikring, som likevel kan være tjenlig for samfunnet. For å få aksept for slike tiltak kreves blant annet en felles forståelse av risikobildet en står overfor. Et høyt tillitsnivå vil kunne understøtte dette.

3.4 Respons på usikkerhet

Bedriftenes rolle

Bedrifter opererer i markeder der de må ta hensyn til en lang rekke variabler. Den må ta hensyn til dagens og fremtidige kostnader for innsatsfaktorer og lønninger, og den må vurdere fremtidig etterspørsel og konkurranse. Eksempelvis må bedriften ta inn over seg hvordan salget påvirkes av at det kommer inn en nye aktører i markedet, eller hvordan høyere priser vil påvirke etterspørselen etter produktet den selger.

Mulige investeringsprosjekter verdsettes ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer med fremtidige renter. Dersom nåverdien av fremtidige kontantstrømmer overstiger investeringsbeløpet, vil prosjektet være lønnsomt. I en hypotetisk verden uten usikkerhet er fremtiden kjent. Bedriftene vil der ha kjennskap til alle relevante størrelser når de skal beslutte om et investeringsprosjekt skal gjennomføres eller ikke.

I en verden med usikkerhet blir beslutningen mer komplisert. Bedriftene må forsøke å finne hvilke muligheter som finnes, rangere usikre alternativer og eventuelt også finne andre bedrifter som de kan investere sammen med, for å redusere usikkerheten. I den virkelige verden er bedriftens fremtidige kostnader og inntekter alltid mer eller mindre usikre, blant annet som følge av uventede variasjoner i etterspørsel, priser på innsatsvarer, lønninger også videre. Da må bedriften vurdere hvilke utfall som kan inntreffe, og sannsynligheten for disse. Deretter må bedriften verdsette ulike alternativer og avgjøre om og hvordan den eventuelt kan redusere risikoen ved ulike utfall.

Empirisk viser det seg at folk flest har en viss uvilje mot å ta risiko ("risikoaversjon"). Det innebærer at man vil foretrekke en forventet mindre gevinst med ganske stor grad av sikkerhet, fremfor et alternativ som har en høyere gevinst, men med et mer usikkert utfall. Resultatet av dette blir at bedrifter vil velge prosjekter som har en akseptabel balanse mellom forventet resultat og risiko, hensyntatt eventuelle sikringstiltak som kan gjennomføres. Det betyr at ved økende usikkerhet og risiko, men samme forventede avkastning, vil færre prosjekter og investeringer gjennomføres.

²³ The Global Risk Report 2022.

²⁴ FN Sambandet: <https://www.fn.no/tema/klima-og-miljoe/klimaendringer>

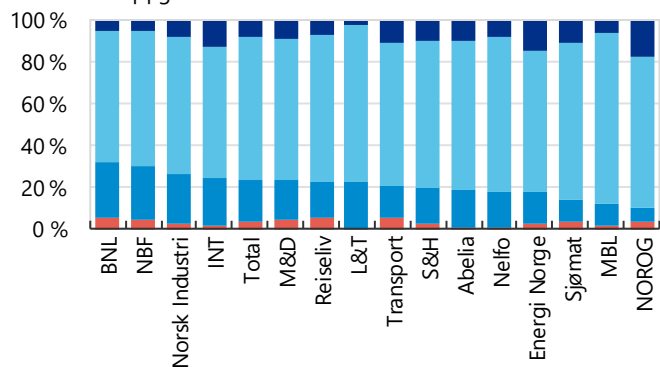
En bedrift vil ofte ha mulighet til å utsette investeringsprosjekter til et senere tidspunkt. Verdien av å vente kan stige når usikkerheten øker. Det skyldes at nedsliden ved å vente er kjent, og som regel begrenset til den avkastningen bedriften gir avkall på ved å vente med å investere, mens oppsliden kan ubegrenset. Det betyr at ved økt usikkerhet vil bedriftene som regel være mer tilbøyelige til å vente med investeringer til et senere tidspunkt. Økt usikkerhet kan medføre at bedrifter forlater allerede påbegynte prosjekter. Det skal imidlertid bemerkes at terskelen for dette er høyere enn å utsette investeringer, da investeringskostnaden ved å forlate et prosjekt kan være høy.

For bedriftens ansettelse gjelder en tilsvarende logikk. Som for andre investeringer, vil ansettelse som regel innebære langsiktige økonomiske forpliktelser. Bedriften ansetter når den har lønnsomme prosjekter å gjennomføre. Økt usikkerhet vil også kunne redusere bedriftens ansettelsesplaner.

I Næringslivets økonomibarometer spør NHO bedriftene om deres forventninger til markedet generelt, salgspriser, driftsresultat, investeringer og ansettelse. I mai ble bedriftene spurt om hvor sikre de er på svarene om sine utsikter. Tre fjerdedeler av bedriftene oppgir at de er svært eller ganske sikre på sine svar, som tyder på at bedriftene har høy tillit til egne utsikter. Mens 20 prosent oppgir at de er ganske usikre på utsiktene, svarer kun 3 prosent at de er svært usikre. Blant bedriftene som oppgir at de er svært eller ganske usikre på markedsutsiktene, oppgir over halvparten at dette reduserer planlagte investeringer. Omtrent ingen oppgir at usikkerheten øker planlagte investeringer. Disse resultatene understøtter de generelle drøftingene over.

Hvor sikker er du på dine utsikter?*

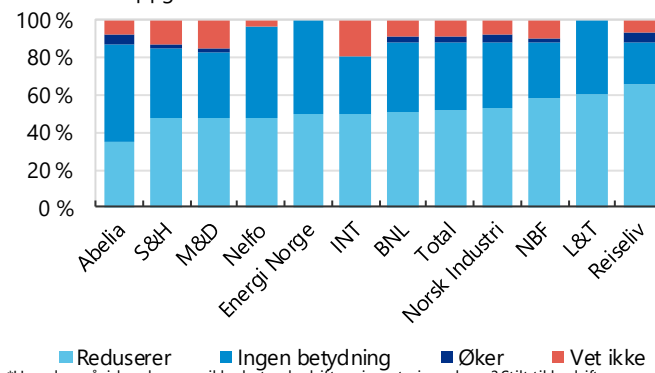
Andel som oppgir



*Vi har spurt deg om utsiktene de neste 6 månedene. Hvor sikker er du på disse svarene?
Kilde: NHOs medlemsundersøkelse, mai 2022

Betydning av usikkerhet på investeringer

Andel som oppgir



*Hvordan påvirker denne usikkerheten bedriftens investeringsplaner? Stilt til bedrifter som oppgir ganske eller svært usikre på sine utsikter
Kilde: NHOs medlemsundersøkelse, mai 2022

Sikring og diversifisering

De beste til å vurdere virkningene av usikkerhet og risiko for bedriften, og hvordan dette kan håndteres, er bedriften selv. Bedriftene drives på eiers regning og risiko, og det er eier som får gevinsten. Derfor bør også det primære ansvaret for å håndtere usikkerhet og risiko ligge hos bedriftene, og det er mange grep de kan ta for å gjøre dette.

For det første kan bedriftene spre risiko ved å unngå store eksponeringer mot enkelte risikofaktorer, men heller posisjonere seg mot flere mindre og ukorrelerede risikofaktorer så langt det er mulig. Dette er gjenkjennelig fra finans, der risiko reduseres ved å diversifisere porteføljen ("ikke alle egg i én kurv"). Et velkjent resultat fra finans i den såkalte kapitalpriseringsmodellen ("CAPM") er at under visse forutsetninger kan risiko som kun påvirker enkelte aktiva i en investeringsportefølje, diversifiseres fullstendig bort, slik at man kun står igjen med en systemisk risikofaktor som påvirker alle aktiva i porteføljen samtidig.

Ved å diversifisere er det mindre sannsynlig at bedriften blir rammet av store negative utfall samtidig. Eksempelvis kan en bedrift tilby flere forskjellige produkter for å redusere risikoen for bortfall av etterspørsel mot enkeltprodukter, eller ha flere leverandører for å minimere risikoen for leveringsproblemer. En annen strategi er å øke lagerbeholdningen av essensielle rå- og innsatsvarer for å kunne opprettholde produksjon dersom tilgangen på disse skulle bli vanskelig. Disse strategiene vil gjøre bedriften og produksjonsprosessen mer *robust*, dvs. rustet for å holde produksjonen gående under kriser og sjokk. Alternativt kan bedriften tilpasse seg slik at produksjonen kan gjenopptas raskt etter et sjokk. Dette uttrykker *resiliens*, dvs. bedriftens evne til

håndtere en uventet hendelse, for eksempel ved å etablere tette bånd til enkeltleverandører, f.eks. gjennom investeringer eller utforming og bruk av standardiserte løsninger og teknologi.

Diversifisering vil sjelden være perfekt. Selv om bedriften har flere leverandører eller kundegrupper, vil makroøkonomiske faktorer kunne ramme alle disse samtidig. Diversifisering og lagerhold har også en kostnad. Lagerhold koster, ved at det binder ressurser som kunne vært anvendt til noe annet. Forsikringen mot stans har en kostnad. Ved å velge å tilby flere forskjellige produkter, gir bedriften avkall på gevinstene av spesialisering. Ved å velge flere forskjellige leverandører, betaler bedriften en høyere kostnad enn om den kun baserte seg på den billigste leverandøren.

Som omtalt i avsnitt 0 har bedriftene også mulighet til å benytte finansmarkedene til å sikre seg. Mest åpenbart eksempel på en slik sikring er ordinær forsikring, hvor en bedrift inngår en avtale med et forsikringsselskap som dekker tap tilknyttet for eksempel ulykker, skader eller naturkatastrofer. For utenom direkte forsikringsavtaler kan bedriftene inngå avtaler med sine leverandører. Det kan f.eks. knytte seg til langsiktige avtaler som etablerer tette relasjoner mellom bedriftene, eller det kan dreie seg om fastpriskontrakter. Sistnevnte er en implisitt forsikring mot høyere priser på råvarer og innsatsvarer.

Til sist må det erkjennes at det tidvis vil oppstå tap som bedriften ikke kunne forutse eller motvirke, både fordi uforutsette hendelser alltid vil inntreffe, og man aldri vil greie å diversifisere bort all risiko. For bedriften vil det viktigste tiltaket for å håndtere dette, være å i gode tider bygge seg en tilstrekkelig buffer med kapital og likviditet.

Bedriftenes bidrag til stabilitet og ustabilitet

Gjennom å optimalisere produksjonen i mikro, spiller bedriftene en viktig rolle i makro. Når det er knapphet på enkelte varer, vil prisen på disse stige. Når prisen stiger vil flere bedrifter ønske å øke produksjonen av varen det er knapphet på. Økt pris gir også insentiver til å utvikle rimeligere måter å produsere varen på. Begge deler stimulerer tilbudet, slik at prisen kan avta. Slik sett har økonomien en innebygget stabiliseringsmekanisme.

En økende litteratur viser at usikkerhet kan bidra til å forsterke konjunktursvingningene, se for eksempel Bloom (2009). Dette bunner blant annet i at når usikkerheten øker, så kvier bedrifter og husholdninger seg for å satse. I stedet holdes ressurser i bero, i beredskap, slik at de er tilgjengelige om noe uventet skulle skje. Usikkerhet kan redusere bedriftenes lyst til å investere og ansette flere. Husholdningene kan på sin side velge å øke sin sparing. Begge deler vil kunne forsterke nedgangskonjunkturer, se Bloom (2009), Basu and Bundick (2012), Leduc and Liu (2015). Økt usikkerhet kan også redusere investeringene via finansmarkedet, fordi kapitalkostnaden gjerne øker når usikkerheten øker, se f.eks. Gilchrist m.fl. (2014).

Selv om usikkerhet og risiko som regel oppfattes som skadelig og negativt for næringslivet, vil usikkerhet og risiko ofte også åpne muligheter for bedriftene. Det vil være situasjonsbetinget hvilke næringer og bedrifter som kan komme bedre ut i situasjoner ved økt usikkerhet og risiko. Utfordringer som oppstår, kan gi grobunn for nye teknologier og forretningsmodeller.

Politikkens rolle

Det offentlige har ansvar for rammebetingelsene bedriftene driver sin virksomhet innenfor, herunder penge- og finanspolitikk, handelsavtaler, skatter og avgifter, kapitalmarkedsreguleringer og konkurranseregler. Gjennom stabile og forutsigbare rammebetingelser, samt ved å legge til rette for velfungerende markeder, kan politikken bidra til en høy verdiskaping og til å redusere usikkerhet og risiko.

Reguleringer og institusjoner

Flere av de ovennevnte er eksempler på institusjoner eller institusjonelle byggeklosser som sammen danner et rammeverk for økonomisk utvikling. Samtidig spenner institusjonsbegrepet videre enn dette og omfatter styreform, rettssikkerhet og eiendomsrett mv. Institusjoner former økonomiske insentiver, f.eks. i valget om å ta utdanning, til å spare og investere, til å innovere og ta i bruk ny teknologi osv. Acemoglu og Robinson skiller mellom inkluderende og utbytende institusjoner.²⁵ Førstnevnte er institusjoner som inkluderer alle borgere i politiske prosesser, mens sistnevnte er institusjoner som er ekskluderende og for de få. Mens inkluderende institusjoner gir forutsigbarhet og trygge rammer som

²⁵ Acemoglu, D., & Robinson, J. "Why Nations Fail: The origins of Power, Prosperity, and Poverty (2012).

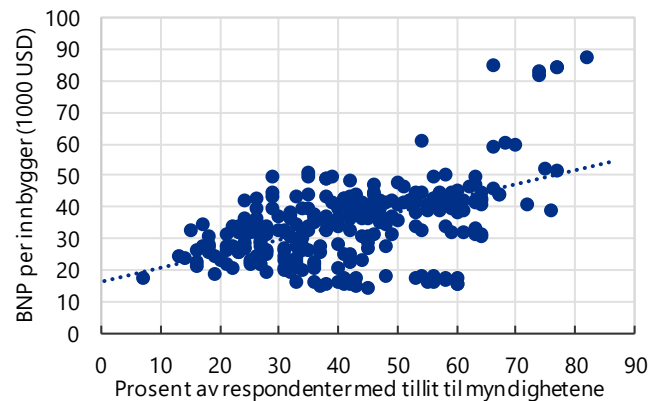
bygger opp tillitsnivået i et samfunn og slik stimulerer til økonomisk fremgang, vil utbytende institusjoner gjøre det motsatte. Uten institusjoner blir "spillereglene" vilkårlige eller dårlig utformet og økonomiske aktører måtte tatt flere forholdsregler når beslutninger skulle tas. På økonomspråk ville en si at transaksjonskostnadene ville blitt høyere. Og som en konsekvens ville færre investeringer vært lønnsomme og den økonomiske utviklingen og velferden dårligere. Acemoglu og Robinson anvender denne teorien for å forklare hvorfor noen land er rike, mens andre er fattige. Rike land har oftere mer inkluderende institusjoner, dvs. en velfungerende rettsstat som gjør samarbeid og transaksjoner enklere og billigere. Fattige land har oftere utbytende institusjoner, dvs. autoritære styreformer, svak rettsikkerhet og diskriminerende regler.

Inkluderende institusjoner fostrer høy tillit - mellom folk, mellom folk og myndigheter og mellom land. Tillitsnivået i et samfunn påvirkes også av graden av inntektsforskjeller. Dette er igjen tilknyttet hva slags institusjoner et land har, siden de avgjør hva som er akseptable inntektsforskjeller og hvor mye ressurser som skal brukes på (om)fordeling. Økt ulikhet kan gi opphav til sviktende tillit. Tillit har økonomisk verdi. Samfunn med høy tillit trenger færre ressurser til reguleringer og kontroll, og det er lettere å få til endringer og finne de beste løsningene i forhandlinger. For næringslivet innebærer det at avtaler kan inngås uten detaljerte kontrakter, og at færre ressurser må brukes til utforming av kontrakter eller kontroll og oppfølging av disse.

Motsatt vil lav tillit kunne bidra til et mer fragmentert politisk landskap, med økende polarisering der det blir vanskeligere å komme til enighet. Et mer polarisert politisk landskap kan også bety hyppigere skift i rammevilkår og dermed mer uforutsigbarhet. Dersom politiske beslutninger ikke er basert på en langsiktig orientert konsensus, men skifter med hvilke grupperinger som til enhver tid har flertall – og disse står langt fra hverandre – blir også rammeverket for bedrifter og borgere mer ustabil og uforutsigbart. Usikkerhet om eksempelvis skatteregler og handelsvilkår kan holde næringslivets investeringer tilbake og gi lavere økonomisk vekst. Land med høy tillit og små inntektsforskjeller tenderer mot å ha høyere verdiskaping, jf. figuren under.

OECD: Tillit og BNP per innbygger

Periode: 2006-2015



Kilde: OECD, Guidelines on Measuring Trust (2017) / NHO

Skatte- og avgiftssystemet står sentralt i den offentlige strukturpolitikken, dvs. offentlige tiltak for å bedre bruken av samfunnets ressurser. Det er også en viktig del av næringslivets rammevilkår. Skatter og avgifter fra Fastlands-Norge er dessuten statens viktigste finansieringskilde. Et godt utformet skattesystem med brede grunnlag og lave satser, sikrer offentlige inntekter til en lavest mulig kostnad.

I kapitalbeskatningen er symmetri og nøytralitet viktige hensyn. Symmetri betyr at det må gis fullt fradrag for alle relevante kostnader, herunder tap. Dette innebærer at staten avlaster bedriftenes risiko ved investeringer. Videre bør skattesystemet virke mest mulig nøytralt med hensyn til valg av finansieringsformer og virksomhetsformer. Et godt utformet skattesystem basert på faglige prinsipper vil i mindre grad være gjenstand for stadige endringer, og vil dermed bidra til forutsigbarhet for bedriftene. Etter flere skattereformer har Norge i all hovedsak et godt skattesystem.

Myndighetene avlaster også husholdningers og bedrifters risiko gjennom universelle, rettighetsbaserte velferdsordninger. Inntektssikring ved arbeidsledighet gir ledige tid til å finne en jobb tilpasset deres ferdigheter, fremfor å ta den første og beste jobben fordi de må. Inntektssikring kan lette omstillinger, både ved at det er lettere for fagforeninger å godta nedbemanning, men også ved at trygghet for en viss minsteinntekt gjør det lettere for folk å ta sjanser, for eksempel på å etablere egen virksomhet. I tillegg bidrar inntektssikring til at husholdningenes inntekter og etterspørsel svinger mindre over konjunktorene enn uten slike ordninger. Mer stabil etterspørsel bidrar til stabilitet også for næringslivet, og gjør det tryggere å gjennomføre investeringer.

Finanspolitikken

Stabiliseringspolitikken tar sikte på å regulere økonomiske konjunkturer for å motvirke negative effekter av disse. De to primære verktøyene i stabiliseringspolitikken er penge- og finanspolitikken. Begge spiller en sentral rolle i å sikre stabilitet og forutsigbarhet økonomien, men virker ulikt. Mens pengepolitiske beslutninger kan iverksettes raskt, kan finanspolitiske tiltak ta lengre tid å beslutte og iverksette. Til gjengjeld kan finanspolitiske tiltak være mer målrettede. Det er et viktig samspill mellom de to virkemidlene.

Finanspolitikken er en viktig del av den økonomiske politikken i et land. Overordnet kan man si at myndighetene har to finanspolitiske hovedinstrumenter: (i) offentlige utgifter og (ii) skatter og avgifter mv. Disse instrumentene kan anvendes på hhv. offentlig konsum, investeringer og overføringer. Utformingen av politikktiltak vil avhenge av formål, som grovt sett også kan deles inn i to: (i) stabiliseringspolitikk (motkonjunkturpolitikk) og (ii) økonomiske rammebetingelser og fordeling.

Økonomiske modeller viser dessuten at ekspansiv pengepolitikk er et mindre målrettet virkemiddel dersom deler av tilbudet i økonomien plutselig reduseres. Lavere rente kan i en slik situasjon forsterke flaskehalsene i produksjonen og gi økte priser. Finanspolitikk kan dermed i enkelte tilfeller være et mer målrettet virkemiddel, fordi den bedre kan tilpasses områder der tilbudet ikke er redusert. I kjølvannet av finanskrisen har dessuten flere økonomer pekt på at handlingsrommet for pengepolitikken kan være begrenset ved svært lave rentenivåer og at responsen vil kunne avhenge av hva slags sjokk økonomien utsettes for (Larsen, 2021).²⁶

I økonomiske nedgangstider kan myndighetene øke offentlig etterspørsel for å øke den økonomiske aktiviteten og hindre tilbakeslag og økt ledighet. Motsatt

vil myndighetene kunne redusere de offentlige utgiftene i en høykonjunktur for å hindre at økonomien overopphetes. Skattesystemet er lite egnet i den aktive stabiliseringspolitikken. Skattesystemet bidrar imidlertid som automatisk stabilisator, ved at skatteinnbetalinger går ned i lavkonjunkturer uten at reglene endres. Et effektivt skattesystem som gjenspeiler økonomiske realiteter, legger til rette for at de automatiske stabilisatorene får virke best mulig.

Den økonomiske litteraturen viser at økonomier som i større grad benytter aktiv finanspolitikk for å dempe utslagene av sjokk, gjennomgående har høyere BNP og sysselsetting og lavere arbeidsledighet, enn land som i mindre grad forsøker å dempe konjunktorene, se Auerbach, Gale og Harris (2010), Auerbach og Gorodnichenko (2012), Holden og Sparrman (2020), Michailat (2014) og Nymoen og Sparrman (2015).²⁷ Det er verdt å merke seg at selv om finanspolitikken kan bidra til å stabilisere økonomien, viser Ramey (2011) og Ramey (2012) at det er offentlig sysselsetting som bidrar til lavere arbeidsledighet og at privat sysselsetting ikke løftes av disse tiltakene.²⁸

Finanspolitikken vil kunne understøtte og supplere pengepolitikken i stabiliseringspolitikken. Imidlertid forutsetter dette at finanspolitikken er bærekraftig på lang sikt. Dette reduserer faren for at budsjettpolitikken brått må strammes til gjennom store skatteøkninger eller utgiftskutt, som blant annet vil treffe bedriftene gjennom store kostnadsøkninger. En bærekraftig finanspolitikk er dermed også en forutsigbar finanspolitikk.

I Norge har vi et finanspolitisk rammeverk bestående av bl.a. budsjettpolitiske regler, som er med på å sikre denne forutsigbarheten. Et eksempel er handlingsregelen, som både innebærer at statens ol-

²⁶ Larsen, V. H. (2021). COMPONENTS OF UNCERTAINTY. *International Economic Review*, 62(2), 769–788.

²⁷ Auerbach, A. J., W. G. Gale og B. H. Harris (2010). Activist fiscal policy. *Journal of Economic Perspectives* 24(4), 141–164.

Auerbach, A. J. og Y. Y. Gorodnichenko (2012). Measuring the Output Responses to Fiscal Policy. *American Economic Journal* 4(2), 1–27.

Holden, S. og V. Sparrman (2018). Do Government Purchases Affect Unemployment? *The Scandinavian Journal of Economics*. 120(1), 124–158.

Michailat, Pascal (2014). "A Theory of Countercyclical Government Multiplier." *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6 (1): 190–217.

Nymoen, R. og V. Sparrman (2015). Equilibrium Unemployment Dynamics in a Panel of OECD Countries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 77(2), 164–190.

²⁸ Ramey, V. (2011). Identifying government spending shocks: It's all in the timing. *Quarterly Journal of Economics* 126(1), 1–50.

Ramey, V. A. (2012). Government Spending and Private Activity. In A. Alesina and F. Giavazzi (Eds.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, Chapter 1. University of Chicago.

jeinntekter fases gradvis inn i økonomien og at realverdien av oljefondet bevares for fremtidige generasjoner. I tillegg skjerms statsbudsjettet fra kortsiktige svingninger i oljeinntektene og budsjettpolitikken gis handlefrihet til å motvirke økonomiske tilbakeslag. I tillegg demper budsjettet svingningene gjennom de automatiske stabilisatorene.

Selv om det finanspolitiske rammeverket bidrar til forutsigbarhet i den økonomiske politikken, er det også noen sårbarheter i systemet. Når fondet finansierer en femdel av utgiftene på statsbudsjettet, er handlingsrommet sårbart for svingninger i fondsverdien. Etter noen år med sterk vekst i verdipapirprisene er det stor usikkerhet om avkastningen fremover.

Pengepolitikken

Pengepolitikken i Norge har som overordnet mål å opprettholde en stabil pengeverdi gjennom lav og stabil inflasjon. Sentralt i Norges Banks mandat er også at "inflasjonsstyringen skal være fremoverskudende og fleksibel, slik at den kan bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting, og motvirke oppbygging av finansielle ubalanser"²⁹. Siden 2018 har det operative målet vært en årsvekst i konsumprisene på 2 prosent.

Norges Bank peker imidlertid på at "[d]e ulike delene av den økonomiske politikken må virke sammen for å oppnå en god og stabil utvikling i økonomien – med høy sysselsetting og lav arbeidsledighet. En tydelig arbeidsdeling mellom finanspolitikken, pengepolitikken og lønnsdannelsen danner grunnlaget for et godt samspill."³⁰

Innretningen av pengepolitikken gir husholdninger og bedrifter stabile rammebetingelser å forholde seg til i f.eks. lønnsforhandlinger og investeringsbeslutninger. Både for høy og for lav inflasjon kan påføre samfunnet kostnader. En for høy inflasjon kan skape uforutsigbarhet, mens en for lav inflasjon kan føre til en mindre grad av omstilling enn ønskelig. Slik vil inflasjonsmålet og utøvelsen av pengepolitikken kunne bidra til støtte opp under aktiviteten i økonomien.

Finanskrisen tvang frem mer oppmerksomhet om regulering av finansmarkedene. Kapitalkravene er økt, og motsykliske kapitalkrav er introdusert. Finansforetakene må holde mer egenkapital i oppgangstider, slik at kravene kan lempes på i nedgangstider for å opprettholde kapitaltilgangen. Det har også blitt introdusert større innslag av risikobaserte kapitalkrav, hvor mengden kapital foretakene må holde avhenger av hvor mye risiko de tar. I tillegg til kapitalkrav har det kommet krav til foretakenes likviditetsreserver, til langsiktig og stabil finansiering, og til bedre rapportering og sterkere tilsyn med foretakene. Alle disse kravene skal føre til mer robuste finansmarkeder, og til at ubalanser ikke bygger seg opp. Det kan redusere risikoen for finansielle tilbakeslag, samt bedre evnen til å håndtere slike. Det vil bidra til redusert usikkerhet, og bedre og billigere kapitaltilgang for bedriftene.

Lønnsdannelsen

Den norske koordinerte lønnsdannelsen støtter opp om stabiliseringspolitikken ved at partene hensyntar den økonomiske situasjonen når lønningene skal fastsettes og ved at konkurranseutsatt sektor³¹, som er mest berørt av internasjonale forhold, forhandler først. De andre sektorene forhandler deretter gitt den normen som følger av anslått lønnsvekst i konkurranseutsatt industri.

Forhandlingsmodellen bidrar til at finans- og pengepolitikken kan innrettes mot å holde full sysselsetting uten frykt for tiltakende inflasjon og/eller ukontrollert tap av konkurranseevne.

Systemet for lønnsdannelse i Norge har dype røtter. Ideen om en ramme, som gjenspeiler lønnsnivået i industrien, går tilbake til 1930-tallet (Moene og Wallerstein, 1992). Den såkalte Frontfagsmodellen, med et frontfag- og følgefag ble utviklet som en teori på 1960-tallet (Aukrust, 1977).

Systemet er i teorien enkelt. Frontfaget – industrien – er utsatt for internasjonal konkurranse, som innebærer at frontfaget i liten grad kan påvirke sin lønnsomhet. Lønnsomheten i konkurranseutsatt sektor bestemmes av prisene i det internasjonale markedet

²⁹ Slik det er tolket og formulert i [Norges Banks](#) strategi.

³⁰ Sentralbanksjef Øystein Olsen i Dagens Næringsliv 14. mai 2018.

³¹ Tradisjonelt har konkurranseutsatte næringer blitt assosiert med industrien og har vært frontfag, mens skjer-

mede næringer som regel har blitt assosiert med tjenesteproduserende næringer (varehandel, transporttjenester, offentlig sektor, finansiell tjenesteyting, annen privat tjenesteyting etc.) har fulgt rammen fra frontfaget.

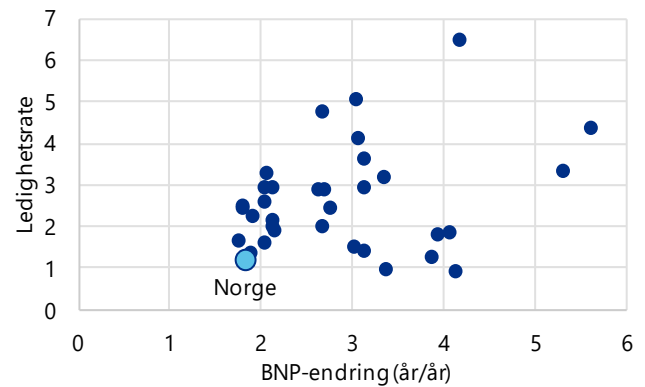
og av hvor mye vi får ut av ressursene (produktivtetsutviklingen). Innenfor denne rammen forhandler frontfaget blant annet om nominell lønnsvekst. Reallønnsutviklingen i konkurranseutsatt sektor bestemmes også av innenlandsk prisvekst. Denne følger av prisveksten på importerte varer og tjenester og innenlandsk lønns- og produktivtetsvekst. Slik bestemmes reallønnen i konkurranseutsatt sektor også av lønnsutviklingen i skjermet sektor.

Alle sektorer vinner på frontfaget. Både i teori og praksis er rammen frivillig, og systemet har ingen "straffemekanismer" for de som avviker fra denne. Likevel tyder empirien på at arbeidslivets parter har sluttet opp om systemet over tid (Gjelsvik, Nymoen og Sparrman, 2020)³². Dette skyldes at lønnstakerne over tid vil oppnå en bedre lønnsutvikling ved å følge frontfaget enn ved å bryte ut, blant annet fordi summen av pris- og produktivitetstrenden på industrienes eksportvarer over tid er høyere enn tilsvarende vekst i skjermet sektor. Ved å følge lønnsveksten i frontfaget vil også lønnstakerne i skjermet sektor ta del i pris- og produktivtetsutviklingen i industrien. Samtidig vil høy produktivtetsvekst i skjermede næringer være gunstig for alle lønnstakere, fordi dette begrenser prisveksten og bidrar dermed positivt til kjøpekraftsutviklingen.

Det finnes alternativer til dette systemet, men de er trolig mindre attraktive. En vanlig antakelse er nemlig at arbeidstakere veier sannsynligheten for sysselsetting opp mot økt reallønn. En alternativ mekanisme til frontfaget er dermed å dempe lønnsveksten gjennom at arbeidsledigheten blir tilstrekkelig høy. Et annet system for lønnsdannelse kan dermed bidra til at vi får større variasjon i sysselsetting og ledighet.

Variasjon i BNP-vekst og ledighetsrate

Standardavvik*



*Standardavvik fra 1961 til 2019, eller fra første tilgjengelige år.
Kilde: Refinitiv Datastream / OECD Economic Outlook / NHO

³² Gjelsvik, M., Nymoen, R., & Sparrman, V. (2020). Cointegration and Structure in Norwegian Wage–Price Dynamics. *Econometrics*, 8(3), 29.

4 Tema: Energipriser i et usikkert marked

Energiprisene i Europa begynte å stige fra sommeren 2021, blant annet som følge av knapphet på gass. I løpet av 2022 og spesielt etter Russlands invasjon av Ukraina har rammene for energitilgang i Europa endret seg mye på veldig kort tid, med vedvarende høye priser og restriksjoner på import av russiske petroleumprodukter.

Samtidig som prisnivået nå er høyt, har det også blitt mer volatilt og usikkert. En rekke ulike faktorer kan påvirke hvordan prisene på energi i Europa blir framover, og da særlig politiske tiltak for å sikre energitilgang. Stor usikkerhet innebærer at utfallsrommet for prisnivået er stort.

Prisene på energiprodukter er viktige for mange sektorer i økonomien. Energi er innsatsfaktor i industrivirksomhet, transport og oppvarming av bygg. Petroleumprodukter nyttes dessuten som innsatsvarer i industrielle prosesser. Endringer i pris og tilgang på energi vil derfor ha betydelige økonomiske konsekvenser. Endringer i prisene gir signaler både til forbrukere (husholdninger og bedrifter) av energi om tilpasninger av forbruksnivået og til produsenter av energi om investeringsnivå.

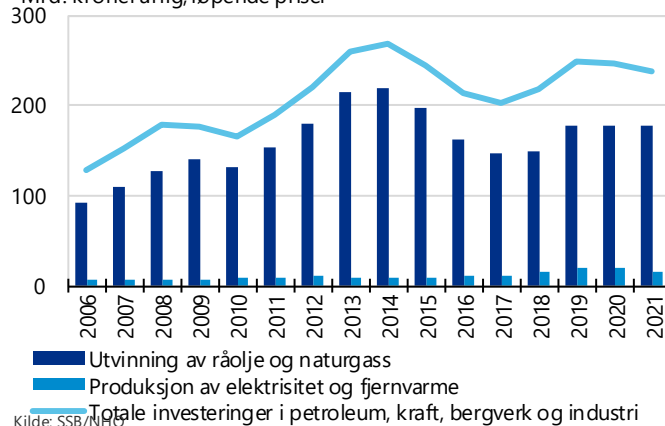
Denne teksten gir en overordnet beskrivelse av faktorer som påvirker energiprisene i Europa spesielt og usikkerhetsfaktorer rundt langsiktig utvikling, prisbildet i 2022, mulige virkninger av ny politikk for energitilgang framover, samt norske energiinvesteringer og tidshorisont for investeringer i ny produksjon.

4.1 Prisforventninger og investeringer i energiproduksjon

Økte energipriser øker isolert sett insentivene til å investere i ny produksjon. Investeringer i energiproduksjon utgjør en betydelig andel av norske næringsinvesteringer. Investeringer i elektrisitetsproduksjon og fjernvarme/annen kraftforsyning utgjør 15-25 prosent av investeringene innenfor industri, bergverk og kraftforsyning.

Investeringer i olje, gass og kraft/varme

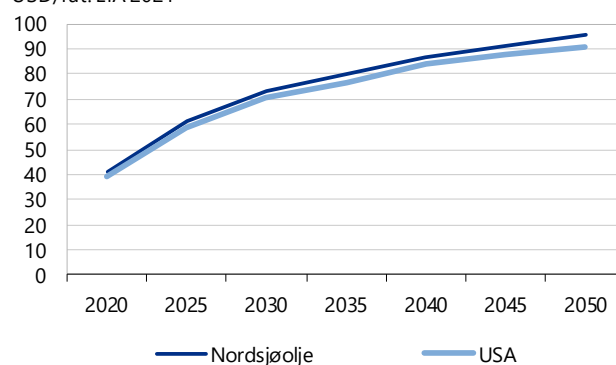
Mrd. kroner årlig, løpende priser



Energisektoren er preget av store realinvesteringer med lang levetid. Det er ulik levetid på olje- og gassinvesteringer og elektrisitetsproduksjon, men både olje- og gassinvesteringer og kraftinvesteringer har både lang ledetid (tid fra planlegging til produksjonsstart) og er installasjoner som varer i flere tiår. Investeringer med lang tidshorisont krever antagelser om et langsiktig prisbilde.

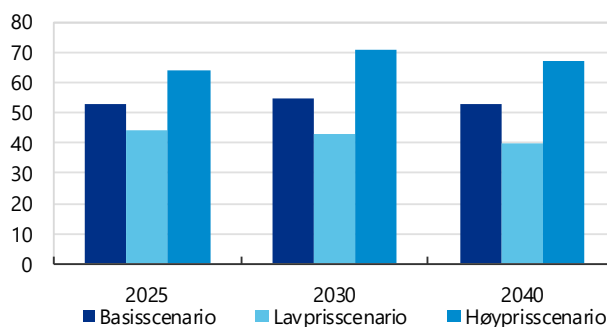
Oljepris - langsiktig prognose

USD/fat, EIA 2021



NVEs langsiktige kraftprisprognose

øre/kWh NO1

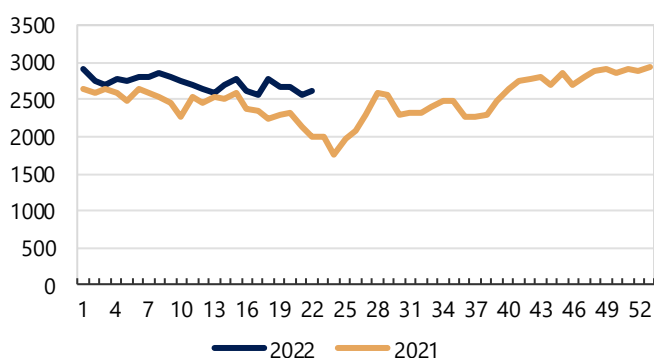


En rekke faktorer påvirker prisene på olje, gass og elektrisitet. Ved investeringer må usikkerhet og risiko i prisforventningene håndteres. Usikkerhet i markedene og prisforventninger er noe bedriftene håndterer som en del av normal drift.

Høye priser medfører isolert sett økte investeringsinsentiver. Videre kan bortfall av energitilgang i Europa medføre økt etterspørsel etter norske produkter. Som følge av høyere etterspørsel på kontinentet har også eksporten av norsk gass til EU holdt seg på et høyt nivå inn mot sommeren, som normalt er lavsesong.

Import av naturgass fra Norge til EU

Mill. kubikkmeter per uke



Kilde: Bruegel/NHO

Men usikkerheten rundt varigheten av de økte prisene og på hvilken måte energimarkedet endres fremover trekker i motsatt retning. I petroleumssektoren har prosjekter en gjennomsnittlig levetid på 12 år, fra funn til kommersiell produksjon.³³ Når investeringsbeslutning er tatt, må plan for utbygging og drift (PUD) godkjennes av Stortinget for store prosjekter. Etter godkjenning kan prosjektet bygges og settes i produksjon. Prosjektene kan ha lang levetid, avhengig av funn. Castberg-prosjektet har for eksempel en anslått levetid på 30 år. I tillegg utvides levetiden på en rekke prosjekter ved at det letes etter ytterligere ressurser. Gjennomsnittlig levetid ut over levetiden som blir angitt i PUD er ifølge Oljedirektoratet 12 år, med en median på ni år. Både endret ressursgrunnlag, tiltak for å øke utvinning, innfasing fra andre felt og også lengre produksjonstid enn beregnet gjør at feltene får forlenget levetid.³⁴

Klimarisiko, usikkerhet rundt prisutvikling og teknologiutvikling håndteres i petroleumsprosjekter i dag. Prosjektene har relativt kort tilbakebetalingstid. En analyse av 50 ulike petroleumsprosjekter med investeringsbeslutning innen utgangen av 2022 viser at gjennomsnittlig tilbakebetalingstid er beregnet til 3,2 år fra produksjonsstart.³⁵ Dette reflekteres også i høye avkastningskrav, i gjennomsnitt 13-14 prosent, og lave balansepriser. Høye avkastningskrav medfører at det blir svakere insentiver til å gjennomføre prosjekter som er avhengige av en høy inntektsstrøm over en lengre tidsperiode.

Produksjon av elektrisitet har tilsvarende lang prosess for utvikling av prosjekter, med en konsesjonsprosess som tar flere år. Kraftproduksjonen er basert på fornybare ressurser, og levetiden på prosjektene bestemmes av teknisk levetid på verket og av konsesjonen. Levetid for kraftverkene er lang – vanlig teknisk levealder for en turbin anslås til 50 år, og varer også ofte lenger enn dette.³⁶ En rekke vannkraftkonsesjoner er gitt med lang tidshorisont, noen er evigvarende. Vindkraftkonsesjoner gis normalt for 20 år. Spesielt i vannkraftsektoren investeres det ikke bare i nye prosjekter, men også i opprusting og utvidelse av eksisterende prosjekter.

For at endringer i prisnivået skal utløse nye investeringer i energiproduksjon, må aktørene derfor forvente et økt prisnivå som vedvarer. Endringene i 2022 har ført til høyere prisprognoser for olje og høyere priser i futuresmarkedene. Høyere priser på fossilt brensel trekker også elektrisitetsprisene opp. Samtidig er utfallsrommet stort, og i hvilken grad prisene faktisk utløser nye investeringer er usikkert.

³³ Oljedirektoratets funnrappport 2019

³⁴ Oljedirektoratets ressursrapport 2017

³⁵ Kilde: Meld. St. 36 (2020-2021) Energi til arbeid – langsiktig verdiskaping fra norske energiresurser.

³⁶ <https://www.nve.no/energi/energisystem/vannkraft/reinvesteringsbehov-opprusting-og-utvidelse/>

4.2 Faktorer som påvirker energiprisene

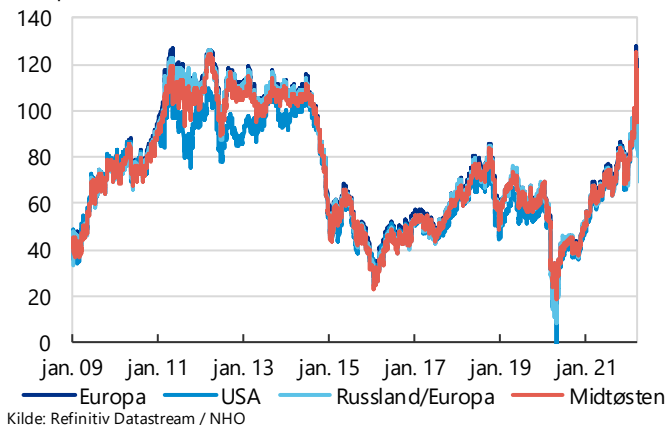
Pris på olje og gass

Faktorer som påvirker prisene:

Prisen på olje bestemmes av produksjonskostnader, tilbud og etterspørsel. Det finnes flere regionale priser på olje, men markedet er globalt og prisene samvarierer i svært stor grad, jf. figuren under.

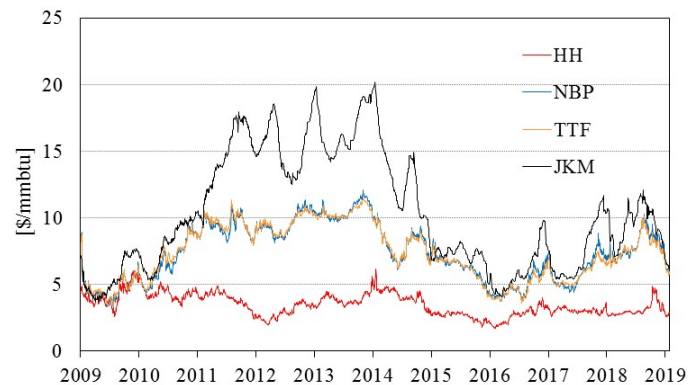
Oljepris

USD per fat



Tilbudet i oljemarkedet reguleres i stor grad gjennom OPEC, som organiserer 13 oljeeksporterende land i Midt-Østen, Afrika og Sør-Amerika. I tillegg samarbeider OPEC med elleve andre oljeproduserende land, inkludert Russland, gjennom alliansen OPEC+. Til sammen har alliansen i overkant av 40 prosent av verdens oljeproduksjon. Organisasjonen setter produksjonsmål for landene og påvirker på den måten oljeprisen ved å tilpasse tilbudet. Norge og USA er blant de oljeproduserende landene som er utenfor OPEC+.

Gass er mer komplisert å frakte enn olje. Der det ikke finnes rørledningsnett for å distribuere gass, må den gjøres flytende for å kunne fraktes. Gass priser derfor i større grad enn olje regionalt. De europeiske prisene på naturgass (TTF³⁷ og NBP i figuren) samvarierer i stor grad mens det er differanser til USA (HH) og Asia (JKM).³⁸



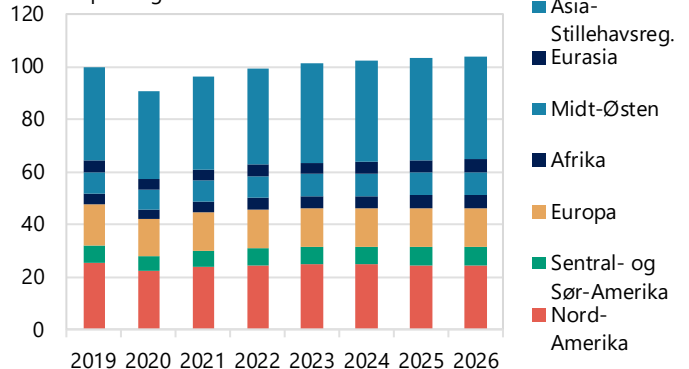
Usikkerhetsfaktorer på sikt:

Etterspørselen etter energi, inkludert olje og gass, drives blant annet av økonomisk vekst. Mer aktivitet krever mer energi, som til industri, oppvarming og transport. Omstilling for å nå de globale klimamålene tar sikte på å redusere etterspørselen etter fossile energikilder. Tiltak som omlegging til fornybare energikilder og energieffektivisering kan endre etterspørselen etter olje framover.

Dagens forbruk av oljeprodukter er ikke i tråd med scenarier for å oppnå klimamålene. Til tross for at IEAs hovedscenarier for å oppnå målet om 1,5 graders oppvarming i tråd med Parisavtalen krever en umiddelbar nedgang i forbruk av olje, forventer IEA en jevn økning av etterspørselen etter oljeprodukter framover.

Oljeetterspørsel til 2026, per region

Mill. fat per dag



Kilde: IEA/NHO

³⁷ Forkortelser:

TTF: Title Transfer Facility, nederlandsk prishub

NBP: National Balancing Point, Storbritannia

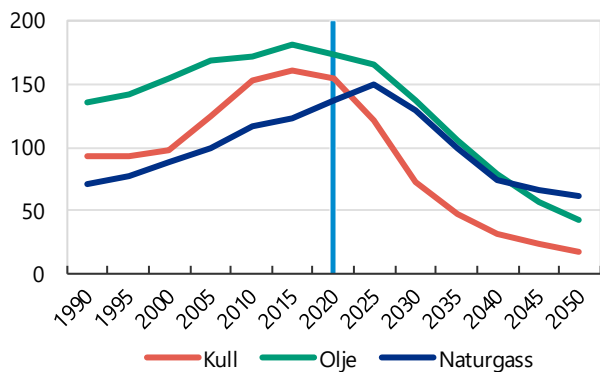
HH: Henry Hub

JKM: Japan-Korea Marker

³⁸ Kilde: *Measurements of Connectedness and Frequency Dynamics in Global Natural Gas Markets*, Nakajima og Toyoshima, *Energies* 12(20) 2019.

Etterspørsel kull, gass og olje i netto null

EJ årlig



Kilde: IEA/ NHO

Det er usikkert hva klimaomleggingen vil ha å si for olje- og gassprisene fremover. Lavere etterspørsel vil isolert sett medføre lavere priser, men tilsvarende lavere produksjon vil virke dempende på et eventuelt prisfall.

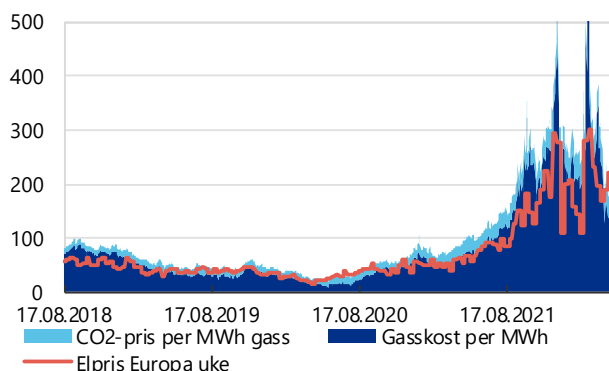
Pris på elektrisitet i Europa og Norge

Faktorer som påvirker prisene:

Prisen på elektrisitet settes i lokale eller regionale markeder. I strømmarkedet er det den marginale produsenten som setter prisen, og dette er ofte produsenter av gass- eller kullkraft i det europeiske markedet. Siden det i det europeiske markedet ofte er en fossil kraftprodusent, blir prisene også drevet av prisen på CO₂-kvoter, som produsentene må betale for utslippene fra produksjonen. Nivået på CO₂-prisen fremover vil avhenge av gjennomføringen av EUs klimamål og utviklingen i kvotemarkedet.

Margin gasskraft

EUR/MWh



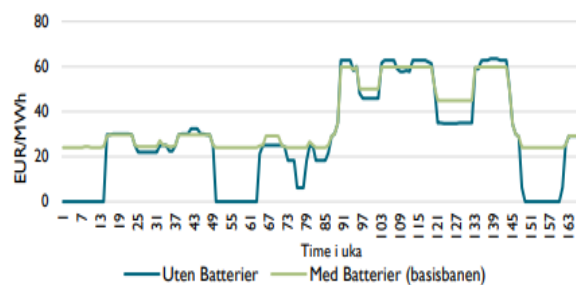
Kilde: Refinitiv/ NHO

Norge er en del av et nordisk kraftmarked, og har også direkte forbindelser for strømutveksling utover Norge til Tyskland, Nederland og Storbritannia. Dette gjør at Norge er påvirket av prissettingen i det

europeiske kraftmarkedet. Samtidig er norsk produksjon av elektrisitet nesten utelukkende basert på fornybare kilder, som vann og vind. Samlet gjør dette at mange faktorer påvirker det norske strømprisnivået, blant annet norske fysiske forhold i form av fyllingsgrad i vannmagasinene og vindforhold, påvirkning fra andre land i form av prisen på fossil kraftproduksjon og CO₂ og etter hvert andre prissettingsmekanismer, i tillegg til forbruksutvikling.

Usikkerhetsfaktorer på sikt:

Som en del av klimamålene vil EU legge om kraftproduksjonen fra fossile kilder til fornybare, med stor økning av produksjon av vind- og solkraft. Sol- og vindkraft er i motsetning til fossile kilder variable. Man kan ikke tilpasse tidspunktet for produksjon, men må produsere når det er vind og sol. I tillegg har fornybar kraftproduksjon en kortsiktig marginal produksjonskostnad på null, siden innsatsfaktoren (vann, vind eller sol) ikke er noe som løpende betales for. Det betyr at prissettingsmekanismene i det europeiske kraftmarkedet på sikt vil bli annerledes enn i dag. NVE legger i sin langsiktige kraftmarkedsanalyse til grunn at det derfor i økende grad vil være løsninger for fleksibelt forbruk og lagringsløsninger som vil påvirke prisene i markedet i form av forbrukerfleksibilitet, gasskraft, batterier og hydrogen, jf. figur nedenfor som viser timespriser for strøm i Tyskland i 2040 med og uten tilgang på batterier som lagringsløsning. Det er usikkerhet rundt både hvilke fleksibilitetsløsninger som gjennomføres og kostnaden ved disse løsningene. Dersom løsningene blir annerledes, eller kostnadene annerledes, vil det påvirke kraftprisforventningene både i Europa og Norge.



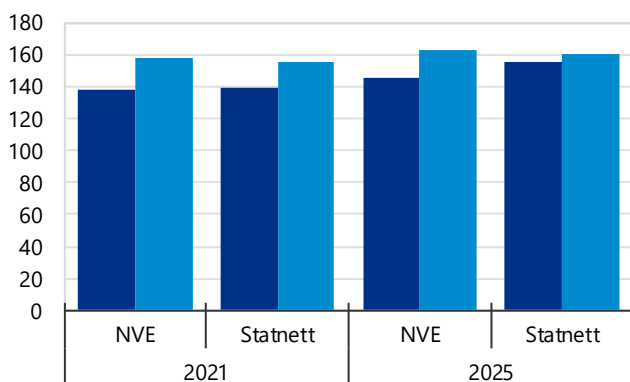
Figur 4-3 Timespriser i Tyskland gjennom en uke i 2040, med og uten batterier i systemet.

Prisnivået i Norge påvirkes også av kraftbalansen mot utlandet, og har tradisjonelt vært lavere enn prisnivået i landene på kontinentet. Det siste tiåret har Norge hatt kraftoverskudd. Dersom forbruket av kraft i Norge øker slik at vi ikke har kraftoverskudd

lenger, vil prisnivået kunne øke, selv om økt import vil dempe priseffekten. Kraftbalansen fremover avhenger blant annet av gjennomføring av klimapolitiske ambisjoner om elektrifisering og dermed økt forbruk i transport og industri, mulig endring i etterspørsel som følge av høyere priser og mulighetene for økt kraftproduksjon. Dette kan illustreres ved ulike prognoser. NVE og Statnett har begge analysert kraftbalansen fremover. Analysene har samme produksjonsantagelse, men i Statnetts kort-siktige markedsanalyse er kraftoverskuddet nesten borte i 2025/2026 grunnet en antagelse om stor økning av forbruket i industrien.

Kraftbalanse i Norge til 2025

TWh årlig



Kilde: NVE/Statnett/ NHO

■ Forbruk ■ Produksjon

4.3 Prisbildet i Europa i 2022

Energiprisene var høye allerede ved inngangen til 2022, som følge av at etterspørselen etter gass har vært mye høyere enn tilbudet. Dette har drevet elektrisitetsprisene opp. Invasjonen av Ukraina og konflikten med Russland har deretter ført til stor volatilitet i og generell usikkerhet om olje- og gassprisene på kort sikt.

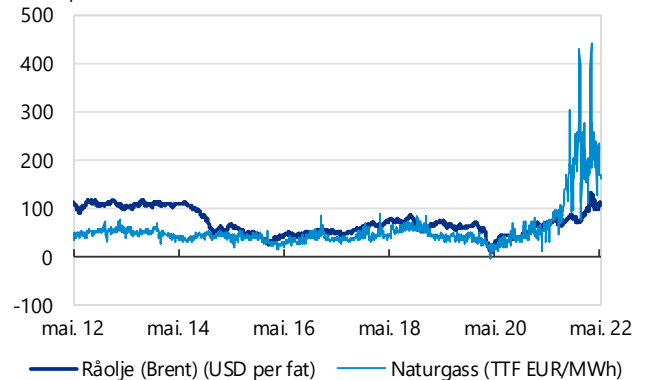
Prisene på naturgass og olje har steget brått, og spesielt på naturgass har variasjonen dag for dag vært stor. Oljeprisen har steget med 40 dollar fatet, eller 60 prosent, det siste året. Tilsvarende har prisen på naturgass i Europa steget med omtrent 70 EUR/MWh, eller 250 prosent i samme periode.

Økningen i oljeprisen har så langt ikke utløst større mengder nytt tilbud. OPEC+ har fra tidligere hatt planer om gradvis produksjonsøkning, og har valgt å holde fast på denne relativt beskjedne økningen også med økte priser. I tillegg har landene i OPEC+ samlet sett produsert mindre enn de økte produksjonsmålene. Amerikanske skiferoljeprodusenter

har heller ikke økt produksjonen vesentlig, men heller valgt å bruke økte inntekter på å øke kapitalbeholdningen og betale ut utbytte i stedet for nye investeringer.

Naturgass og råolje

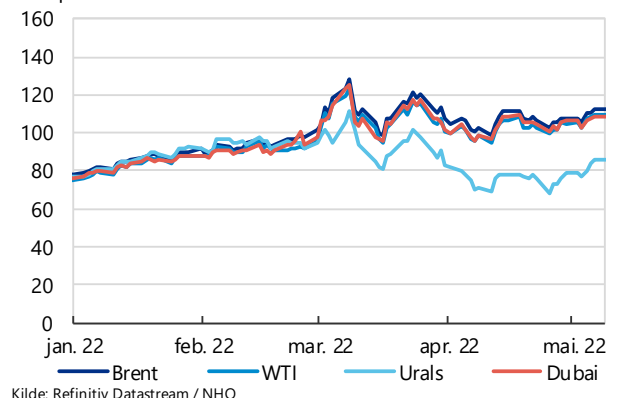
Priser per enhet



Siden invasjonen av Ukraina har etterspørselen etter russisk olje avtatt. Dette har medført at prisene på russisk olje har falt og nå ligger betydelig under øvrige verdenspriser på olje, jf. figuren under.

Oljepris

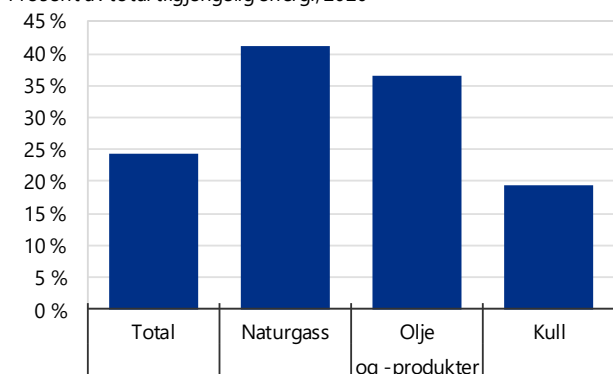
USD per fat



EU importerte i 2020 en firedel av sitt samlede energiforbruk fra Russland. Endringene i oljeprisene er en global virkning, men endringer i import er også et spørsmål om forsyningssikkerhet for de landene som nå importerer mye av forbruket fra Russland og må erstatte dette med import fra andre steder.

EU27: Import fra Russland

Prosent av total tilgjengelig energi, 2020

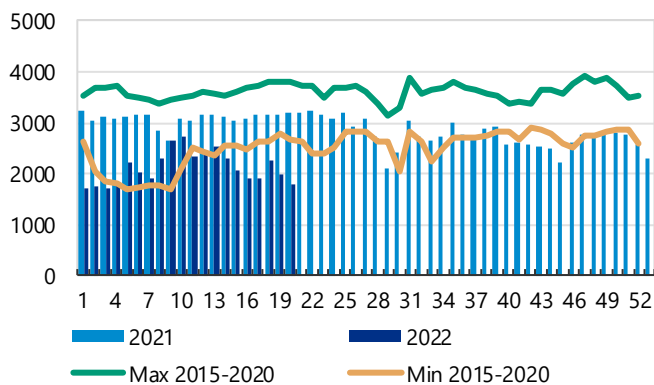


Kilde: Eurostat / NHO

Nesten 40 prosent av EUs gassforbruk har frem til nå blitt dekket av russisk import. Reduksjon av importen øker dermed prisene i EU. Importen har vært på et lavt nivå siden sommeren 2021, og har sunket videre siden invasjonen av Ukraina.

Import av naturgass til EU fra Russland

Mill. kubikkmeter per uke



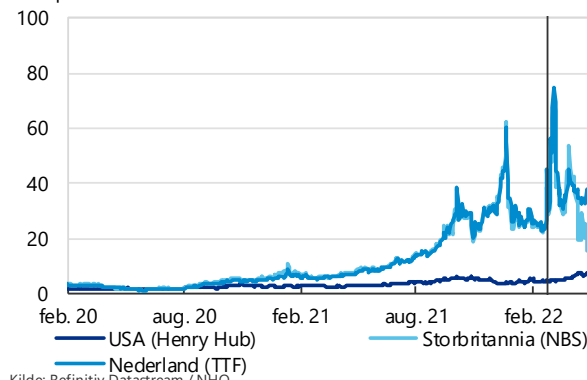
Kilde: Bruegel/NHO

De ulike markedene for naturgass i EU har normalt samme prisnivå. Våren 2022 har imidlertid prisen på naturgass i det britiske markedet sunket. Årsaken er at lavere import av naturgass i Europa i stor grad forsøkes erstattet av flytende gass, LNG, der importen i stor grad kommer fra USA, Midt-Østen og Afrika. For å motta LNG må landene ha terminaler som kan ta imot gassen, og kapasitet til å frakte denne videre eller omforme den til gassform og sende den videre i rørledningsnett. Europa har få LNG-terminaler, og Storbritannia har best kapasitet både til å motta og omforme LNG. Som erstatning for naturgassimport via rørledninger har LNG-importen til Europa økt. Mye av denne har gått til Storbritannia, som nå har mer LNG enn det infrastrukturen klarer å ta videre. Selv om kapasiteten på eksport til kontinentet gjennom rørledningsnett utnyttes fullt ut, er det fortsatt et stort volum igjen

som ikke motsvares av tilsvarende etterspørsel, som er på et lavt nivå i sommersesongen. Dermed ligger naturgassprisene i Storbritannia nå godt under resten av Europa.

Naturgasspriser

USD per MMBtu

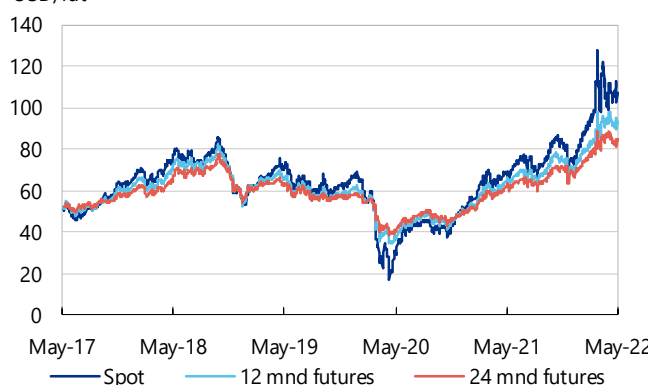


Kilde: Refinitiv Datastream / NHO

Volatiliteten i spotprisene sees også i markedet for fremtidskontrakter, eller futureshandel. Futuresmarkedet uttrykker betalingsvillighet for å sikre et volum i fremtiden. Utviklingen i futuresprisene følger i stor grad utviklingen i spotprisene. I fremtidsmarkedet for olje er det nå større avstand mellom spotpris og futurespris enn det som historisk sett er vanlig, jf. figuren under.

Oljepris og futures

USD/fat

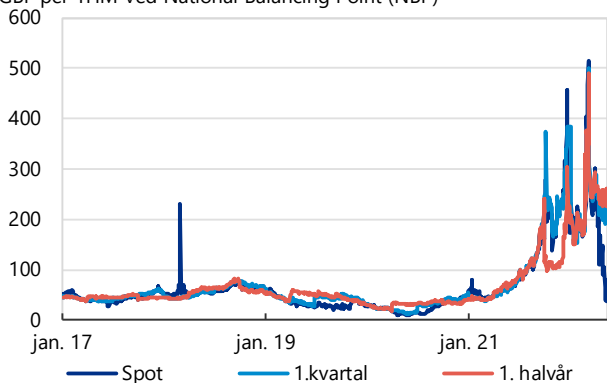


Kilde: Thomson Reuters Datastream / ICE London / NHO

I gassmarkedet er prisnivået i de korte futureskontraktene (innenfor et halvt år) følger også kontraktsprisene prisvariasjonene i spotprisen.

Naturgasspriser

GBP per THM ved National Balancing Point (NBP)



CO₂-prisene har steget jevnt de siste årene. Ved invasjonen av Ukraina sank de brått, mest sannsynlig som følge av forventninger om lavere aktivitetsnivå i industrien ved høyere energipriser. Etter dette har prisene økt igjen, men er foreløpig ikke tilbake på samme nivå som før mars 2022.

Pris på CO₂

EUR/tonn

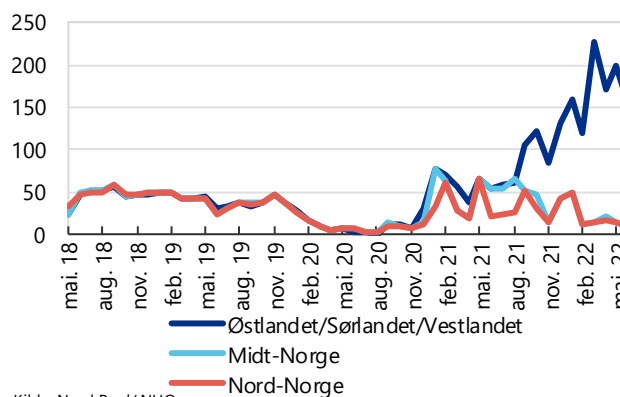


Elektrisitetspriser i Norge:

Elektrisitetsprisene i sørlige deler av Norge har holdt seg høye også gjennom våren, som er en periode der prisene normalt synker med økt tilsig til vannmagasinene og lavere etterspørsel grunnet varmere vær. De europeiske strømprisene holder seg høye, og vannmagasinfyllingen er så langt lav også i år. Det er imidlertid store forskjeller innad i Norge, der Nord-Norge som område har kraftoverskudd.

Strømpris Norge ulike prisområder

EUR/MWh månedlig snitt av dagspriser



4.4 Politiske tiltak i 2022 som påvirker energitilgang og etterspørsel

Som følge av høye priser og lavere tilgang på russiske energiprodukter har både EU og enkeltland kommet med tiltak for både avbøte virkningen av høye energipriser for husholdninger og bedrifter, øke energitilgangen og redusere forbruket.

Tiltak i EU

EU-kommisjonen har våren 2022 lagt fram en strategi for å bli mindre avhengig av import av fossil energi fra Russland, RePowerEU. Strategien retter seg i første omgang mot å erstatte import av russisk gass med andre energiprodukter, og skal redusere avhengigheten av import fra Russland med 2/3 i løpet av 2022. EU skal være fullstendig uavhengig innen 2030. Strategien lister opp en rekke tiltak for å oppnå dette målet, både på kort og lang sikt.

På kort sikt er hovedtiltakene:

- Reduksjon i forbruk av energi
- Økt produksjon av fornybar energi
- Økt import av LNG (flytende naturgass)
- Produksjon av hydrogen
- Strategier for å fylle gasslagrene
- Felles innkjøp av gass og nye leverandører

På lengre sikt (før 2027) er tiltakene:

- Øke energieffektiviseringsmålet for 2030, og tiltak for energieffektivisering i bygg og transport
- Øke fornybarmålet for 2030
- Økte investeringer – i infrastruktur, produksjon og tiltak i industrien
- Strategi for økt hydrogenproduksjon

RePowerEU krever investeringer i både energiproduksjon, infrastruktur og tiltak i industrien. Kommisjonen anslår at det trengs om lag 210 mrd. euro totalt i perioden fram til 2027. Kommisjonen vil finansiere deler av dette ved salg av CO₂-kvoter fra den såkalte markedsstabilitetsreserven (MSR), som er en mekanisme i kvotemarkedet for å ta ut kvoter dersom antall kvoter i omløp betydelig overstiger det industrien trenger for å dekke CO₂-utslipp fra produksjon.

Hovedstrategien for å øke energiproduksjonen er mer fornybar energi og hydrogen, men Kommisjonen åpner også for at eksisterende kullkraftverk kan holdes lenger i produksjon enn tidligere planlagt for å dekke energibehovet.

Endringer i markedsmekanismer lokalt

Samtidig som EU fra sentralt hold lager strategier for øke energitilgangen, har enkeltland sine strategier for å håndtere økte energipriser. EUs regelverk for statlig krisestøtte åpner for direkte støtte til bedrifter som er rammet av høye priser. En rekke land har innført støtteordninger for private og næringsliv, enten gjennom avgiftslettelse eller direkte støtte, til energiprodukter, som strøm, gass og drivstoff. Noen land, som Spania og Portugal, regulerer markedet direkte ved å sette et tak på gassprisen i regionen. Slike tiltak vil påvirke tilpasningen av tilbud og etterspørsel i markedet.

4.5 Nye usikkerhetsmomenter fremover som følge av politiske tiltak i Europa

Endringene i energimarkedene og politikk for energitilgang gir en rekke nye usikkerhetsmomenter for prisutviklingen fremover.

Gjennomførbarheten i strategiene i RePowerEU

Tiltakene i RePowerEU er svært ambisiøse og vil kreve store omlegginger på kort tid. Det knytter seg derfor usikkerhet til om alle tiltakene vil bli gjennomført slik de er lagt frem i strategien:

- Energieffektivisering og reduksjon av energibruk er et effektivt tiltak for å bedre energitilgangen, men er i praksis vanskelig å gjennomføre. 2020-målet for energieffektivisering var før pandemien lite styrende for den faktiske energibruken, men EU nådde 2020-målet for energieffektivisering som følge av

at energibruken ble redusert på grunn av Covid-19.

- Økt hydrogen- og fornybarproduksjon er begge tiltak som ikke nødvendigvis er lønnsomme per i dag, og som krever konsesjoner og infrastruktur. Hydrogenproduksjon krever også mye fornybar elektrisitet, som gjør at den samlede mengden fornybar elektrisitet som trengs for å få til omleggingen blir betydelig.
- Økt tilgang på LNG er krevende i et marked som allerede er stramt og der prisene er høye, og krever også infrastruktur for å ta imot LNG og transportere den videre. En rekke land gjør nå tiltak for å øke terminalkapasiteten for å kunne motta LNG.

Samlet sett gir dette usikkerhet om hvorvidt reduksjonen i import av russiske energiprodukter faktisk kan erstattes av andre kilder og redusert forbruk. Dersom strategiene ikke gjennomføres vil bortfallet av energitilgang virke prisdrivende i energimarkedene og prisene på gass, olje og elektrisitet kan holde seg på et høyt nivå.

Endringer i strømmarkedet

Konsekvenser for strømprisene i EU av endret energitilgang:

Dersom ambisjonene gjennomføres kan produksjonen av fornybar elektrisitet øke. Dette krever også balansering av mer volatil elektrisitetsproduksjon med fleksibilitetsløsninger (fleksibel kraftproduksjon, lagring av elektrisitet eller fleksibelt forbruk). Dette vil påvirke strømprisen avhengig av kostnader og prissettende teknologi.

Konsekvenser for norske strømpriser av europeisk etterspørsel etter kraft og fleksibilitet:

Dersom mye ny fornybar kraftproduksjon kommer før tilstrekkelig med fleksibilitetsløsninger kommer på plass i det europeiske markedet, kan dette øke etterspørselen etter norsk eksport av kraft som kan balansere ut produksjonen. Større prisforskjeller til Europa og økt eksport kan øke prisnivået i Norge.

Konsekvenser for strømprisen av endret forbruk: Etterspørselen etter elektrisitet vil øke som følge av blant annet hydrogenproduksjon. Energieffektiviseringstiltak kan ofte innebære omlegging fra fossile energikilder til elektrisitet og kan dermed øke etterspørselen etter elektrisitet selv om total energietterspørsel går ned. Økt etterspørsel kan trekke strømprisene opp.

Utvikling i prisen på CO₂-kvoter:

Ved økt fornybarandel og mindre fossil kraftproduksjon vil etterspørselen kunne bli lavere. Men dersom strategien viser seg å føre til at kullkraftproduksjonen øker, vil det virke prisdrivende for CO₂-kvoter, siden kullkraft er den form for kraftproduksjon som gir høyest CO₂-utslipp og økt produksjon øker etterspørselen etter kvoter.

CO₂-prisen er også avhengig av aktivitetsnivå i industrien. En rekke industriprodusenter har redusert produksjon i Europa på grunn av høye energipriser. Dersom de høye energiprisene vedvarer, kan etterspørselen etter CO₂-kvoter derfor bli lavere og dermed redusere prisene.

I tillegg vil Kommissjonens finansieringsstrategi om salg av kvoter fra MSR øke tilbudet. Kommisjonen foreslår å selge kvoter fra denne reserven tilsvarende 20 mrd. euro, eller tilsvarende 250 mill. tonn/kvoter på dagens prisnivå. Til sammenligning var det totale volumet av utslippstillatelser innenfor kvoteregimet 1 600 mill. tonn CO₂ i 2021. Kommisjonen sier selv at salget skal gjøres på en måte som ikke endrer markedet vesentlig, men økt tilbud vil isolert sett bidra til å redusere prisene i en eller annen grad.

CO₂-prisens innvirkning på strømprisene:

Dersom fornybarproduksjonen øker vil dette redusere antall timer i kraftmarkedet der fossile produsenter er prissettere, og dermed redusere CO₂-prisens innvirkning på strømprisen. Dersom kullkraftproduksjonen øker vil derimot virkningen kunne øke.

Effekt på strømprisene av ordninger som opprettholder forbruk ved høye priser:

Dersom ordninger for å avbøte høye energipriser for husholdninger og bedrifter opprettholdes over lengre tid vil manglende prissignal ut til forbrukerne kunne opprettholde høy etterspørsel selv i perioder med knapphet. Dette kan føre til tilpasninger som gir høyere priser over tid.

Globale tilpasninger av tilbud og etterspørsel av energi

Mulighet for økt tilbud av energi:

OPEC+ har så langt gått for moderate økninger i produksjonen, og flere land produserer også allerede nær sin kapasitetsgrense. Blant annet har USA brukt energireserver for å dempe prisene på petroleumsprodukter (drivstoff), men har så langt

ikke økt skiferoljeproduksjonen i særlig grad. Men dersom priseffekten fører til økte petroleumsinvesteringer og -tilbud vil det kunne drive prisene ned på sikt.

Avsetning på russisk olje og gass:

Ikke alle land har lagt restriksjoner på russisk energiimport. Russisk olje selges nå til betydelig lavere priser enn olje fra andre leverandører. Kina har i 2022 økt sin import av russisk olje. Dersom noen land erstatter annen import med russisk olje vil det kunne virke prisdempende.

På kort sikt er salg av russisk gass til andre kunder enn europeiske vanskeligere enn det er å endre vareflyten for olje, grunnet manglende infrastruktur. Russland planlegger ny gassinfrastruktur til Kina, men ny rørledning vil ta opp til ti år å realisere. Russland har heller ikke stor kapasitet til å omforme naturgass til LNG. Dette gjør at Russland for eksempel må øke LNG-kapasiteten for å omsette gass ved bortfall av eksport til vestlige land.

Etterspørselseffekt av høyere priser:

Høyere energipriser vrir etterspørselen bort fra energi. I Europa har industriproduksjonen blitt redusert, og energieffektiviseringstiltak blir i økende grad lønnsomme. Tilpasninger til høye priser vil kunne redusere etterspørselen og dermed prisene over tid, både i Europa og globalt.