

Økonomisk overblikk

2/2023

Utsikter
2022-2025

Tema:
Høy inflasjon - kommet for å bli?

Innhold:

Sammendrag	2
Prognoser	3
1 Internasjonal økonomi.....	4
1.1 USA	5
1.2 ØMU	6
1.3 Storbritannia.....	7
1.4 Sverige.....	8
1.5 Fremvoksende økonomier	9
2 Innenlandske konjunkturer	11
2.1 Eksporten dempes av lavere vekst ute.....	11
2.2 Høyt investeringsnivå	11
2.3 Beskjeden utvikling i konsumet.....	13
2.4 Svakere utvikling i boligprisene fremover	14
2.5 Fortsatt høyt trykk i norsk økonomi.....	15
2.6 Innenlandsk arbeidstilbud flater ut.....	17
2.7 Høy anslått lønnsvekst	19
2.8 Fremdeles høy prisvekst	19
2.9 Rentetopp på 4 prosent	20
2.10 Ekspansiv budsjettpolitikk	21
3 Temadel: Inflasjon og renter.....	26
3.1 Hva er inflasjon?.....	27
3.2 Inflasjon i et historisk perspektiv	29
3.3 Inflasjon tilbake på agendaen.....	34
3.4 Inflasjonsutviklingen de neste årene	36
3.5 Sentralbankens ansvar for prisstabilitet.....	39
3.6 Strukturelle drivere for prisveksten	40

Sammendrag

Den økonomiske aktiviteten fortsetter å overraske på oppsiden. For tredje gang på rad justerer vi opp vekstanslagene våre fra forrige kvartalsrapport. Vi anslår nå en BNP-vekst hos Norges handelspartnere på knappe 1,0 prosent i år, mot 0,5 prosent i marsrapporten, og en vekst i BNP for Fastlands-Norge på 1,4 prosent i år, én tidel mer enn sist.

Flere faktorer ligger bak vekstoverraskelsen. Energi- og råvareprisene har avtatt ytterligere. Samlet inflasjon er på vei ned. Rentetoppen synes i sikte. Flaskehalsene i verdikjedene er borte. Børsene er på vei opp. Kinesisk økonomi er på vei tilbake etter gjenåpningen, om enn noe svakere enn antatt. Husholdningene har tålt pris- og renteøkninger bedre enn fryktet. Det avspeiler også fortsatt jobbvekst og lav arbeidsledighet. Endelig kan de siste månedene sies å ha vært nokså fri for vesentlige sjokk, påtakelig nok etter tre år som har vært dominert av dem.

Siden februar har innkjøpssjefindeksene i de største økonomiene vært på plussiden, som vitner om vekst i privat sektor. Marsjfarten er imidlertid ganske puslete, og vil ventelig forbli så ut året. Risikoen for en svakere utvikling er dessuten høy. Primært er dette relatert til faren for at inflasjonen festner seg, og at det må sterkere lut til for å få den ned. Selv om totalinflasjonen har toppet ut, har den underliggende prisveksten ikke gjort det. Dette speiler annenrundevirkninger og stramme arbeidsmarkeder. Dette peker mot at rentene vil bli holdt høye lenger, og eventuelt vil settes ytterligere opp for å kjøle ned økonomiene tilstrekkelig. Høyere renter gjør lån tyngre å bære, og kan trigge nye runder med finansiell uro. Risikoen er imidlertid heller ikke borte fra energimarkedene. Varmt vintervær, høye priser og energieffektivisering har redusert europeisk energibruk, men med andre værforhold eller nye forstyrrelser kan neste vinter bli krevende, også fordi økt aktivitet vil legge press på globalt energitilbud.

Også norsk økonomi kan sies å ta et slags hvileskjær i år. Mesteparten av den anslåtte veksten fra i fjor til i år er allerede unnagjort. I annet halvår i år og første halvår neste år anslås veksten å ligge godt under antatt trendvekst, slik at aktiviteten samlet sett bare øker med 1,2 prosent neste år. Fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år vokste fastlandsøkonomien med 0,2 prosent. Veksten ble imidlertid trukket ned av stort avgiftsmotivert bilsalg før nyttår, og tilsvarende lavt salg på nyåret. Uten denne effekten,

var veksten i første kvartal det dobbelte, og dermed nær normal marsjfart. At sysselsettingen økte med hele 15 000 personer i første kvartal bekrefter et overraskende robust vekstbilde. Det samme gjør ledighetstallene. De siste tolv månedene har ledigheten vært om lag uendret, på et lavt nivå. Ved utgangen av mai tilsvarte summen av helt ledige og ordinære arbeidssøkere 2,1 prosent av arbeidsstyrken.

Overraskende, både på grunn av de store sjokkene som norsk økonomi har blitt utsatt for de siste årene, og fordi våre medlemsbedrifter av den grunn har vært relativt pessimistiske til utsiktene. Siden august i fjor har et flertall av våre medlemsbedrifter svart at de neste seks månedene ville bli verre enn nåsituasjonen. Så langt har dette ikke slått til, selv om utfordringene merkes godt i noen næringer.

Det er umulig å ikke ha et nøkternt syn på vekstutsiktene. Også i Norge holder kjerneprisveksten seg høy. En stadig svakere krone vil kunne dra opp importprisene fremover. Renten er på ganske kort tid hevet fra 0 til 3¼ prosent og skal til 4 prosent innen året er omme. Husholdningenes inntekter stagnerer. Bare trekk på sparereservene gir litt forbruksvekst. Selv om boligprisene holder seg forbausende godt oppe, faller boligangsetningen og -investeringene. Høye renter og svakere markedsutsikter peker mot fall også i bedriftenes investeringer. Svak vekst utenlands betyr svak eksportvekst. I motsatt retning drar økte oljeinvesteringer og fortsatt (moderat) vekst i offentlig etterspørsel, men også at svakere krone gir drahjelp til eksportorientert næringsliv.

I rapportens temadel drøftes **inflasjon** - hva er det, hvorfor oppstår det, hvordan kan det adresseres og – ikke minst – hva vil skje fremover? Det siste besvares i vårt anslag om under 3 prosent prisvekst i 2025, godt under dagens nivå. Også utenlands anslås lavere prisvekst. Men både sykliske, jf. over, og strukturelle faktorer peker mot høyere prisvekst fremover enn de siste tiårene. Når inflasjonen er høy vil flere måtte forholde seg til den, og justere priser hyppigere enn når den er lav. Det grønne skiftet kan føre til dyrere energi, omstillinger og lavere effektivitet. Geopolitisk fragmentering og økt bevissthet om sårbare globale verdikjeder kan gi mindre handel og mindre effektiv global arbeidsdeling. Aldring vil svekke arbeidstilbudet. Men aldring kan også dempe forbruket. Og digitalisering kan øke effektiviteten og senke prispresset. Utfallet er ikke opplagt.

Prognoser

	Prosentvis endring år/år (der ikke annet fremgår)			
	Nasjonal- regnskapet	NHOs anslag		
	2022	2023	2024	2025
Konsum i husholdninger mv.	6,9	1,3	1,2	1,6
Konsum i offentlig forvaltning	0,1	1,4	1,5	1,5
Bruttoinvestering i fast realkapital	4,3	0,8	-1,6	-2,5
- Utvinning og rørtransport	-6,5	6,0	6,5	1,0
- Fastlands-Norge	6,7	-0,2	-3,4	-3,4
- Næringer	14,5	2,2	-6,9	-8,0
- Boliger (husholdninger)	-1,4	-6,3	-0,5	1,0
- Offentlig forvaltning	1,2	1,2	1,0	1,0
Etterspørsel fra Fastlands-Norge (ekskl. lagerendringer)	4,9	1,0	0,2	0,4
Eksport i alt	5,9	5,8	2,9	2,6
Tradisjonelle varer	-0,3	4,1	1,3	3,6
Råolje og naturgass	0,3	2,6	2,0	1,8
Import i alt	9,2	4,5	2,7	1,2
Bruttonasjonalprodukt ¹⁾	3,3	1,9	1,6	1,5
BNP Fastlands-Norge ¹⁾	3,8	1,4	1,2	1,5
Sysselsetting	3,9	1,6	0,4	0,2
Arbeidsledighet (AKU) (rate, nivå)	3,3	3,7	3,8	3,6
Registrert ledighet (rate, nivå)	1,8	2,1	2,2	2,1
Årslønn	4,4			
Konsumpriser	5,8	4,9 ²⁾	4,0	2,9
Boligpriser	5,2	-1,5	0,1	3,4
Pengemarkedsrente (nivå)	2,1	3,6	4,1	3,5
Importveid valutakurs (I-44)	1,2	2,7	-3,0	-1,9

1) Anslag er ujusterte og ikke-virkedagskorrigerte. Justert for virkedager er vekst i BNP og BNP Fastlands-Norge 0,2 prosentenheter høyere i 2023.

2) Anslag fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), NOU 2023: 12 Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2023.

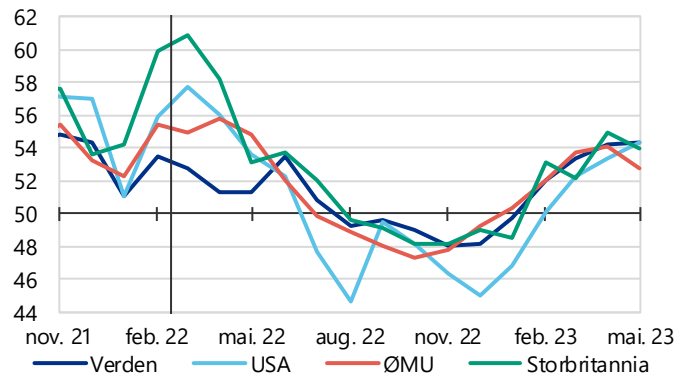
Redaksjonen ble avsluttet 9.6.2023

1 Internasjonal økonomi

Lavere energipriser, gjenåpning av kinesisk økonomi og færre flaskehalser i forsyningskjedene bidro til at aktiviteten i global økonomi økte mer enn ventet i første kvartal. I G7-landene, som utgjør om lag en tredel av verdensøkonomien, økte aktiviteten med 0,3 prosent fra fjerde til første kvartal. Oppsvinget var særlig drevet av høyere aktivitet i tjenesektoren, som følge av at husholdningene fortsatt har oppdemmet etterspørsel og oppsparte midler å tære på. Stramme arbeidsmarkeder bidrar samtidig til å understøtte inntekter og fremtidstro. På vare-siden går det tynge. Dels fordi etterspørselsvridningen tilbake mot tjenester i kjølvannet av pandemien har redusert behovet for varer, dels fordi økte energipriser dempet aktiviteten i energiintensiv industri, særlig i Europa, og endelig fordi økte renter senket boligetterpørsel og byggeaktivitet. Innkjøps-sjefindeksene (PMI) har ligget godt over 50 de siste månedene, jf. figuren under. Det indikerer stigende aktivitet inn i andre kvartal, og peker mot fortsatt høyt trykk i arbeidsmarkedene. Lav ledighet og høy etterspørsel etter arbeidskraft har løftet lønnsveksten i mange land. Det øker faren for at den høye inflasjonen blir mer varig.

Verden: Innkjøpsjefindekser (PMI)*

Privat næringsliv (industri og tjenester)



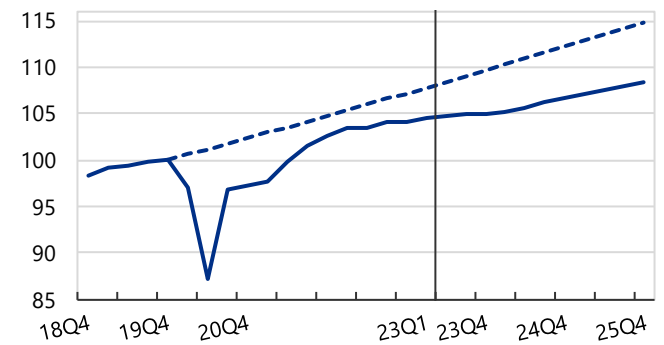
*Diffusjonsindeks. Verdi over/under 50 markerer ekspansjon/kontraksjon.
Kilde: Refinitiv Datastream / S&P Global / NHO

Lavere energipriser har riktignok bidratt til å dempe konsumprisveksten siden i fjor høst. Imidlertid viser ikke den underliggende prisveksten, dvs. konsumprisene utenom energi og matvarer, samme tegn til å avta. Ser man bort fra Tyrkia der inflasjonen er skyhøy, har kjerneinflasjonen i OECD samlet sett ligget stabilt omkring 5½ prosent siden i fjor sommer. Sentralbankene er derfor ikke ferdige med rentehevingene helt ennå, men rentetoppen ventes likevel å nås i løpet av de neste månedene. For høy inflasjon betyr at sentralbankene vil holde rentene

høye lenger, og at de neppe vil senke rentene før prisveksten er på trygg kurs mot inflasjonsmålet. Høye renter vil bidra til å dempe aktivitetsveksten fremover ved å tynge forbruk og investeringer, bl.a. som følge av dyrere kreditt.

BNP: Norges handelspartnere*

Indeks, 2019Q4=100



*USA, ØMU, Storbritannia, Sverige og Kina. Faste fastlandseksportvekter fra 2019. Stiplet linje angir trendvekst 2013Q1-2019Q4.
Kilde: NHO, Økonomisk overblikk 2/2023

Tabell: BNP-anslag

	Andel 2022	Prosentvis endring år/år			
		2022	2023	2024	2025
Verden	100,0	3,4	2,7	2,9	3,0
Industrielland	41,7	2,7	1,1	1,0	1,6
USA	15,6	2,1	1,2	0,6	1,8
Eurosonen	11,9	3,5	0,7	0,9	1,5
Tyskland	3,3	1,8	0,1	1,1	1,3
Frankrike	2,3	2,6	0,6	0,9	1,5
Italia	1,9	3,7	0,8	0,9	1,2
Spania	1,4	5,5	1,6	1,6	1,5
Storbritannia	2,3	4,0	0,1	0,7	1,2
Sverige	0,4	2,6	0,1	0,7	1,9
Danmark	0,3	3,6	0,5	1,4	1,4
Japan	3,8	1,1	1,0	1,1	0,6
Vekstøkonomier	58,3	4,0	3,8	4,3	4,0
Kina	18,5	3,0	5,1	4,8	4,0
India	7,3	6,9	5,9	6,3	6,2
Russland	2,9	-2,1	-0,9	1,3	1,0
Brasil	2,3	2,9	1,0	1,7	1,9
Handelspartnere*		3,2	0,9	1,1	1,7

*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

Norges handelspartneres BNP vokste 3¼ prosent i fjor. Vekstutsiktene er imidlertid svake. Mer standhaftig inflasjon og varig høyere renter vil tynge aktiviteten de neste par årene. Heller enn tilbakeslag ventes en periode med svært visse vekst. Våre handelspartnere anslås å vokse omkring 1 prosent i år og neste år. Oppjusteringen for inneværende år på

knappe 1/2 prosentenheter skyldes høyere aktivitetsvekst enn ventet i første kvartal. Den beskjedne veksten vil gi svake etterspørselsimpulser mot norsk eksport. For verdensøkonomien samlet anslås aktivitetsveksten til 2 3/4 prosent i år og omkring 3 prosent i 2024 og 2025.

Anslagene er usikre. Særlig knytter usikkerheten seg til inflasjonsutviklingen fremover. Dersom prisveksten skulle bli lavere enn ventet vil sentralbankene ha handlingsrom til å kunne senke styringsrentene tidligere. Da vil aktivitetsveksten kunne bli høyere enn anslått. På den annen side er det også risiko for at inflasjonen kan holde seg høy lengre. Det vil kunne tvinge frem en enda kraftigere renterespons fra sentralbankene med tilhørende negative effekter på aktiviteten. Den stramme rentepolitikken kan også forårsake finansiell ustabilitet, som illustrert ved bankuroen i USA og Europa de siste månedene. Økte renter (og dårlig balansestyring) påførte et knippe banker tap på sin verdipapirbeholdning. Frykt for konkurs førte til innskyterflukt fra mange banker, kursfall på bankaksjer og dyrere finansiering for bankene. Tap av tillit som utløser kapitalflukt og brå reprising av verdipapirer vil kunne redusere tilgangen på kreditt og svekke aktivitetsveksten. Samtidig byr de geopolitiske motsetningene også på utfordringer. Krigen i Ukraina kan eskalere og påføre verdens råvare- og energimarkeder nye sjokk. Stormaktrivaliseringen mellom USA og Kina kan også tilta ytterligere. Latente spenninger i Øst-Asia kan utvikle seg til mer åpen konflikt. Det vil i så fall kunne få store og uoverskuelige konsekvenser for internasjonal aktivitet og handel.

1.1 USA

Etter frisk aktivitetsvekst i andre halvår i fjor sakket amerikansk økonomi farten i første kvartal i år, til en vekst på beskjedne 1,1 prosent årlig rate fra kvartalet forut. Det var særlig oppgang i det private forbruket som løftet BNP. Fra fjerde til første kvartal økte forbruket 3,7 prosent, årlig rate. Både vare- og tjenesteforbruket økte. Tjenesteforbruket har økt jevnt og trutt siden gjenåpningen etter pandemien. Derimot falt varekonsumet i fjor etter at etterspørselen ble vridd mot tjenester. Økte bilkjøp bidro imidlertid til at varekonsumet igjen økte i første kvartal. I motsatt retning trakk lavere investeringer og lagernedbygging. I boligmarkedet går salgene tregere og boligprisveksten har avtatt. Lavere igangsettning bidro til videre fall i boliginvesteringene for åt-

tende kvartal på rad. Historisk har nedgang i boliginvesteringene gått forut for resesjoner i amerikansk økonomi.

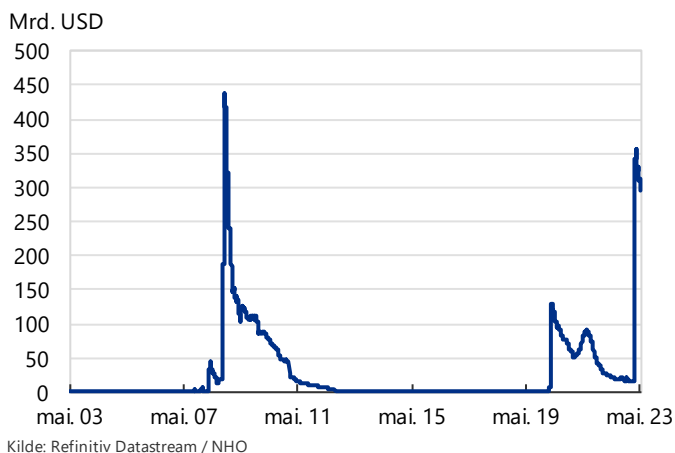
Arbeidsmarkedet er imidlertid fortsatt stramt. Fra januar til mai har det i gjennomsnitt blitt 310 000 flere jobber utenom jordbruket hver måned. Det er nærmere 130 000 flere per måned enn i tiårsperioden forut for pandemien. Det er sysselsettingen i tjenestesektoren som øker mest, særlig innen overnatting og servering, helse og offentlig forvaltning. Selv om antallet ledige stillinger har avtatt noe det siste året, var antallet på høye 10 millioner i april. Ledigheten var i mai 3,7 prosent. Lav ledighet avspeiler også at yrkesdeltakelsen ennå er om lag 1 prosentenhet lavere enn før pandemien, primært fordi mange eldre har trukket seg ut av arbeidsstyrken. Større konkurranse om arbeidskraften har økt lønnsveksten, til 5 prosent år/år i første kvartal.

Konsumprisveksten har avtatt siden i fjor sommer og var i april 4,9 prosent år/år. Den underliggende inflasjonen, dvs. prisveksten utenom energi- og matvarer, var i april 5 1/2 prosent år/år. Mens det tidligere var økte varepriser som løftet kjerneinflasjonen, er det nå tjenestepreisene som driver oppgangen. Kjerneinflasjonen har det siste halvannet året ligget stabilt mellom 5 1/2–6 1/2 prosent, uten å vise tegn til å avta. Den månedlige kjerneprisveksten har i gjennomsnitt vært 0,5 prosent det siste året, tilsvarende drøyt 5 1/2 prosent årlig prisvekst. Det er godt over inflasjonsmålet til sentralbanken på 2 prosent. Det har bidratt til at Fed siden mars har hevet styringsrenten med ytterligere 50 basispunkter til 5–5 1/4 prosent.

Økte renter virker nedkjølende på økonomien. I enkelte deler av økonomien slik som bolig- og byggmarkedet, er det allerede klare tegn til at temperaturen faller. Industriproduksjonen har også flatet ut. Fallende ordreinnngang peker i retning av svak produksjonsutvikling også fremover. De økte rentene har også skapt uro i finansmarkedene. Siden mars har enkelte regionale banker gått overende som følge av massive kundeuttak. Silicon Valley Bank, Signature Bank og First Republic Bank hadde alle tatt høy renterisiko ved å plassere innskuddsmidler i statsobligasjoner. Når styringsrenten på halvannet år økte fra 0 prosent til over 5 prosent falt verdien på obligasjonene. Det skapte tvil om soliditeten til bankene. Frykt for å tape sparepengene sine gjorde at kundene tømte sine innskuddskontoer. Hendelsene har økt skepsisen i markedet til hva som kan

skjule seg på balansene til andre banker og hvor eksponert disse er for renterisiko og smitteeffekter. Det gjør også bankene mer tilbakeholdne og kritiske til hvem de låner ut penger til. Bankuroen vil derfor virke innstrammende på kredittflyten i økonomien. For å dempe uroen har sentralbanken gitt de største lånene til banksektoren siden finanskrisen, jf. figuren under. Sentralbankens utlånsundersøkelse gir klare indikasjoner på at kredittvilkårene er blitt betydelig strengere og at låneetterspørselen blant bedrifter og husholdninger avtar. Blant småbedriftene, som er særlig avhengig av bankfinansiering, svikter nå både investerings- og ansettelsesviljen.

USA: Sentralbankens lån til banker



Fortsatt godt driv i sysselsettingen og høy lønnsvekst holder imidlertid inntektene oppe. Det har bidratt til at forbruksveksten har vært sterk i kjølvannet av pandemien. I tillegg har husholdningene brukt av sparereservene de la seg opp under pandemien. Den samlede "mersparingen" utgjorde på det meste 9 prosent av BNP, men tæring på sparekapitalen gjør at det kun gjenstår anslagsvis 3 prosent ved utgangen av første kvartal. Fortsatt bruk av sparereserver vil følgelig kunne holde forbruket og aktiviteten oppe enn stund til, men etter hvert vil forbruksutviklingen i større grad bestemmes av inntektsutviklingen. Husholdningenes syn på fremtidsutsiktene er også dårligere enn normalt og indikerer svakere forbruksutvikling fremover.

Den svake utviklingen i vareproduserende sektor ventes å fortsette ut året. I tillegg vil strammere kredittvilkår dempe låne- og kredittveksten og tyngje investeringene. Vanskeligere tilgang på kreditt og oppbrukte sparemidler vil også tyngje forbruksveksten mot slutten av året. Svakere utvikling i forbruket, som utgjør 70 prosent av amerikansk BNP, vil derfor bremse marsjarten i amerikansk økonomi i

andre halvdel av 2023. Lavere aktivitet vil ventelig også øke arbeidsledigheten og dempe prisveksten. Selv om Fed vil gå mer forsiktig frem og se hen til økonomiske nøkkeltall i sin rentesetting fremover, tilsier et stramt arbeidsmarked og fortsatt alt for høy inflasjon at rentetoppen på $5\frac{1}{4}$ – $5\frac{1}{2}$ prosent nås i sommer. Urolighetene i banksektoren har vist at sentralbankene har en krevende oppgave med å kjøle ned økonomien uten at det utløser en finansiell eller økonomisk krise. Historien indikerer dessverre en lav sannsynlighet for at Fed evner å få til en "myk landing" for økonomien. De siste 70 årene er det få tilfeller der sentralbanken har hevet renten uten at det har trigget en resesjon.

1.2 ØMU

Aktiviteten i eurosonen vokste 0,1 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år, og var dermed på samme nivå som i tredje kvartal i fjor. Selv om det indikerer at økonomien har stagnert gjennom vinteren er det likevel bedre enn fryktet. Fjorårets reduserte gasstilførsel fra Russland og energikrise i Europa gjorde utsiktene dystre. En mildere vinter enn normalt har imidlertid redusert energibehovet, og gassprisene har falt fra EUR 140 per MWh i desember til omkring EUR 50 per MWh i mai. Lavere energipriser har også bedret husholdningenes kjøpekraft og i noen grad bidratt til å støtte opp under forbruket. Selv om energiintensiv industriproduksjon, slik som kjemisk industri og metallindustri, går på lavgir, har produksjonen i andre bransjer holdt industriaktiviteten oppe. Blant annet fortsatte produksjonsoppgangen i bilindustrien, med en vekst på 3 prosent fra fjerde til første kvartal. Dette avspeiler at proppene i globale forsyningskjeder er borte slik at leveransene av innsatsvarer skjer mer sømløst. Det har også løftet bilkjøpene i vinter. Øvrig varekonsum går derimot trått, der detaljhandelen har falt jevnt og trutt det siste året.

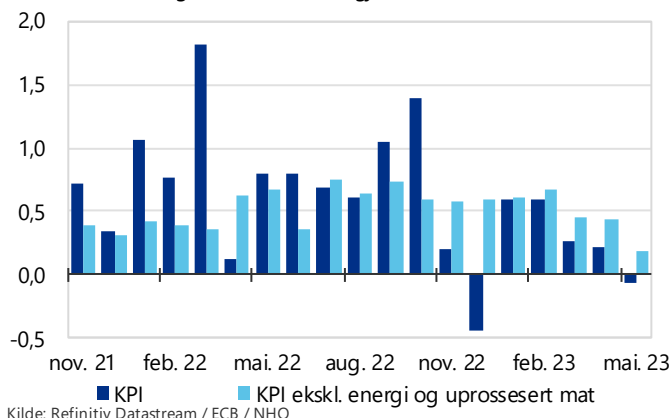
Også i eurosonen er arbeidsmarkedet fortsatt stramt. Sysselsettingen økte 0,6 prosent fra fjerde til første kvartal og bidro til at ledigheten falt videre. Arbeidsledigheten var i mars $6\frac{1}{2}$ prosent, drøyt 1 prosentenheter lavere enn i 2019. Antallet vakanser i næringslivet har avtatt noe siden i fjor, men er fremdeles vesentlig høyere enn før pandemien. Samtidig melder hver fjerde industribedrift om at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen. I tjenestesektoren melder hver tredje bedrift det samme. Økt trykk i arbeidsmarkedet betyr også at lønningene er på vei opp. Lønnskostnadene var i fjerde kvartal 5

prosent høyere år/år. Disse vil ventelig tilta ytterligere i 2023. Indikatorer for fremforhandlede lønninger i Tyskland og Nederland peker i retning av lønnsvekst godt over 5 prosent i år.

Konsumprisveksten har avtatt siden oktober, men var fremdeles drøyt 6 prosent år/år i mai. Utenom mat- og energivarer var prisveksten 6,9 prosent år/år. Det siste året har den månedlige endringen i kjerneinflasjonen vært 0,6 prosent, tilsvarende drøyt 7 prosent annualisert prisvekst, jf. figuren under. Den europeiske sentralbanken (ECB) har derfor fortsatt å heve styringsrentene. På forrige rentemøte i mai ble innskuddsrenten økt 25 basispunkter til 3¼ prosent. Økningen var mer moderat enn på foregående møter der renten ble hevet med 50 basispunkter. Bak den mer forsiktige renteoppgangen ligger uroen i finansmarkedene de siste månedene. Urolighetene i det amerikanske bankmarkedet fikk også følger i Europa, der sveitsiske myndigheter måtte gripe inn for å redde storbanken Credit Suisse fra konkurs. Økt finansiell uro er således et argument for å gå mer varsomt frem i rentesettingen fremover.

ØMU: Konsumpriser

Prosentvis endring mnd/mnd. Sesongjustert



Fremover venter vi at prisveksten vil avta noe, særlig som følge av lavere varepriser. Siden oktober har EUR styrket seg nesten 10 prosent mot USD. En sterkere valuta vil dempe den importerte prisveksten. I tillegg har internasjonale råvarepriser avtatt siden i fjor. På den annen side vil anslått lønnsvekst på omkring 5½ prosent i år bety at det underliggende prispresset blir mer vedvarende. Vi venter derfor at sentralbanken vil måtte heve renten til 3¾ prosent for å få bukt med den høye prisveksten. Konsumprisveksten i eurosonen anslås til 5½ prosent i år og 2½ prosent i 2024. Det betyr samtidig at

husholdningene ikke kan vente seg bedret kjøpekraft i år heller. Det vil tynge forbruksveksten i år. Lavere prisvekst neste år legger til rette for at kjøpekraften og forbruket vil kunne tilta fra 2024. Videre ventes også svak utvikling i de private investeringer i år, bl.a. som følge av lavere boliginvesteringer som er særlig følsomme overfor endringer i renten. ECBs utlånsundersøkelse indikerer strammere kredittvilkår og lavere låneetterspørsel blant bedrifter og husholdninger som følge av de økte rentene. Samtidig vil fortsatt utrulling av midlene under Recovery and Resilience Facility (RRF) støtte opp under offentlige investeringer i år og neste år.

Risikobildet fremstår mer balansert enn på lenge. På nedsiden vil høy og persistent prisvekst fordre sterkere rentelut fra sentralbanken. Det vil tynge forbruket. I tillegg vil uro i finansmarkedene og lavere risikoappetitt i møte med høyere renter kunne dempe kredittstrømmene og investeringsviljen mer enn ventet. På oppsiden virker Europa godt rustet til å fylle opp gasslagrene sine til vinteren som følge av høy fyllingsgrad for årstiden og økt mottakskapasitet. Bedre tilgang på energi kan bidra til at prisveksten kommer raskere ned enn ventet. Husholdningenes "mersparing" under pandemien vil også kunne bufre forbruket. I motsetning til i USA der husholdningenes sparereserver nesten er brukt opp, har husholdningene i eurosonen fortsatt å bygge opp sin sparekapital. Den kumulative mersparingen anslås å være 5–7½ prosent av BNP, og vil kunne gi et betydelig løft i forbruket dersom den anvendes.

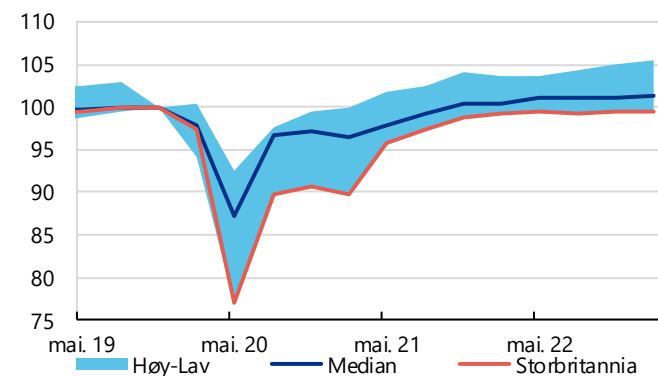
1.3 Storbritannia

Britisk økonomi vokste 0,1 prosent fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år. Svak vekst det siste året gjør at BNP kun er 0,2 prosent høyere enn for ett år siden, og (fortsatt) 0,5 prosent lavere enn før pandemien brøt ut. Aktivitetsutviklingen i britisk økonomi de siste tre årene har vært svakest blant G7-landene, jf. figuren under. Fra fjerde til første kvartal var det en oppgang i det private forbruket på 0,1 prosent fra fjerde til første kvartal. Forbruksutviklingen har vært svak det siste året, og i første kvartal var forbruket fortsatt 2 prosent lavere enn tre år tidligere. Det er det flere årsaker til. Økte levekostnader og redusert kjøpekraft har dempet etterspørselen, i tillegg har produksjonsforstyrrelser og forsinkende vareleveranser redusert tilgjengeligheten av varer. Det har tynget forbruksrettede næringer som varehandel, der verdiskapingen i første kvartal var mer enn 15 prosent lavere enn før pandemien. I tillegg har

aktiviteten i flere næringer, særlig transport-, helse- og undervisningssektoren, blitt svekket av streiker de siste månedene. Andre tjenestenæringer, så som informasjon og kommunikasjon og forretningsmessig tjenesteyting, har imidlertid hatt et oppsving i aktiviteten den siste tiden. Innkjøpssjefsindeksen (PMI) for tjenestesektoren har siden januar igjen vært over 50, som indikerer at aktivitetsveksten trolig har fortsatt i andre kvartal.

G7: BNP

Volumindeks, 100=2019Q4



*G7 er USA, Canada, Tyskland, Frankrike, Italia, Storbritannia og Japan.
Kilde: Refinitiv Datastream / OECD Quarterly National Accounts / NHO

Et annet lyspunkt er at industriaktiviteten har tatt seg noe opp de siste månedene. Industriproduksjonen var i mars 0,4 prosent høyere år/år, særlig som følge av oppgang i produksjonen av biler, metall og data- og elektrovarer. Mindre forstyrrelser i forsyningskjedene ligger trolig bak industrioppsvinget. Imidlertid lå PMI for industrien under 50 i april og mai og indikerer at industriaktiviteten trolig vil dabbe av igjen i andre kvartal. Samtidig er industribedriftenes fremtidstro blitt noe bedre i 2023, ifølge CBIs industriundersøkelse (ITS). Det har trolig sammenheng med at de tøffeste utfordringene knyttet til kostnadssjokk og flaskehalsutfordringer synes å være tilbakelagt. Bedring til tross, bedriftstilliten er fortsatt ganske avdempet og tyder på beskjeden utvikling i industriaktiviteten i år.

Inflasjonen har ligget omkring 10 prosent år/år siden i fjor sommer, men avtok til 8,7 prosent år/år i april. Det er det høyeste på over 40 år. Utenom energi var prisveksten 7,7 prosent år/år, særlig drevet av tiltakende prisvekst på tjenester. Prisøkningene skyldes flere forhold, men særlig at bedriftene velter økte kostnader over i utsalgsprisene. Mens kostnadssjokket i fjor primært dreide seg om økte priser på energi og innsatsvarer, dreier det seg nå i økende grad om økte lønnskostnader. Et stramt arbeidsmarked har økt lønnsveksten, som i første

kvartal var 6¾ prosent år/år. Likevel har lønningene altså ikke holdt tritt med prisveksten. Den reduserte kjøpekraften er en viktig årsak til det svake forbruket.

Den høye inflasjonen har fått sentralbanken til å heve rentene. På rentemøtet i mai hevet sentralbanken styringsrenten 25 basispunkter til 4½ prosent. Siden desember 2021 har Bank of England hevet renten med til sammen 4,4 prosentenheter. Markedet priser inn flere rentehevinger fra sentralbanken fremover. Vi venter at rentetoppen på 5 prosent nås over sommeren. Høyere renter vil redusere etterspørselen og dempe prispresset i økonomien. Boligmarkedet, som er en av de mer rentefølsomme sektorene i økonomien, merker allerede effekten av de høyere rentene. Ifølge utlånsforetakene Nationwide og Halifax har boligprisene falt siden i fjor høst. Vi venter at boligprisene vil falle videre utover året etter hvert som renten får større gjennomslag på økonomien. Det vil redusere husholdningenes formue og dempe kredittveksten, som i sin tur vil svekke forbruk og investeringer. Det vil bidra til å kjøle ned arbeidsmarkedet. Fremdeles synes arbeidsmarkedet stramt. I mars var det 1,1 millioner ubesatte stillinger, mot gjennomsnittlig 825 000 i 2019. Samtidig var ledigheten i februar lave 3,9 prosent, tilsvarende 1,3 millioner. Et stramt arbeidsmarked øker konkurransen om arbeidskraften og trekker opp lønnsveksten. Høy lønnsvekst øker risikoen for at prisveksten blir høy lenger. Det er imidlertid indikasjoner på at presset avtar. Bedriftene i sentralbankens regionale nettverk rapporterte i undersøkelsen for andre kvartal at de ikke venter å øke sysselsettingen fremover. Derfor antas ledigheten å øke noe fremover slik at lønns- og prisveksten avtar. Inflasjonen vil fremdeles være høy i år og tyngte kjøpekrafts- og forbruksutviklingen. Til neste år ventes forbruket igjen å kunne løfte aktivitetsveksten i britisk økonomi.

1.4 Sverige

Marsjarten i svensk økonomi avtok gjennom fjoråret, særlig som følge av svakere forbruk og investeringer. Den svake forbruksutviklingen har fortsatt inn i 2023 med et fall på 1,2 prosent fra fjerde til første kvartal. Det er tredje kvartal på rad med nedgang i forbruket. I tillegg har fallet i boliginvesteringene tiltatt. I første kvartal var boliginvesteringene 16 prosent lavere år/år. Tross nedgangen i disse viktige vekstdriverne økte BNP med 0,6 prosent fra fjerde til første kvartal, blant annet grunnet

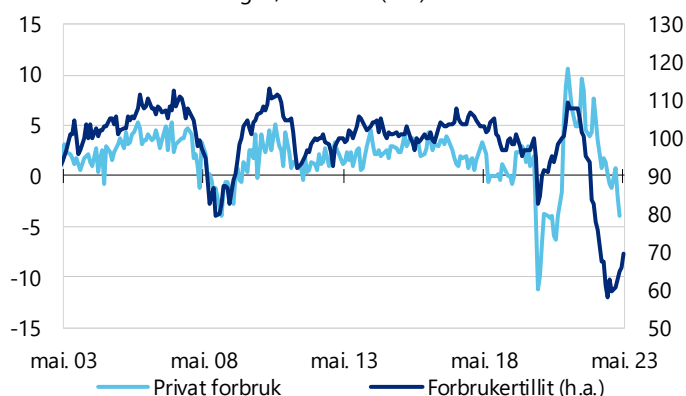
økt produksjon av kapitalvarer og biler. Produksjonen av biler var i mars vel 20 prosent høyere enn samme periode i fjor. Ordreserver, lettelser i globale flaskehalser og lavere energipriser har bidratt til produksjonsoppsvinget i første kvartal. I tillegg økte aktiviteten i tjenestesektoren som følge av aktivitetsvekst i næringsrettet tjenesteyting og offentlig forvaltning.

Arbeidsmarkedet viser foreløpig få tegn til svekkelse. Antallet ledige stillinger er fortsatt på rekordhøye nivåer. Sysselsettingen og timeverkenene har også økt. Ledigheten har således holdt seg nokså stabilt på omkring 7 prosent det siste året. Selv om arbeidsmarkedet fremstår relativt stramt endte *märket* i lønnsforhandlingene innen industrien på 7,4 prosent over to år: 4,1 prosent i år og 3,3 prosent til neste år. Det er ventet at øvrige deler av økonomien vil følge denne normen.

Konsumprisene i Sverige var i april 10½ prosent år/år. Det er langt over sentralbankens inflasjonsmål på 2 prosent. Som ellers i Europa er det økte energipriser som i stor grad har løftet konsumprisene det siste halvannet året. Bedriftenes økte kostnader til energi og andre innsatsvarer har i sin tur blitt veltet over på kundene. Det har bidratt til at også prisene utenom energi har økt. Konsumprisveksten med faste renteutgifter (KPIF) og uten energi var i april 8,4 prosent år/år, mens tjenesteinflasjonen var 7,2 prosent år/år. Svakere valutakurs har også gitt økte importerte prisimpulser. I mai var den handelsvektede valutakursen drøyt 9 prosent år/år. Sentralbanken har svart på den høye inflasjonen med å heve rentene. Frem til april i fjor var styringsrenten 0 prosent. Siden da har Riksbanken hevet renten seks ganger, senest i april, med 50 basispunkter til 3½ prosent.

Sverige: Forbruk og forbrukertillit

Prosentvis volumendring år/år. Indeks (h.a.)



Kilde: Refinitiv Datastream / Konjunkturinstitutet (NIER) / NHO

Fremover venter vi at aktiviteten i svensk økonomi vil avta. Den høye inflasjonen ligger an til å "spise opp" lønnsøkningen i år. Det betyr nok et år med reallønnsnedgang som vil fortsette å tynge forbruket. I tillegg ventes Riksbanken å heve renten enda et knepp til 3¾ prosent for å få bukt med den høye prisveksten. Forbrukertilliten er derfor dårlig, særlig i synet på egen økonomi. Det peker i retning av at husholdningene vil holde på pengene fremover og utsette store kjøp og investeringer, jf. figuren over. Detaljhandelen var i april 7 prosent lavere år/år. Husholdningene påvirkes også av fallende boligprisene ved at boligformuen reduseres. Boligprisene var i april 10 prosent lavere år/år, ifølge SCB. Høyere renter vil bidra til å kjøle boligmarkedet ytterligere ned i år. Det vil også svekke igangsettingen av nye boliger som i første kvartal i år var det laveste siden 2013. Stemningen blant bedriftene er også svakere enn normalt, særlig innen varehandel og annen tjenesteyting. Det gir indikasjoner på vekstavmatning. Svakere innenlandsk etterspørsel og lavere aktivitet ventes å løfte ledigheten i år. Mindre press i økonomien vil bidra til at prisveksten avtar fremover. På sikt vil det legges til rette for at rentene kan komme noe ned igjen. Det vil stimulere aktivitetsveksten. Imidlertid ventes rentenivået ved utgangen av prognoseperioden å være betydelig høyere enn før pandemien.

1.5 Fremvoksende økonomier

I fjor la de fremvoksende økonomiene på seg 4 prosent. Aktivitetsveksten i år anslås til om lag det samme, før aktivitetsveksten ventes å ta seg opp til omkring 4½ prosent i 2024 og 2025. Veksten drives primært av asiatiske land. IMF anslår at Asia vil stå for tre firedeler av global vekst i 2023, hvorav Kina og India vil stå for halvparten av dette.

En sentral årsak til at BNP-veksten i fremvoksende økonomiene holder seg oppe i år er at kinesisk økonomi anslås å vokse vel 5 prosent. Lemping av smitteverntiltak etter koronapandemien ventes å gi et oppsving i kinesisk forbruk. Oppdemmet etterspørsel og store sparereserver vil drive forbruksveksten, som særlig vil være rettet mot tjenester. Disse er innenlandsk produsert og med lavt importinnhold, slik at de globale etterspørselsimpulsene vil være svakere enn om aktivitetsoppsvinget var drevet av økte investeringer. PMI for tjenestesektoren har ligget godt over 50 siden januar, som indikerer tiltakende aktivitet. På samme tid synes temperaturen i

eiendomssektoren å ha stabilisert seg. Etter et kontinuerlig fall i bruktboligprisene siden sommeren 2021 har prisene steget siden februar. Igangsettingen av boliger avtar fortsatt, men det virker som det største fallet er unnagjort. Kredittveksten økte 20 prosent i første kvartal år/år, og den positive kredittimpulsen vil stimulere investeringene i år. Gjeldsgraden blant ikke-finansielle foretak er imidlertid svært høye 150 prosent av BNP. Slik sett vil enda mer gjeld øke sårbarheten i kinesisk økonomi for omslag i rente- og finansmarkedene. Stormaktrivaliseringen med USA med handelskrig og tilhørende økt toll og eksportrestriksjoner på teknologi vil også redusere handel og investeringer og svekke vekstpotensialet i økonomien. At Vestens forhold til Kina er kaldere, ble også tydelig på G7-toppmøtet i mai der det eksplisitt ble tatt til orde for å redusere risikoen forbundet med å være for tett eksponert mot Kina. Det taler for økt diversifisering av de økonomiske bindingene med Kina. Blant annet i lys av dette anslår vi veksten i kinesisk økonomi til å avta, til $4\frac{3}{4}$ prosent neste år og rundt 4 prosent i 2025.

I kjølvannet av pandemien bidro økte råvarepriser og styrking av USD til at prisveksten tiltok i mange av de fremvoksende økonomiene. I takt med noe lavere råvarepriser og at USD har svekket seg drøyt 5 prosent mot en kurv av fremvoksende valutaer siden oktober har prisveksten i flere av de større økonomiene avtatt. Eksempelvis var inflasjonen i Brasil og India i januar i år omkring $4\frac{1}{2}$ prosent år/år, mens den i Mexico var drøyt 6 prosent år/år. På det høyeste i fjor var inflasjonen i disse landene hhv. 12, $7\frac{3}{4}$ og $8\frac{3}{4}$ prosent. At rentetoppen synes å være nær, særlig i USA, er også et positivt utviklingstrekk for mange av de raskest voksende økonomien. Gjennom det siste halvannet året har nemlig flere av de fremvoksende økonomiene måttet heve rentene for å bremse prisveksten og hindre kapitalflukt. Avtakende inflasjon og utflating av globale renter vil derfor kunne lette trykket på sentralbankene i disse økonomiene. At rentepolitikken ikke strammes til, og i noen tilfeller vil kunne lette, vil kunne støtte opp under innenlandsk aktivitet fremover. De siste månedene har imidlertid illustrert at uro i finansmarkedene raskt kan oppstå. Finansielle sjokk som medfører strammere finansielle forhold i globale finansmarkeder i form av økte risikopremier og kapitalflukt kan slå bena vekk under aktivitetsveksten.

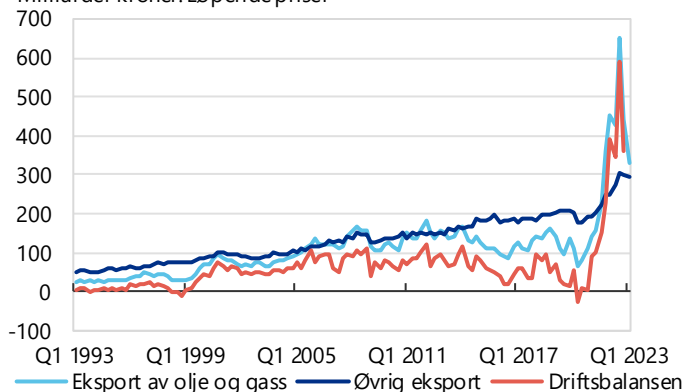
2 Innenlandske konjunkturer

2.1 Eksporten dempes av lavere vekst ute

Volumet av den tradisjonelle vareeksporten (eksport av varer utenom skip, oljeplattformer, råolje og naturgass) har økt gjennom det siste året, og var i første kvartal 6 prosent høyere år/år. Siden mye av norsk eksport er råvarebasert har de høye råvareprisene det siste året økt eksportverdien betydelig. I første kvartal var eksportverdien av tradisjonelle varer nesten 15 prosent høyere år/år. Særlig har prisstigning på kraft, sjømat, metaller og kjemiske varer bidratt til å trekke opp verdien av den tradisjonelle vareeksporten.

Norge: Eksport og driftsbalanse

Milliarder kroner. Løpende priser



Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Også tjenesteeksporten har hatt kraftig volum- og verdivekst det siste året. Verdien av tjenesteeksporten var i første kvartal 22 prosent høyere enn året før. Økningen skyldes særlig økt reisetrafikk, hvor lemping av smittevernrestriksjoner har økt reiseaktiviteten tilbake til nivået før pandemien.

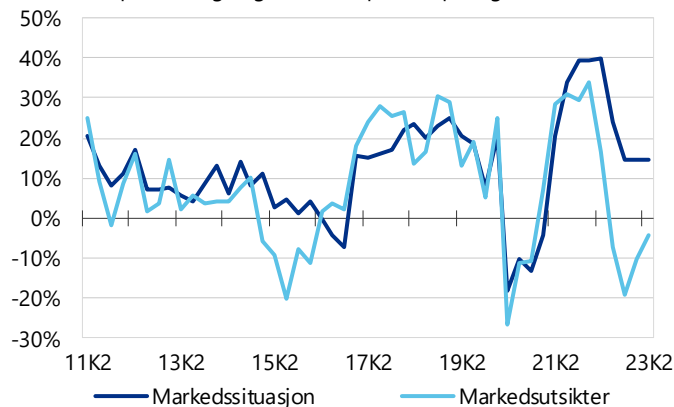
Den totale eksportverdien av varer, som også inkluderer olje og gass, har vært svært høy som følge av høye gasspriser det siste året. I takt med at olje- og gassprisene har falt de siste kvartalene, har også den samlede eksportverdien avtatt. Samlet var likevel overskuddet på handelsbalansen 237 mrd. kroner i første kvartal, som fortsatt er høyt i et historisk perspektiv. Importprisene har ikke steget like mye som eksportprisene, som også har bidratt til overskuddet på handelsbalansen.

Kronekursen har svekket seg over lengre tid, og særlig det siste året. I april var den handelsveide kronekursen, målt ved konkurransekursindeksen (KKI) om lag 15 prosent svakere enn et år tidligere. En

svakere krone gjør at norske varer og tjenester relativt sett blir billigere for utenlandske kjøpere. Det bidrar til økt etterspørsel etter norsk eksport.

Markedsindeks: Eksportrettet virksomhet

Differanse positive og negative svarti prosentpoeng



Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Beskjeden aktivitetsvekst hos Norges handelspartnere vil isolert sett gi svak etterspørsel etter norsk eksport de neste par årene. Motsatt vei trekker den svake kronekursen. Eksportrettede virksomheter blant NHOs medlemsbedrifter melder om en forholdsvis god markedssituasjon. Utsiktene for de neste seks månedene er svakt negative, men har bedret seg kraftig det siste halvåret. Svekkelsen i kronekursen, som gjør at eksportbedriftene får bedre betalt i kroner for varene de selger i utenlandsk valuta, kan være én årsak til dette.

Fortsatt høy aktivitet hos eksportrettede virksomheter og i økonomien ellers, øker etterspørselen etter innsatsfaktorer fra utlandet. Det øker importen, som bidrar til å dempe handelsoverskuddet.

Vi anslår at fastlandseksporten vil øke med knappe 7 prosent i 2023. I 2024 og 2025 forventes fastlandseksporten å øke med 2¼ prosent hvert år.

2.2 Høyt investeringsnivå

Petroleumsinvesteringer

Oljeprisen var i fjor om lag 100 USD per fat i gjennomsnitt. Så langt i år har prisen på et fat nordsjøolje i gjennomsnitt vært 80 USD per fat. Fremtidsprisene de neste par årene ligger mellom 75 og 80 USD per fat. Forholdsvis svak aktivitetsutvikling i verdensøkonomien i år demper veksten i energiforbruket. Det vil isolert sett redusere prisene. Imidlertid vil et stramt tilbud holde prisene oppe. I april annonserte OPEC nok et produksjonskutt. I tillegg har EU innført forbud mot import av russisk olje og raffinerte petroleumsprodukter. Vi legger til grunn at

oljeprisen blir 85 USD per fat i 2023 og 2024, før prisene avtar til vel 75USD per fat i 2025, jf. figuren under. Prisanslagene har oppsiderisiko. Økt aktivitet i kinesisk økonomi og utvikling knyttet til energisituasjonen i Europa fremover er faktorer som vil kunne løfte prisene mer enn anslått.

Oljepris og terminpriser

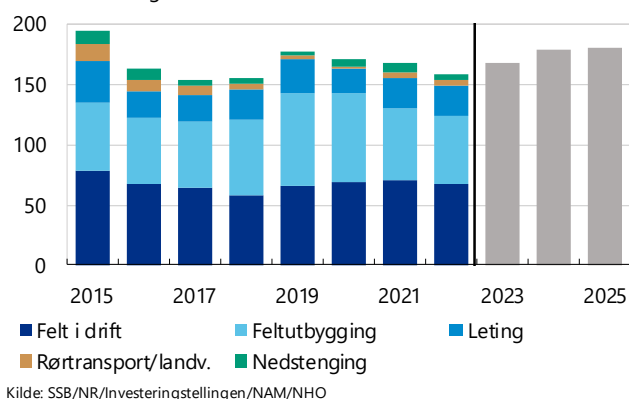
USD per fat



Petroleumsinvesteringene på norsk sokkel har avtatt siden 2019. I fjor falt oljeinvesteringene 5,5 prosent fra året før. Nedgangen har sammenheng med at en rekke pågående utbygginger ble ferdigstilt uten at investeringer i nye prosjekter økte tilsvarende. I 2023 og 2024 vil imidlertid investeringene øke igjen, som følge av at flere nye prosjekter igangsettes. De midlertidige endringene i petroleumsbeskattningen, den såkalte oljeskattepakken, som ble innført i 2020 gjorde det mer lønnsomt å investere og ga insentiver til å levere investeringsplaner (PUD) for nye prosjekter innen utgangen av 2022.

Norge: Petroleumsinvesteringer

Etter investeringsart. Mrd. 2019-kroner



Det ble i november og desember i fjor levert inn hele 16 PUDer for nye prosjekter. Effekten av insentivene i skatteendringene er dermed tydelig i SSBs investeringsstilling for 2023 og 2024. Den nominelle økningen år/år fra tilsvarende telling ett år før er 18

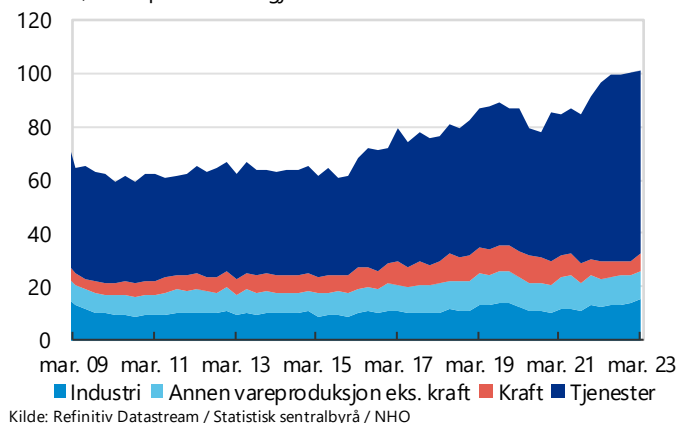
prosent for 2023 og 39 prosent for 2024. Vanligvis øker investeringsanslagene gjennom året. Vi forventer at dette i mindre grad skjer nå på grunn av at investeringsanslagene i større grad kom samlet tidlig i perioden på grunn av oljeskattepakken. Vi venter at oljeinvesteringene vil øke med 6 prosent i 2023, 6½ prosent i 2024 og 1 prosent i 2025.

Næringsinvesteringer

De to siste årene har næringsinvesteringene i fastlandsøkonomien tatt seg kraftig opp, jf. figuren under. I første kvartal var investeringene drøyt 6 prosent høyere enn et år tidligere, og 17 prosent høyere enn før pandemien. Investeringsoppgangen har særlig vært drevet av tjenestesektoren, som samlet økte sine investeringer med 24 prosent i 2022. I tillegg har store prosjekter innen metallindustri bidratt til oppgangen. Veksten ble dempet av lavere investeringer i annen vareproduksjon, som følge av ferdigstilling av flere vindkraftutbygginger.

Norge: Bruttoinvesteringer

Mrd. kr, 2020-priser. Sesongjustert.



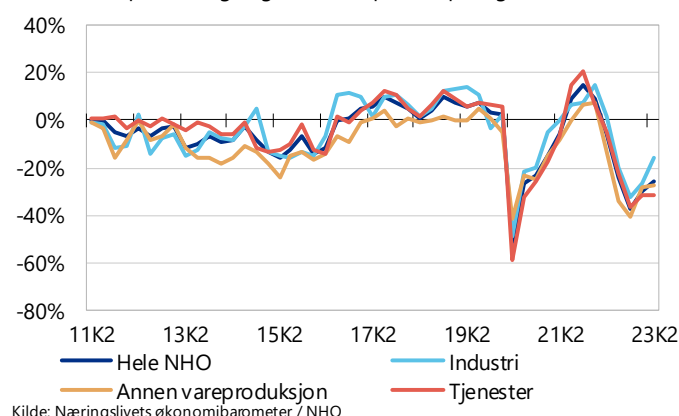
I SSBs investeringsstilling fra mai anslås industriinvesteringene å øke med 25 prosent i år sammenlignet med i fjor, målt i løpende priser. Dels skyldes det høye investeringsanslaget økte priser på investeringsvarer. Samtidig er mai-anslaget 7 prosentpoeng lavere enn anslaget fra februar. Nedgangen kan skyldes lavere anslag for kostnadsveksten blant respondentene. Investeringsoppsvinget skyldes ifølge SSB særlig store prosjekter innen metallindustri, men også høy vekst i næringene gummi-, plast- og mineralsk industri, dataindustri og verft. Investeringene innen kraftforsyning ventes å ta seg opp 16 prosent i år, etter et fall på drøyt 20 prosent i fjor. Oppsvinget i kraftinvesteringene vil særlig drives av investeringer i kraftnettet. I 2024 anslår tellingen en nominell vekst i investeringene i industrien på 6 prosent, og 26 prosent i kraft. Sistnevnte drives av

investeringer i distribusjon, mens i industrien er det særlig næringene oljeraffinering, kjemisk og farmasøytisk industri som vil bidra til veksten.

I Norges Banks regionale nettverk i første kvartal anslås det en vekst i industriinvesteringene på 7 prosent i år og 10 prosent neste år. For varehandel anslås en investeringsnedgang på 5 prosent i år og nullvekst neste år, for tjenesteyting er anslagene henholdsvis ned 3 prosent og uendret neste år.

Markedsutsikter: Investeringer

Differanse positive og negative svar i prosentpoeng



Bedriftenes investeringsutsikter i NØB falt kraftig gjennom fjoråret, men har tatt seg litt opp igjen i første og andre kvartal, jf. figuren over. Det er imidlertid fortsatt langt flere som oppgir at de vil investere mindre de neste seks månedene enn som oppgir at de skal investere mer. Dette peker isolert sett mot reduserte bedriftsinvesteringer fremover. De svake forventningene er bredt fundert, og de fleste næringene venter nedgang. Svake utsikter for investeringene i NØB henger trolig sammen med høy kostnadsvekst, økt usikkerhet, svakere utsikter for etterspørselen fremover og dermed redusert behov for økt kapasitet. Andelen som oppgir økte innkjøpspriser har avtatt de siste kvartalene, men fortsatt oppgir 56 prosent dette som en stor utfordring. Forskjellen mellom SSBs investeringstelling og NØB kan forklares med at førstnevnte kun omfatter oljenæringen, kraft og industri. Dessuten vektet de enkelte næringene ulikt i undersøkelsene, og NØB tar heller ikke hensyn til prosjektenes størrelse.

Samlet anslås næringsinvesteringene å øke drøye 2 prosent i inneværende år. Investeringsnivået den senere tiden er på et høyt nivå, både målt i faste priser og som andel av fastlands-BNP. På lengre sikt er det grunn til å tro at investeringsnivået faller tilbake til

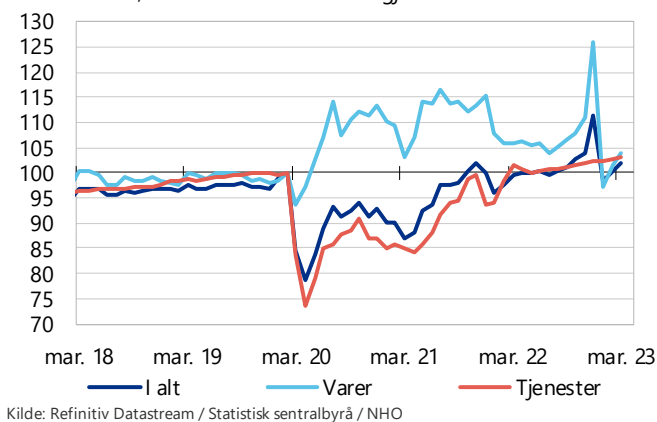
et antatt mer normalt nivå. Til neste år anslås investeringene å falle rundt 7 prosent, og i 2025 rundt 8 prosent.

2.3 Beskjeden utvikling i konsumet

Pandemien reduserte mulighetene for å konsumere tjenester, og førte til en betydelig vridning i forbruket over mot varer. Det siste halvannet året er imidlertid forbruket i stor grad vridd tilbake, jf. figuren under. Den varslede økningen i bilavgiftene 1. januar bidro imidlertid til en sterk økning i bilsalget og varekonsumet på tampen av fjoråret. De fremskyndede bilkjøpene bidro til at bil- og varekonsumet i første kvartal var svært lavt. Samlet var forbruket av varer og tjenester 5 prosent lavere i første kvartal i år enn i fjerde kvartal i fjor. Flere av de større norske bankene melder om redusert forbruk i april sammenlignet med april i fjor basert på transaksjonsstatistikk, både for nominelle og for inflasjonsjusterte tall. Mønsteret kan i noen grad være påvirket av at påsken kom litt tidligere i år enn i fjor. Nedgangen kan likevel tyde på et mulig omslag i husholdningenes forbruk.

Norge: Husholdningenes konsum

Volumindeks, februar 2020 = 100. Sesongjustert



Uendrede inntekter og redusert forbruk økte husholdningenes sparing betraktelig under pandemien, jf. figuren under. I 2020 og 2021 sparte husholdningene mer enn dobbelt så mye som i 2019. I 2022 falt imidlertid husholdningenes sparing fra 233 mrd. kroner til 73 mrd. kroner, drevet av et betydelig sparefall i fjerde kvartal siden husholdningene begynte å tære på sparereservene. Spareraten var -4 prosent i fjerde kvartal. I første kvartal økte spareraten til 4,5 prosent som følge av det reduserte forbruket i kombinasjon med en sesongjustert økning i disponibel inntekt for husholdningene på 2,6 prosent fra fjerde kvartal. Holdes bidraget fra bilkjøp-

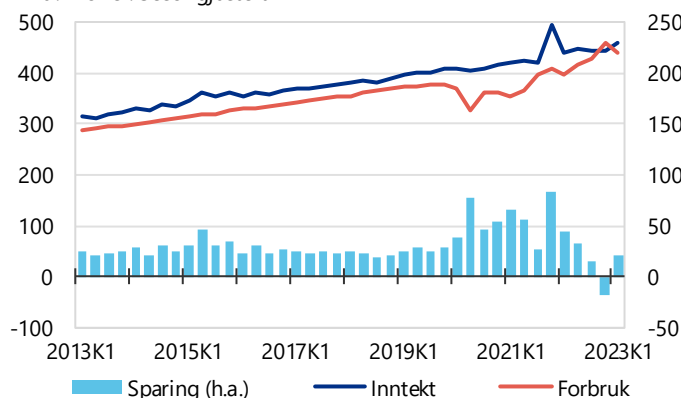
pene utenfor er spareraten i første kvartal 2,9 prosent og husholdningenes forbruk er økt med 1 prosent fra fjerde kvartal til første kvartal i løpende priser.

I Finans Norges forventningsbarometer blir husholdningene spurt om sitt syn på egen og landets økonomi de siste 12 måneder og de neste 12 måneder. Etter en historisk bunnotering i fjerde kvartal i fjor, var hovedindikatoren om lag uendret fra første til andre kvartal i år. Dermed er det fremdeles en stor overvekt av pessimister blant husholdningene. Pessimismen knyttet til landets økonomi er nå langt sterkere enn pessimismen knyttet til egen økonomi. Det er fremdeles en liten overvekt av pessimister i vurderingen av egen økonomi de neste 12 månedene. Svak forbrukertillit totalt sett har historisk sett sammenfalt med svak forbruksvekst. Rammen i årets lønnsoppgjør endte på 5,2 prosent, litt over TBUs anslag for konsumprisveksten på 4,9 prosent. Med dette utfallet vil arbeidstakerne få økt kjøpekraft i år. Det vil understøtte forbruket.

Husholdningene har fremdeles sparereserver som kan holde konsumet oppe. Etter hvert som sparereservene uttømmes, vil husholdningene ha mindre midler å bufre den høye prisveksten og renteoppgangen med. Med andre ord vil høy inflasjon og rente slå hardere inn på forbruket fremover. Det taler for beskjeden forbruksutvikling fremover.

Husholdningenes forbruk og sparing

Mrd. kroner. Sesongjustert



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Økt rentebelastning for husholdningene vil redusere kjøpekraften videre for husholdningene. Forbruket holdes oppe av at husholdningene har tilgjengelige sparereserver. I tillegg vil vekst i sysselsettingen i år, moderat reallønnsvekst og årets trygdeoppgjør bidra til å holde konsumet oppe. Forbruket anslås å øke

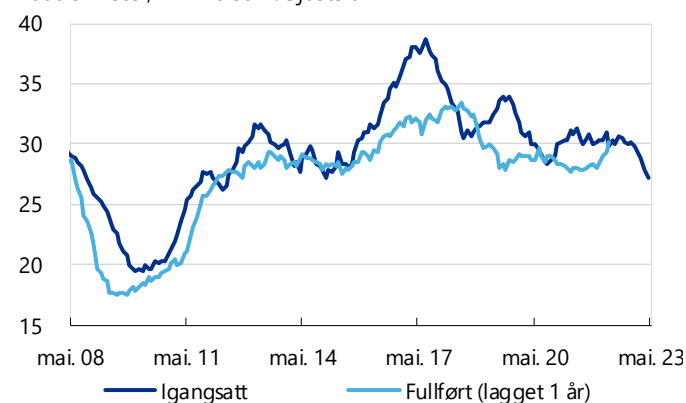
om lag 1,3 prosent i 2023. I 2024 og 2025 anslås forbruket å øke med hhv. 1,2 og 1,6 prosent.

2.4 Svakere utvikling i boligprisene fremover

Boligmarkedet begynte å kjøle i fjor. Antallet usolgte boliger steg gjennom andre halvdel av fjoråret. På samme tid begynte også boligprisene å falle. Ved inngangen til 2023 var boligprisene på om lag samme nivå som et år tidligere, men fortsatt 15 prosent høyere enn i februar 2020, før pandemien slo inn for fullt. Tiden en bolig ligger ute før salg har tiltatt noe siden i fjor høst. Antallet boliger lagt ut for salg i mai er 10 prosent høyere enn for et år siden, mens antallet solgte boliger er redusert med 1,3 prosent. I samme periode er antallet usolgte boliger 41 prosent høyere. Det tyder på at etterspørselen er i ferd med å svekke seg, kombinert med et høyere utbud av boliger. Etterspørselen påvirkes også av økte renter. Høyere boligrenter har gjort boligfinansiering dyrere og kredittveksten til husholdningene har avtatt det siste året. Oppmykningen av boliglånsforskriften ved årsskiftet har i noen grad motvirket effekten av høyere utlånsrenter. I mai er boligprisene på samme nivå som i mai for ett år siden, ifølge Eiendom Norge.

Norge: Boligbygging

1 000 enheter, 12 mnd sum. Ujustert



Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Nyboligsalget går for tiden betydelig tråere enn bruktboligmarkedet, og har falt markert det siste året. Til og med april er salget av nye boliger i år ned 43 prosent sammenlignet med tilsvarende periode i 2022, ifølge Boligprodusentenes forening.

På tilbudssiden påvirkes boligmarkedet av høy inflasjon, høye byggekostnader, samt økte renter. Ifølge Boligprodusentenes forening har også langdryge plan- og byggesaksprosesser blitt en flaskehals for

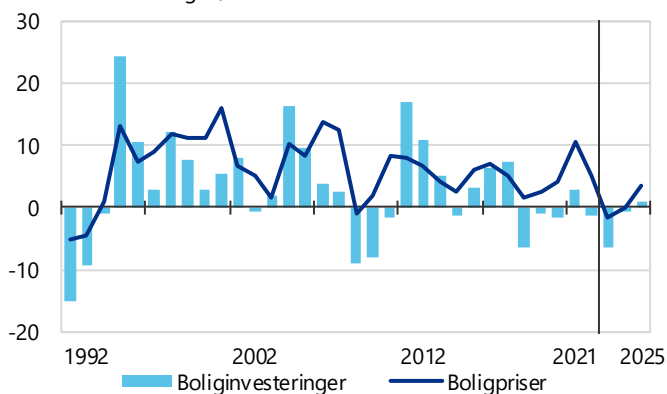
gjennomføring av boligprosjekter. Ifølge SSB var likevel nyboligprisene i første kvartal 5,6 prosent høyere år/år.

Et kjøligere boligmarked i kombinasjon med kostnadssjokk og økt usikkerhet har redusert igangsettingen av nye boliger, som vil øke knappheten jf. figuren under. Til og med april i år er igangsettingen av nye boliger redusert med 49 prosent sammenlignet med samme periode i fjor, ifølge Boligprodusentene.

Lavere nybygging reduserer boliginvesteringene. I første kvartal var boliginvesteringene om lag 8 prosent lavere enn ett år tidligere. Et kjøligere boligmarked og mindre byggeaktivitet bidrar til at markedsutsiktene i bygge- og anleggsnæringen også er svært svake. Blant våre medlemsbedrifter venter et klart flertall en forverring av markedssituasjonen de neste seks månedene. Med utsikter til enda høyere renter venter vi at boligmarkedet vil avkjøles i tiden fremover. Det vil dempe prisveksten. På den annen side vil lav igangsetting øke knappheten på boliger fremover og bidra til å holde prisene oppe. Samlet anslår vi at boligprisene faller opp mot 1,5 prosent i år. I 2024 venter vi om lag uendrede priser, før de i 2025 vokser i underkant av 3,5 prosent. Vi anslår at boliginvesteringene i 2023 og i 2024 vil falle med henholdsvis 6,3 prosent og 0,5 prosent. I 2025 anslås boliginvesteringene å øke med 1 prosent.

Boliginvesteringer og -priser

Prosentvis endring år/år



Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 2/2023

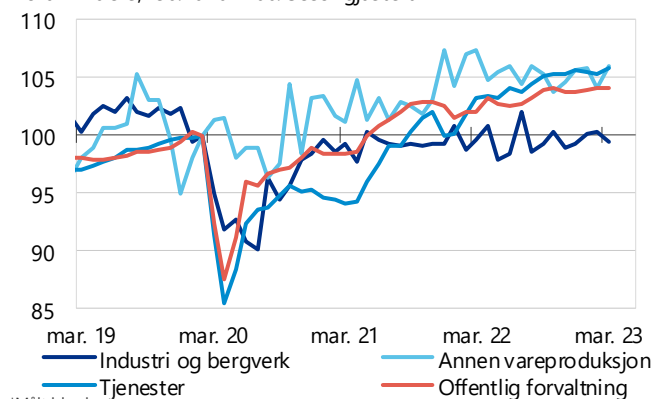
2.5 Fortsatt høyt trykk i norsk økonomi

Norsk økonomi fortsetter å vokse. Fra fjerde kvartal i fjor til første kvartal i år steg Fastlands-BNP med 0,2 prosent. Dette var sterkere enn ventet. I mars var veksten på hele 0,5 prosent. Grunnet en varslet avgiftsendring, ble det solgt uvanlig mange biler mot slutten av fjoråret og dermed færre biler i starten av

2023. Uten dette negative bidraget, ville Fastlands-BNP økt med 0,4 prosent i første kvartal. Både industri og annen vareproduksjon dro opp veksten, mens tjenester og offentlig sektor hadde en lavere vekst.

Bruttoprodukt etter næring*

Volumindeks, feb.2020=100. Sesongjustert



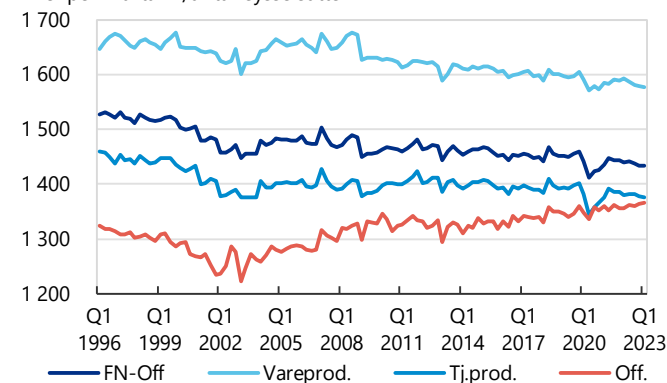
*Målt i basispriser.
Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Den relativt høye veksten i privat næringsliv må sees i sammenheng med at privat næringsliv ble hardt rammet av pandemien. Industriaktiviteten ligger om lag på samme nivå som før pandemien og annen vareproduksjon har vært om lag uendret siden inngangen av 2022, jf. figuren over. Tjenestenæringene har hatt en særlig sterk gjeninnhenting etter pandemien, men ser nå ut til å utvikle seg mer flatt.

Vekst i aktiviteten har gitt sterk vekst i timeverk og personsyssetling. Det virker imidlertid som om bedriftene i noen grad har sikret seg arbeidskraft, da antall timer per sysselsatt og produktiviteten har gått ned. Det kan tilsi at produksjonen kan øke uten å øke personsyssettingen like mye fremover.

Timer per sysselsatt

Timer per kvartal*4/antall sysselsatte



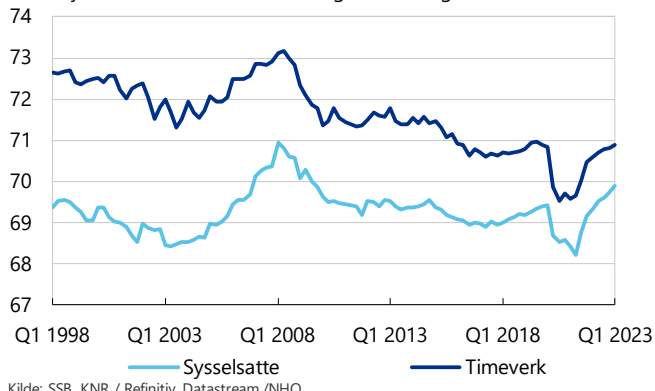
Kilde: SSB, KNR / Refinitiv Datastream / NHO

Sterk gjeninnhenting til tross, først i tredje kvartal i fjor var andelen timeverk i privat næringsliv like høy som den var før pandemien. Siden da har private

timeverk økt noe raskere enn offentlige, slik at andelen har økt ytterligere noe, jf. figuren under.

Sysselsatte og timeverk i privat sektor

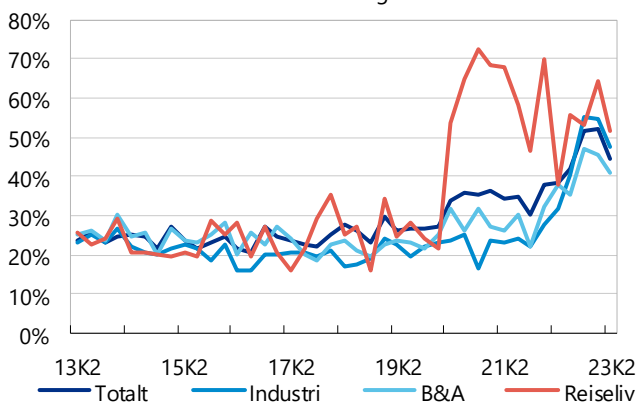
Pst. av sysselsatte i FN. Lønnstakere og selvstendige



Næringslivets Økonomibarometer (NØB) tyder på at bedriftene er mer usikre på fremtiden nå enn de var før pandemien. Siden tredje kvartal i fjor har det vært en markert økning i andelen bedrifter som rapporterer at lite forutsigbare rammebetingelser er et hinder for ekspansjon. Andelen gikk noe ned i andre kvartal, delvis drevet av lavere strømpriser, men ligger fortsatt høyt. Dette kan indikere at bedriftene vil være mer tilbakeholdne med å investere.

Lite forutsigbare rammebetingelser

Prosentandel som svarer "stor utfordring"

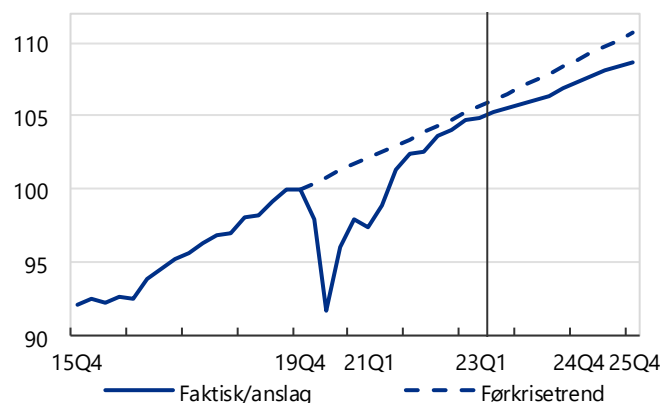


Oppsvinget i fjorårets siste kvartal brakte aktiviteten endelig tilbake til den anslåtte vekstbanen før pandemien, jf. figuren under. Noe av veksten skyldes imidlertid at husholdningene har tært på oppsparte midler. Det er forbigående. Økte renter og høye byggekostnader har dempet boligetterpørsel og -igangsetting. På den andre siden holder aktiviteten hos Norges handelspartnere seg bedre oppe enn ventet, og økte oljeinvesteringer trekker opp aktiviteten i leverandørnæringen. I tillegg har ressursbaserte næringer god inntjening og høy aktivitet som følge av

høye råvarepriser. Aktiviteten i fiskeoppdrett trekkes opp av svak kronekurs og høy etterspørsel. I 2023 vil også økte investeringer i kraftforsyning bidra til å trekke opp samlet aktivitet.

Fastlands-Norge: BNP

Volumindeks, 2019Q4=100



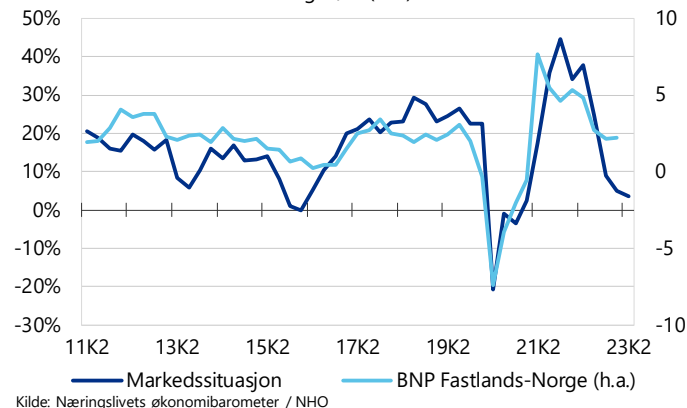
Selv om veksten er positiv, venter vi at den vil være lavere enn den potensielle veksten ut vår prognosehorisont. Det innebærer at veksten i etterspørselen etter arbeidskraft ikke vil ta unna veksten i tilbudet, slik at arbeidsledigheten vil øke noe fra dagens nivå. Færre virkedager trekker BNP-veksten ned med om lag to tideler i år.

Takket være sterk vekst gjennom fjoråret, lå timeverkene i første kvartal 1,2 prosent høyere enn gjennomsnittet for fjoråret. Når vi anslår en vekst på 1,2 prosent fra i fjor til i år, innebærer det således nullvekst i timeverkene gjennom resten av året.

Innenfor et svakt samlet sysselsettingsbilde, venter vi fortsatt vekst i offentlig sysselsetting, som da vil skje til fortrenkning av privat sysselsetting.

Markedssituasjon og BNP

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



Den ventede oppbremsingen av norsk økonomi understøttes også av forventningene til våre medlemsbedrifter. NØB antyder at et lite flertall av bedriftene fremdeles anser markedssituasjonen som god, selv om andelen har avtatt markert det siste året. Det peker mot lavere aktivitetsvekst fremover. På plussiden er at flaskehalsutfordringene er mindre. Fra fjerde kvartal i fjor til andre kvartal i år avtok andelen bedrifter som svarte at mangel på arbeidskraft hindret ekspansjon og investeringer, i alle landsforeninger.

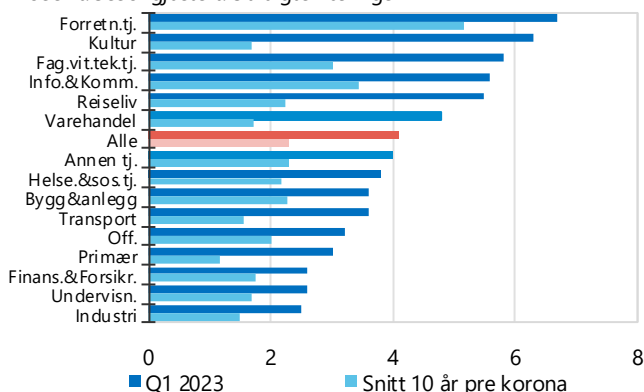
Tegn til mismatch

Selv om aktivitetsveksten ventes å avta fremover, melder SSB fortsatt om rekordmange ledige stillinger¹, både nasjonalt og i de fleste næringene. I forhold til ønsket sysselsetting er fortsatt antall ledige stillinger betydelig høyere enn gjennomsnittet 10 år forut for pandemien, se figur. I første kvartal hadde noen næringer fortsatt en økning i ledige stillinger, mens andre hadde en nedgang.

Ifølge NØB vil en overvekt av NHO-bedriftene redusere sysselsettingen fremover. Det samsvarer godt med at flertallet også venter svakere markeder fremover. I NØB melder en av tre NHO-bedrifter at de vil redusere bemanningen, mens en av fem bedrifter vil øke bemanningen. Bedriftene rapporterer om at de vil nedbemanne gjennom flere kanaler, både naturlig avgang, permitteringer eller oppsigelser.

Ledige stillinger vs ønsket sysselsetting*

Prosent. Sesongjustert. Utvalgte næringer

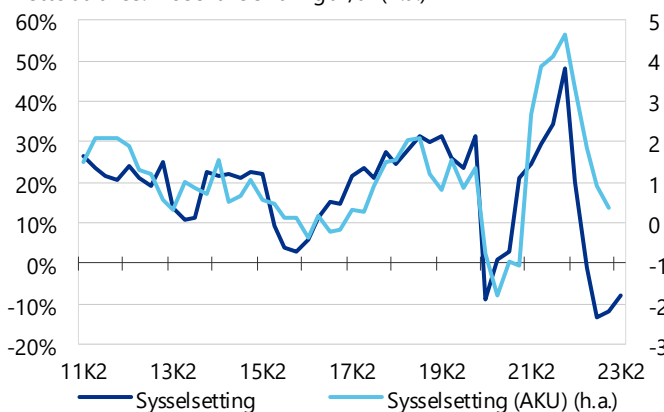


Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

¹ 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-

Utsikter for sysselsetting

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



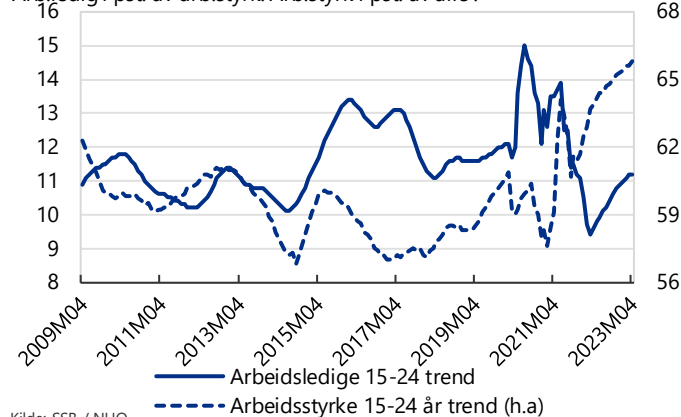
Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

2.6 Innenlandsk arbeidstilbud flater ut

Den sterke etterspørselen etter arbeidskraft i fjor økte andelen av befolkningen i jobb. I prosent av befolkningen økte arbeidsstyrken frem til mars i fjor, for deretter å avta noe. I desember 2022 tilsvarte arbeidsstyrken 72,4 prosent av befolkningen i alderen 15-74 år, nøyaktig det samme som ett år før. For aldersgruppen 15-24 år er det imidlertid fortsatt vekst i yrkesandelen, jf. figuren under.

Arbeidsledige og arbeidsstyrke

Arb.ledig i pst. av arb.styrk. Arb.styrk i pst. av alle.



Kilde: SSB / NHO

Samtidig som veksten i innenlandsk arbeidsstyrke har flatet ut, har flere arbeidsinnvandrere kommet tilbake etter at smitteverntiltakene ble avviklet. På mellomlang sikt venter vi at arbeidsinnvandringen generelt vil ta seg noe videre opp, da arbeidsledigheten i Norge er lav, det er lett å finne en jobb og

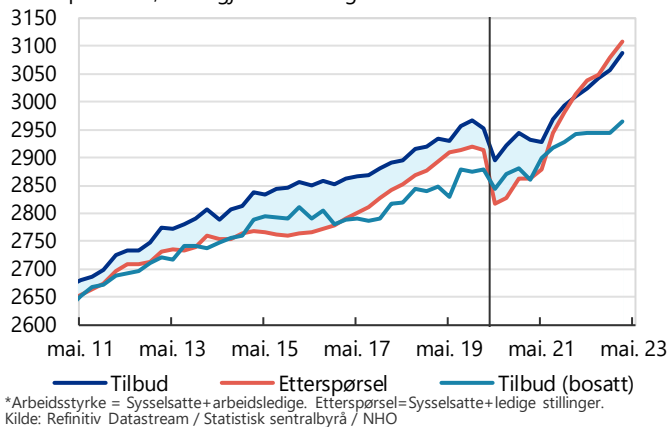
kende er åpne for interne søkere tas ikke med. For næringer der uformell utlysning er særlig vanlig, kan SSBs tall gi et ufullstendig bilde. NAVs månedlige statistikk for tilgangen på ledige stillinger er basert på stillinger meldt til NAV-kontorene, registrert av arbeidsgiver på nav.no eller offentliggjort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

lønnsnivået for mange yrker er fortsatt høyt sett i forhold til andre land. På den andre siden vil en svakere krone bidra til at det blir mindre lønnsomt å komme til Norge.

Det stramme arbeidsmarkedet er derfor tydelig i figuren under, ved at etterspørselen (sysselsatte + ledige stillinger) er høyere enn tilbudet (sysselsatte + arbeidsledige). Figuren viser også at det innenlandske arbeidstilbudet nærmest har flatet helt ut.

Norge: Balanse i arbeidsmarkedet

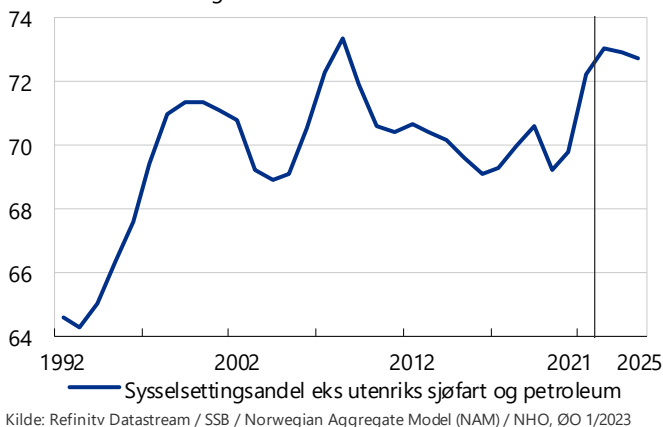
Tusen personer, sesongjustert. NR og SSB vakanser



Vi legger til grunn at veksten i arbeidsstyrken blir om lag på linje med befolkningsveksten når vi har litt lavere vekst enn trend i norsk økonomi. Vi anslår at sysselsettingsraten vil gå noe ned mot slutten av prognoseperioden.

Sysselsettingsandel

Prosent av befolkningen 15-74 år.



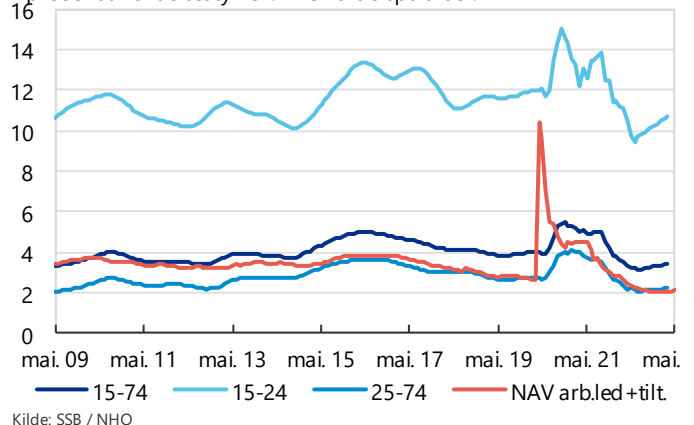
Høyere ledighet de neste årene

NAVs statistikk på helt arbeidsledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak var ved utgangen av mai 2 personsatt av arbeidsstyrken, ifølge sesongjusterte tall. Ledighetsraten er om lag uendret fra januar 2022, og på nivå med arbeidsledigheten forut for finanskrisen i 2008.

SSBs arbeidskraftundersøkelse gir et mer 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. Denne statistikken viser nå en økning i arbeidsledige i alderen 15-24 år. Siden mars i fjor har trenden i andelen AKU-ledige i alderen 15-24 år økt. Økningen har vært tilstrekkelig stor til å dra opp gjennomsnittet for alle arbeidsledige. I april var trenden i AKU-ledigheten 3,5 prosent, noe ned fra måneden før. Ved konjunkturomslag ser man ofte at arbeidsledigheten øker først for personer med mindre arbeidserfaring. Den noe høyere arbeidsledigheten for personer under 25 år kan dermed tyde på at norsk økonomi likevel kjøles noe ned, og peker mot et mindre stramt arbeidsmarked fremover. Samtidig er de få tegn til at det går vesentlig tråere i arbeidsledighetskøen. Endringen i andelen langtidsarbeidsledige har vært negativ siden starten av fjoråret.

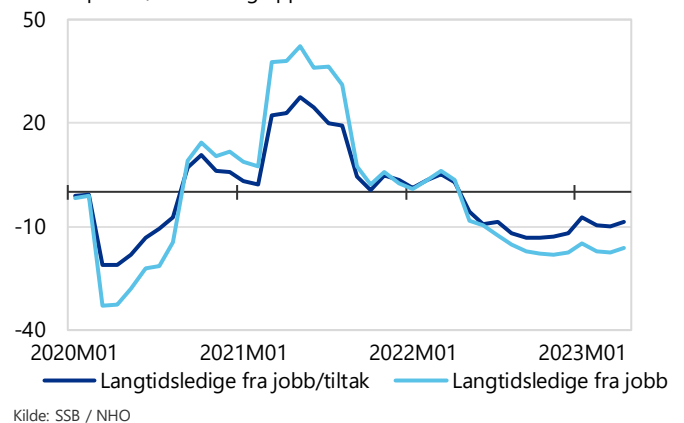
Arbeidsledige AKU trend og NAV

I prosent av arbeidsstyrken. AKU fordelt på alder.



Endring i andel langtidsarbeidsledige

Andel i pst. År/år. Endring - pp.



Avtagende etterspørsel etter arbeidskraft i kombinasjon med et høyt innenlandsk arbeidstilbud og økt innvandring, innebærer at vi anslår at arbeidsledigheten vil øke noe i årene fremover. AKU-ledigheten anslås til 3,7 prosent som årsgjennomsnitt i 2023. Aktiviteten ventes å ligge under trend i årene fremover, det vil føre til at det stadig kommer flere til i arbeidsstyrken. Arbeidsledigheten vil derfor øke noe i tiden fremover og holde seg der ut prognoseperioden. Arbeidsledigheten målt ved AKU anslås til 3,8 og 3,7 prosent i 2024 og 2025. Økningen i den registrerte arbeidsledigheten, kan på den andre siden være lavere, anslås til å være 2,1 prosent i 2023, og 2,2 og 2,1 prosent i 2024 og 2025.

2.7 Høy anslått lønnsvekst

Årets lønnsoppgjør var et mellomoppgjør, der hovedorganisasjonene forhandler sentrale lønnstillegg for arbeideroverenskomstene samlet. Etter en fire dager lang streik ble NHO enige med arbeidstakerorganisasjonene LO og YS om et generelt tillegg på 7½ kroner per time med virkning fra 21. april, samt et ytterligere tillegg for overenskomster med et gjennomsnittlig lønnsnivå under 490 240 kroner, dvs. 90 prosent av gjennomsnittlig industriarbeiderlønn. Tillegget ble satt til 3 kroner for overenskomster med lokal forhandlingsrett, og 4 kroner for dem uten. For Bussbransjeavtalen ble det gitt 1 krone i tillegg til det generelle tillegget, det vil si i alt 8½ kroner fra 21. april.

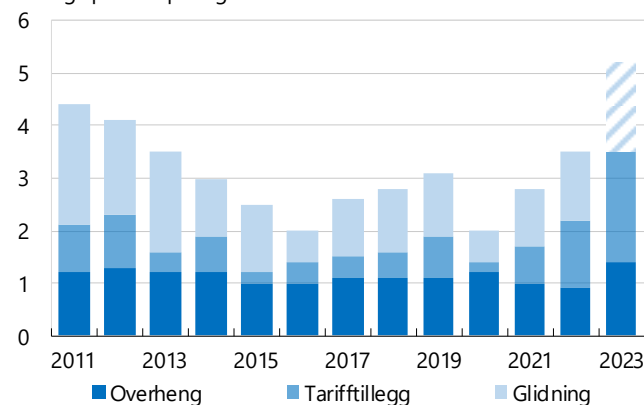
Resultatet fra årets mellomoppgjør mellom NHO og LO ga en anslått ramme for årslønnsveksten på 5,2 prosent. Siden utfallet av de lokale forhandlingene ikke er avklart, har NHO, i forståelse med LO, et ansvar for å anslå den samlede årslønnsveksten i industrien. Rammen omfatter normalt all lønnsvekst, og skal over tid samsvare med årslønnsveksten i industrien i NHO-området. Rammen omfatter bidrag til lønnsveksten fra sentralt forhandlede tariff tillegg, fjorårets bidrag til årets lønnsvekst (overhenget) og anslått lønnsglidning (all lønnsvekst utover tariff tilleggene og overhenget). Foruten bidrag fra lokale forhandlinger, innebærer det også bidrag fra blant annet endringer i uttelling fra garantiordninger, akkord og uregelmessige tillegg og sammensetningseffekter.

For industriarbeidere er overhenget til 2023 beregnet til 1,4 prosent, mens tariff tilleggene er beregnet til 2,1 prosentpoeng, regnet fra 1. april. Resterende bidrag til årslønnsveksten i industrien som helhet er

anslått lønnsglidning. Partene fremhever i en protokolltilførsel til Riksmeklerens møtebok at dette er et lønnsoppgjør hvor en større andel enn normalt av lønnsveksten gis sentralt, og at det vil bli en mindre andel igjen til de lokale oppgjørene enn det som er vanlig, jf. figuren under. Bakgrunnen for dette er den spesielle situasjonen vi står i.

Årslønnsvekst, industriarbeidere i NHO

Bidrag i prosentpoeng



Kilde: TBU, mars 2023 / NHO

Etterfølgende oppgjør har jevnt over forholdt seg til rammen fra frontfagsoppgjøret på 5,2 prosent. Etter at LO-lederen uttrykte støtte til at kommunalt ansatte har blitt hengende etter på lønn, landet oppgjøret i kommunesektoren på 5,4 prosent. Siden rammen er høyere enn TBUs anslag for konsumprisveksten på 4,9 prosent, er lønnsoppgjøret forventet å gi reallønnsvekst for brede grupper av arbeidstakere i år.

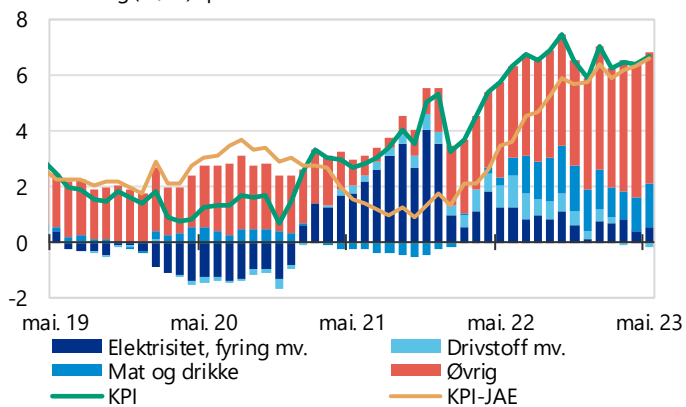
2.8 Fremdeles høy prisvekst

I mai var konsumprisene 6,7 prosent høyere enn for ett år siden og dermed godt over inflasjonsmålet på 2 prosent. Den senere tiden har prisveksten vært særlig høy for mat- og drikkevarer. I mai var matprisene 12,7 prosent høyere år/år. Motsatt har lavere kraftpriser og strømstøtte til husholdningene bidratt til at prisveksten for elektrisitet har avtatt betydelig. Totalt sett har tolv månedersveksten i konsumprisene flatet noe ut siden i fjor sommer.

Veksttaket i konsumprisene for norske varer har dempet seg så langt i 2023, mens veksttaket for importerte varer har tiltatt i takt med en stadig svake norsk krone. De kraftige prisimpulsene fra utlandet bidrar til å holde konsumprisveksten oppe. For prisveksten på norskproduserte varer vil også den svake kronen spille inn via importerte innsatsfaktorer.

Norge: Konsumpriser

Vekstbidrag (år/år) i prosentenheter



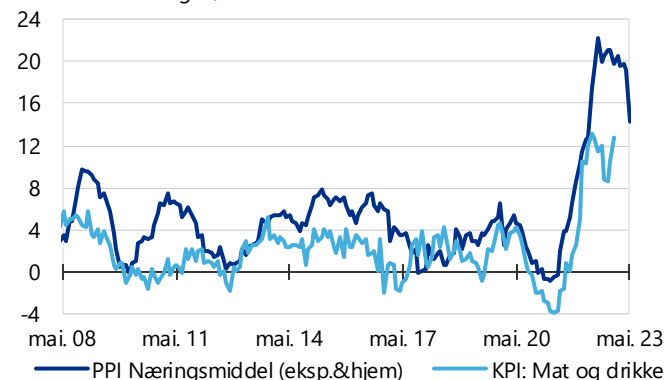
Den underliggende prisveksten, dvs. konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE), var i mai 6,7 prosent år/år. At prisene utenom energi tiltar viser at prisveksten har bredt om seg. Mye av økningen i kjerneinflasjonen skyldes at kostnadssjokket bedriftene har møtt det siste halvannet året som følge av blant annet de høye strømprisene og høyere priser på importerte innsatsfaktorer i noen grad veltes over i utsalgsprisene. I hvilket omfang utsalgsprisene endres som følge av kostnadssjokk avhenger blant annet av om aktørene anser kostnadsøkningene for å være varige eller ikke. Økt produksjonspris i én næring påvirker kostnadene for næringene som benytter disse innsatsfaktorene i sin produksjon. I siste instans øker prisene konsumentene står overfor. Det tar derfor noe tid før kostnadssjokk øker konsumprisene. Ved å dekomponere bruttoproduktdeflatoren i nasjonalregnskapet fremgår det at en vesentlig bidragsyter til prisveksten i 2022 har vært elektrisitet. Elektrisitetsprisene påvirker både prisene på innsatsfaktorer og produksjonen. Ettersom konsumprisveksten virker med et etterslep er det naturlig å anta at en betydelig andel av prisøkningene som pågår nå er knyttet til energikostnadssjokket som allerede har skjedd.

Den siste tiden har kronen svekket seg mye. Det påvirker den importerte prisveksten som følge av at utenlandske varer og tjenester blir dyrere. Prisveksten på importerte konsumvarer var i mai 7,2 prosent høyere år/år. Den svake kronen vil isolert sett bidra til å løfte prisveksten i år. I tillegg er det tegn til at matvareprisene vil kunne øke ytterligere utover året. Produsentprisene for næringsmiddelindustrien har steget mer enn konsumprisene for næringsmidler jf.

figuren under. Det illustrerer at marginene til nærings- og dagligvareleddet reduseres ved at kostnadene har økt mer enn utsalgsprisene. Veksten i produsentprisene for næringsmidler er 14,2 prosent år/år i mai. At årsveksten i produsentprisene for næringsmidler er lavere i mai enn i april skyldes at produsentprisene steg kraftig i mai for ett år siden.

Næringsmiddelindustri og matvarepriser

Prosentvis endring år/år



Det er likevel grunn til å anta at konsumprisveksten vil avta noe utover året. En betydelig bidragsyter til den innenlandske prisveksten har vært høy prisvekst på innsatsvarer, og særlig på elektrisitet. Lavere priser på elektrisitet og energi har dermed dempet oppgangen i kostnadene. Energiprisene i produsentprisindeksen til SSB gikk ned med 14,8 prosent fra april til mai. Lavere priser på frakt og færre flaskehalser i forsyningskjedene vil også dempe bedriftenes kostnader. Økte renter vil også redusere etterspørselen i økonomien, og vil således også bidra til å dempe prispresset. Utviklingstrekene underbygges også av bedriftenes salgsprisutsikter i NØB, der et flertall av respondentene i andre kvartal venter lavere salgspriser de neste seks månedene.

KPI og KPI-JAE anslås å øke hhv. 4,9 prosent og 5,3 prosent i 2023 (TBU's anslag). I 2024 ventes både KPI og KPI-JAE å vokse med 4 prosent. I 2025 ventes veksten å bli henholdsvis 2,9 prosent og 3,1 prosent.

2.9 Rentetopp på 4 prosent

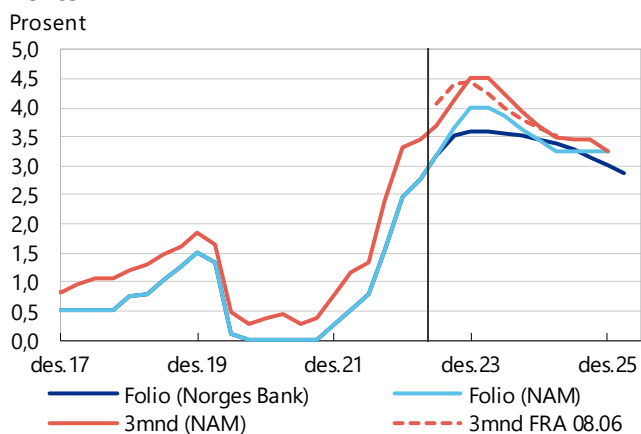
Styrringsrenten ble kuttet til 0 prosent i mai 2020 og ble holdt på det nivået frem til første renteheving i september 2021. I takt med at prisveksten og aktiviteten har tatt seg opp har styrringsrenten blitt hevet i flere omganger, sist til 3,25 prosent i mai. Siden for-

rige Pengepolitisk rapport har aktiviteten og prisveksten vært høyere enn Norges Bank anslo i rapporten. Svakere kronekurs kan bidra til å løfte prisveksten også fremover. Internasjonale renter har steget de siste månedene. Isolert sett legger det ytterligere press på Norges Bank om å holde følge, for å hindre en ytterligere kronesvekkelse som vil øke importert prisvekst. Det taler for at Norges Bank hever rentebanen på neste møte.

Sammenholdt med andre land har norske husholdninger relativt høy gjeld og stort innslag av flytende rente på boliglån. Dermed får økte renter større virkning på husholdningenes disponible inntekt i Norge enn i andre land. Det vil kunne redusere husholdningenes konsum og boligetterterspørsel mer enn dersom gjeldsnivået var lavere eller innslaget av fastrente større. Det kan isolert sett tale for at rentetoppen i Norge ikke blir like høy som hos våre handelspartnere. Ved inngangen av juni priser markedet inn at styringsrenten skal opp mot 4 prosent i løpet av året.

Påslaget i pengemarkedet (beregnet ved differansen mellom 3-måneders Nibor og DNBs kvoterte OIS-rente) har økt de siste ukene, til rundt 50 basispunkter i begynnelsen av juni. Det er litt høyere enn Norges Bank anslo i siste Pengepolitiske rapport. Isolert sett vil et høyere påslag i pengemarkedet redusere sentralbankens behov for å øke styringsrenten.

Renter



Kilde: Refinitiv Datastream / Norges Bank, PPR 1/2023 / NHO, Økonomisk overblikk 2/2023

Våre anslag tilsier at renten settes opp gjennom året, og at renten når en topp på 4 prosent i andre halvår. Høyere rentenivå vil virke dempende på forbruk og investeringer, og dempe veksten i fastlandsøkonomien. Samtidig medfører fortsatt høy prisvekst at realrenten forblir negativ i år, før den tar seg opp til neste år. Etter hvert som aktiviteten i

norsk økonomi avtar venter vi at renten settes ned mot midten av neste år.

Etter Norges Banks tilråding ble kravet til 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 fjor ble kapitalbufferen besluttet hevet tilbake til 2,5 prosent, med virkning fra 31. mars 2023. På de etterfølgende rentemøtene og senest i mai vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å opprettholde dette kravet. Et høyt krav for motsyklisk buffer er først og fremst begrunnet i at husholdningene har høy gjeld og at prisene på boliger og næringseiendom er høye.

2.10 Ekspansiv budsjettpolitikk

Regjeringen la den 11. mai frem et revidert nasjonalbudsjett som viste en betydelig økning i offentlige utgifter og oljepengebruk sammenlignet med det opprinnelige budsjettet som ble vedtatt i desember i fjor. For fjerde år på rad vil offentlige utgifter være høyere enn 60 prosent av BNP Fastlands-Norge. Målt som andel av trend BNP-Fastlands-Norge er pengebruken enda høyere. Det betyr at man bruker mer penger til tross for høy aktivitet i norsk økonomi.

Viktige årsaker til den høye pengebruken i 2022 og 2023 er høy strømsstøtte til husholdningene og utgifter knyttet til krigen i Ukraina. I tillegg økes offentlige utgifter betydelig i 2023 på grunn av kompensasjon for høyere pris- og lønnsvekst enn tidligere anslått, både for offentlige virksomheter og overføringer til husholdninger. På toppen av dette kompenseres offentlig sektor for den situasjonsbestemte ekstra arbeidsgiveravgiften.

Regjeringen la frem sitt opprinnelige forslag til budsjett for 2023 den 6. oktober i fjor. I Nasjonalbudsjettet for 2023 (NB23) ble bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle oljekorrigerte budsjettunderskuddet, anslått til 2,5 prosent av anslått fondsverdi ved inngangen til året, mot 2,7 prosent året før. Som andel av trend BNP for Fastlands-Norge ble bruken av fondsmidler i NB23 anslått til 8,8 prosent i 2023, 0,6 prosentenheter lavere enn året før. Budsjettimpulsen var således negativ. Selv om bruken av fondsmidler som andel av Fastlands-BNP var lavere enn i 2022, var den likevel klart høyere enn i årene før koronapandemien. I perioden 2016–2019

utgjorde oljepengebruken i gjennomsnitt 7,3 prosent av fastlandsøkonomien.

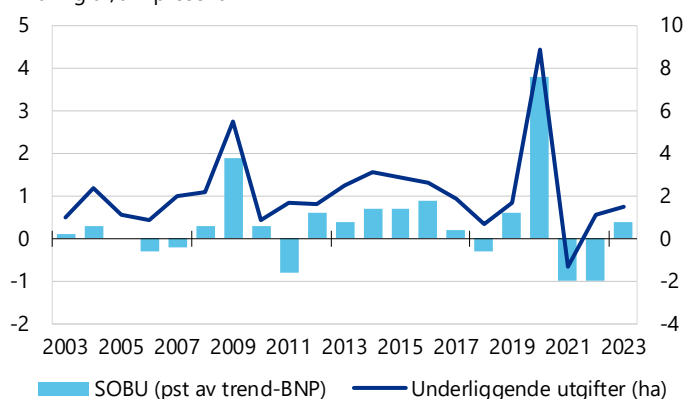
Budsjettet inneholdt betydelige utgiftsøkninger på en rekke områder, herunder til folketrygden, mottak og integrering av ukrainske flykninger, videreføring av strømstøtteordningen for husholdningene, pågående byggeprosjekter og forsvar.

For både 2022 og 2023 er det lagt inn en midlertidig korleksjon i beregningen av den strukturelle budsjettbalansen som skal gi bedre samsvar mellom hvordan høye strømpriser og strømstøtte slår ut på innteks- og utgiftssiden av den strukturelle budsjettbalansen. Korrigeringen gjør det i praksis det strukturelle oljekorrigerte budsjettunderskuddet lavere, og dermed også inndekningbehovet lavere for et gitt nivå på oljepengebruken.

Regjeringen la vekt på at de økte utgiftene ikke kunne dekkes inn gjennom å øke oljepengebruken, fordi dette kunne medføre høyere prisvekst og rente. Regjeringen fant i stor grad inndekning gjennom å øke skattene med om lag 45 mrd. kroner (helårsvirkning). Noen av skatteøkningene skal være midlertidige.

Budsjettindikatorer

Endring år/år i prosent



Kilde: Finansdepartementet, RNB23 / NHO

Regjeringen og SV ble enige om budsjettet den 29. november i fjor, og budsjettet ble vedtatt i Stortinget i desember. Budsjettenigheten endret ikke på de store tallene i budsjettet, men innebar en ytterligere økning i utgiftene i budsjettet, som ble finansiert med økt utbytte fra Statkraft.

Etter vedtatt budsjett ble det varslet flere endringer som øker offentlige utgifter og bruken av oljepenger. I Revidert Nasjonalbudsjett 2023 (RNB23), lagt frem den 11. mai, ble det klart hvordan disse utgiftene påvirker budsjettets stilling, samlet sett.

Regjeringens anslag for prisveksten ble allerede ved budsjettframleggelsen i oktober i fjor kritisert for å være for lavt. Utover høsten og vinteren ble det klart at regjeringens budsjettanslag for prisveksten ville innebære en betydelig reell innstramming for offentlige virksomheter som får prisomregnet sine bevilgninger. Finansministeren varslet i en pressemelding den 3. februar at regjeringen jobbet med en pris- og lønnsjustering av statsbudsjettet for 2023. I RNB23 anslås prisveksten til 5,4 prosent, mot 2,8 prosent i NB23. Samtidig ble anslått lønnsvekst justert opp fra 4,2 til 5¹/₄ prosent, og til 5,4 prosent for kommuneansatte. Offentlige virksomheter blir kompensert for anslagsøkningene i sin helhet, også de deler av offentlig sektor som vanligvis ikke er gjestand for prisjusteringer i løpet av året. Oppjusteringene utgjør en kostnad på 14,9 mrd. kroner. Dette inkluderer en kompensasjon til kommunene på 2,6 mrd. kroner, som utgjør differansen mellom økt skatteinntang og økte utgifter som følge av høyere lønns- og prisvekst. Kommunene får dessuten ytterligere 600 mill. kroner i økte frie inntekter. Økte utgifter til folketrygden som følge av høyere pris- og lønnsvekst er anslått til 10,6 mrd. kroner. En betydelig del av dette avspeiler at Stortinget i 2021 vedtok at pensjoner skulle reguleres som et gjennomsnitt av forventet lønns- og prisvekst, og ikke som tidligere etter lønnsvekst fratrasket 0,75 prosentpoeng.

Den 16. februar ble et bredt flertall på Stortinget enige om et femårig støtteprogram til Ukraina (Nansen-programmet) på 75 mrd. kroner. Det vil si at årlige utbetalinger, fra og med 2023, blir på om lag 15 mrd. kroner. I tillegg økes inneværende års budsjett med en ettårig ekstrabevilgning på 5 mrd. kroner til utviklingsland som rammes av krigens ringvirkninger. I RNB23 er det lagt inn en budsjettkostnad på 16,2 mrd. kroner i 2023. Deler av Nansen-programmet er donasjon av militært materiell fra norsk lager, som ikke fremkommer som en utgift i statsbudsjettet. Dersom materiellet senere må erstattes, vil dette fremkomme som en utgift.

I tillegg øker offentlige utgifter med 6 mrd. kroner fra vedtatt budsjett som følge av mottak av et høyere antall ukrainske flykninger enn tidligere anslått.

Høyere pris- og lønnsvekst fører også til at skatteinntektene (ekskl. strømrelaterte) blir høyere enn lagt til grunn i det vedtatte budsjettet for 2023. Skatter og avgifter beregnes av nominelle verdier. Enkelte beløpsgrenser og fradrag justeres årlig med

forventet pris- eller lønnsvekst. Her har regjeringen ikke foreslått noen ekstraordinær justering, slik som på utgiftssiden. Sett bort fra strømrelaterte inntekter, anslås strukturelle skatter og avgifter mv. om lag 21 mrd. kroner høyere enn i fjor høst. Strømrelaterte inntekter vil bli lavere enn ventet på grunn av lavere kraftpriser enn tidligere anslått. Utgiftene til strømstøtteordningen til husholdningene reduseres mindre enn de strømrelaterte inntektene. Utenom skatter og avgifter er økte utbytteinntekter på 6,2 mrd. kroner fra børsnoterte selskaper under Nærings- og fiskeridepartementets forvaltning blant de største inntektsendringene.

I RNB23 anslås det at oljepengebruken øker med 56 mrd. kroner, til 372,6 mrd. kroner, sammenlignet med Saldert budsjett 2023. Som andel av verdiskapingen i fastlandsøkonomien øker oljepengebruken med 0,4 prosentenheter fra 2022 til 2023, hvorav Nansen-programmet utgjør 0,3 prosentenheter. Siden saldert budsjett har budsjettimpulsen dermed økt med 1,0 prosentenheter. Mens budsjettet i høst ble anslått å virke om lag nøytralt på økonomien, viser modellberegninger at budsjettet nå bidrar til å trekke opp BNP for Fastlands-Norge med 0,3-0,4 prosent. Oljepengebruken anslås nå å utgjøre 3,0 prosent av fondskapitalen ved inngangen til budsjettåret. Bruken av fondsmidler som andel av trend-BNP for fastlandsøkonomien anslås nå til 10,0 prosent i 2023, og er anslått å dekke om lag 21 prosent av utgiftene på statsbudsjettet.

Regjeringspartiene og SV forhandler nå om revidert budsjett. Innstillingen er varslet utsatt til den 14. juni, og budsjettet skal vedtas den 16. juni. SV har varslet krav om økte trygdeytelser og stønader, samt forsterket innsats for bedre miljø og klima. Det gjenstår å se om SVs krav blir innfridd og hvordan de eventuelt finansieres.

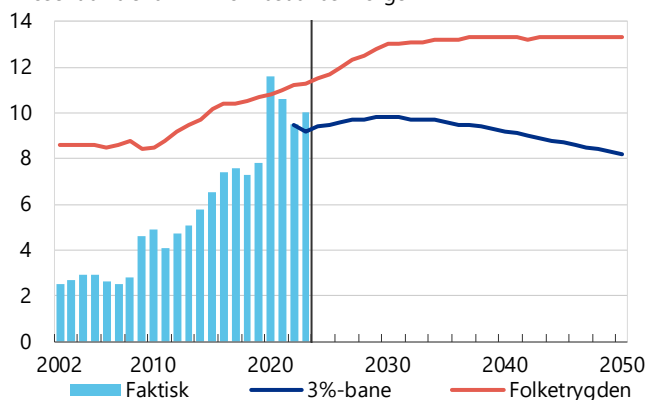
Med forslaget til revidert budsjett vil det fremtidige inndekningsbehovet øke. Økte skatter og uttak av utbytte fra statlig eide selskaper reduserer behovet for prioriteringer på utgiftssiden av budsjettet. Nødvendige kutt i offentlige utgifter skyves dermed ytterligere frem i tid.

Det har lenge vært klart at vi står overfor et økende gap mellom statens inntekter og utgifter fremover. Det blir færre yrkesaktive per pensjonist og statens utgifter øker. Samtidig vil veksten i både oljefonds- og skatteinntekter avta. Ifølge handlingsregelen skal bruken av oljeinntekter over tid tilsvare forventet

realavkastning av fondet, som nå er anslått til 3 prosent. Det skal legges stor vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet. Det betyr at oljepengebruken i gode tider skal ligge godt under 3 prosent, slik at den kan økes i mer utfordrende tider. Nå er det gode tider, med høy kapasitetsutnyttelse. Likevel tilsvarende oljepengebruken 3,0 prosent av oljefondet.

Strukturelt oljekorrigert underskudd

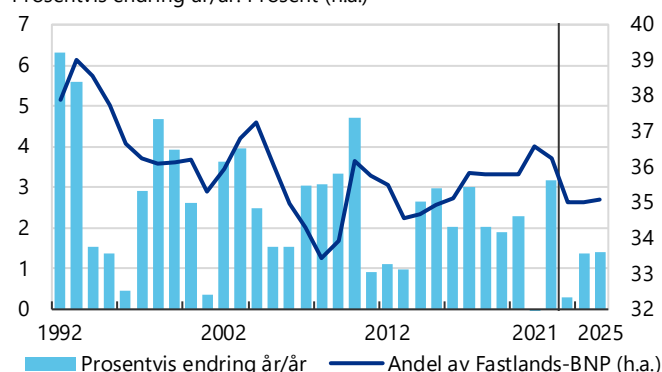
Prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge



Kilde: Finansdepartementet, RNB23 (2023-50 fra NB22)/ NHO

Offentlig etterspørsel*

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



*Offentlig forbruk og investeringer.

Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 2/2023

Høye priser på naturgass og råolje bidro i fjor til økte overføringer til Statens Pensjonsfond Utland (SPU). Prisene er så langt i år betydelig lavere enn ventet i fjor høst. Netto avsetning i SPU, dvs. netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten fratrasket overføringen til statsbudsjettet, ble 1 003 mrd. kroner i 2022. For i år er det anslått en nettoavsetning på om lag 714 mrd. kroner, ned fra anslåtte 1 127 mrd. kroner i NB23. Fondsverdien har derimot økt markert som følge av bedring i internasjonale finansmarkeder og svekkelse av kronen. Fondsverdien fremover er usikker. Fondets størrelse og økende betydning for finansiering av velferdsstaten

gjør oss mer sårbare for varige fall i fondsverdien enn tidligere.

Enkelte innstramminger på utgiftssiden er foreslått og varslet. Regjeringen har særlig pekt på samferdsel og offentlige sivile bygg som områder der det er rom for å kutte. Dette kan trekke offentlige investeringer ned i årene fremover. På den annen side er det varslet at utgifter til forsvaret skal trappes opp til 2 prosent av BNP innen 2026 (jf. NATOs mål). Forsinkelser i kampflyleveranser trakk offentlige investeringer ned i 2022. I fjor mottok Forsvaret bare tre av seks planlagte kampfly. Tidligere i år var det ventet ni kampfly i 2023 for å ta igjen forsinkelsen, men nå ser det ut til at leveransene heller skyves ut i tid. Offentlige investeringer i 2023 vil dermed bli lavere enn lagt til grunn i forrige kvartalsrapport. Vi anslår veksten i offentlig konsum og investeringer til hhv. 1,4 og 1,2 prosent i år, i tråd med anslag i RNB23. I 2024 og 2025 anslår vi veksten i offentlig konsum til 1,5 prosent og offentlige investeringer til 1,0 prosent.

Boks Lønnsandeler i konkurranseutsatte næringer

I Holden III-utvalget ble norsk næringsliv klassifisert etter hvor utsatt de er for utenlandsk konkurranse. Teknisk beregningsutvalg for inntektsoppgjørene (TBU) viderefører denne inndelingen, og deler inn konkurranseutsatte næringer i tre hovedgrupper¹; ikke-stedbundne næringer, råvarebaserte næringer og leverandørnæringer. Typisk for ikke-stedbundne næringer er at de ikke er avhengige av norske naturressurser, og derfor er spesielt utsatt for å kunne bli flyttet til andre land. Et tilstrekkelig omfang av internasjonalt konkurranseutsatte virksomheter er nødvendig for en balansert økonomisk utvikling. Holden III-utvalget viste til at dersom konkurranseutsatt sektor skal bli stor nok samlet sett, vil man ha behov for et visst omfang av ikke-stedbundne næringer. For å oppnå dette fastslo utvalget at kostnadsnivået korrigert for produktivitetsforskjeller i vid forstand, ikke kunne være mye høyere i Norge enn hos våre handelspartnere.

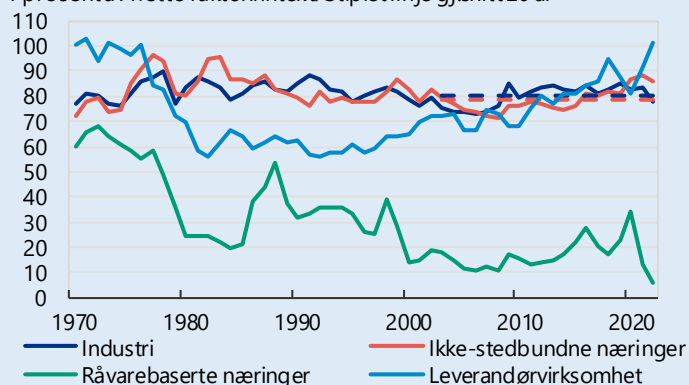
I figuren under ser vi at lønnskostnadsandelene for ikke-stedbundne næringer har holdt seg på et relativt stabilt nivå de siste 20 årene. Lønnskostnadsandelene for ikke-stedbundne næringer har hatt om lag samme forløp som industrien som helhet. Råvarebaserte- og leverandørnæringer er tungt knyttet til petroleumsindustrien. Det har vært en kraftig økning i råvarepriser de senere årene, noe som har trukket ned lønnsandelene i råvarebaserte næringer. På den andre siden har lønnskostnadsandelene i leverandørnæringene gått opp de senere årene.

På 2000-tallet var det en nedgang i lønnskostnadsandelene i industrien sammenlignet med foregående år, som må sees i sammenheng med en markert bedring i Norges bytteforhold i handelen med utlandet etter at Kina tok en stadig større rolle i internasjonal varehandel. Etterspørsel derfra og fra andre fremvoksende økonomier førte til sterke økninger i eksporten av viktige norske eksportvarer, og ga billigere import av innsatsfaktorer. De siste årene har det derimot vært en oppgang i lønnskostnadsandelene, og andelen har dermed falt tilbake mot gjennomsnittet de siste 20 årene, og returnert tilbake til utviklingen vi så før 2000-tallet.

Det er store forskjeller i utviklingen av lønnsandeler innen industrien. De ikke-stedbundne industrinæringene har økt lønnsandelen fra om lag 75 prosent i 10-årsperioden før 2012 til vel 95 prosent i 2021 og har så falt noe tilbake til 85 prosent i 2022. Verkstedindustrien har hatt en oppgang i lønnsandelen. De råvarebaserte industrinæringer har en nedgang i lønnsandelen siden finanskrisen og det siste året i særlig grad, knyttet til de unormalt høye eksportprisene gjennom fjoråret i disse næringene.

Lønnskostnader

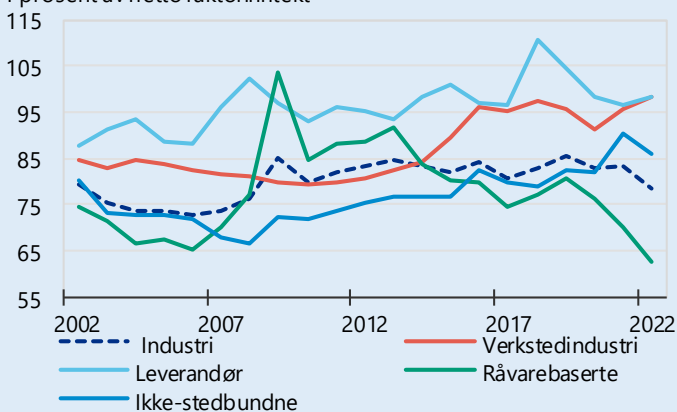
i prosent av netto faktorinntekt. Stiplet linje gj.snitt 20 år



* Ikke-stedbundne:
Kilde: SSB/NHO

Lønnskostnader: Industri

i prosent av netto faktorinntekt



Kilde: SSB / NHO

¹ Se nærmere om gruppering av næringer i [TBU's foreløpige rapport 2023](#)

3 Temadel: Inflasjon og renter

Inflasjon er nå ettertrykkelig tilbake på agendaen. Etter mange år med lav prisvekst, har prisveksten i løpet av kort tid kommet opp i de høyeste ratene siden 1980-tallet. I denne temadelen vil vi derfor se nærmere på fenomenet inflasjon – hva er det, hvorfor oppstår det, hvilke konsekvenser har det, hvordan kan det adresseres, og – ikke minst – hva vil skje med prisveksten fremover?

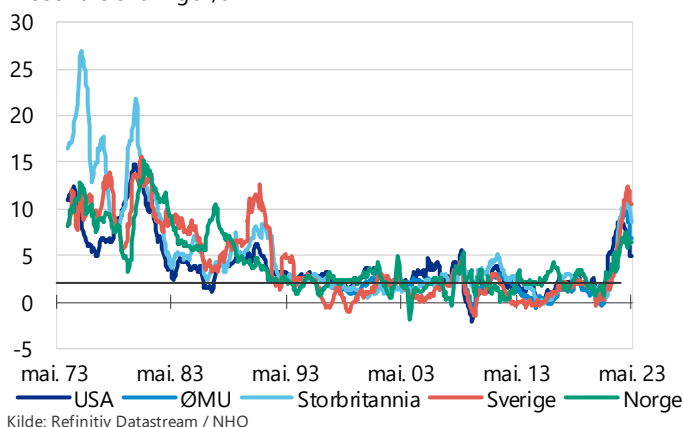
Inflasjon er å forstå som en vedvarende vekst i det generelle prisnivået, vanligvis uttrykt gjennom endringer i konsumprisindeksen. Et forbigående løft i prisnivået som følge av et sjokk, for eksempel en devaluering, vil normalt ikke regnes som inflasjon, fordi et slikt sjokk kun gir opphav til en éngangs økning i prisnivået, og ikke en endring i prisstignings-takten.

I en markedsøkonomi vil prismekanismen sørge for balanse mellom tilbud og etterspørsel. Hvis etterspørselen overstiger tilbudet, må – på kort sikt – prisen økes for å bringe balanse i markedet. Dersom dette ikke bare skjer i noen delmarkeder, men i mange markeder samtidig, vil inflasjon oppstå.

I prinsippet kan de samme mekanismer, med motsatt fortegn, lede til deflasjon, dvs. en vedvarende nedgang i det generelle prisnivået. Dette har historisk sett inntruffet mye sjeldnere, men kan ha store økonomiske konsekvenser, og er derfor også nærmere omtalt under.

Konsumpriser

Prosentvis endring år/år



Historien viser at inflasjon "kommer og går". Relativt lange perioder med lav og nokså stabil inflasjon kan bli avløst av perioder med høy og mer varierende prisvekst. Siden starten av 1990-tallet har prisveksten i industrilandene variert mellom null og

fire-fem prosent, godt under ratene i de to tiårene forut. I løpet av et drøyt års tid har imidlertid prisveksten skutt fart. I januar i år toppet den ut på nesten 11 prosent, jf. figuren over.

Driverne bak endringer i inflasjonsraten er mange. Litt forenklet kan det foretas to skiller. På den ene siden skillet mellom konjunktuelle (sykliske) faktorer, og mer strukturelle, langsiktige faktorer. Og på den andre siden skillet mellom forhold på etterspørselssiden og forhold på tilbudssiden. Disse skillene vil bli grundigere drøftet i det følgende, men sykliske forhold vil typisk handle om at etterspørselen skyter fart i en høykonjunktur, mens tilbudssiden av ulike grunner responderer tregere, slik at det oppstår knapphet som presser prisene oppover. En økonomi i høykonjunktur vil preges av høy kapasitetsutnyttning og større kamp om ressursene. Eksempelvis vil høy sysselsetting og lav ledighet kunne presse opp lønnsveksten, og dermed arbeidskraftkostnader og i neste omgang salgspriser. Men også forhold på tilbudssiden ("sjokk") vil omfattes av det konjunktuelle. Eksempelvis har kriger gitt kortvarig knapphet på energi eller andre råvarer, som i neste omgang har slått gjennom i andre priser.

Med strukturelle faktorer menes mer langsiktige forhold, så som spesialisering, teknologisk fremgang, knapphet på innsatsfaktorer eller globalisering. Eksempelvis bidro hyperglobaliseringen i tiårene etter murens fall til at mye arbeidsintensiv produksjon (av blant annet klær) ble flyttet til lavkostland. Dette ga opphav til billigere import og dermed isolert sett lavere prisvekst. Teknologisk endring kan også påvirke prisveksten. Eksempelvis har antall arbeidstimer som kreves for å kjøpe en TV falt i tiår etter tiår. Det grønne skiftet kan trolig også påvirke prisveksten fremover, ved at man faser ut billig forurensende energi med dyrere fornybar energi.

Både inflasjon og deflasjon har økonomiske kostnader. Høy inflasjon går gjerne hånd i hånd med mer variabel inflasjon, som innebærer at prisbildet blir mer uoversiktlig, og vanskeligere å orientere seg i. Dette kan være kritisk. Prisene er bærere av informasjon om hva en vare eller tjeneste er "verdt". Hvis noen betaler overpris fordi de ikke vet bedre, brukes ressursene feil. Høy og varierende prisvekst betyr også større usikkerhet om fremtidig inntjening eller inntektsutvikling, og kan holde privat etterspørsel tilbake. Høy inflasjon bærer dessuten i seg kimen til enda høyere inflasjon, fordi aktører vil søke å gardere seg mot at pengene ikke rekker til ved å kreve

mer i lønn, sette opp egne priser raskere, og eventuelt bruke penger raskere enn før.

Også deflasjon kan koste, ved at fallende priser gjør at folk venter med å bruke penger fordi man får mer for pengene siden. Dette kan gi opphav til lavere aktivitet og høyere ledighet – samtidig som virkningen også går motsatt vei: Økonomisk slakk kan føre til fallende priser og dermed deflasjon. Samtidig er det klare tendenser til at priser er *klebrige*; det er lettere å sette priser opp enn ned.

Kostnadene forbundet med for høy eller for lav prisvekst er bakgrunnen for at de fleste land har gitt sentralbankene mål om å sikre en stabil pengeverdi, som oftest konkretisert i mål om en lav og stabil prisvekst, i de viktigste vestlige økonomiene talfestet til 2 prosent over tid. Slike mål bidrar også til å forankre inflasjonsforventningene. Inflasjonsmålene gis også deler av æren for at prisstigningen har vært lav og stabil de siste tiårene.

Sentralbankenes virkemidler er rentesettingen, styring av likviditeten, kjøp og salg av verdipapirer og kommunikasjon rundt fremtidig virkemiddelbruk. Men også annen politikk, som innretning av budsjettets utgifter og inntekter, påvirker aktiviteten og dermed prisveksten. Myndighetene kan også påvirke strukturelle forhold, som graden av økonomisk samkvem med andre land, men det ligger i sakens natur at virkningene her er mye tregere.

Det pågående inflasjonssjokket skyldtes i utgangspunktet sterk oppgang i prisene på råvarer, energi og frakt som følge av sterk vekst i vareetterspørselen under pandemien og sanksjonene i kjølvannet av Ukraina-invasjonen, men har også fått næring av fortsatt høy kapasitetsutnyttning. Selv om prisveksten samlet sett ser ut til å ha toppet ut, holder den underliggende prisveksten seg godt oppe. Jo lengre den holder seg høy, jo mer vil den påvirke forventninger og adferd, og jo tyngre kan det bli å få den ned igjen. Dette er også bakgrunnen for at de toneangivende sentralbankene tydelig signaliserer at de ikke er ferdige med å heve renten for å få prisveksten ned igjen.

I teksten som følger vil vi først definere hva inflasjon er, og hvilke økonomiske kostnader et tiltakende og fallende prisnivå kan ha. Deretter følger en gjennomgang av prisutviklingen i et historisk perspektiv, både i Norge og internasjonalt. Prisutviklingen i kjølvannet av krig og pandemi drøftes også. Deretter

drøftes pengepolitikkenes rolle og utsiktene for prisveksten den nærmeste tiden. Endelig tar vi for oss noen utvalgte strukturelle drivere som vil kunne få betydning for prisutviklingen i årene fremover.

3.1 Hva er inflasjon?

Med inflasjon forstås vanligvis en vedvarende og bredt basert økning i prisene. Normalt måles inflasjon ved å beregne endringer i konsumprisindeksen. Konsumprisindeksen består av prisene på en kurv varer som representerer et gjennomsnittlig konsum for private husholdninger. Det finnes også andre mål på inflasjon, for eksempel BNP-deflatoren som måler gjennomsnittlig prisvekst på alt som produseres i økonomien.

Markedsprisen på et gode er resultatet av tilbud og etterspørsel. Dersom det er lite tilbud og høy etterspørsel vil knappheten være stor. Det vil gi høye priser. Motsatt vil stort tilbud og lav etterspørsel gi lave priser. Variasjoner og forstyrrelser på tilbuds- eller etterspørselssiden i økonomien kan derfor forårsake endringer i prisene. Prisene bidrar til at samfunnets knappe ressurser kanaliseres dit de kaster mest av seg. Når etterspørselen etter et produkt øker, vil prisen normalt sett stige. Det gir insentiver for produsenter til å øke produksjonen og tilby mer av dette produktet. Når etterspørselen synker vil prisene falle, forutsatt at det er fri og sterk konkurranse i markedet. Det gir produsenter et signal om å redusere produksjonen.

Enkelt sagt sier man at inflasjon oppstår når "for mange penger jakter på for få goder". Etterspørseldrevet inflasjon oppstår når etterspørselen er høy og tilbudet av varer og tjenester er for lavt for å møte den høye etterspørselen. Da må prisene øke for å få balanse mellom tilbud og etterspørsel. Tilbuds-drevet inflasjon skyldes økte produksjonskostnader og/eller redusert tilbud som følge av for eksempel økte råvarepriser eller skatter, som bedriftene lempet over i utsalgsprisene. Inflasjon kan komme av økt pengemengde i økonomien, som øker nominell kjøpekraft. Det vil løfte prisene i økonomien, alt annet like. Dersom en tenker seg at en økning i pengemengden fordeles proporsjonalt mellom alle aktører, vil det ikke føre til endringer i relativ kjøpekraft mellom dem. Da vil også deres etterspørsel og betalingsvilje for ulike goder påvirkes like mye, som medfører at produksjonen og bytteforholdet mellom godene forblir uendret. Da vil prisnivået i økonomien øke, men relative priser forbli uendret. Dette

illustrerer at nominelle priser i seg selv ikke uttrykker de realøkonomiske kostnadene ved et gode, f.eks. hvor mange timer en må arbeide for å kjøpe én enhet av godet. Det er derimot disse realøkonomiske prisene som omhandler de reelle ressursene, slik som arbeidskraft, kapital og land, og som påvirker allokeringen av dem i økonomien.

Priser og renter er eksempler på nominelle størrelser, som i seg selv ikke har betydning for beslutninger om realøkonomiske størrelser som sparing og investeringer. Det avgjørende er størrelsen på den realdisponible inntekten som skal betjene renter og priser. Selv om inntekten øker 10 prosent i nominelle termer trenger ikke det bety at man kan øke forbruket tilsvarende. Det relevante er hvor mye inntekten har økt relativt til prisene. Dersom årslønnen stiger mer enn prisene sier vi at reallønnen har økt. Reallønnen illustrerer hvordan kjøpekraften utvikler seg.

Kostnader ved for lav og for høy inflasjon

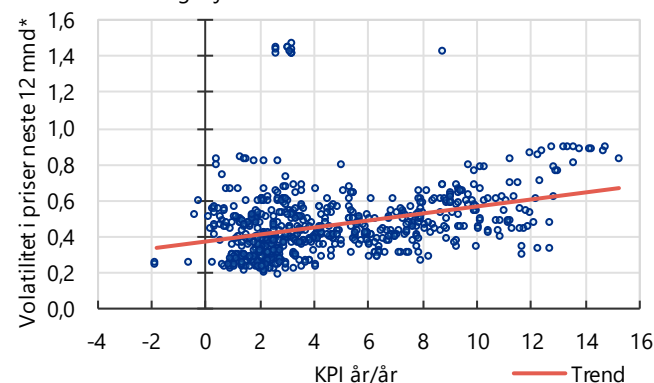
Høy inflasjon innebærer at prisene endres mye på kort tid. Når prisene endres mye og ofte blir det vanskeligere for bedrifter og forbrukere å planlegge sine beslutninger knyttet til produksjon, investeringer, forbruk og sparing. Eksempelvis vil en bedrift som skal bygge en ny fabrikk ha store kostnader i forbindelse med investeringer. Imidlertid tar det ofte lang tid før fabrikken er ferdigstilt og den økte produksjonskapasiteten kan tas i bruk. Dersom man ikke vet omtrentlig hvordan prisene vil utvikle seg vil det være vanskelig å vurdere om investeringen vil være lønnsom eller ikke. Uforutsigbarheten vil i så måte bidra til at det blir mer krevende å ta gode beslutninger. Prosjekter som ville blitt vurdert som lønnsomme kan bli skrinlagt eller utsatt som en konsekvens av at usikkerhet gjør det for krevende å tallfeste lønnsomheten.

Når inflasjonen er høy medfører det gjerne også at volatiliteten, altså svingningene, i prisene er større. Høyere prisvekst innebærer med andre ord at prisveksten svinger mye, mens lavere prisvekst tilsvarende innebærer at prisveksten svinger mindre. Figuren nedenfor viser at volatiliteten i prisene de neste tolv månedene historisk har vært høyere når prisveksten har vært høy de forrige tolv månedene. Når prisene svinger mer mister de delvis rollen de har som transaksjonsmessige informasjonsbærere. Videre har volatile priser økonomiske kostnader i form av at forbrukere og bedrifter oftere vil bomme

på faktiske priser sammenlignet med hva de forventet. En bedrift som benytter konkurrenters priser som informasjonsbærer for egen prisfastsettelse vil for eksempel kunne sette produktprisen sin feil fordi det er vanskelig å lese "den rette" prisen når svingningene er store. For forbrukerne vil i neste omgang den feilaktige prisen kunne lede til en annen kjøpsbeslutning enn om prisen var fastsatt korrekt. Totalt sett medfører dette misallokering av ressurser, for eksempel i form av feilprising og for høy eller lav produksjon og etterspørsel.

Norge: Konsumpriser

Prosentvis endring. Ujustert. 1963-2023



*Rullerende standardavvik for månedssending i KPI neste 12 måneder
Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Selv om høy inflasjon anses som negativt, innebærer ikke dette at det motsatte, deflasjon, er tilsvarende positivt. Deflasjon innebærer en vedvarende nedgang i prisnivået. Mekanismene som leder til deflasjon vil typisk være de samme som ved inflasjon, men med motsatt fortegn. For eksempel kan et kraftig økonomisk tilbakeslag (resesjon), med økt arbeidsledighet innebære at priser faller når etterspørselen etter konsum brått faller. Når prisene faller, kan forbrukere utsette kjøp i forventning om ytterligere prisreduksjoner. Det kan føre til redusert etterspørsel og lavere økonomisk aktivitet. Svakere etterspørsel kan innebære fallende inntekter og redusert fortjeneste for bedriftene. Dette kan igjen resultere i nedskjæringer og arbeidsledighet.

Videre kan deflasjon føre til økt relativ gjeldsbyrde for bedrifter og husholdninger. Ettersom utestående gjeld ikke reduseres, selv om priser, og i neste omgang inntekter faller, vil den samme rente- og avdragsbetjeningen for bedrifter og husholdninger måtte håndteres med lavere disponible inntekter.

Med andre ord kan både vedvarende høy prisvekst og vedvarende fall i prisene skape ubalanser i økonomien. Lav og stabil inflasjon anses derfor som det

beste. Da blir prisutviklingen mer forutsigbar og økonomiske beslutninger enklere å ta. Dette bidrar til å sikre en god utnyttelse av ressursene.

Rigide priser, og særlig rigide lønninger, kan hindre nødvendige omstillinger i økonomien. For eksempel kan brå svikt i etterspørselen medføre lavere aktivitet og arbeidskraftbehov i enkelte næringer. Da kan lønnsnivået i næringen vise seg å være for høyt. Men det er vanskelig å få arbeidstagerne til å godta lavere nominell lønn. Dersom det derimot er en kontinuerlig lav og stabil prisvekst i økonomien, vil reallønnsnivået i den nå mindre produktive næringen relativt til andre næringer reduseres så lenge nominell lønn ikke stiger like mye som i øvrige næringer. Det kan lette nødvendige omstillinger.

Ettersom både for høy og for lav inflasjon kan ha kostnader for økonomien, har en rekke land, inklusive Norge, lav og stabil prisvekst som målsetting. Hovedvirkemidlet for å oppnå dette, som vi diskuterer litt senere, er pengepolitikken.

3.2 Inflasjon i et historisk perspektiv

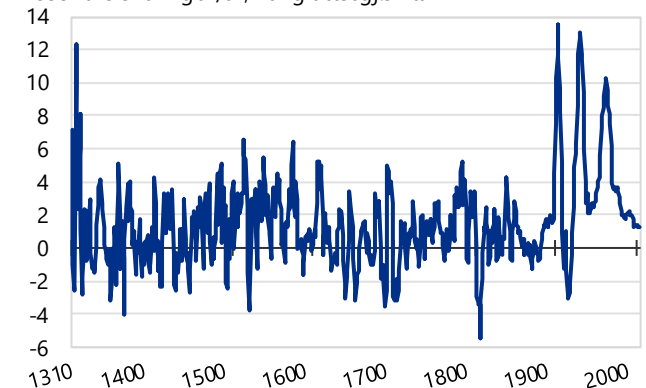
Opp gjennom tidene har prisveksten svingt mye fra år til år. Likevel har det vært et ganske stabilt prisnivå over tid. De siste åtte hundre årene har prisene i gjennomsnitt steget 1,5 prosent årlig, jf. figuren under. Figuren viser også at lengre perioder med økende priser er et relativt nytt fenomen som først oppsto på 1900-tallet. F.eks. har prisene økt nesten dobbelt så mye siden andre verdenskrig som de gjorde de foregående 250 årene. Riktignok har det også historisk vært perioder der inflasjonen har vært særlig høy. Disse episodene har typisk vært forbundet med kriger og uår. Mens det i krigsår kan være vanskelig for myndighetene å heve skattene eller ta opp lån, har det vært enklere å øke pengemengden. Myndigheter styrer seddelpressen og kan slik trykke mer penger for å finansiere krigsinnsatsen. Bakgrunnen er at pengetrykking gir myndighetene inntekter som følge av at pengenes påtrykte verdi er høyere enn kostnadene ved å trykke pengene, såkalte seignorage-inntekter. Krigsinnsatsen representerer også økt etterspørsel i økonomien – soldater må mobiliseres, våpen må produseres. Samtidig innebærer krig systematiske ødeleggelser. Ødelagte fabrikker og maskiner reduserer realkapitalen og produksjonsmulighetene i økonomien. Økt etterspørsel og lavere produksjon betyr økte priser, alt annet like. Også i kjølvannet av kriger er inflasjonen

høy. Gjenoppbygging etter krigen øker etterspørselen og trykket i økonomien. Ofte rasjoneres varer under krigen som gjør at befolkningen ikke får kjøpt varene de ønsker. Dermed bygger de i stedet opp sparereserver, som senere får utløp. I tillegg skal gjeld eller krigserstatninger gjøres opp. Det løses ofte ved å øke hastigheten på seddelpressen. Etter første verdenskrig måtte Tyskland betale krigserstatning til seierherrene. Som en bankerott nasjon ble gjelden betalt ved å trykke penger. Resultatet var at både pengemengde og prisvekst kom ut av kontroll. I årene 1921-23 hadde Tyskland såkalt hyperinflasjon, Mot slutten av 1923 var prisene 100 millioner ganger høyere enn ett år tidligere.

Det er også andre faktorer som har bidratt til perioder med høy inflasjon. Eksempelvis bidro oppdagelsen av Amerika i 1492 til at inflasjonen i Europa tiltok utover 1500-tallet i det som er blitt omtalt som prisrevolusjonen. "Den nye verden" hadde nemlig store gull- og sølvforekomster. Sølvgruvene i Potosí var et eldorado for de europeiske oppdagerne. Store mengder sølv og andre metaller ble sendt tilbake til Spania. Fordi sølv ble benyttet som betalingsmiddel, økte pengemengden. Selv om sølvbeholdningen og pengemengden økte, hadde imidlertid ikke produksjonen av varer og tjenester økt tilsvarende. Med mer penger i omløp, men uendret mengde varer og tjenester, tiltok inflasjonen. Den høye inflasjonen i Spania bidro til at spanjolene mistet konkurransekraft mot andre europeiske land, og at importen økte. Det bidro til at pengemengden og inflasjonen etter hvert spredte seg utover det europeiske kontinentet på 15- og 1600-tallet. Et tilsvarende eksempel er gullforekomstene som ble oppdaget i California på 1800-tallet som bidro til at inflasjonen i USA økte.

Verden: Inflasjon

Prosentvis endring år/år, 7 år glattet gj.snitt

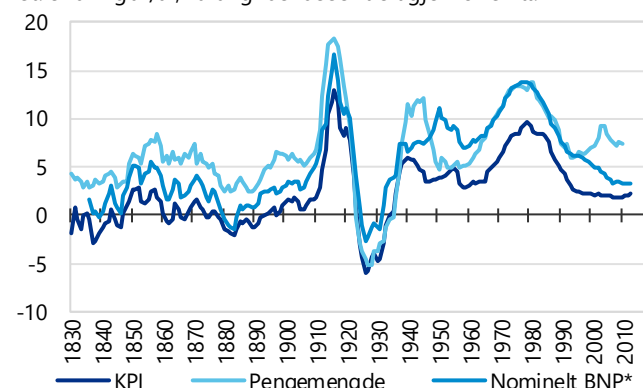


*Storbritannia, Italia, Nederland, Tyskland, Spania, Frankrike, USA og Japan.
Kilde: Schmelzing, Bank of England, Staff Working Paper No. 845 (2020) / NHO

Historisk har prisutviklingen i Norge speilet utviklingen i andre vestlige land. Prisenivået har vært forholdsvis stabilt og med lav inflasjon, men der prisveksten har vært høy i forbindelse med kriger. Det er særlig to perioder som utmerker seg med høy inflasjon. Den første episoden var under Napoleonskrigene på starten av 1800-tallet. Bakteppet var at Danmark-Norge hadde gått inn på fransk side i Napoleonskrigene. Den påfølgende blokaden som britene innførte stanset bl.a. kornimporten til Norge. Det førte til knapphet på mat og andre varer. I perioden fra 1807–1814 økte det generelle prisnivået i Norge med omkring 2 750 prosent. Hungersnøden og barkebrødstidene som rådte er bl.a. illustrert i diktet om Terje Vigen, som rodde til Danmark for å skaffe korn til seg og familien.

Norge: KPI, BNP og pengemengde

Pst. endring år/år, 10-år glidende sentrert gjennomsnitt.



*Vekst i reelt BNP + vekst i konsumpriser
Kilde: Norges Bank, Grytten (2004), Klovland (2004) og Klovland (2013) / NHO

Den andre episoden med høy inflasjon var under første verdenskrig (1914–1918). Gullstandarden som knyttet et lands valuta til gull og som var blitt det dominerende pengesystemet i verden på 1870-tallet, kollapset i 1914. Stabiliteten i pengeverdien som hadde vedvart i flere tiår ble dermed brutt for å finansiere krigsinnsats og nøytralitetsvern. Pengemengden økte derfor betydelig og bidro til at det generelle prisnivået var godt over dobbelt så høyt i 1918 som ved krigens utbrudd. I de etterfølgende mellomkrigsårene ble norsk økonomi preget av fallende priser, såkalt deflasjon. Bakgrunnen var at myndighetene ønsket å bringe kronens vekslingskurs mot gull tilbake til nivået i 1914. Politikken som ble ført for å gjenetablere dette nivået ble kalt paripolitikken. Pengemengden i omløp måtte reduseres slik at prisnivået falt. Dette ble oppnådd med høy rente, streng utlånspolitikk og stramme budsjetter.

Pari kurs ble oppnådd i 1928, men til store kostnader i form av økonomisk ustabilitet, økt ledighet og bankkriser.

Inflasjon i Norge etter 1945

Bretton Woods-systemet ble etablert i 1944 bl.a. med formål om å gjenopprette stabiliteten i det internasjonale pengesystemet etter de urolige mellomkrigsårene. Systemet var i prinsippet et fastkurssystem der dollaren var bundet til gull med en fast vekslingskurs, mens øvrige land skulle holde fast vekslingskurs mot dollar. Årene med Bretton Woods-systemet (1944–1971) var i stor grad preget av lav og stabil inflasjon. Unntaket var noen år under Koreakrigen da inflasjonen økte mye. Det skyldtes både at Norge devaluerte kronen med 30 prosent mot dollaren i 1949, samt at krigen medførte at inflasjonen også tiltok i USA.

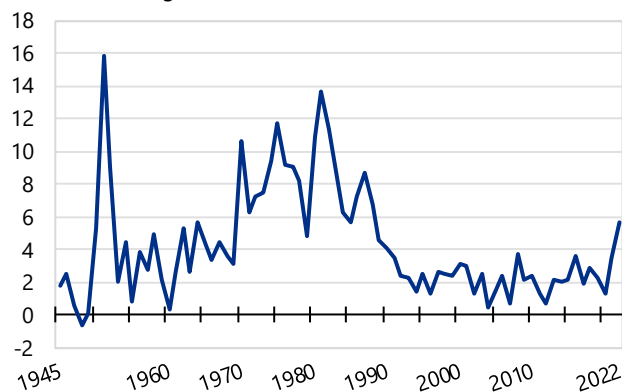
Systemet brøt imidlertid sammen i 1971 da president Nixon opphevet gullinnløsningen. Bakteppet var nok en gang seddelpressefinansiering av krigføring, denne gang i Vietnam. Franske og britiske ønsker om å veksle dollar med gull fikk amerikanerne til å bryte gullkonvertibiliteten. Kronen (og andre valutaer) hadde ikke lenger en knytning mot gull. Stabiliteten i pengeverdien var truet og søken etter et nominelt ankerfeste var i gang igjen. I årene etter sammenbruddet av Bretton Woods-systemet valgte Norge å holde fast kurs mot en kurv av europeiske valutaer. Perioden på 1970- og 1980-tallet ble imidlertid preget av høy inflasjon og økonomisk ustabilitet. Oljekrisene på 1970-tallet medførte at realprisen på olje åttedoblet seg fra 1970 til 1980.² Det medførte store kostnadssjokk i internasjonal og norsk økonomi. Norge ble i tillegg en oljenasjon i denne perioden. Utbygging av petroleums- og leverandørindustrien og velferdsstaten førte til at det ble kamp om realressursene. Høyt trykk i økonomien bidro til å løfte lønns- og kostnadsveksten i Norge. For å sikre konkurranseevnen ble den norske kronen devaluert flere ganger. De mange kursjusteringene ga ikke varig kursstabilitet. Tvert imot bidro de hyp-pige devalueringene til at aktørenes tillit til kursmålet var lav. Det nominelle ankerfestet forsvant og dermed også stabiliteten i kronens pengeverdi. Devalueringer ga fall i pengeverdien og høy inflasjon. Dette virket selvforsterkende i form av at lønnstakere forlangte å få kompensert for høy prisvekst med høy lønnsvekst. Det ga kostnadsøkninger som

² Brent olje deflatert med amerikansk KPI.

igjen ble veltet over i prisene, og som satte i sving lønns- og prisspiraler. Det viste seg vanskelig å bryte spiralene. Myndighetene forsøkte med ulike tiltak å dempe prispresset, bl.a. ved Kleppe-pakkene som innebar å tilby skattelettelser, økte barnetrygder og matvaresubsidier i stedet for lønnsvekst, og to ganger ved å innføre lønnsstopp og inntektsregulering (i hhv. 1978–79 og 1988–90). Etter den siste devalueringen i 1986 holdt i tillegg Norges Bank og norske myndigheter en mer stø og troverdig kurs i valutapolitikken. For å forsvare fastkursen krevdes imidlertid høye renter. Liberaliseringen av kapitalmarkedene på 1980-tallet gjorde det også vanskelig å ha et særnorsk rentenivå samtidig som man holdt valutakursen fast mot utlandet. De høye rentene senket temperaturen i norsk økonomi, som ble ledsaget av økt ledighet og bankkrise. Erfaringen viste at det var kostbart å få ned den høye inflasjonen. Samtidig ga det sentralbanken troverdighet i å sikre det nominelle ankerfeste (valutakursen) i økonomien slik at aktørene i økonomien hadde tillit til at kronen hadde en stabil pengeverdi.

Norge: Konsumpriser

Prosentvis endring år/år



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Fastkursregimet fra 1986 brøt sammen i 1992. Stadig friere kapitalflyt og mer integrerte kapital- og finansmarkeder gjorde at sviktende troverdighet omkring kursmål raskt ble møtt med høyere renter eller svakere valutakurs. Utover 1990-tallet var fremdeles pengepolitikken innrettet mot å sikre kronens stabilitet mot europeiske valutaer, men uten et konkret fastkursmål. Det tillot noe svingning i valutakursen. Finansuroen i 1998 medførte imidlertid et brått fall i kroneverdien. Norges Bank forsøkte å stabilisere kronekursen ved kjøp og salg av valuta. Stadig mer mobil kapital, på jakt etter avkastningsforskjeller, gjorde det vanskelig for sentralbanken å stabilisere valutaen. Å sikre det nominelle ankerfestet for pengepolitikken ved å opprettholde fastkursregimet

ble derfor krevende. Erfaringen fra andre vestlige land var at et inflasjonsmål kunne tjene som et nominelt anker. Både New Zealand og Canada var tidlig ute med å legge om pengepolitikken til å fokusere på inflasjonsstyring. I 2001 fikk Norge et inflasjonsmål for pengepolitikken. I motsetning til de fleste andre land som hadde innført et inflasjonsmål på 2 prosent prisvekst, siktet Norge mot en prisvekst på 2½ prosent. Det høyere målet ble begrunnet med at dette tillot innfasing av oljepenger i norsk økonomi som var ventet å øke etterspørselen og pris- og lønnspresset. I 2018 ble målet senket til 2 prosent med begrunnelse om at perioden med innfasing av oljeinntekter var over. Siden 1990 har prisveksten i Norge vært lav og stabil. Grovt sett har den variert mellom 1 og 4 prosent, jf. figuren over.

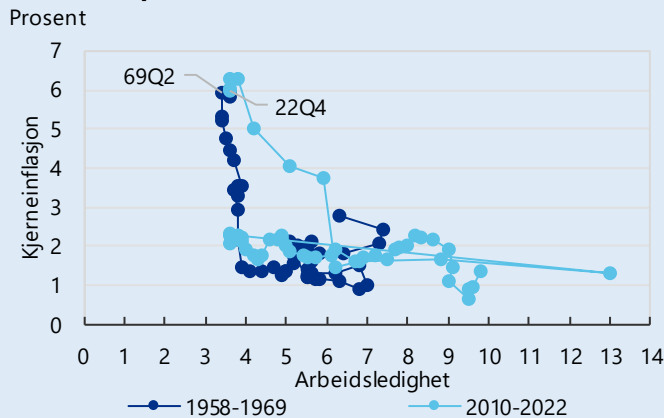
Boks Phillipskurven

I 1958 publiserte den newzealandske økonomen William Phillips en artikkel som indikerte en empirisk negativ sammenheng mellom nominell lønnsvekst og arbeidsledighet. Denne sammenhengen er kjent som Phillipskurven. Basert på dette utledet andre økonomer en tilsvarende negativ sammenheng mellom inflasjon og arbeidsledighet. Mekanismen bak dette er at i en høykonjunktur vil høy etterspørsel bidra til lav arbeidsledighet, som gir høyere lønnsvekst og inflasjon. Sammenhengen skulle tilsi at dersom beslutningstakere kan påvirke samlet etterspørsel gjennom finans- eller pengepolitikken, stod de overfor en "meny" av inflasjons- og ledighetskombinasjoner de kunne velge ifra. Avveiningen de stod overfor var med andre ord mellom høy sysselsetting og høy inflasjon eller lavere sysselsetting og lavere inflasjon.

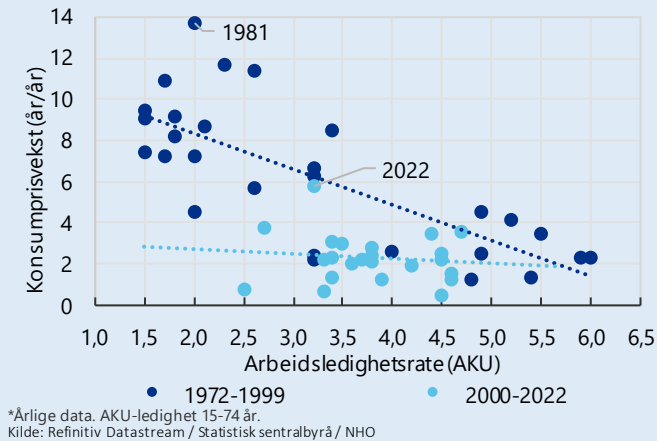
Helningen på Phillipskurven har imidlertid ikke vært stabil over tid. I USA var det på 1960-tallet en tydelig negativ sammenheng mellom ledighet og inflasjon. Erfaringene på 1970-tallet viste derimot at det ikke var noe varig og stabilt bytteforhold mellom sysselsetting og inflasjon. I denne perioden opplevde mange økonomier både høy inflasjon og høy arbeidsledighet – i strid med det Phillipskurveteorien skulle tilsi. De siste tiårene har det også vært tegn til at sammenhengen mellom ledighet og inflasjon har blitt svakere, dvs. at helningen på Phillipskurven har blitt flatere. Med andre ord kreves det en (mye) større nedgang i ledigheten for å få en (liten) økning i inflasjonen. Dette er tilfellet både i Norge og i USA. Mens den negative sammenhengen mellom ledighet og inflasjon var tydelig på 1970- og 1980-tallet, har sammenhengen vært vesentlig svakere de siste 20 årene, jf. figurene under.

En årsak til at helningen varierer, kan skyldes at kapasitetsnivået i økonomien varierer. Det kan tenkes at dersom ledigheten faller under et visst nivå vil presset i økonomien tilta så mye at lønns- og prispresset stiger raskt. Med andre ord kan Phillipskurven ha et (eller flere) knekkpunkter. Figuren under illustrerer knekkpunkt i Phillipskurven i USA på 1960-tallet og i dag. På 1960-tallet var inflasjonen og ledigheten i USA lav. Det var ikke før ledigheten ble lavere enn 4 prosent at konsumprisene begynte å tilta.

USA: Phillipskurven



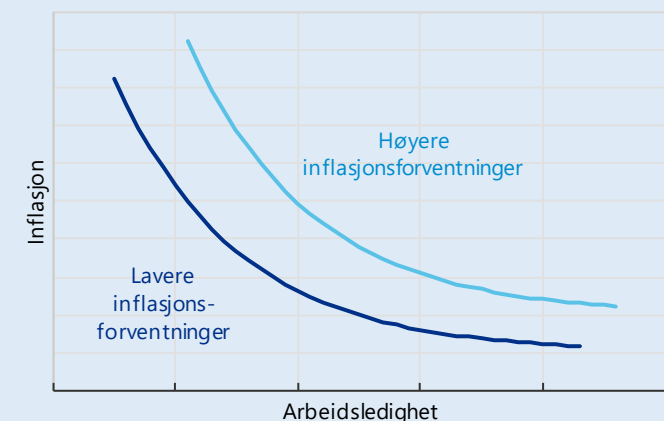
Norge: Phillipskurven



En annen mulig årsak til at bytteforholdet mellom inflasjon og sysselsetting ikke er stabilt, er at forventningene aktørene i økonomien har til fremtidig inflasjon også påvirker lønns- og prisdannelsen i dag. Hvis arbeidstagerne venter høy inflasjon fremover, vil de kunne kreve høyere lønnsvekst i dag når lønninger forhandles. Hvis bedriftene venter høy inflasjon vil de sette prisene høyere når kontrakter skal forhandles enn om de forventer lavere inflasjon. Slik kan forventninger om høy inflasjon bli en selvoppfylgende profeti. I tekniske termer innebærer dette at Phillipskurven ville flyttes oppover i diagrammet, slik at inflasjonen blir høyere for alle nivåer på arbeidsledigheten, som illustrert i figur nedenfor.

Boks Phillipskurven forts.

Phillipskurve



Kilde: NHO

For at et bytteforhold mellom inflasjon og ledighet skal vedvare er det altså nødvendig at inflasjonsforventningene er mer eller mindre konstante. På 1950- og 1960-tallet var inflasjonen jevnt over stabil og på lave nivåer. Da inflasjonen steg i mange land tidlig på 1970-tallet økte dette også forventningene til fremtidig inflasjon. Hvis myndighetene skulle velge å akseptere noe høyere inflasjon i bytte mot lavere arbeidsledighet ville dette i seg selv være inflasjonsdrivende. I tiårene fra andre verdenskrig og frem til 1990-tallet opererte myndigheter og sentralbanker innenfor ulike fastkursregimer. I lys av erfaringene med høy inflasjon og ledighet på 1970- og 1980-tallet, og med de pengepolitiske utfordringene som omtalt i kapittel 3, har stadig flere sentralbanker siden 1990-tallet innført inflasjonsstyring som sitt operasjonelle mål. Innføringen av inflasjonsmål har bidratt til å stabilisere konjunkturerne, og til å forankre inflasjonsforventningene i økonomien bedre.

I moderne versjoner av Phillipskurven er den utvidet til å også inkludere forventninger. Enkelt forklart legger det modifiserte rammeverket til grunn at inflasjonen på kort sikt er bestemt av inflasjonsforventninger. Andre faktorer som påvirker inflasjonen slik som økonomisk slakk, endringer i importerte priser og øvrige sjokk, kan kun påvirke inflasjonen slik at den avviker fra den langsiktige likevekten på kort sikt.

Dersom inflasjonsforventninger inkluderes i tolkningen av Phillips-kurven vil inflasjonen på lang sikt kun avhenge av inflasjonsforventningene, men med midlertidige avvik som følge av ulike typer sjokk. Om inflasjonsforventningene kan forankres på inflasjonsmålet blir altså realisert inflasjon lik inflasjonsmålet. Dersom inflasjonen er høyere enn inflasjonsmålet, kan sentralbanken kun få inflasjonen ned til målet ved å øke ledigheten.

På lengre sikt vil arbeidsledigheten tendere mot den naturlige arbeidsledigheten, som er ledighetsnivået økonomien kan opprettholde over tid. Hovedkonklusjonene i ny-keynesiansk teori, som danner basisen for moderne pengepolitikk i dag, er at inflasjonen er betinget av hvor mye ledig kapasitet det er i økonomien og inflasjonsforventninger. Innretningen av pengepolitikken styrer samlet etterspørsel, som bestemmer kapasitetsutnyttningen og hvor mye ledigheten avviker fra den naturlige ledigheten.

3.3 Inflasjon tilbake på agendaen

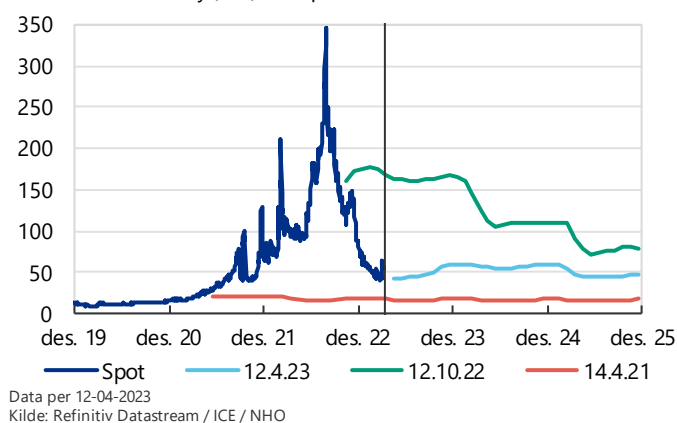
De siste årene har norsk og internasjonal økonomi vært gjennom flere og store sjokk. Disse har bidratt til at prisveksten har tiltatt de siste årene. For det første rammet pandemien tilbudssiden i økonomien hardt. Smittevernrestriksjoner bidro til at mange bedrifter måtte stenge eller redusere produksjonskapasiteten. Det forårsaket bl.a. forstyrrelser i forsyningskjedene som resulterte i forsinkelser i leveransene av innsats- og konsumvarer. Det ga redusert produksjon og færre varer i butikkhyllene. For det andre har etterspørselen vært sterk i kjølvannet av pandemien. Svært ekspansiv finans- og pengepolitikk støttet opp under inntektene til husholdningene. Reduserte forbruksmuligheter under pandemien resulterte i en vridning i etterspørselen fra tjenester og til varer. Høy vareetterspørsel i kombinasjon med forsyningsutfordringer løftet prisene på mange konsumvarer. Etter hvert som smittevernrestriksjoner ble lempet begynte forbruksvridningen tilbake mot tjenester. Store sparereserver og oppdemmet etterspørsel resulterte i en ketsjupeffekt for tjenesteforbruket når samfunnene åpnet opp. For det tredje forsterket Russlands krig i Ukraina mange av tilbudssideutfordringene ytterligere. Stengte kraner, sabotasje og sanksjoner reduserte russiske gassforsyninger til Europa. Det ga energimangel og førte til at gass- og energiprisene skjøt i været. Kostnads sjokket resulterte i redusert produksjon, særlig blant energiintensive bedrifter. I det nye energilandskapet som trer frem, der EU og andre vestlige land innfører sanksjoner og forbud mot import av russisk energi, vil energiprisene trolig forbli høyere enn før. Fremtidsprisene på europeisk gass de nærmeste årene ligger fortsatt vesentlig høyere enn de gjorde i 2020, før krigen, jf. figuren under. Det indikerer at energiknappheten er større enn tidligere, samt at det trolig vil ta tid å løse energiforsyningsutfordringene.

Kombinasjonen av forstyrrelser på tilbudssiden og økt etterspørsel har gitt knapphet på varer og tjenester. Det har løftet prisveksten. Hos flere av våre viktigste handelspartnere var inflasjonen i fjor den høyeste på 30–40 år. Prisveksten i USA begynte å tilta noe tidligere enn i Europa. Det hadde dels sammenheng med større økonomiske stimulanser i USA enn i Europa, dels at smittevernrestriksjonene ble lempet tidligere. Det var først i kjølvannet av Ukraina-krigen da energiprisene skjøt i været at prisveksten i Europa for alvor akselererte. Dyrere gass, elektrisitet og drivstoff har løftet konsumprisene direkte. I

tillegg har høyere energipriser løftet kostnadene til bedriftene. Når bedriftene får økte kostnader veltes noe av kostnadsøkningen over i utsalgsprisene, hensyntatt etterspørsel- og konkurransesituasjon. Det har bidratt til at prisveksten har bredt om seg.

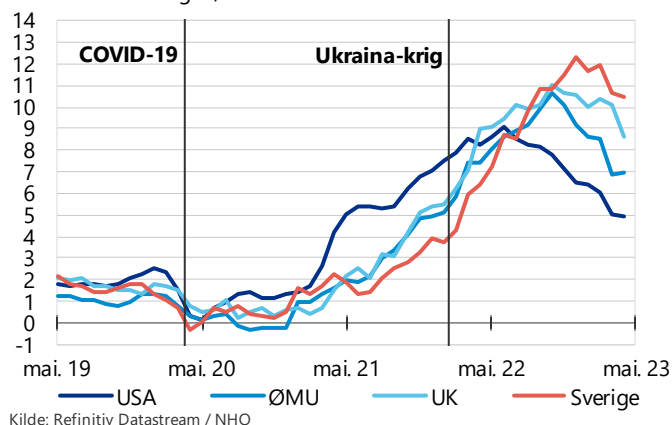
Europa: Naturgasspris

Title Transfer Facility (TTF). EUR per MWh



Konsumpriser

Prosentvis endring år/år



...også i Norge

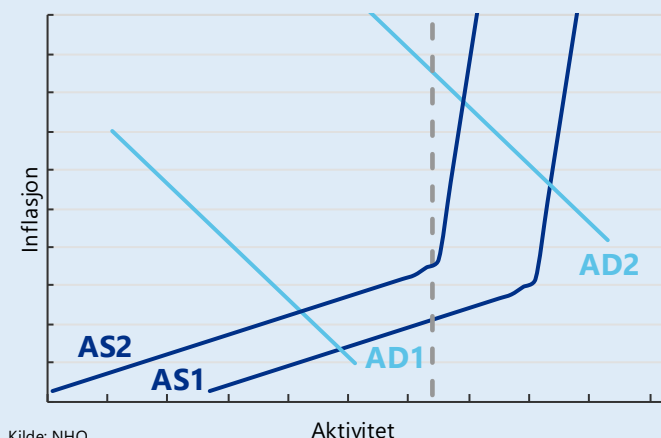
Veksten i konsumprisene var i fjor 5¾ prosent, som er det høyeste siden slutten av 1980-tallet. Som en liten åpen økonomi påvirkes Norge av det som skjer internasjonalt. Følgelig er det de samme forholdene som har drevet prisoppgangen her hjemme som der ute. Bl.a. har produkter som ble særlig rammet av pandemiforstyrrelsene økt mye i pris. Eksempelvis økte prisene på biler og byggevarer som følge av redusert tilbud og økt etterspørsel under pandemien. Tilsvarende har prisveksten på hotell-, restaurant-, og fritidstjenester tiltatt etter gjenåpningen av økonomien. Som for andre land i Europa har også høyere energipriser løftet prisveksten direkte gjennom økte energipriser, men også indirekte ved at kostnadene til bedriftene har økt som så har blitt veltet over i utsalgsprisene. Figuren under viser hvilke

Boks Dagens inflasjon forklart av AD-AS-modellen

Prisveksten de siste årene kan forklares ved å se på sammenhengen mellom aktivitetsnivå og inflasjon. Modellrammeverket illustrerer utslagene på inflasjon og aktivitetsnivå når det oppstår sjokk på tilbuds- og etterspørselssiden i økonomien.

Forut for krig og pandemi var økonomien kjennetegnet ved etterspørsel og tilbud gitt ved AD_1 - og AS_1 -kurven. Likevekten var kjennetegnet av aktivitetsnivå Y_1 og lav inflasjon (π_1). Nedstengningene under pandemien og kostnadssjokket i kjølvannet av Ukraina-krigen reduserte produksjonsmulighetene. Slike negative tilbuds-sjokk kan uttrykkes ved at AS-kurven flytter innover i diagrammet (AS_2). Som illustrert i figuren har tilbuds-kurven et "knekkpunkt" når aktiviteten overstiger et gitt nivå (Y^*). Det skyldes at når det er lite ledig kapasitet i økonomien er det vanskelig for bedriftene å øke produksjonen. F.eks. kan høy aktivitet og lav ledighet gjøre det vanskeligere for bedriftene å finne kvalifisert arbeidskraft. Det vil begrense produksjonen. Samtidig var myndighetenes respons til pandemien kraftfull, bl.a. ved direkte utbetalinger til husholdninger og nullrenter. Den ekspansive finans- og pengepolitikken de siste årene, har bl.a. gitt husholdningene mer å rutte med og har økt den samlede etterspørselen i økonomien. AD-kurven er flyttet utover (AD_2). I den nye likevekten vil aktiviteten (Y_2) være noe høyere enn før pandemi og krig, mens inflasjonen være mye høyere enn tidligere (π_2). Det skyldes særlig at når økonomien er langs denne bratte delen av tilbudskurven vil inflasjonen være sensitiv for fluktuasjoner i etterspørselen.

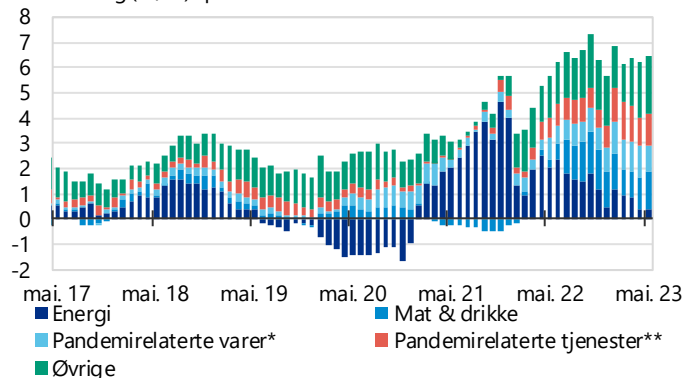
AS-AD-modellen



konsumgrupper som har bidratt til å løfte konsumprisveksten de siste årene.

Norge: Konsumpriser

Vekstbidrag (år/år) i prosentenheter



*Biler, materialer til bolig, møbler, hush. apparater, varer til sport og fritid.

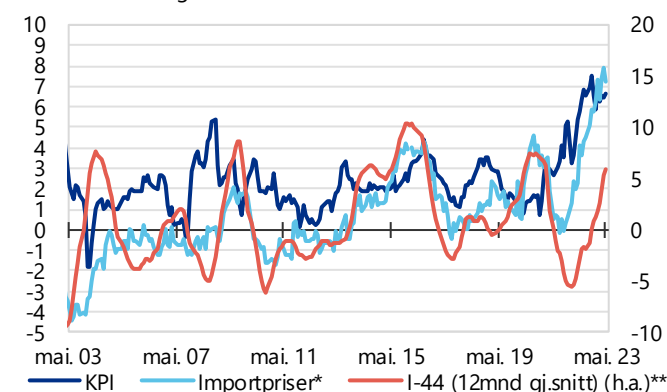
**Overnatting-, servering-, fritidstjenester, flybilletter.

Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

I tillegg har prisveksten blitt påvirket av valutakursutviklingen. Importvarer utgjør omkring en tredel av konsumprisindeksen. En svakere (sterkere) krone vil isolert sett gjøre utenlandske varer dyrere (billigere). Endringer i valutakursen vil dermed påvirke den importerte prisveksten. Kronen har de siste ti årene svekket seg 25 prosent mot våre viktigste handelspartnere.³ Mesteparten av kronesvekkelsen kom i kjølvannet av oljeprisfallet i 2014, men svekkelsen har også fortsatt de siste årene. Siden 2018 har kronen svekket seg drøyt 5 prosent. Valutasvekkelsen har økt prisene på importvarer og løftet konsumprisene. Direkte ved at importerte konsumvarer har økt i pris, men også indirekte ved at prisene på importerte innsatsvarer har økt som i sin tur løfter prisene på norskproduserte varer med høyt importinnhold.

Konsum- og importpriser & valutakurs

Prosentvis endring år/år



*Styrking (svækkelse) angis som negativ (positiv) prosentvis endring.

Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

3.4 Inflasjonsutviklingen de neste årene

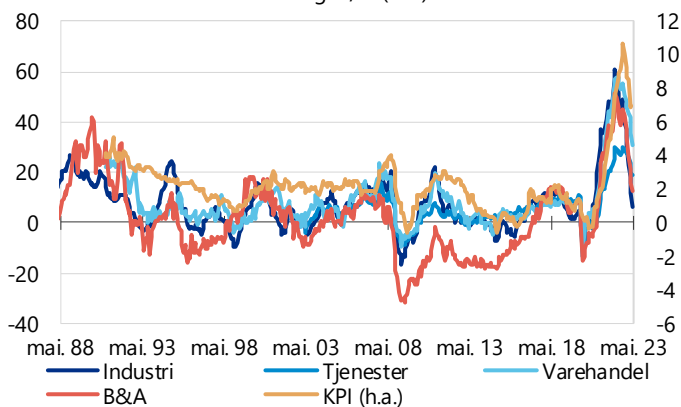
Inflasjonsutviklingen fremover er usikker. Frykten er at inflasjonen "biter seg fast" på et for høyt nivå, med de kostnader dette vil kunne medføre, jf. over.

Flere faktorer kan tyde på lavere inflasjon fremover. Mest åpenbart er at samlet prisvekst allerede synes å ha toppet ut. Hovedårsaken er lavere energipriser. Hittil i år har gjennomsnittsprisen på olje vært drøyt USD 80 fatet, som er 20 prosent lavere enn i 2022. Tilsvarende er gassprisen i Europa 60 prosent lavere enn i fjor. Men også andre råvarepriser, som prisene på mat og metaller, har avtatt over det siste året. Og fraktratene er tilbake rundt førkrisenivåer etter å ha blitt mangedoblet under pandemien.

Ettersom energi og råvarer er viktige innsatsfaktorer vil prisfallet dempe produksjonskostnadene. Veksten i produsentprisene i industrien er nå avtakende. Det peker i retning av lavere vekst i utsalgsprisene, noe bedriftene også selv gir uttrykk for. I Europa har bedriftenes forventede vekst i salgsprisene avtatt det siste året, jf. figuren under.

ØMU: Salgprisforventninger og KPI

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



Kilde: Refinitiv Datastream / DG ECFIN / NHO

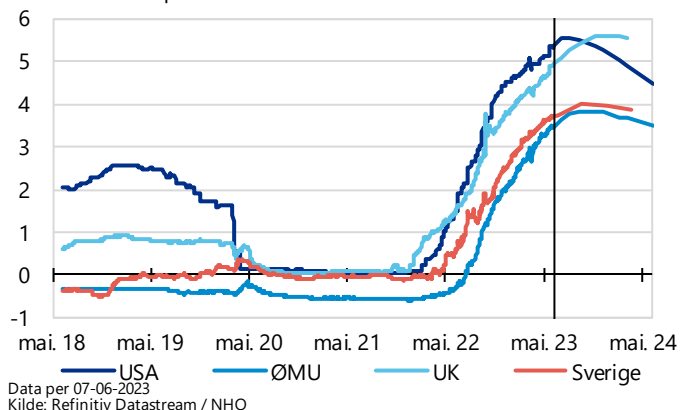
En siste faktor er at sentralbankene har reagert på den høye prisveksten ved å heve rentene, jf. figuren under. I motsetning til på 1970- og 1980-tallet styrer i dag sentralbankene etter et inflasjonsmål og er mer uavhengige. Begge deler taler for at sentralbanken kan gjøre det den anser som nødvendig for å sikre lav og stabil inflasjon, uten politisk styring og påvirkning. Høyere renter vil kjøle ned økonomien slik at lønns- og prispresstet dempes. Jo høyere og/eller

³ I-44.

mer vedvarende prisveksten er, jo sterkere lut vil sentralbanken måtte ta i bruk for å dempe veksten.

3-mnd pengemarkedsrenter

Prosent. Basert på 3-mnd FRA-kontrakter

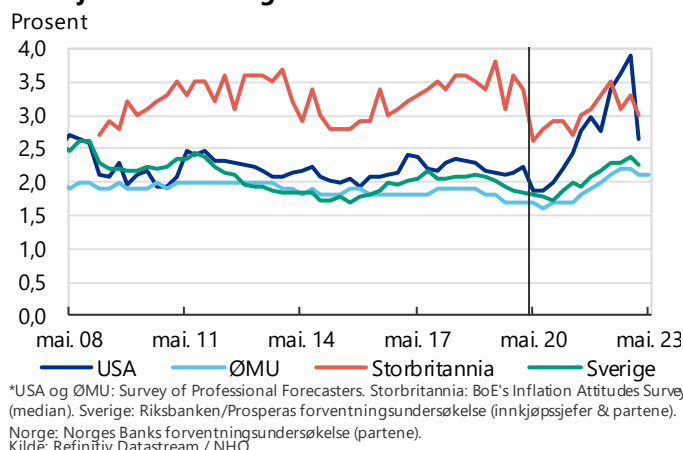


I motsatt retning trekker at jo lenger inflasjonen forblir høy, jo tyngre kan den bli å få ned. Den internasjonale oppgjørskonten dokumenterer i et ferskt arbeidsnotat (BIS Papers No 133) hvordan adferden endres er ulik i et lav- og høyinflasjonsregime. Mens adferden i førstnevnte er preget av "rasjonell uoppmerksomhet", må aktørene henge med når prisene stiger raskere, for å unngå at inntjeningen svekkes eller kjøpekraft går tapt. Da spiller også forventningene en viktigere rolle. Når lønningene som hovedregel justeres årlig, blir det viktig å sikre at lønnen økes nok til at den dekker forventet prisvekst. Slik kan forventningene spille tilbake på lønnsveksten, og dermed på bedriftenes kostnader og i neste omgang prising. Tilsvarende vil ikke bedriftene alltid kunne justere sine priser løpende, f.eks. fordi det koster å trykke opp prislistene, eller fordi kontrakter er inngått til fast pris en tid i forveien. Derfor vil forventningene også kunne påvirke bedriftenes prissetting. Hvor sterke slike virkninger blir, er blant annet avhengig av om inflasjonsforventningene er godt forankret eller ei. Blant våre viktigste handelspartnere har forventet inflasjon om fem år økt noe de siste tre årene, jf. figuren under. Men de synes likevel fortsatt å være godt forankret omkring 2 prosent.

Dessuten er det fortsatt lite ledig kapasitet i økonomiene. Etterspørselen etter arbeidskraft er høy. Antall ledige stillinger er høyt, og i mange OECD-land er ledigheten den laveste på flere tiår, jf. figuren under. Mange bedrifter melder at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen. Høy prisvekst og kamp om arbeidskraften bidrar til å løfte lønnsveksten. Svært ekspansiv økonomisk politikk under pan-

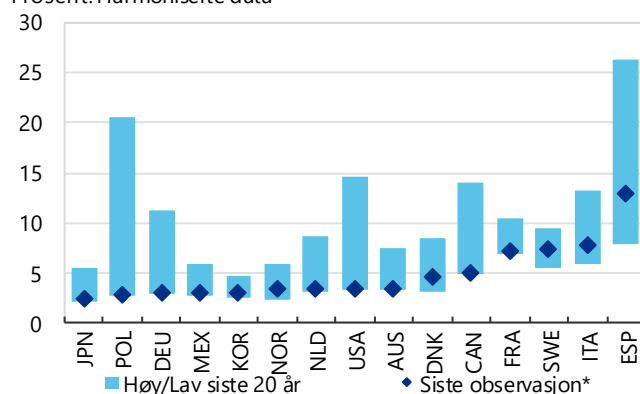
demien og store sparereserver kan holde etterspørselen og den økonomiske aktiviteten oppe lenger enn ellers, også i møte med økte renter. Mens rentens gjennomslag på økonomien normalt antas å være 0–3 år, kan store sparereserver bidra til at det tar lenger tid enn normalt før renten virker på økonomien. Også tregere nedkjøling kan holde prisveksten høy lenger.

Inflasjonsforventninger om 5 år*



OECD: Arbeidsledighetsrate

Prosent. Harmoniserte data



*Data per Q4 2022 eller siste tilgjengelige.
Kilde: Refinitiv Datastream / OECD Main Economic Indicators / NHO

Både pandemien og krigen i Ukraina har vært globale sjokk ved at de har påvirket hele verden. Det at disse hendelsene har inntruffet med kort mellomrom har gjort at effektene på inflasjonen er nokså synkrone over hele verden. Siden globaliseringen skjøt fart på 1990-tallet har verdensøkonomien blitt vesentlig mer åpen enn den var på 1980-tallet. Summen av global eksport og import utgjør i dag nesten 60 prosent av globalt BNP. Jo tettere integrert land er, jo mer vil høy prisvekst kunne forplante seg gjennom verdikjedene (slik også de siste årene ettertrykkelig har vist).

Men globaliseringen, som har pågått siden annen verdenskrig og skjøt fart for alvor fra 1980-tallet av, har i stort bidratt til å holde prisveksten nede. Gjennom større markeder, økt tilgang på arbeidskraft, storskaladrift og mer konkurranse har økt handel bidratt til produktivitetsgevinster som også har senket prisene.

Også her kaster krigen i Ukraina lange skygger. I de to første tiårene etter Murens fall var verden i stor grad preget av militær og politisk avspenning. De siste ti årene har imidlertid spenningene tiltatt igjen. Russland har stått frem som en aggressor, som må møtes med militærmakt. Kina har politisk dreid i en mer autoritær retning. Dette har også betydning for global handel. Dels grunnet sanksjoner pålagt det økonomiske samkvemmet med Russland (og delvis Belarus), men også fordi handel med kritiske varer og tjenester i større grad enn før er underlagt offisielle eller selv pålagte restriksjoner – se nærmere omtale i avsnittet om strukturelle drivere for prisveksten fremover.

Fremtiden er usikker. Som de siste årene har vist kan uventede hendelser oppstå. Fremtidige sjokk – enten det er en ny pandemi, en ny krig eller en annen hendelse – vil kunne påvirke økonomien og inflasjonsutviklingen.

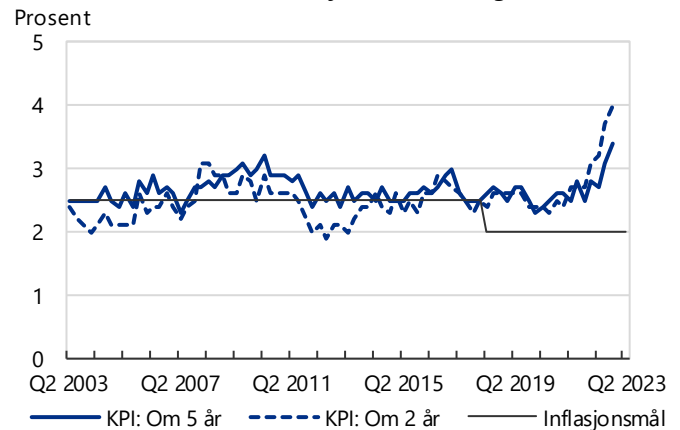
Prisveksten i Norge ventes å avta

I likhet med våre handelspartnere har også konsumprisveksten her hjemme avtatt noe de siste månedene. Det er særlig lavere elektrisitetspriser som har bidratt til avmatningen. Lavere priser på energi og innsatsvarer vil isolert sett redusere kostnadene til bedriftene og dempe prisveksten. Samtidig har prisveksten utenom energivarer vært stigende. Dels har det sammenheng med at kostnadsøkningene som følge av høyere energi- og innsatsvarepriser veltes over i utsalgsprisene. Høyere prisvekst har bidratt til at inflasjonsforventningene også har tiltatt i Norge, jf. figuren under. Som drøftet kort over, kan økte inflasjonsforventninger farge prissettingen og dermed medvirke til at høyere inflasjon kan bli selvoppfyllende.

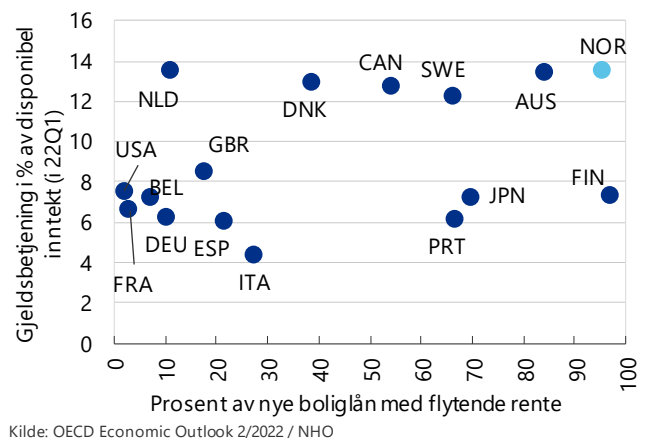
Også i norsk økonomi vil høyere renter dempe etterspørsel og aktivitet. Etter mange år med lave og fallende renter er det usikkert hvor sterkt renten virker på økonomien. Estimer fra Norges Banks indikerer at en én prosenthet høyere rente vil redusere husholdningenes disponible inntekt med omkring 1 prosent. Dette avspeiler at norske husholdninger

både har høy gjeld relativt til inntekt og en høy andel av gjelden med flytende rente, jf. figuren under. Dermed er rentens virkning på inntekt og aktivitet potensielt sterkere enn i land med lavere gjeldsnivåer og mer fastrenteavtaler. En usikkerhetsfaktor er at også norske husholdninger la seg opp store sparereserver under pandemien, som de kan tære på nå. Det vil kunne holde etterspørselen oppe.

Partene i arbeidslivet: Inflasjonsforventninger



Husholdningenes gjeldssituasjon



Arbeidsmarkedet er fortsatt svært stramt. Andelen sysselsatte er høy, og ledigheten er lav. Det er mer enn dobbelt så mange ubesatte stillinger som ledige. Dette kan avspeile økt mistilpasning i arbeidsmarkedet, men tyder uansett på stor konkurranse om arbeidskraften. Samtidig er det spredte tegn til at trykket i arbeidsmarkedet letter. Ifølge Statistisk sentralbyrå er det nå færre industribedrifter som rapporterer at mangel på arbeidskraft begrenser produksjonen. Næringslivets økonomibarometer viser det samme, selv om mangelen på kvalifisert arbeidskraft fortsatt ligger høyt.

I Norge bygger lønnsdannelsen på frontfagsmodellen, som innebærer at det er lønnsevnene i frontfaget – industrien – som avgjør lønnsveksten i frontfaget, men også, gjennom den koordinerte lønnsdannelsen, lønnsveksten i resten av økonomien. Dette vil i noen grad, og betinget av øvrige omstendigheter, kunne "frikoble" lønnsveksten fra prisveksten, slik at lønns-prisspiraler kan unngås. Om prisveksten er global, vil imidlertid lønnsevne og dermed lønnsvekst påvirkes av lønnsveksten utenlands. Se nærmere omtale i BOKS: Hovedkursteorien og lønnsdannelsen i Norge.

En betydelig del av inflasjonsimpulsene kommer utenfra. Dermed har også kronekursens utvikling betydning for prisutviklingen, ved at den påvirker hva vi betaler for importerte varer og tjenester. Etter at den importveide kronekursen styrket seg fra årtusenskiftet og frem til 2013, har kursen de siste ti årene stort sett svekket seg, og samlet sett med drøyt 50 prosent. Over dette tidsrommet har eksempelvis kronen svekket seg fra 7,50 til 12 mot euro.

Perioden frem til oljeprisfallet i 2014 var preget av høye og økende oljepriser, rask innfasing av oljepenger og rask vekst i oljeinvesteringene. Dette tilsa et behov for en realappresiering av kronen, gjennom høyere lønnsvekst enn omverdenen (som skjedde) og/eller en sterkere valuta (som også skjedde). Siden 2014 har oljeprisen vært mer sideveis, oljeproduksjonen har toppet ut, og etterspørselen fra oljevirkksomheten har toppet ut. Etter en omstilling mot en mer oljeintensiv økonomi, skal økonomien nå omstilles "tilbake", til en økonomi som likner mer på andre land. Klimautfordringene forsterker dette omstillingsbehovet. Dette peker mot behov for en bedring av konkurranseevnen gjennom en realdepresiering av kronen, gjennom lavere lønnsvekst enn konkurrentlandene og/eller en svakere valuta. Mens førstnevnte er krevende å få til, kan valutakursen justeres relativt raskt. I tillegg har andre faktorer spilt inn, kanskje særlig i det siste. Dels lavere oljepriser, dels at rentedifferansen mot utlandet er utlignet, dels at geopolitisk fragmentering og økt uforutsigbarhet gjør at investorer søker mot såkalte "trygge havner".

Det tar tid før effekten av svakere krone slår fullt gjennom i konsumprisene på importerte varer. Høyere priser på importerte varer øker bedriftenes innkjøpskostnader. Hvor raskt kostnadsøkningene sendes videre avhenger av hvor dyrt/krevende det er å

justere prisene (f.eks. på sesongvarer), hvordan etterspørsel- og konkurrentbildet er, og delvis hvor solid bedriften er. Ytterligere etterslep kan følge av at en bedrifts utsalgspriser er en annen bedrifts innkjøpskostnader. Tidsetterslepet innebærer at en svak krone kan bidra til å holde inflasjonen oppe også en periode fremover.

3.5 Sentralbankens ansvar for prisstabilitet

Sentralbankens mål og virkemidler har variert opp gjennom tidene. Under fastkursregimer har tradisjonelt kjøp og salg av valuta (valutaintervensjoner) vært det primære verktøyet for å styre valutakursen. Men med gradvis liberalisering av kapitalbevegelsene, har også renten blitt benyttet til å stabilisere valutakursen. Med overgang til inflasjonsmål er det i første rekke renten som benyttes for å styre prisveksten, og da indirekte, gjennom rentens virkning på valutakurs og etterspørsel og aktivitet. I tillegg gjør sentralbankene bruk av markedsoperasjoner og likviditetstiltak.

Renten virker primært på inflasjonen gjennom tre kanaler: Etterspørselskanalen, valutakurskanalen og forventningskanalen. Endringer i renten påvirker etterspørselen og dermed aktiviteten. Siden husholdninger har mer rentebærende gjeld enn formue, vil høyere rente redusere deres kjøpekraft, og lavere rente øke den. Mens høyere rente gjør det gunstiger å spare, og dyrere å låne, virker lavere rente motsatt. Når renten går opp, vil økte lånekostnader dempe investeringene, og redusert kjøpekraft dempe forbruket. Samlet vil dette dempe aktiviteten og redusere kapasitetsutnyttningen i økonomien. Høyere ledighet vil dempe lønnsveksten.

Styringsrenten virker også gjennom valutakursen. Høyere norsk rente gjør det mer attraktivt å plassere i norske kroner enn i utenlandsk valuta, alt annet like. Dette vil øke etterspørselen etter norske kroner og styrke kronekursen. En sterkere krone gjør prisen på varer og tjenester i utlandet billigere målt i norske kroner, og slik dempe den importerte prisveksten. Tilsvarende vil kronestyrking gjøre norske varer og tjenester dyrere utenlands, som vil redusere etterspørselen rettet mot norsk eksport, og dermed også aktivitet og kapasitetsutnyttning.

Hvordan sentralbanken setter renten er avhengig av hvordan den tror økonomien virker, herunder hvordan pris- og lønnsdannelsen er. Pengepolitikken påvirker primært etterspørselen i økonomien. Pengepolitikkenes rolle blir derfor å påvirke etterspørselen

slik at kapasitetsutnyttningen over noe tid kan nærme seg et nivå som er konsistent med lav og stabil inflasjon rundt inflasjonsmålet. Økonomiens produksjonskapasitet, dvs. samfunnets tilgang på og kvalitet på arbeidskraft, kapital og øvrige ressurser, kan i liten grad påvirkes på helt kort sikt. Men pengepolitikken kan også, vel å merke indirekte, også påvirke tilbudssiden i økonomien. Stabile konjunkturer gir lavere risikopremier og et gunstigere investeringsklima. Ved å stabilisere konjunkturerne, og dermed sysselsetting og ledighet, kan sentralbanken bidra til å hindre at arbeidskraft blir gående uvirksom lenge, med tilhørende fare for utstøting og redusert arbeidsstyrke.

3.6 Strukturelle drivere for prisveksten

På lang sikt vil inflasjonen avhenge av produksjonsmulighetene relativt til utviklingen i den nominelle kjøpekraften i økonomien. Monetaristisk økonomisk teori fremhever endring i pengemengden som opphav til endringer i aktivitetsnivå, heller enn påvirkning gjennom finanspolitikken. Innenfor denne teorien antas det at prisenivået i økonomien hovedsakelig bestemmes av pengemengden relativt til den faktiske produksjonen av varer og tjenester ("pengekvantitetsteorien"). Flere studier viser en sterk sammenheng mellom veksten i pengemengden og inflasjonen på lang sikt⁴, mens sammenhengen er svak på kort sikt. Studiene indikerer også at den langsiktige sammenhengen kan ha blitt svakere i perioden etter 1985. At sammenhengen er svak på kort sikt, kan trolig forklares ved at etterspørsel, produksjonskapasitet og inflasjonsforventninger da har større betydning. Dessuten vil det kunne ta tid før nye penger omsettes i økt etterspørsel. Sammenhengen mellom pengemengde og prisvekst er nødvendigvis heller ikke stabil. Med høy prisvekst, vil pengenes omløpshastighet kunne øke. Borio m.fl. viser at i perioder hvor inflasjonen er høy, er det en sterk sammenheng mellom veksten i pengemengden og inflasjonen, mens i perioder med lav inflasjon er sammenhengen svak.⁵

Produksjonsmulighetene vil avhenge av samfunnets tilgang og innretning av arbeidskraft, kapital og andre ressurser. I faglitteraturen omtales pengepolitikken som nøytral på lang sikt, dvs. at den ikke har betydning for produksjonsmulighetene på lang sikt.

I praksis vil pengepolitikken likevel kunne ha en betydning, blant annet gjennom dens virkning på arbeidstilbudet i økonomien.

I de første tiårene etter andre verdenskrig var det høy økonomisk vekst i industrilandene. Store barnekull ga sterk vekst i arbeidstilbudet. Nedbygging av handelshindre bidro til mer handel og teknologidrevet vekst, gradvis utvidet også til fremvoksende økonomier. Disse trendene er nå i ferd med å snu. Demografisk medvind avløses nå av motvind. Handelspolitisk liberalisme og frihandel utfordres av geopolitisk fragmentering og proteksjonisme. Fossile energibærere som kull, olje og gass skal erstattes av fornybare energikilder. Disse megatrendene - demografiske endringer, geopolitisk fragmentering og grønn omstilling – vil påvirke økonomien i årene fremover. Det vil også kunne få konsekvenser for inflasjonsutviklingen. Disse strukturelle driverne og deres effekter på inflasjonen drøftes i avsnittene under.

⁴ Eksempelvis: [Long-Run Evidence on the Quantity Theory of Money \(2021\)](#). Luca Benati og [Monetary Facts Revisited \(2016\)](#). Gertler og Hoffman, [BIS Working Papers, No 556](#)

⁵ [Does money growth help explain the recent inflation surge? \(2023\)](#). Borio, Hofmann og Zakrajšek. [BIS Bulletin No 67](#).

Boks Hovedkursteorien og lønnsdannelsen i Norge

Modellrammeverket beskrevet i denne temadelen utelater graden av koordinering i lønnsdannelsen. Slik koordinering vil kunne påvirke utfallet av lønnsforhandlingene, og kan ha stor betydning for lønns- og prisveksten i en økonomi. Et rammeverk som inkluderer en koordinert lønnsdannelse, er særlig relevant for Norge og andre land med en slik lønnsdannelse. Systemet for lønnsdannelse i Norge er uløselig knyttet til frontfagsmodellen. Modellen tar utgangspunkt i at frontfaget (les: konkurranseutsatt næringsliv) gjennomfører lønnsforhandlinger først, og at resultatet herfra danner en ramme som de øvrige lønnsoppgjørene skal forholde seg til. Frontfagsmodellen tar utgangspunkt i hovedkursteorien fra 1960-tallet. Hovedkursteorien bygger på en forenklet økonomi bestående av to sektorer: konkurranseutsatt (k-sektor) og skjermet sektor (s-sektor). K-sektor produserer varer og tjenester som selges på verdensmarkedet, mens s-sektor produserer varer og tjenester som kun omsettes i hjemmemarkedet. Produsentene i k-sektor kan ikke uten videre velte kostnadsøkninger over i salgsprisene, fordi prisene på verdensmarkedet i stor grad er gitt. Dersom produsentene skulle ønske å sette opp prisene, f.eks. som følge av at lønnsveksten i k-sektor er høyere enn prisveksten på verdensmarkedet, ville bedriftene mistet konkurransekraft. Resultatet ville vært tapte markedsandeler og redusert lønnsomhet. Lønningene i k-sektor kan således ikke øke mer enn prisveksten på verdensmarkedet med mindre produktiviteten i sektoren øker. På den annen side er ikke s-sektor bundet til verdensmarkedsprisene. Disse bedriftene vil derfor kunne velte kostnadsøkninger over i utsalgsprisene uten å tape markedsandeler eller inntjening. Ettersom arbeidskraften vil allokere seg dit den kaster mest av seg, dvs. der lønnen er høyest, ville permanent høyere lønnsvekst i s-sektor enn i k-sektor ført til at stadig flere ressurser ville blitt overført til s-sektor, mens k-sektor ville blitt bygd ned.

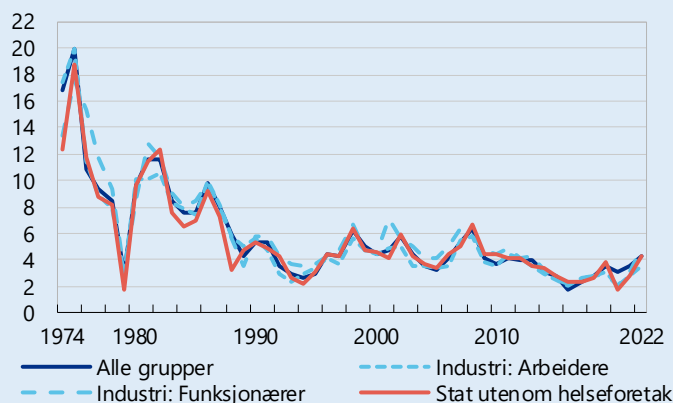
I hovedkursteorien og frontfagsmodellen vil lønnsveksten bestemmes av k-sektor. Lønningene i k-sektor vil kunne øke enten fordi prisene på verdensmarkedet øker, eller fordi produktivitetsveksten i sektoren øker. Begge deler vil øke lønnsomheten i k-sektor, slik at aktivitetsnivået drives opp og behovet for arbeidskraft øker. Lønnsveksten i s-sektor vil bli lik som i k-sektor. Hovedkursen er at lønnsveksten over tid må tilsvare summen av prisveksten i verdensmarkedet og produktivitetsveksten i sektoren.

Dersom produktiviteten i stedet øker i s-sektor, vil sektoren bedre lønnsomheten. Men ettersom lønnsveksten i økonomien fastsettes basert på lønnsomheten i k-sektor, vil ikke økt produktivitet i s-sektor lede til høyere lønnsvekst i økonomien. Derimot vil økt produktivitet i s-sektor redusere behovet for å øke utsalgsprisene i s-sektor, ettersom lønnsomheten bedres når kostnadene avtar per produserte enhet.

Hovedkursteorien hviler på en forenklet fremstilling av økonomien. Selv om pengepolitikken var basert på et fastkursregime da teorien ble utformet, er teorien fortsatt relevant med dagens inflasjonsmål. Like fullt er hovedbudskapet et viktig premiss i den norske lønnsdannelsen også i moderne tid. Frontfagsmodellen kan bidra til å dempe inflasjonspresset gjennom koordinering av lønnsdannelsen på tvers av hele økonomien. Slik bidrar frontfagsmodellen til høy sysselsetting, lav arbeidsledighet og en jevn inntektsfordeling. Figuren under viser hvordan årslønnsveksten i Norge for ulike forhandlingsområder har hatt stor grad av sammenfall de siste 50 årene.

Årslønnsvekst

Prosent



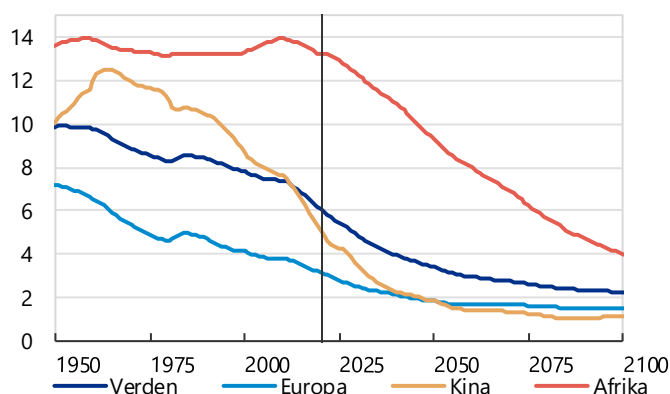
Demografisk motvind

Fra 2000 til 2018 vokste BNP per innbygger i OECD-land med 1½ prosent per år i gjennomsnitt. Økt yrkesdeltaking bidro med om lag ¼ prosentenhet av veksten.⁶

Fremover vil demografiske endringer ikke gi tilsvarende løft i aktiviteten. Som følge av fallende fødselsrater og økt forventet levealder vil andelen eldre stige kraftig i de fleste økonomier de neste tiårene. FN anslår at i høyinntektslandene vil andelen av befolkningen i yrkesaktiv alder (20–64 år) falle fra 60 prosent i 2020 til 53 prosent i 2050. Det tilsvarer at antall i yrkesaktiv alder per person over 65 år faller fra 3,2 til 1,9.

Verden: Forsørgerbyrde

Antall 20–64 år som andel av antall 65 år+



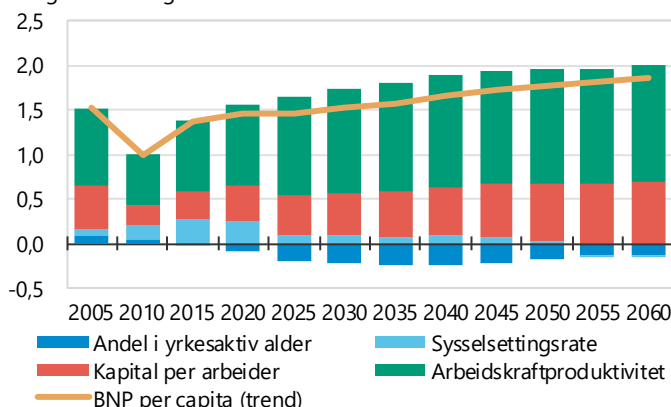
En aldrende befolkning gir motvind for den økonomiske veksten de neste tiårene. En lavere andel i arbeidsfør alder fører isolert sett til lavere samlet produksjonspotensial per innbygger. Dette resulterer i et redusert tilbud av varer og tjenester per innbygger. For industrilandene anslår OECD at en lavere andel i arbeidsfør alder isolert sett vil trekke ned årlig potensiell vekst med 0,2 prosentpoeng i årene frem mot 2060. For å holde veksten oppe må produktivitsveksten økes. OECD anslår en årlig vekst i arbeidskraftproduktiviteten på 1,5 prosent som følge av teknologisk utvikling og investeringer.

Eldrebølgen kan også virke inn på inflasjonen gjennom virkningen på balansen i arbeidsmarkedet. Men dette avhenger også av spare- og forbruksadferd blant eldre. Dersom sparetilbøyeligheten øker med alder – for så vidt i strid med økonomisk teori

om utjevning av forbruket over livsløpet – kan lavere forbruk holde etterspørselen etter arbeidskraft tilbake. I Japan er aldringen kommet lengst. Inntil nylig var utfordringen snarere deflasjon enn inflasjon.

OECD: BNP per capita

Årlig vekstbidrag. Prosent



På etterspørselssiden vil endringer i demografi påvirke hvilke varer og tjenester som blir etterspurt i samfunnet, som i tur kan ha betydning for prisveksten. Ettersom befolkningen eldes, vil det naturlig skje en forskyvning i etterspørselen. Eldre vil vri etterspørsel fra varer mot tjenester, blant annet helse- og omsorgstjenester og fritidstjenester, så som reiseliv, kultur og underholdning. Dette kan isolert sett øke prisene på disse tjenestene siden det kan ta tid å omstille produksjon og øke tilbudet. Men dette vil snarere endre relative priser enn forårsake inflasjon, i hvert fall av noe varighet.

Demografiske endringer påvirker ikke bare etterspørselen etter varer og tjenester, men også spareadferden. Økt forventet levealder og forventninger om en lengre pensjonstilværelse, øker behovet for sparing blant yngre individer, for å finansiere pensjonisttilværelsen. Økt privat sparing øker tilgangen på kapital, og kan presse rentenivået ned dersom ikke investeringsetterspørselen tar seg opp. Dette er en viktig grunn at internasjonale renter har tendert lavere de siste tiårene. Ideelt sett skal dette reverse-res når folk blir pensjonister, og lavere sparing skal kompensere for lavere inntekt slik at forbruket kan holdes oppe. Hvorvidt dette faktisk skjer, er både avhengig av eldres behov for å holde forbruket oppe,

⁶ The Long View: Scenarios for the World Economy to 2060 (2018), OECD.

og deres vurdering av forventet gjenstående levealder. Kombinasjonen av stadig flere eldre og svakere statsfinanser kan bidra til økt forsiktighetssparing.

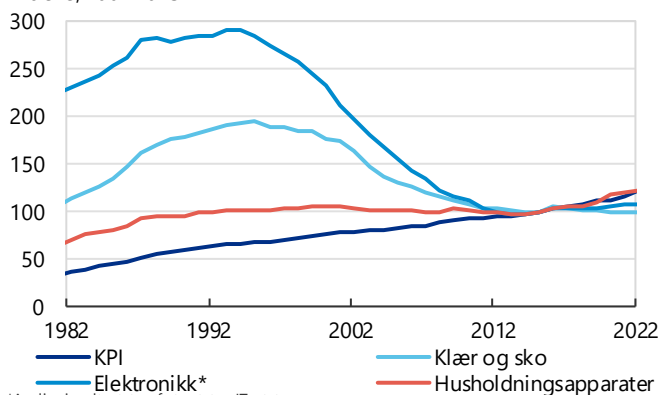
Geopolitisk fragmentering og mindre globalisering

Handel muliggjør spesialisering og storskaladrift, gir tilgang til teknologi og muliggjør læring, byr på skjerpene konkurranse, og øker verdien av et lands naturressurser. Slik gir handel opphav til produktivitetsgevinster og en økonomisk effektiv allokering av knappe ressurser. Handel kan slik bidra til lavere priser.

At globaliseringen har gitt lavere priser er særlig tydelig for konsumvarer Norge importerer, slik som bl.a. klær og sko, elektronikk og husholdningsapparater. Produksjonen av disse varene er de siste ti-årene flyttet fra vestlige land til Kina og andre lavkostland i Asia. Vridningen har bidratt til prisfall på importerte varer. For eksempel har "Kinaeffekten" bidratt til en halvering av prisene på klær og sko siden 1990-tallet og et prisfall på over 60 prosent på elektronisk utstyr. Til sammenligning er det generelle konsumprinsnivået om lag doblet siden 1990.

Konsumpriser: Konsumvarer

Indeks, 100=2015



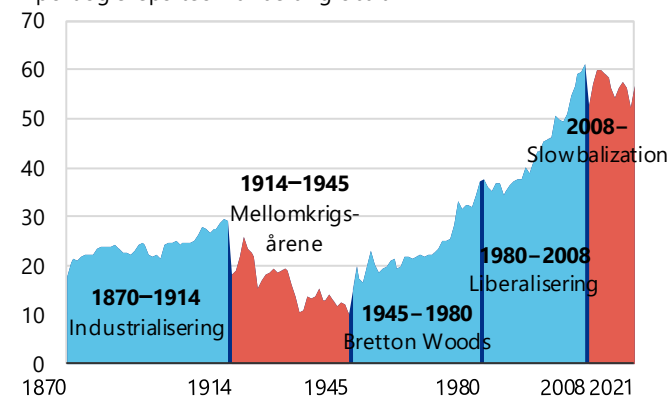
*Audiovisuelt utstyr, foto utstyr, IT-utstyr.

Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

De økonomiske gevinstene ved handel har vært en viktig driver bak globaliseringen siden annen verdenskrig. Økt handel har vært muliggjort som følge av politisk vilje og teknologisk evne. Vilje i form av nedbyggingen av tollmurer og andre handelshindringer, og at frihandel var en sentral pilar i etterkrigstidens økonomiske rammeverk. Evne i form av at teknologiske fremskritt innen kommunikasjon og transport har gjort det mulig (og billig) å produsere og frakte varer og tjenester over hele verden.

Verden: Handelsåpenhet

Import og eksport som andel av globalt BNP

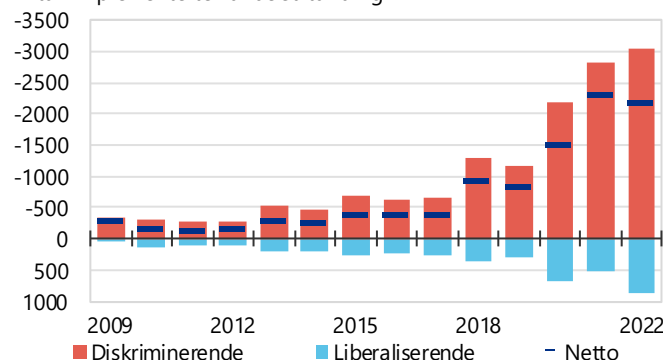


Kilde: Klasing & Milino (2014) / Penn World Tables 9.1 / Verdensbanken / NHO

Lavere tollmurer, billigere transport, samt ny informasjonsteknologi har bidratt til fremveksten av globale verdikjeder. Det som tidligere ble produsert av én fabrikk i ett land er nå delt opp i produksjon av ulike komponenter som hver for seg produseres i ulike land. Eksempelvis har mye arbeidsintensiv produksjon blitt flyttet fra høykostland til lavkostland.

Verden: Handelstiltak*

Antall implementerte handelstiltak årlig



Data per 27-01-2023. Rapportings-lag justert. Cut-off er satt til 31. desember hvert år, dvs. at handelstiltak som er lagt til databasen etter cut-off-dato ikke er inkl. i datamaterialet.

Kilde: Global Trade Alert / NHO

Siden annen verdenskrig har også verdensøkonomien blitt stadig åpnere, i den forstand at handelen har vokst mye raskere enn verdiskapingen, slik at handelen utgjør en stadig større andel av BNP, jf. figuren under. Siden finanskrisen har imidlertid handelen vokst mer på linje med BNP-veksten. Globaliseringen går saktere enn før. Det er det flere grunner til, både konjunkturelle og strukturelle. De konjunkturelle forholdene er knyttet til overkapasitet, kredittskvis og investeringssvikt i kjølvannet av finanskrisen. De strukturelle forholdene er knyttet til at gevinstene ved mer handel og integrasjon har minket. Det henger bl.a. sammen med at høy lønns-

vekst har drevet opp kostnadsnivået i flere lavkostland de siste tiårene. Dessuten har handelspolitikken dreid i en mer proteksjonistisk retning de siste årene. Siden finanskrisen har det blitt innført flere handelsdiskriminerende tiltak enn liberaliserende, jf. figuren over.

Bakom disse utviklingstrekkene ligger både økt globaliseringsmotstand og et mer fragmentert geopolitisk landskap med økte motsetninger mellom land. Storbritannias utmelding av EU, handelskrigen mellom USA og Kina, og tilsidesettingen av ankeorganet i tvisteløsningsmekanismen i Verdens handelsorganisasjon (WTO) i 2019 illustrerer hvorfor globaliseringen har møtt økende motvind de siste årene. Foruten å øke det geopolitiske spenningsnivået har Russlands krigføring i Ukraina vist at avhengighet av enkeltaktører og autoritære regimer kan utgjøre en risiko. Før krigen importerte Europa omkring 40 prosent av sitt gassforbruk fra Russland, nå har stengte russiske gasskraner redusert energiforsyningen til Europa. Det førte til ekstraordinært høye energipriser i 2022. OECD har anslått at de globale energikostnadene i fjor utgjorde nær 20 prosent av BNP, på linje med oljekrisene på 1970- og 1980-tallet.

Under pandemien ble lignende sårbarheter om forsyningssikkerhet belyst da det oppstod flaskehalser i forsyningskjedene som snirklet seg på kryss og tvers av landegrenser som følge av smittevernrestriksjoner, pandemirelaterte eksportrestriksjoner mv. Disse forstyrrelsene medførte at vareflyten ikke gikk like sømløst som normalt og resulterte i forsinkelser og redusert produksjon. Med *just-in-time*-produksjon dvs. at (innsats)varene ankommer fabrikkporten når de trengs, ble det problemer når enkeltkomponenter ble forsinket. Det har økt bevisstheten om organiseringen og innretningen av verdikjeder med tanke på konsentrasjon og lokalisering. Eksempelvis har det fått enkelte bedriftsledere til å øke lagerbeholdningene av innsats- og ferdigvarer *just-in-case*. En slik strategi vil fungere som en forsikring dersom bedriften eller leverandører rammes av sjokk som setter produksjonen ut av spill. En slik forsikring er ikke uten kostnader, fordi økt lagerhold binder opp ressurser som kunne vært anvendt til noe annet. Andre har tatt til orde for reorganisering av verdi-

kjedene, enten ved å diversifisere produksjonen ytterligere eller ved å flytte (hele eller deler av) produksjonen nærmere hjemmemarkedet. I lys av Ukraina-krigen og stormaktsrivaliseringen mellom USA og Kina har det også vært flere som har tatt til orde for å flytte produksjon ut av autoritære regimer hjem eller til andre vennligsinne eller allierte land, såkalt "reshoring" og "friendshoring". I USA har man det siste året bevilget store summer til å bygge opp egen databrikkeindustri (jf. *CHIPS Act*) og egen "grønn" industri (jf. *Inflation Reduction Act*). Det er flere motiver som ligger bak disse satsingene, men én grunn er å gjøre seg mindre avhengig av Kina for å beholde ledertrøyen innenfor viktige teknologier. Lignende strategier er EUs strategiske autonomi, som bl.a. tar sikte på å sikre forsyninger av kritiske råvarer⁷, og REPowerEU, som skal gjøre unionen uavhengig av russisk energi.

Disse utviklingstrekkene peker i retning av at globaliseringen vil utvikle seg tregt fremover, og at den i noen grad kan gå i revers. I fravær av nye teknologiske gjennombrudd, betyr det at globaliseringen som sådan neppe vil gi vesentlige prisdempende impulser slik vi har sett de siste tiårene innenfor bl.a. klær og elektronikk. Derimot kan utviklingen bidra til å løfte prisveksten fremover. Økte handelsbarrierer f.eks. i form av toll vil slå direkte ut i økte importpriser. Reorganisering av produksjonsprosesser vil gjøre produksjon dyrere enn den hadde trengt å være. Mindre diversifisering vil også gjøre økonomien og produksjonen mer eksponert for negative sjokk. Eksempelvis vil mer ekstremvær kunne få større konsekvenser i den forstand at de vil ramme hardere dersom all produksjon legges til én bedrift i ett land. Begge deler vil virke inflasjonsdrivende. En studie fra den europeiske sentralbanken (ECB) peker i retning av at fragmentering av verdikjedene langs geopolitiske akser vil kunne løfte globale konsumpriser mellom 5 prosent på kort sikt og 1 prosent på lang sikt.⁸

Mens prisveksten på konsumvarer utenom mat og energi har vært lav eller fallende de siste tiårene, har tjenesteinflasjonen trukket opp samlet prisvekst. Mens vareproduksjonen i dag er globalisert, er produksjonen av mange tjenester fremdeles lokalt basert. Dessuten er tjenesteproduksjon mer arbeidsintensiv enn vareproduksjon. Begge deler har bidratt

⁷ Se f.eks. EUs [Critical Raw Materials Act](#) som ble lagt frem i mars 2023.

⁸ Friend-shoring global value chains (2023). Attinasi, Boeckelmann & Meunier, ECB Economic Bulletin, Issue 2/2023.

til at tjenesteinflasjonen i større grad har vært drevet av arbeidsmarkedssituasjonen og lønnsutviklingen i hvert enkelt land. Dersom den internasjonale handelen med tjenester tiltar i årene fremover, f.eks. som følge av at nye digitale løsninger gjør nasjonale og fysiske grenser mindre relevante, vil det kunne bidra til at også prisene på mange tjenester vil kunne bli lavere fremover.

Grønn omstilling

Det grønne skiftet der lavutslippssamfunnet realiseres representerer en enorm omstilling og energiomlegging. IEAs netto nullutslippsscenario illustrerer hvordan klimagassutslippene må reduseres for å oppnå Paris-avtalens mål om å begrense den globale temperaturøkningen til 1,5°C. Slik representerer netto nullutslippssamfunnet en referansebane for det grønne skiftet. Det er en enorm utfordring i å omstille verden til et lavutslippssamfunn. Utfordringen blir ikke mindre når man tar i betraktning at det skal skje i løpet av noen tiår. For å innfri sine forpliktelser vil myndighetene i mange land trolig også ty til virkemidler i form av reguleringer og avgifter. En utfordring med klimagassutslipp er at deres negative virkninger ikke (nødvendigvis) rammer utslipper. Klimagassutslipp har negative eksternaliteter. Bedriften tar derfor ikke hensyn til kostnaden knyttet til sine utslipp. Med andre ord er ikke hele den samfunnsøkonomiske kostnaden ved produksjonen reflektert i bedriftsøkonomiske beslutninger. Det betyr at det produseres mer enn hva som er samfunnsøkonomisk optimalt til en lavere pris. Eksempelvis vil flyselskap som har store CO₂-utslipp ikke internalisere den samfunnsøkonomiske kostnaden knyttet til utslippene. Det gjør at prisene på luftfartstjenesten er for lav og produksjon for høy. For å bøte på dette kan myndighetene innføre avgifter på flyreiser som gjør at kostnadene ved utslipp synliggjøres. Dette er også formålet med CO₂-avgiften i Norge. Andre virkemidler i klimapolitikken f.eks. kvotepriser og reguleringer i form av krav om rapporteringer og standarder vil i økende grad kunne bli tatt i bruk for å sikre omstillingen til lavutslippssamfunnet. Disse virkemidlene vil virke kostnadsdrivende og derfor være med på støtte opp under prisveksten fremover.

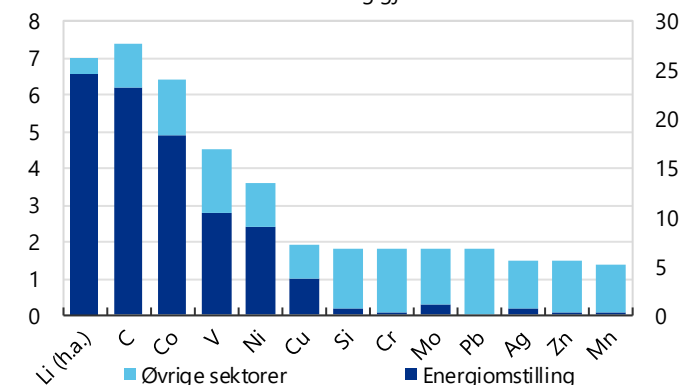
⁹ International Energy Agency (2021), The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions.

Den grønne omstillingen vil fordre store investeringer i nye energiformer, teknologier og infrastruktur. Dette vil bl.a. kreve store ressurser i form av "grønne" mineraler og metaller. Omstillingsprosessen kan leses som et positivt etterspørselssjokk innenfor sektorer som produserer fornybar energi og "grønne" teknologier.

Eksempelvis krever en elbil mer enn seks ganger så mye mineraler og nesten tre ganger så mye aluminium som tradisjonelle fossilbiler^{9 10}. Tilsvarende er behovet for mineraler stort også i andre teknologier slik som f.eks. vindmøller, solceller mv. IMF har anslått at etterspørselen etter mange mineraler vil mangedobles frem mot 2030, jf. figuren under. Forbruket av litium ventes å være drøyt 25 ganger så høyt i 2030 som gjennomsnittet i perioden 2010–2019. Særlig vil etterspørselen som følge av større behov til energiomstillingsformål, slik som f.eks. til batteriteknologi, men også som følge av at mineralene har viktige anvendelser i andre formål, deriblant i forbruksvarer, slik som telefoner og nettbrett, men også i våpenteknologi. Viktigheten av mineralene har gjort at de ofte omtales som "kritiske råmaterialer."

Etterspørsel etter "grønne" mineraler*

Forholdstall mellom konsum i 2030 og gj.snitt i 2010-19



*IEAs Net Zero by 2050 utslippsscenario (NZE).
Kilde: IMF World Economic Outlook 2021-2 / NHO

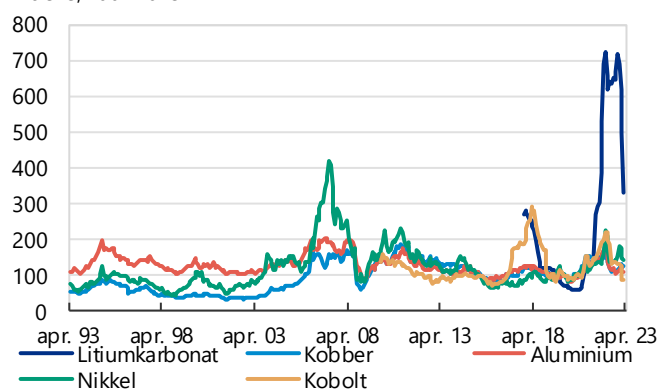
Selv om de totale mineralforekomstene i verden er mer enn store nok til å møte behovene knyttet til energiomstillingen, er det likevel en utfordring knyttet til utvinningen og produksjonen på kort sikt. Ettersom det ofte tar flere år å etablere ny produksjon av disse mineralene er det begrenset hvor mye produksjonen kan øke på kort sikt. Økt etterspørsel og priser på mineralene vil imidlertid gi signaler som

¹⁰ European Aluminium Association (2019), Aluminium Content in European Passenger Cars.

vil øke investeringer, kapasitet og produksjon av mineralene. En annen utfordring er at produksjonen (og forekomstene) ofte er konsentrert om et lite antall land som kan øke risikoen for produksjonsforstyrrelser knyttet til flaskehalser eller (geo)politisk uro innad eller mellom land. Proteksjonistiske tiltak har blitt tatt i bruk i økende omfang for å begrense eller styre tilgjengeligheten og forsyningen av disse kritiske råmaterialene. Eksempelvis har det vært en femdobling i antall eksportrestriksjoner på kritiske råmaterialer i perioden 2009–2020, ifølge OECD.¹¹ Høy etterspørsel og begrenset produksjonskapasitet på kort sikt kan gi knapphet og høye priser på disse råvarene. Det har vært en grunn til at prisene på litium, kobber og kobolt har økt mye de siste årene, jf. figuren under. I tillegg har proteksjonistiske tiltak bidratt til å øke prisene på disse innsatsvarene ytterligere.

Mineraler: Priser*

Indeks, 100=2019



*2019-USD per tonn, dvs. nominelle serier deflatert med amerikansk KPI i 2019.
Kilde: Refinitiv Datastream / NHO

Høyere priser på "grønne" mineraler og metaller vil derfor gjøre investeringer og omlegging til lavutslippsteknologi dyrere. Ettersom hele økonomien ventes å ta del i dette skiftet kan en derfor vente kostnadsøkninger på tvers av sektorer. Og når bedriftene står overfor økte kostnader vil en del av kostnadsøkningene veltes over på forbrukerne. Dette er én måte den grønne omstillingen kan bidra til å løfte inflasjonen i årene fremover.

Det er imidlertid også andre måter grønn omstilling vil kunne løfte prisene fremover på. Bl.a. krever omstillingen utbygging av ny infrastruktur, f.eks. i form av økt overføringskapasitet i strømmettet, ladeinfrastruktur for transport, lagringsinfrastruktur for CO₂

m.m. Dette er kostnadskrevende investeringer som sluttbruker i noen grad må betale for. Det betyr økte priser. Mange land har innført subsidieordninger for å legge til rette for energiomstillingen. Slike subsidier vil isolert sett kunne virke inflasjonsdempende, men i noen tilfeller blir ordningene finansiert av forbrukerne. Eksempelvis blir elsertifikatordningen, som skal stimulere til kraftproduksjon fra fornybare energikilder, betalt av norske strømkunder. Lignende eksempler har man fra andre land der fornybarsubsidier finansieres ved bruk av skatter og avgifter som betales av forbrukerne. I tillegg vil økt naturvern, bl.a. gjennom FNs naturavtale som tar sikte på å verne og bevare 30 prosent av verdens natur, kunne begrense ressurstilgangen. Det vil kunne tvinge frem reguleringer for å begrense ressursbruken. F.eks. vil et større fokus på sirkulærøkonomi kunne bety strengere fremtidige krav om gjenvinning av materialer eller reparasjoner av varer. I en overgangsfase, der man går fra å kjøpe nytt og billig til å kjøpe dyrere tjenester (knyttet til gjenvinning og reparasjoner), vil dette kunne være kostnadsdrivende. På lengre sikt når infrastrukturen er etablert og produkter er laget for reparasjon, ombruk og gjenvinning vil effekten på kostnader og priser kunne bli mindre.

Det er imidlertid ingen nødvendighet at grønn omstilling skal løfte inflasjonen. For det første vil teknologiske fremskritt, erfaringslæring ("learning by doing") og storskalaproduksjon kunne bidra til å gjøre grønne teknologier billigere. Tilstedeværelse av læringskurver betyr at etter hvert som teknologier modnes og produksjonen akkumuleres vil kostnadene ved den reduseres. Eksempelvis er prisen på solcellepaneler 99 prosent lavere i dag enn i 1980, målt per watt.¹² Lignende eksempler finnes innen vind- og batteriteknologi. Tilsvarende kan læringskurver være til stede for nyere teknologier som karbonfangst og -lagring og grønn hydrogenproduksjon. For det andre kan det tenkes at nye innovasjoner gjør teknologien mer effektiv, i form av at den trenger mindre råvarer. Økt energieffektivitet vil kunne legge mindre press på ressursene enn ventet. Det vil begrense prisoppgangen. For det tredje har

¹¹ Raw Materials Critical for the Green Transition (2023), OECD.

¹² Nemet (2009); Farmer & Lafond (2016); International Renewable Energy Agency (IRENA) via [Our World in Data](#).

økonomien blitt mindre energiintensiv de siste ti-årene.¹³ Lavere energiintensitet betyr at det kreves mindre energi per produserte enhet, ofte målt ved BNP. At energiintensitet har falt har sammenheng med flere faktorer deriblant økt energieffektivitet og at stadig mer av økonomien blir tjenestebasert (som er mindre energiintensiv enn vareproduksjon).

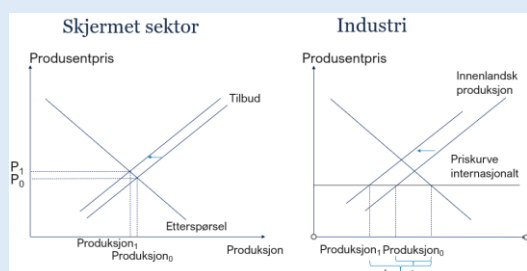
Mens omstillingen til det grønne skiftet kan leses som et positivt etterspørselssjokk, vil manglende handling i møte med klimautfordringen kunne leses som et negativt tilbudssidesjokk. Det vil også ha konsekvenser for inflasjonen fremover. Dersom temperaturene stiger mer enn 1,5–2°C vil effektene på klimaet kunne bli betydelige større og mer alvorlige. FNs klimapanel (IPCC) har bl.a. varslet om mer ekstremvær, flom og tørke. Slike episoder vil kunne gi store produksjonsforstyrrelser. Allerede sees tegn til hvordan dette kan slå ut. Et eksempel er tørken i Europa i fjor. For utenom reduserte landbruksavlinger påvirket tørken også industrien som følge av leveranseutfordringer. Lav vannstand på Rhinen ga redusert fremkommelighet slik at forsyningen av råvarer og innsatsvarer ble begrenset. Det resulterte i produksjonsutfordringer for flere industribedrifter. Lavere produksjon og økt knapphet trekker isolert sett prisene opp. Fukushima-ulykken i 2011 tjener som et annet eksempel på hvordan naturkatastrofer og ekstremvær vil kunne påvirke økonomien. Ødeleggelsene etter jordskjelvet i Fukushima gjorde at produksjonen av bl.a. av bildeler og billakk stanset. Det medførte forstyrrelser i produksjonen av biler. Eksemplene illustrerer at klimaendringer i form av mer ekstremvær vil kunne gi opphav til tilbudssidesjokk som begrenser produksjonen og løfter prisene.

¹³ Verdensbanken og Det internasjonale energibyrået (IEA) via [Our World in Data](#).

Boks: Effekter på konkurranseutsatt og skjermet sektor av økte energipriser

I etterkant av pandemien har høy etterspørsel gått hånd i hånd med kraftig prisvekst på råvarer globalt. For å illustrere hvordan kostnadssjokk kan ramme norsk økonomi, gjør vi her en forenklet fremstilling, der økonomien er delt inn i to deler, en konkurranseutsatt (heretter industrien) og en skjermet sektor.

Industrien tar prisene på verdensmarkedet som gitt. Økte produksjonskostnader bidrar derfor til at lønnsomheten går ned i industrien. Skjermet sektor kan i større grad bestemme sine produktpriser, og kan dermed møte kostnadssjokket med delvis å øke prisene og sende regningen videre til husholdningene. Lønnsomheten i skjermet sektor er derfor mindre påvirket av kostnadssjokket enn industrien.



I figuren over har vi illustrert hvordan skjermet sektor, industrien og importen blir påvirket av det internasjonale kostnadssjokket. I industrien reduseres tilbudet fordi kostnadene ved å produsere øker. Dermed reduseres aktiviteten. Samtidig øker importlekkasjen øker, fordi mer av innenlandsk etterspørsel dekkes av import. I skjermet sektor reduseres også tilbudet, men som svar på økte kostnader øker også prisene noe. Lønnsomheten og aktiviteten endres derfor mindre i skjermet sektor enn i industrien.

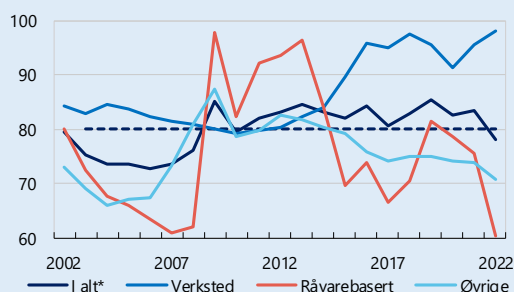
Det norske systemet for lønnsdannelse (Frontfagsmodellen) vektlegger lønnsomheten i industrien i lønnsforhandlingene via Frontfaget, se boks om effekter av lønnsevne på norsk økonomi. Redusert lønnsomhet i industrien vil isolert sett bidra til å dempe lønnsveksten. I det norske systemet for lønnsdannelse følger lønnsveksten i skjermet sektor også industrien. Dermed vil også lønnsveksten i skjermet sektor reduseres. Lavere kostnadsvekst bidrar til lavere prisvekst i skjermet sektor. Slik bidrar Frontfagsmodellen til lavere prisvekst enn om det ikke tas hensyn til lønnsevnen i lønnsfastsettelsen.

Hittil er effekten av pengepolitikk og valutakursen holdt utenom. Dersom Norges Bank reagerer på høyere prisvekst med å øke renten, vil valutakursen normalt styrke seg. Det vil redusere konkurranseevnen, etterspørselen i industrien og lønnsomheten ytterligere. Det ville i sin tur moderert lønnskravene ytterligere.

Under er det også illustrert hvordan det faktiske kostnadssjokket, sammen med andre forhold, påvirket lønnsomheten i ulike næringer. Samlet økte lønnsomheten i fjor, men variasjonen er stor. I 2022 avtok driftsresultatet som andel av samlet verdiskaping for verkstedindustrien (som utgjør hovedtyngden av Frontfaget i den norske lønnsdannelsen), til noe under gjennomsnittet de siste 20 årene, jf. figur. Råvareproduserende næringer som metaller, kjemiske råvarer og oljeraffinering hadde i fjor høyere priser og lønnsomhet enn gjennomsnittet de siste 20 årene. Samlet var lønnsandelen lavere enn gjennomsnittet de siste 20 årene. Ifølge teorien skal dette over tid trekke opp lønnsveksten. Hvor sterk denne effekten faktisk er på lønnsveksten avhenger av hvor raskt lønnstilpasningene er. Som SSB skriver i Konjunkturtrendene 2/2023, er det ganske store tregheter i tilpasningen. En årsak til dette er at bedriftene er forsiktig med å øke kostnadsnivået permanent til midlertidige svingninger i lønnsomheten. De store variasjonene mellom ulike industrigrupper, kan tyde på at lønnsevnen ikke er varig forbedret.

Lønnskostnader i industri

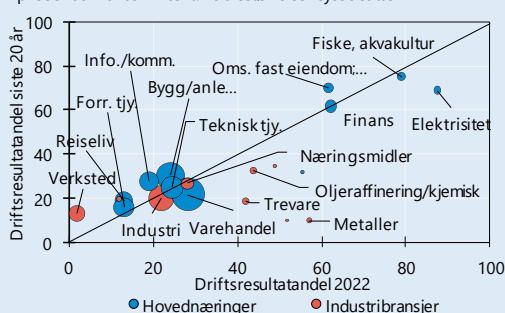
Prosent av netto faktorinntekt



*) Gjennomsnitt 2003-22 stiplert.
Kilde: SSB/NHO

Driftsresultat 2022 og siste 20 år

I prosent av faktorinntekt. Boblestørrelse=sysselsatte



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Boks: Hensyn til lønnsomhet i industrien bidrar til prisstabilitet

For å illustrere hvordan lønnsdannelsen bidrar til prisstabilitet i dagens situasjon, der norsk økonomi er utsatt for et høyt kostnadssjokk, benytter vi en makroøkonomisk modell for norsk økonomi (NAM). Vi simulerer med to ulike modellvarianter. Den ene er i tråd med den norske lønnsdannelsen, hvor blant annet industrien forhandler basert på lønnsomheten i næringen, heretter kalt lønnsomhet-scenario. Det er empirisk belegg for at lønnsomheten er viktig for den norske lønnsdannelsen, se Nymoen (2017), Gjelsvik m.fl. (2020), Brubakk (2018), Brubakk og Hagelund (2022) og Johansen (1995). I den andre varianten har lønnsomheten en underordnet rolle i lønns- og prisdannelsen ved å ta bort lønnsomheten i likevekt og dens betydning for lønnsveksten. En slik variant har mange likhetstrekk med det som i litteraturen er kjent som en Phillips-kurve, og som er omtalt i denne temadelen. Utviklingen i norsk økonomi som følger denne varianten kalles heretter et Phillips-scenario. Forskjellen mellom disse to alternative banene kan illustrere betydningen av å organisere lønnsdannelsen på den måten vi gjør i Norge.

En tolkning av å utelate lønnsevnene fra modellen er at partene i industrien forhandler om lønn basert på krav om reallønnsvekst til arbeidstakere og ikke ut ifra lønnsomheten i industrien. I denne varianten har vi fortsatt trekk ved den norske lønnsdannelsen, i og med at skjermet sektor fortsatt tar hensyn til utfallet av lønnsforhandlingene i industrien. Imidlertid tolkes industrilønnsvekstens effekt på skjermet sektor forskjellig. I Phillips-varianten blir industrilønnsveksten en referanselønn og ikke en norm, som i Frontfagsmodellen. I Frontfagsmodellen vet lønnsfastsetterne i skjermet sektor at de konkurrerer om arbeidskraft med industrien, og at de dermed ikke fritt kan sette lønn uavhengig av hva lønnsveksten i industrien er (Se nærmere om gruppering av næringer i TBUs foreløpige rapport 2023). Lønnsomheten i Phillips-scenarioet utelater derfor også lønnsomhet fra begge ligninger, ellers ville lønnsomheten i industrien indirekte ha hatt en effekt på prisdannelsen.

Figurene under viser de to ulike scenarioene. Første figur viser at konsumprisene med og uten energipriser går opp i begge scenarioer, men betydelig mer når lønnsevnene er fjernet fra lønns- og prisfastsettelsen. Dersom Norges Bank skal sette opp renten som en konsekvens av økt inflasjon, vil det være uavhengig av om man betrakter lønnsevnene- eller Phillips-kurvescenarioet. De økte prisene i Phillips-scenarioet innebærer imidlertid at renten må settes opp mer for å oppnå stabilitet i prisene når lønnsevnene ikke bidrar som stabiliserende mekanisme. Forklaringen er at lønnsveksten i industrien øker mer ved et kostnadssjokk, når lønnsfastsetterne ikke tar hensyn til at lønnsomheten forverres. Den økte lønnsveksten kommer imidlertid på bekostning av lavere sysselsetting og høyere arbeidsledighet, sistnevnte også illustrert i figurene.

Arbeidsledighet

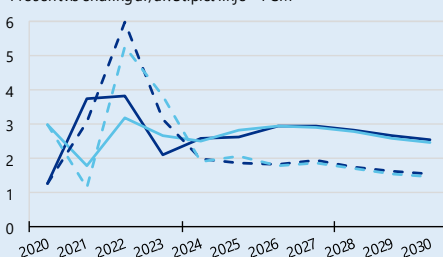
Prosent. Stiplet linje = PCM



Kilde: Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 2/2023

Konsumpriser

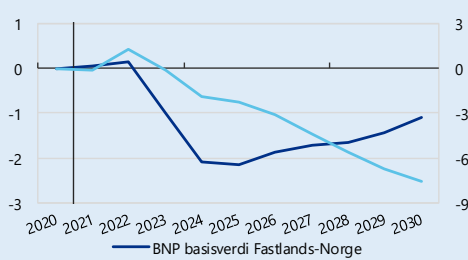
Prosentvis endring år/år. Stiplet linje = PCM



Kilde: Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 2/2023

PCM i forhold til lønnsomhet

Prosentvis avvik fra lønnsomhetsscenario



Kilde: Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 2/2023

Høyere prisvekst (og volatilitet i priser) og økt arbeidsledighet i Phillips-scenarioet, reduserer husholdningenes disponible inntekt mer enn når industrien tar hensyn til lønnsevnene i lønnsdannelsen. Husholdningenes disponible inntekt blir lavere både fordi prisveksten er høyere og fordi etterspørselen etter arbeidskraft blir lavere. Husholdningenes disponible inntekt er viktig for aktivitetsutviklingen, siden husholdningenes konsum utgjør om lag 50 prosent av samlet verdiskaping. Lavere konsum gir først og fremst mindre tjenesteproduksjon, men annen vareproduksjon og industriproduksjonen går også ned i Phillips-scenario sammenlignet med lønnsevnescenarioet. Den gjennomgående lavere aktiviteten trekker dermed ned sysselsettingsandelene og mengden innenlandsk arbeidskraft tilgjengelig blir lavere i Phillips-scenario.

Litteraturliste

- Brubakk, L. (2018). The Phillips curve and beyond - Why has wage growth been so low ?, (10).
Brubakk, L., & Hagelund, K. (2022). Frontfagets betydning for lønnsdannelsen i private tjenestnæringer. *Staff Memo Norges-Bank*, (5).
Johansen, K. (1995). Norwegian Wage Curves. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 57(2), 229–247. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.1995.mp57002005.x>
Nymoen, R. (2017). Between Institutions and Global Forces: Norwegian Wage Formation Since Industrialisation. *Econometrics*, 5(1), 1–54.

Digitalisering og produktivitetsvekst

Teknologisk innovasjon har vært en viktig drivkraft for å redusere produksjonskostnader og øke produktiviteten i økonomien. Økt produktivitet kan realiseres gjennom ulike tiltak, inkludert investeringer i ny teknologi, forbedrede arbeidsmetoder og mer effektiv organisering av produksjonen. Effektivisering og automatisering av prosesser muliggjør lavere enhetskostnader. Kostnadsreduksjonene kan bidra til lavere priser for varer og tjenester, og dermed skape et nedadgående prispress over tid. Samtidig krever innovasjon ressurser, i form utvikling og kjøp av maskiner og programvare, samt utdanning og omskolering.

Norge har gjennom hele etterkrigstiden vært en blandingsøkonomi, der offentlig og markedsdrevet produksjon eksisterer side ved side. Markedsøkonomien er basert på at private selskaper konkurrerer om sine kunder, uansett om de er private eller offentlige, nasjonale eller internasjonale. Konkurransen fungerer som en katalysator og presser bedriftene til å finne smartere måter å produsere på og utvikle nye produkter. Flere leverandører forhindrer at selskaper kan kreve urimelige priser for sine varer og tjenester. Konkurransen bidrar også til omstilling ved at nye selskaper dukker opp og eksisterende selskaper må endre sin strategi for å overleve. Markedsøkonomien er dermed en viktig drivkraft for å opprettholde produktivitetsveksten.

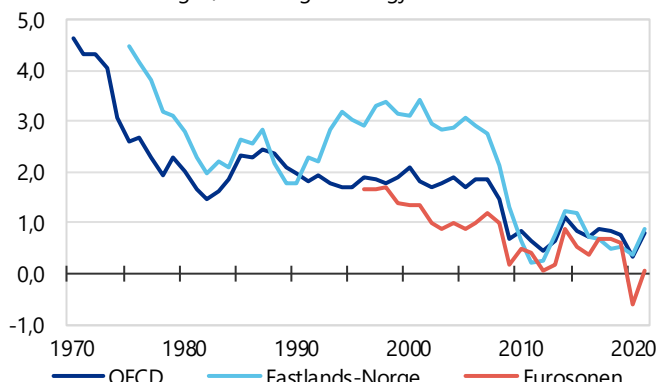
Økt produktivitet kan oppnås ikke bare ved å forbedre eksisterende produkter og prosesser, men også gjennom utvikling av nye produkter som tidligere ikke eksisterte. Dersom den genererte merverdien av disse nye produktene er høyere enn for produktene de erstatter, bidrar også dette til en form for produktivtetsgevinst. Eksempler på slike produkter er smarttelefoner og nettbrett, som ikke bare brukes til kommunikasjon, men også til underholdning. Disse produktene kan til dels erstatte eksempelvis både TV-apparater, aviser, bøker, blader og spillkonsoller. Selv om elektronikk kan ha høy produksjonskostnad, tilfører de likevel en desto større merverdi til forbruker, og som dermed er villig til å betale en høyere pris for disse varene. I tillegg frigjøres det ressurser i økonomien fra produksjon av produktene som blir erstattet.

Dersom produktivitetsvekst medfører en økning i produksjon og et større tilbud av varer og tjenester vil det kunne virke prisdempende. Det kan skje når det foreligger et overskudd av varer og tjenester i

forhold til etterspørselen, og produsentene dermed tvinges til å senke prisene for å omsette sine produkter. Lavere priser bidrar dermed til lavere inflasjon. På den annen side kan vil høyere lokal produktivitet i produksjonen av varer som omsettes på verdensmarkedet ikke nødvendigvis resultere i lavere priser, men vil i stedet gi høyere inntekter for produsentene av disse varene. Det kan resultere i høyere lønnskrav fra arbeidstakere. Derfor vil ikke økt produktivitet nødvendigvis resultere i lavere priser for forbrukerne, men kan i stedet bidra til å øke velstanden gjennom høyere produksjonsnivå i økonomien i tillegg til økte inntekter for både arbeidere og bedriftseiere. Videre vil høyere lønn i sektorer som produserer konkurranseutsatte varer gi økt lønnsvekst også i næringer som ikke er konkurranseutsatte, enten direkte som følge av konkurranse om arbeidskraften, men også når lønnsdannelsen virker som i Norge. Det vil i tur gi økt prispress i ikke-konkurranseutsatte næringer, som omtalt avslutningsvis i kapittel om globalisering.

OECD: Arbeidskraftsproduktivitet*

Prosentvis endring år/år. 5 års glidende gjennomsnitt



*BNP dividert med antall utførte timeverk, også kjent som timeverksproduktivitet.
Kilde: Refinitiv Datastream / OECD Economic Outlook / Statistisk sentralbyrå / NHO

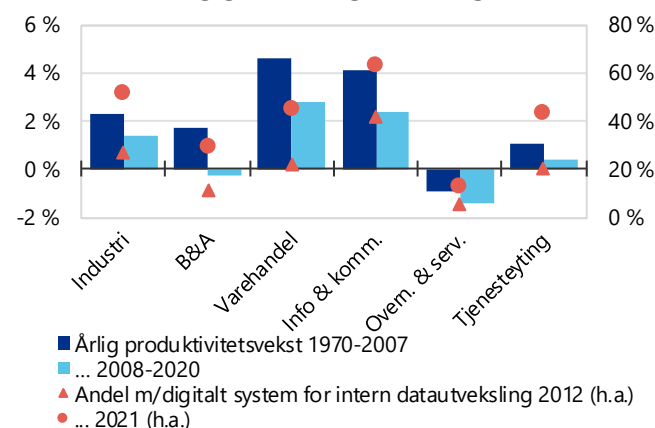
Til tross for kontinuerlig teknologiutvikling, har produktivitetsveksten vist en nedadgående trend i vestlige land de siste femti årene, jf. figuren over. Det er flere forhold som kan forklare utviklingen. For det første skyldes den høye produktivitetsveksten vi har bak oss kvinnes inntog i arbeidsmarkedet. Dette er en engangsgevinst. For det andre kan det være at de økonomiske fordelene fra teknologiske innovasjoner raskt blir uttømt, selv om de resulterer i varige og merkbare endringer i samfunnet. For det tredje kan investeringsprosjekter med størst gevinst allerede ha blitt gjennomført, og at nye prosjekter ikke tilfører like stor gevinst som tidligere prosjekter. For det fjerde har mulighetene for spe-

sialisering på tvers av land gradvis blitt mindre, etter hvert som globaliseringen går saktere, og i det siste tiåret stagnert. For det femte kan den beskjedne produktivitetsveksten etter finanskrisen i 2007–2008 tilskrives en langsom gjeninnhenting som følge av lav etterspørsel i mange økonomier.

Digitalisering som drivkraft for økt produktivitet

Digitalisering og teknologisk innovasjon har vært viktige drivkrefter for å redusere produksjonskostnader og øke produktiviteten. Telekommunikasjon er ett eksempel på hvordan teknologiske fremskritt har medført betydelige kostnadsreduksjoner i store deler av økonomien. Utviklingen av internett og digital kommunikasjon har gitt brukere av teknologien mulighet til å redusere kostnader knyttet til forretningsreiser og gevinster gjennom raskere og mer effektiv kommunikasjon gjennom telefonsamtaler, SMS og datatrafikk. Det løfter produktivitetsnivået i hele økonomien. Et annet eksempel er dataindustrien. Utvikling av stadig raskere datamaskiner og programmer for nye bruksområder har ikke bare løftet produktiviteten i alle næringer, men også skapt nye produkter som blir etterspurt av forbrukerne.

Produktivitet og grad av digitalisering



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Digitalisering er en faktor som kan bidra til økt produktivitet og potensielt lavere prispres også fremover. I historisk sammenheng er dataindustrien ung og potensialet for nye innovasjoner er fortsatt. Kunstig intelligens (AI) er ett aspekt av digitalisering og teknologisk innovasjon som vil kunne øke produktiviteten fremover. AI-systemer og maskinlæring kan bidra til økt produktivitet og effektivitet ved å automatisere komplekse oppgaver, forbedre

beslutningstaking og optimere ressursbruk. Eksempler på AI-applikasjoner inkluderer dataanalyse, prognoser, automatisert kundeservice og forbedret produksjonskontroll. Disse innovasjonene kan redusere kostnader og øke produktiviteten. Det kan lede til lavere priser og redusert inflasjon. Samtidig kan AI også påvirke arbeidsmarkedet ved å endre etterspørselen etter arbeidskraft og ferdigheter, og dermed ha en innvirkning på lønnsvekst og inflasjonspress.

Det varierer mellom næringer hvor stort potensiale for produktivitsvekst gjennom digitalisering er. For eksempel har overnattings- og serveringsbransjen hatt en lav produktivitsvekst de siste femti årene sammenlignet med andre næringer. En årsak til dette kan være at næringen i stor grad er arbeidsintensiv, som begrenser mulighetene for automatisering og effektivisering. Figuren over illustrerer at det eksempelvis er en korrelasjon mellom næringer hvor en har hatt mulighet for å ta i bruk nye digitale systemer, og graden av produktivitsvekst.

Konkurranse

Graden av konkurranse i et marked henger tett sammen med konsentrasjonen i et marked. Markeds-konsentrasjonen sier noe om antall tilbydere i et marked og deres relative størrelser. I markeder med høy konkurranse, dvs. lav konsentrasjon, vil bedriftene ikke ha mulighet til å sette prisen høyere enn konkurrentene ettersom den da vil miste markedsandeler. Derfor vil et marked med stor priskonkurranse være kjennetegnet av lave prispåslag og marginer. I markeder med få bedrifter, dvs. høy konsentrasjon, vil det være lite- eller ingen konkurranse. I slike tilfeller vil bedriftene kunne ha store prispåslag. Det vil drive markedsprisene opp. I hvilken grad bedriften vil kunne øke prisen uten å miste markedsandeler sier noe om markedsmakten til bedriften. De fleste markeder ligger et sted mellom ytterpunktene fullkommen konkurranse og monopol.

Graden av konkurranse har med andre ord konsekvenser for inflasjonen.¹⁴ Dersom konkurransen blir mindre (større) i årene fremover vil det isolert sett bidra til at inflasjonen blir høyere (lavere). De siste tiårene har graden av markedspekt økt betydelig, ifølge IMF. Eksempelvis har prispåslagene økt drøyt 35 prosent siden 1980.¹⁵ Andre studier peker på at

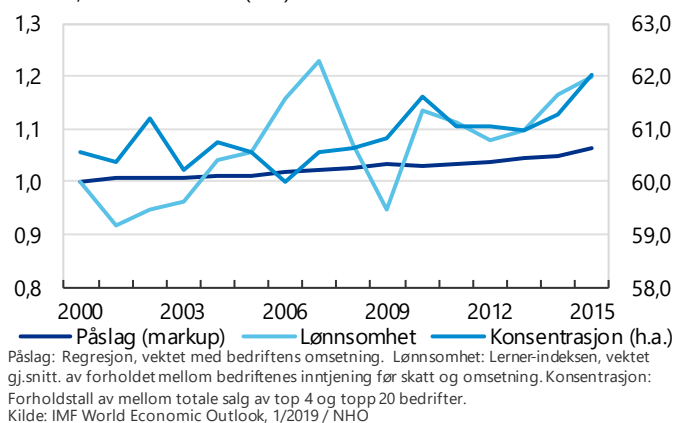
¹⁴ Se også temadel i Økonomisk overblikk 4/21 for ytterligere drøfting av konsekvensene av økt markedspekt.

¹⁵ Rising Corporate Market Power: Emerging Policy Issues (2021). IMF Staff Discussion Note, SDN/21/01.

det har vært en moderat økning i markedspekt en-ten man ser på påslag, lønnsomhet eller konsentra-sjon, jf. figuren under. Den økte konsentrasjonen er særlig stor i rike land, og særlig innenfor teknologi-sektoren og farmasøytisk industri. Bak utviklingene ligger flere forhold. F.eks. har teknologiske frem-skritt og globalisering ført til fremveksten av multi-nasjonale selskaper som har innrettet produksjonen sin i globale verdikjeder. Det har gjort dem i stand til å produsere i lavkostland og selge i høyinntekts-land. Samtidig har digitaliseringen gjort at stadig mer av aktiviteten skjer "i skyen." Det har gitt be-driftene tilgang på data og kan ha bidratt til mer presis markedsføring og produkt differensiering.

Markedspekt

Indeks, 1=2000. Prosent (h.a.)



Disse faktorene vil også påvirke konkurransen i årene fremover. Geopolitisk fragmentering og økt proteksjonisme vil kunne bety at det blir mindre integrasjon og internasjonal handelen. Det vil innebære at markedene blir mindre og med færre aktører. Mindre konkurranse vil derfor øke markeds-konsentrasjonen, og gi gjenværende aktører større markedspekt. Det vil kunne løfte prisveksten, alt annet like.

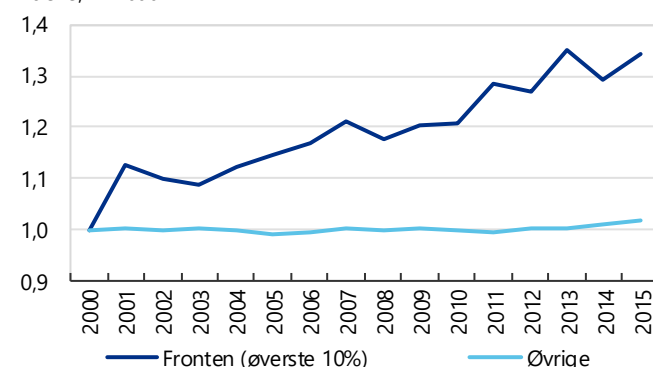
I tillegg vil økt digitalisering kunne forsterke nett-verkseffekter og stordriftsfordelene i økonomien. Nettverkseffekter innebærer at nytten av et produkt øker med antallet brukere. Innen markeder for sosiale medier, søkemotorer, leveringstjenester m.fl. er slike nettverkseffekter allerede godt synlig. Eksempelvis vil det sosiale mediet som de fleste benytter være mer attraktivt å bruke enn et som har få brukere, nesten uavhengig av øvrige forskjeller i kvalitet

¹⁶ The Rise of Corporate Market Power and its Macroeconomic Effects (2019), IMF, World Economic Outlook, Chapter 2.

mellom tjenestene. Dette kan gi noen få og store aktører innenfor ulike markeder. Når stadig mer av aktiviteten skjer "i skyen" og tilgangen og omfanget av data om brukere blir mer tilgjengelig vil også bedriftene kunne gjøre produkt differensiering og markedsføring mer effektiv. Det vil i sin tur gjøre bedriftene i stand til å øke sine prispåslag. Samtidig er det i mange tilfeller et stort spenn mellom bedriftene i front og øvrige bedrifter når det kommer til evnen til å kunne øke marginene. De 10 prosent av bedriftene som har de største prispåslagene økte sine påslag med mer enn 30 prosent, målt som et vektet gjennomsnitt. Til sammenligning økte prispåslagene for de øvrige 90 prosent av bedriftene med 2 prosent. Det er med andre ord en liten andel av bedriftene som står for den største økningen i markedspekt, jf. figuren under.¹⁶

Markedspekt: Utvikling i prispåslag

Indeks, 1=2000



*De 10 prosent av bedriftene som har størst påslag. Øvrige er de øvrige 90 prosent av bedriftene.
Kilde: IMF World Economic Outlook, 1/2019 / NHO

En av grunnene til at det er slik kan skyldes at det er et stort spenn i produktiviteten mellom teknologilederne og de øvrige bedriftene. I informasjons- og kommunikasjonsbransjen er produktivitetsspennet særlig stort mellom teknologilederne og øvrige selskaper. Det skyldes blant annet at sektoren er kjennetegnet ved høye oppstartskostnader og lave driftsutgifter når investeringen først er gjennomført (for eksempel når programvarekoden først er skrevet). Det gir opphav for storskaladrift. Selskapene som er i front vil også lettere kunne videreutvikle seg gjennom god informasjonstilgang, tilgang på kapital og patenter. Det vil kunne øke markedspekt hos teknologilederne.¹⁷ På den annen side kan digitalisering

¹⁷ Andrews, D., C. Criscuolo og P. Gal (2016) "The best vs the rest: the global productivity slowdown, divergence across firms and the role of public policy". OECD Productivity Working Papers, 5/2016, OECD Publishing, Paris.

og nye innovasjoner også bidra til å redusere etableringshindre. Mer digitalisering kan i noen tilfeller bety at det ikke trengs mye og fysisk infrastruktur som fordrer store investerings- og oppstartskostnader i utviklingen av nye produkter. Eksempelvis vil en ny app kunne være billig og utvikle og raskt kunne ta markedsandeler. Det vil kunne øke konkurransen og bidra til å redusere prisene.

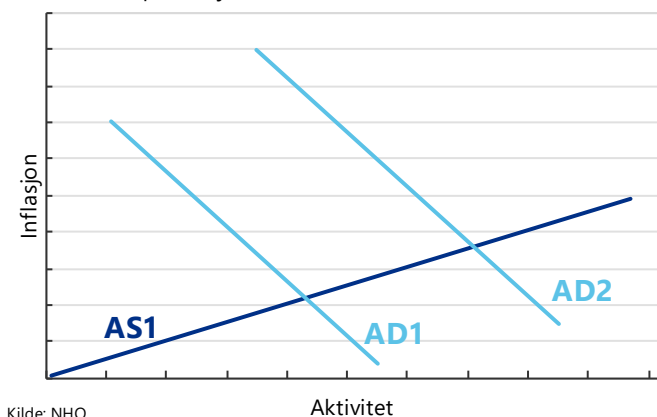
Når markedet konsentreres rundt færre aktører, som i tillegg kan produsere, produkt differensiere og markedsføre mer effektivt, vil mulighetsrommet for å øke prispåslaget bli større. Økte prispåslag innebærer at inflasjonen stiger.

Betydning for inflasjon og pengepolitikken

De strukturelle driverne påvirker økonomien på ulike, og i mange tilfeller uoverskuelige, måter. I tillegg inntreffer de ikke i isolasjon, men skjer i kombinasjon med hverandre. Det kan både forsterke og motvirke effektene på inflasjonen. Innenfor rammeverket som ble etablert i boks om dagens inflasjon forklart ved AD-AS-modellen, kan de ulike trendene tolkes som skift i tilbuds- eller etterspørselssiden i økonomien. Eksempelvis kan eldrebølgen leses som et positivt etterspørselssjokk dersom stadig flere pensjonister øker forbruket (særlig etter tjenester). Det vil isolert sett bidra til å øke inflasjonen innenfor modellrammeverket, jf. figuren under. Tilsvarende kan investeringsoppsvinget som må til for å realisere det grønne skiftet kunne tolkes som et positivt etterspørselssjokk. I den nye likevekten, som er der AD og AS-kurvene møtes, er både aktivitetsnivået og inflasjon høyere enn i den tidligere likevekten.

AS-AD: Demografisk motvind

Positivt etterspørselssjokk

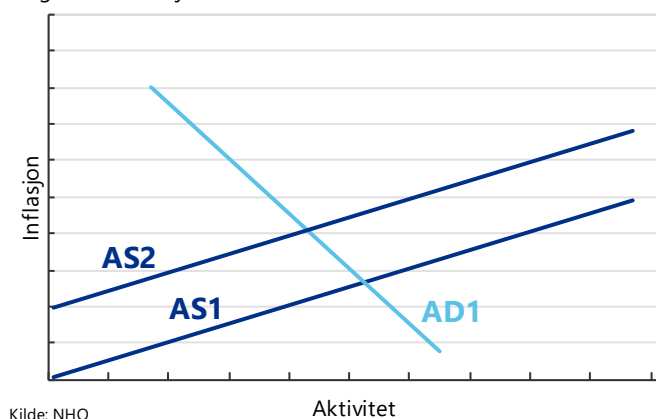


Det er imidlertid ikke gitt at eldrebølgen vil gi et positivt etterspørselssjokk. I gjennomsnitt har personer som er over 67 år gamle lavere forbruk enn yngre personer, ifølge SSBs siste forbruksundersøkelse. Samlet effekt vil avhenge av både husholdningenes forbruksadferd, og også deres mulighet til å spare nok gjennom livsløpet til å opprettholde og eventuelt øke forbruket i pensjonisttilværelsen. Dersom eldrebølgen i stedet fører til redusert etterspørsel, vil effekten på inflasjon og aktivitet være motsatt av det som er skissert ovenfor.

Videre vil geopolitisk fragmentering kunne bety at tilbudssiden skifter innover. Kostnadssjokket i forbindelse med Russlands krig i Ukraina og stengte russiske gasskraner er et eksempel på hvordan produksjonssiden vil kunne påvirkes av økende fragmentering. Handelskrig og proteksjonisme vil på samme måte kunne redusere produksjonskapasiteten i økonomien. Disse sjokkene vil isolert sett løfte inflasjonen, jf. figuren under. Samtidig vil mindre handel også redusere etterspørselen i økonomien. Det skyldes en mindre effektiv allokering av ressursene som vil gjøre inntektsgrunnlaget mindre. Når både tilbuds- og etterspørselssiden skifter innover blir effekten på inflasjon uvisst. Utfallet på produksjon og inflasjon vil i slike tilfeller avhenge av størrelsesorden på sjokkene og utformingen av tilbuds- og etterspørselskurvene i økonomien.

AS-AD: Geopolitisk fragmentering

Negativt tilbudssjokk



Rammeverket sier ingenting noe om hvordan dynamikken fra én likevekt til en annen utarter seg. I realiteten kan det skje gradvis eller brått. Det vil også kunne ha betydning for inflasjonsutviklingen. Særlig kan det tenkes at den internasjonale fragmenteringen og den grønne omstillingen kan innebære brå og plutselige utslag i økonomien. Det kan gjøre at

prisene vil kunne svinge mer enn tidligere. Økt volatilitet i prisene vil gi mindre forutsigbarhet for husholdninger og bedrifter som kan endre sin atferd og sine forventninger som resultat.

Oljeprissjokkene på 1970-tallet er et eksempel på hvordan geopolitisk uro bidro til økt inflasjon og volatilitet. Den gang mistet økonomien sitt nominelle ankerfeste og inflasjonsforventningene mistet sin forankring. Det var i seg selv en grunn til at 1970- og 80-tallet var preget av høy og volatil inflasjon. Med etableringen av inflasjonsmålet som det operative målet for pengepolitikken fra 1990-tallet av har sentralbankene bidratt til å sikre lav og stabil inflasjon. Det har gitt dem troverdighet i inflasjonsbekjempelsen. Samtidig har det sikret stabile rammebetingelser for aktørene i økonomien og støttet opp under aktiviteten.

De strukturelle trendene kan ha betydning for innretningen av pengepolitikken fremover. Flere peker på at sentralbankene skal legge større vekt på andre økonomiske størrelser enn inflasjon i sin rentesetting, deriblant sysselsetting, aktivitet, valutakurs, finansiell stabilitet mv. Det er imidlertid hensiktsmessig å gå varsomt frem når flere i dag snakker om å endre mandatet til sentralbanken. Jo flere mål sentralbanken har, jo mindre effektiv blir utøvelsen så lenge pengepolitikken kun har ett hovedinstrument den kan påvirke disse med, nemlig renten. Et verktøy og flere mål kan med andre ord gi mindre effektiv måloppnåelse og transparens. Det kan bidra til at sentralbanken mister kontroll på inflasjonen med de kostnader det har for økonomien. Hardt opparbeidet troverdighet gjennom de siste tiårene kan fort gå tapt. Gjennom å sikre prisstabilitet i økonomien kan sentralbankene fjerne én kilde til uforutsigbarhet i en verden som preges av økende ustabilitet.