

Økonomisk overblikk

1/2023

Utsikter
2023-2025

Tema:
Torvik-utvalget frikjenner fritaksmetoden

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 Norsk økonomi.....	11
2.1 Svakere konsumvekst fremover.....	11
2.2 Lavere boligpriser i år.....	12
2.3 Høyere næringsinvesteringer i år	13
2.4 Oppgang i oljeinvesteringene	14
2.5 Eksporten dempes av lavere vekst ute.....	15
2.6 Budsjettpolitikken	16
2.7 Rentetopp på 3¾ prosent.....	18
2.8 Aktivitetsveksten bremses opp	20
2.9 Høy etterspørsel etter arbeidskraft.....	21
3 Temadel: Torvik-utvalget frikjenner fritaksmetoden 27	
3.1 Innledning og oppsummering	27
3.2 Beskrivelse av modellene.....	28
3.3 Skatteutsettelse/latent skatt.....	31
3.4 Utvalgets forslag	35

Sammendrag

Siden vi ferdigstilte vår forrige rapport i midten av desember har makrobildet samlet sett blitt noe lysere. Dermed jekker vi i denne rapporten opp vekstanslagene både for norsk og internasjonal økonomi. Mens vi i desember anslo nullvekst hos Norges handelspartnere i år og en økning på snaut 1 prosent i BNP for Fastlands-Norge, ligger anslagene nå omtrent 1/2 prosentenheter høyere. Til gjengjeld tror vi at veksten både ute og hjemme vil bli noe lavere enn før antatt i de to neste årene.

Oppjusteringen avspeiler i første rekke at aktiviteten holdt seg bedre oppe mot slutten av fjoråret og inn i dette året enn vi så for oss for tre måneder siden. I Norge vokste aktiviteten med over 3 prosent årlig rate i fjerde kvartal, langt over normal marsjfart. Ved utgangen av februar var fortsatt bare halvannen prosent av arbeidsstyrken registrert som helt ledige. Antall ubesatte stillinger har økt videre, og er nå det høyeste på minst tolv år.

Den viktigste årsaken til at utviklingen har vært bedre enn ventet er at situasjonen i energimarkedene har bedret seg vesentlig. I fjor høst lå den europeiske gassprisen på det meste godt over EUR 300 per MWh, og strømprisen på det dobbelte av dette. Nå er prisene rundt sjettedelen. Fremtidsprisene er redusert tilsvarende. I fjor høst var det en berettiget frykt for at Europa ville måtte ty til energirasjonering på sen vinteren, nå tyder rekordfulle gasslagre for sesongen på at så ikke vil skje. Bakom ligger redusert energibruk, vridning mot alternative tilbydere - både eget kull og importert LNG - og en god porsjon flaks, i form av usedvanlig varmt vintervær.

Over det siste året har dessuten flaskehalsproblemer i de globale forsyningskjedene mer eller mindre forsvunnet. Verdensmarkedspriser på råvarer, energi og frakt har kommet ned. Dette gir håp om at inflasjonstoppen og dermed rentetoppen ikke er så langt unna. Samtidig er dette en balansegang på en knivsegg. Selv om prissjokket i råvare- og energimarkedene utvilsomt startet med flaskehals i forsyningskjedene og ble forsterket av sanksjonene etter Russlands angrep på Ukraina, fikk dette gjennomslag til den generelle prisveksten også takket være høy etterspørsel og lite ledig kapasitet i de modne økonomiene. Fortsatt er arbeidsmarkedene svært stramme, med høy andel sysselsatte og lav ledighet i mange land. I kombinasjon med høy prisvekst peker dette mot høye lønnskrav. OECD anslår

en lønnskostnadsvekst hos Norges handelspartnere på 5,4 prosent i år, som i neste omgang løfter bedriftenes kostnader tilsvarende. For å opprettholde sine marginer kan bedriftene da måtte øke sine salgspriser ytterligere. Sammen med økte inflasjonsforventninger peker dette mot at prisstigningen ikke kommer ned like raskt som tidligere antatt. Da kan det fordres hardere lut for å få prisveksten ned.

Budskapet fra sentralbankene er i så måte krystallklart: Renten må settes slik at prisveksten bringes ned mot målet på 2 prosent. For et drøyt år siden lå pengemarkedsrenten hos Norges handelspartnere under null, nå er den oppe i 3 1/2 prosent, og signaler og markedsprising peker mot at det kan gjenstå omkring 3/4 prosentenheter før toppen eventuelt er nådd. Dersom farten og kapasitetsutnyttningen holder seg oppe, øker faren for at inflasjonen bruker lengre tid på å komme ned. Gode nyheter nå, kan derfor bety dårligere siden.

Selv om ting tilsynelatende er i bedring, er fortsatt stemningen i våre medlemsbedrifter usedvanlig svak. Lavere strømpriser har bidratt til noe bedring de siste månedene, men i første kvartal er det fortsatt en solid overvekt av bedrifter som venter svakere markeder, dårligere inntjening, lavere investeringer og færre ansatte de neste seks månedene. Spriket mellom bedriftenes forventninger på den ene siden, og den faktiske utviklingen og våre og andres anslag er stort. Faren for en svakere utvikling er således betydelig. Den viktigste risikofaktoren synes å være veien videre for inflasjonen og rentene, men også utviklingen i energimarkedene fremover.

Temadelen er denne gangen viet **fritaksmetoden**, som også er et av temaene i Torvik-utvalgets rapport (NOU 2022: 20 Et helhetlig skattesystem). Metoden har de senere årene blitt kritisert fra flere hold. Det har blant annet blitt hevdet at den virker som en "sparebøsse for de rike," ved at den gjør det lønnsomt for aksjonærene å holde tilbake overskudd i selskapene og dermed utsette den personlige eierskatten. Utvalget tilbakeviser mye av kritikken mot fritaksmetoden og går enstemmig inn for å beholde prinsippet om at utbytte mellom selskaper ikke skal skattlegges og at skatteplikten først oppstår når utbytte eller gevinst tilfaller de personlige aksjonærene. I temadelen ser vi nærmere på utvalgets vurderinger og forslag knyttet til utsettelse av skatt gjennom tilbakeholdte overskudd.

Prognoser

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

1) Anslag fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), "Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2023", foreløpig rapport.

Redaksjonen ble avsluttet 6.3.2023

1 Internasjonal økonomi

Marsjarten i global økonomi avtok gjennom 2022 i møte med energi-, inflasjons- og rentesjokk. Sanksjonene som fulgte i kjølvannet av Russlands angrepskrig i Ukraina skapte ubalanser i energimarkedene og resulterte i høye energipriser, særlig i Europa. Det fyrte opp under prisveksten som allerede hadde begynt å tilta som følge av flaskehals og vareknapphet i kjølvannet av pandemien. For høy inflasjon bidro til at sentralbankene hevet rentene raskt fra rekordlave nivåer. Inflasjons- og renteoppgangen resulterte i et kostnadssjokk for bedriftene. Det reduserte lønnsomhet og investeringer. Husholdningene fikk redusert kjøpekraft, som tynget forbruket. Attpåtil var det i Europa frykt for energimangel som følge av reduserte gassforsyninger fra Russland.

Tabell: BNP-anslag

	Andel	Prosentvis endring år/år			
	2022	2022	2023	2024	2025
Verden	100,0	3,4	2,7	3,0	3,2
Industrieland	41,8	2,7	0,9	1,2	1,7
USA	15,5	2,1	1,1	0,8	1,8
Eurosonen	12,0	3,5	0,4	1,0	1,5
Tyskland	3,3	1,8	-0,1	1,4	1,5
Frankrike	2,3	2,6	0,4	1,2	1,4
Italia	1,9	3,7	0,4	1,0	1,1
Spania	1,4	5,5	1,2	1,9	2,2
Storbritannia	2,3	4,0	-0,7	1,0	1,3
Sverige	0,4	2,6	-0,5	1,2	1,6
Danmark	0,3	3,6	0,2	1,5	1,8
Japan	3,8	1,5	1,1	1,1	0,9
Vekstøkonomier	58,2	3,9	3,9	4,3	4,2
Kina	18,6	3,0	5,1	4,9	4,2
India	7,2	6,9	5,7	6,5	6,8
Russland	2,9	-3,1	-2,6	1,2	1,0
Brasil	2,3	2,9	1,0	1,8	2,0
Handelspartnere*		3,2	0,5	1,4	1,4

*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.

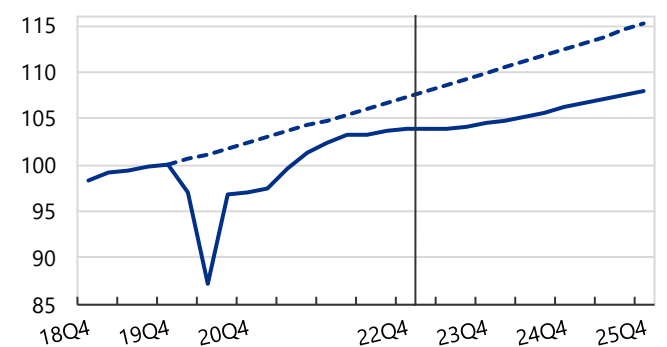
Kilde: Refinitiv Datastream / IMF WEO / Consensus Economics / NHO

De siste månedene har utsiktene blitt noe lysere. Mildvær i Europa har redusert energiforbruket. Rekordfulle gasslagre for årstiden har avblåst energikrisen denne vinteren, og gjør også Europa bedre rustet inn mot neste vinter. Energiprisene har derfor falt betydelig siden forrige *Økonomisk overblikk*. Mens prisen på europeisk gass i desember var omkring EUR 140 per MWh, er prisene i slutten av februar EUR 50 per MWh. Fremtidsprisene er redusert tilsvarende. På tross av nedgangen ligger gassprisen de neste årene likevel drøyt dobbelt så høyt som i perioden 2010–2019. Det illustrerer at et nytt

energilandskap har tatt form, der Europa vil gjøre seg uavhengig av russisk energi som ventelig innebærer høyere priser enn før. Lavere energipriser har redusert kostnadene til bedriftene og bidratt til å holde aktiviteten oppe. Samtidig har flaskehalsutfordringene i de globale forsyningskjedene lettet. Det har resultert i oppsving i europeisk bilproduksjon, og delvis oppveid aktivitetsnedgangen i energiintensive næringer. I tillegg har Kina forlatt sin nulltoleranselinje mot koronavirus. Fjerning av smitteverntiltak vil stimulere aktiviteten i verdens nest største økonomi i år.

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 1/2023

At aktivitetsveksten har holdt seg bedre oppe enn ventet har også bidratt til at arbeidsmarkedene har forblitt stramme. Ledigheten er fortsatt nær rekordlave nivåer i majoriteten av OECD-landene. Antallet ubesatte stillinger er også godt over normalnivåer. Det reflekterer at etterspørselen etter arbeidskraft ikke har ebbet ut. Stor konkurranse om arbeidskraften har løftet lønnsveksten. I USA og Storbritannia har lønnsveksten allerede steget mye, mens den i Europa for øvrig forventes å øke fremover, ifølge anslag fra OECD. Tiltakende lønnsvekst kan bidra til at inflasjonen kan få feste på et høyere nivå enn tidligere ved at bedriftene velter økte lønnskostnader over i utsalgsprisene, som igjen bidrar til at lønnstakerne øker sine lønnskrav. For høy inflasjon, høyere aktivitetsvekst enn ventet og stramme arbeidsmarkeder har løftet renteforventningene siden desember. I tillegg ventes styringsrentene å måtte forbli høyere lenger for å hindre at prisveksten stabiliserer seg på et for høyt nivå. Høyere renter lenger vil dempe aktivitetsveksten fremover ved å tynge forbruk og investeringer. Særlig utsatt er økonomier med høy

gjeldsgrad og stort innslag av flytende renteavtaler, slik som f.eks. Sverige.

De økonomiske utsiktene for våre handelspartnere er lysere enn i høst. Heller enn tilbakeslag ventes en periode med lavvekst. Varig høyere energipriser i Europa vil isolert sett svekke konkurranseevnen for den eksportorienterte europeiske økonomien. I tillegg ventes de høyere rentene etter hvert å gi flere kontraktive impulser på økonomiene ved å tynge forbruk og investeringer. Norges handelspartnere vokste $3\frac{1}{4}$ prosent i fjor. Nå anslås økonomiene å vokse $\frac{1}{2}$ prosent i 2023 og om lag $1\frac{1}{2}$ prosent i 2024 og 2025. Den beskjedne veksten vil gi svake etterspørselsimpulser mot norsk eksport i år.

Anslagene er usikre. Særlig knytter usikkerheten seg til inflasjonsutviklingen fremover. Dersom prisveksten skulle bli lavere enn ventet vil sentralbankene handlingsrom kunne senke styringsrentene tidligere. Det vil kunne bidra til at aktivitetsveksten blir høyere enn anslått. På den annen side er det også en risiko for at inflasjonen kan bli høyere. Det vil kunne tvinge frem en enda kraftigere renterespons fra sentralbankene med tilhørende negative effekter på aktiviteten. I tillegg er det usikkerhet om rentens effekt på økonomien. Styringsrenten er i flere land på sitt høyeste nivå siden finanskrisen. I mange land har dessuten gjeldsgraden økt for husholdninger, bedrifter og stater de siste årene. Samtidig har de geopolitiske motsetningene tiltatt. Krigen i Ukraina kan eskalere og påføre nye sjokk til verdens råvaremarkeder. Stormaktrivaliseringen mellom USA og Kina kan også tilta ytterligere. Det vil kunne ha store og uoverskuelige økonomiske konsekvenser, eksempelvis for internasjonal handel og aktivitet.

1.1 USA

Amerikansk BNP vokste med 2,1 prosent i fjor. Fra tredje til fjerde kvartal var veksten på 2,7 prosent, målt som årlig rate. Oppgangen var bredt basert. Økte investeringer og nettoeksport, så vel som økt offentlig etterspørsel bidro alle til oppgangen i fjerde kvartal. Imidlertid er den viktigste driveren fortsatt det private forbruket. Fra tredje til fjerde kvartal var forbruksveksten om lag $1\frac{1}{2}$ prosent, særlig drevet av høyere tjenesteforbruk. Utviklingen er en indikasjon på at den private etterspørselen fortsatt er sterk og samtidig at forbruket etter pandemien fortsetter å vri seg tilbake mot tjenester.

På tross av frisk aktivitetsvekst går deler av økonomien tråere. Særlig er aktiviteten i boligmarkedet laber. Boligsalget går tregt. Salget av bruktboliger var i desember det laveste siden 2010. Lavere etterspørsel har bidratt til at boligprisene har falt siden i sommer, ifølge Case-Shillers boligprisindeks. Også igangsettingen av nye boliger er laber. Etter at boliginvesteringene økte betydelig under pandemien har investeringstakten stupt det siste halvannet året. Etter en oppgang på 11 prosent i 2021, falt boliginvesteringene 11 prosent i 2022. Historisk har nedgang i boliginvesteringene gått forut for resesjoner i amerikansk økonomi. Avkjølingen i boligmarkedet handler dels om at aktiviteten normaliserer seg etter å ha vært svært høy under pandemien, dels at etterspørselen avtar som følge av høyere renter. Samtidig peker også andre ledende indikatorer i retning av svakere aktivitetsvekst fremover. Ordreinngangen til industrien har falt siden i høst, ifølge ISMs innkjøpssjefindeks. Undersøkelser gjort av sentralbankens eget nettverk av industribedrifter viser samme utvikling. Det peker i retning av at industribedriftene får mindre å gjøre fremover. Lavere marsjant på vareproduksjonssiden i økonomien betyr at aktiviteten i større grad må holdes oppe av tjenestesektoren og -konsumet fremover. Men også her er det faktorer som taler for avmatning, bl.a. svakere real-lønnsutvikling som følge av høy inflasjon.

Etter å ha avtatt siden i fjor sommer var inflasjonen i januar 6,4 prosent år/år, målt ved konsumprisindeksen. Den underliggende inflasjonen, dvs. prisveksten utenom energi- og matvarer, var i januar 5,6 prosent år/år. Kjerneinflasjonen har siden desember 2021 ligget mellom $5\frac{1}{2}$ – $6\frac{1}{2}$ prosent. Mens det tidligere var økte varepriser som løftet kjerneinflasjonen, er det nå tjenestepriene som driver oppgangen. Et stramt arbeidsmarked der bedriftene kappes om arbeidskraften har økt lønnsveksten. For mange bedrifter, særlig i tjenestesektoren, utgjør lønnskostnader brorparten av kostnadene, og når bedriftenes (lønns)kostnader øker, vil deler av dette veltes over i salgsprisene. Det kan bidra til at lønnsprisspiraler får feste i økonomien.

Høy inflasjon er grunnen til at sentralbanken i løpet av det siste året har hevet rentene fra $0\frac{1}{4}$ til $4\frac{1}{2}$ – $4\frac{3}{4}$ prosent. Rentetoppen synes nå å nærme seg. Men mens vi tidligere ventet at styringsrenten ville toppe ut på 5 prosent, tror vi nå at rentetoppen blir $5\frac{1}{4}$ – $5\frac{1}{2}$ prosent. Høyere aktivitetsvekst og et strammere arbeidsmarked enn ventet, samt utsikter

til høy inflasjon lenger ligger bak den oppjusterte rentebanen.

Økonomien synes enn så lenge å håndtere de høyere rentene nokså godt. Det er flere grunner til det. For det første har gjeldsbelastningen til amerikanske husholdninger avtatt de siste 15 årene. Gjeldsgraden er redusert fra 130 prosent av disponibel inntekt før finanskrisen til om lag 100 prosent i dag. For det andre er innslaget av fastrenteavtaler stort. For det tredje bygget husholdningene opp store sparereserver under pandemien. Det kan støtte opp under forbruket. Det er riktignok tegn til at forbrukerne må grave dypere i lommene for å finansiere forbruket. Den gjennomsnittlige spareraten i fjor var 3,3 prosent av disponibel inntekt. Det er klart lavere enn gjennomsnittet på 7,3 prosent i tiårsperioden forut for pandemien. For det fjerde er arbeidsmarkedet stramt. Ledigheten var i januar 3,4 prosent, som er det laveste siden 1968. Dels skyldes det at yrkesdeltakelsen nå er 1,2 prosentenheter lavere enn før pandemien, dels om sterk vekst i sysselsettingen. De siste seks månedene har det i gjennomsnitt blitt skapt 350 000 nye jobber utenom jordbruket, mens jobbveksten i januar var hele 517 000. Til sammenligning var gjennomsnittlig jobbvekst 180 000 i tiåret forut for pandemien. Antallet vakanser er også høyt, og var i desember 11 millioner. Med 5,7 millioner i ledighetskøen betyr det rundt to ubesatte stillinger per arbeidsledige. Stramheten i arbeidsmarkedet har bidratt til at lønnsveksten har økt. Ifølge Atlanta Fed var median lønnsvekst i januar 6,3 prosent. Sysselsettingsveksten og antallet vakanser vitner om at etterspørselen etter arbeidskraft fortsatt er høy. Dette til tross for at andelen småbedrifter som oppgir at de skal øke sysselsettingen har avtatt den siste tiden. Samtidig er andelen som oppgir at det er vanskelig å finne kvalifisert arbeidskraft nesten rekordhøyt. Det kan bety at bedriftene vegrer seg for å si opp ansatte i frykt for at de senere kan bli vanskelige å erstatte. Samlet sett tyder situasjonen i arbeidsmarkedet på at en resesjon neppe er nært forestående. Snarere synes konkurransen om arbeidskraften å være hardere enn på svært lenge. Det peker i retning av høy lønns- og prisvekst fremover. Sentralbanken kan således bli nødt til å heve renten enda mer for å få ned farten i amerikansk økonomi og få kontroll på inflasjon.

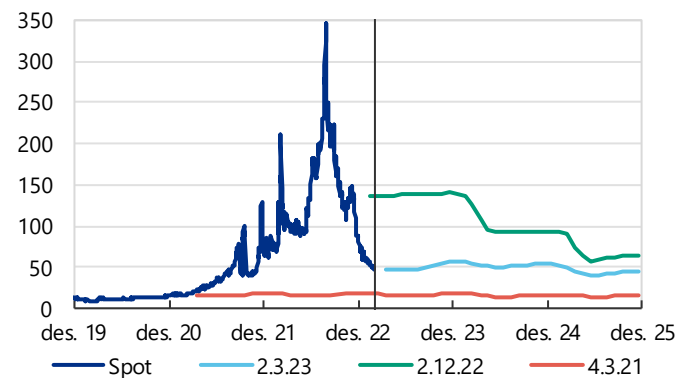
1.2 ØMU

Økonomien i eurosonen vokste 3½ prosent i 2022. Aktivitetsveksten avtok markert gjennom fjoråret, og fra tredje til fjerde kvartal økte BNP bare med 0,1 prosent. Vekstavmatningen avspeiler blant annet at mye av den oppdemmede etterspørselen etter pandemien nå synes uttømt. Alt annet like gir det mer normale vekstrater. I tillegg skyldes vekstavmatningen energikrisen i Europa. Redusert russisk gasseskport til Europa bidro til at energiprisene skjøt i været i fjor. Det rammet særlig energiintensive bedrifter. Siden Russlands invasjon i februar i fjor har produksjonen i kjemisk industri falt med 13 prosent, og i metallindustrien med 5 prosent. Energifikrisen treffer også husholdningene. Økte energipriser betyr at en større del av inntekten må brukes til å betale strømregningen. Da blir det mindre igjen til andre formål.

Til tross for vekstavmatningen i fjerde kvartal har eurosonen klart seg bedre enn fryktet. Mildere vær enn normalt i vinter har redusert gass- og energiforbruket. Fyllingsgraden i gasslagrene er derfor rekordhøy for årstiden. At Europa har hatt tilstrekkelig energi gjennom vinteren har hindret energimangel og -rasjonering. Prisen på gass har falt fra EUR 140 per MWh i desember til EUR 50 per MWh ved utgangen av februar. Høy fyllingsgrad gjør også at det blir enklere å fylle gasslagrene før neste vinter. Derfor har også fremtidsprisene på gass falt betydelig de siste månedene. Like fullt er fremtidsprisen på gass med levering de neste årene om lag dobbelt så høy som før krigen. I tillegg har flaskehalsene i globale forsyningskjeder lettet. Det har bl.a. bidratt til produksjonsoppgang i europeisk bilindustri. Aktivitetsoppvinget i bilindustrien har holdt industriaktiviteten oppe de siste månedene.

Europa: Naturgasspris

Title Transfer Facility (TTF). EUR per MWh



Data per 02-03-2023

Kilde: Refinitiv Datastream / ICE / NHO

Lavere energipriser har bidratt til at konsumprisveksten i eurosonen har avtatt de siste månedene. I januar var konsumprisveksten 8,5 prosent år/år. Kjerneinflasjonen, dvs. prisveksten utenom mat- og energivarer, var 6,9 prosent år/år, og har ikke vist tegn til å avta. Det er imidlertid tegn til at kostnadstrykket i vareproduksjonen er i ferd med å avta. Import- og produsentpriser, så vel som prisene på råmaterialer og olje målt i euro har avtatt den siste tiden. Det taler for at vareinflasjonen dempes fremover. Jokeren er imidlertid hvordan prisene på tjenester utvikler seg. Tjenesteinflasjonen er i større grad avhengig av situasjonen på arbeidsmarkedet fordi lønn utgjør en større del av kostnadene til tjenesteprodusentene. Lønnskostnadsveksten er foreløpig moderat. Sentralbankens indikator for fremforhandlede lønninger har utviklet seg sideveis gjennom fjoråret og var i fjerde kvartal knapt 3 prosent år/år. I motsetning til i USA har arbeidsmarkedet i Europa et stort innslag av koordinerte lønnsforhandlinger. En mer rigid lønnsdannelse gjør at lønnsveksten ofte har et etterslep som følge av faste tidspunkter for forhandlinger og ulik varighet for forhandlingsavtaler. I toneangivende lønnsforhandlinger i Tyskland i fjor høst kom partene til enighet i forhandlingene for 2023 og 2024. Enigheten innebar en lønnsøkning på 5,2 prosent i juni 2023 og nye 3,3 prosent i juni 2024, i tillegg til to engangsutbetalinger på EUR 1 500. Lønnstakerne sitter også med gode kort på hånden som følge av stramme arbeidsmarkeder i Europa. Ledigheten i eurosonen var i desember på rekordlave 6,6 prosent. Et høyt antall vakanser antyder at det fortsatt er stor etterspørsel etter arbeidskraft. At det fortsatt er en høy andel bedrifter innen industri, bygg og anlegg og tjenestesektoren som rapporterer at arbeidskraft er en begrensende faktor på produksjonen indikerer det samme. Således er det flere faktorer som peker i retning av at lønnsveksten vil ta seg opp i år. OECD anslår at lønnskostnadene i eurosonen vil øke om lag 5½ prosent i 2023. Likevel ventes ikke noen betydelig reallønnsoppgang av den grunn, ettersom konsumprisveksten anslås til drøyt 5 prosent.

Høy inflasjon har fått Den europeiske sentralbanken (ECB) til å heve innskuddsrenten fra -0,5 prosent i juni i fjor til 2½ prosent i dag. På rentemøtet i desember var sentralbankens kommunikasjon at rentene skal videre opp i tiden fremover. Vi venter derfor at styringsrenten heves til 3 prosent i mars og videre opp til 3¾ prosent til sommeren. Høyere ren-

ter øker lånekostnadene og vil bremse kredittveksten. Det vil bidra til å dempe forbruks- og investeringsveksten. Boligsektoren er en av de mer rentefølsomme delene av økonomien, som følge av at boligkjøp og -investeringer i stor grad er gjeldsfinansiert. Boligprisveksten har den siste tiden avtatt i flere av landene i eurosonen, og i Tyskland var boligprisene i januar 4½ prosent lavere enn året før. Både byggeaktiviteten og -tillatelsene i eurosonen har avtatt den siste tiden. Renteøkningene ventes derfor å dempe marsjifarten i eurosonen i år.

1.3 Storbritannia

Britisk økonomi vokste 4 prosent i 2022. Men så godt som hele veksten skyldes sterk vekst gjennom 2021, og dermed et høyt overheng inn i 2022. Fra fjerde kvartal 2021 til fjerde kvartal i fjor steg aktiviteten bare med blodfattige 0,4 prosent. Fra tredje til fjerde kvartal var BNP uendret, og fortsatt 0,8 prosent under førkrisenivået fra fjerde kvartal 2019.

Det er flere ting som butter. Til tross for en oppgang i det private forbruket på 0,6 prosent fra tredje til fjerde kvartal har forbruksutviklingen vært svak det siste året. I fjerde kvartal var forbruket fortsatt 2¼ prosent lavere enn tre år tidligere. Svak forbruksutvikling har tynget forbruksrettede næringer som varehandel og overnatting- og serveringsvirksomhet. I tillegg går industriaktiviteten tregt. Foruten legemiddelindustrien har produksjonen i de øvrige industrinæringene falt gjennom fjoråret. Både i januar og februar lå innkjøpssjefsindeksen (PMI) for industri under 50, som indikerer at industriaktiviteten har fortsatt nedgangen i år. CBIs undersøkelse blant industribedrifter (ITS) peker imidlertid mot at produksjon vil tilta noe de neste månedene.

Den svake økonomiske veksten er også synlig i arbeidsmarkedet. Både sysselsettingen og timeverkene har stagnert det siste året. Ledigheten var likevel fortsatt lave 3,7 prosent i desember. Det avspeiler at arbeidsstyrken er mindre enn før pandemien. Befolkningen i arbeidsfør alder har riktignok økt, men dette mer enn oppveies av at yrkesdeltakelsen er 1,2 prosentenheter lavere enn før pandemien. Antallet ledige stillinger avtok noe gjennom fjoråret, men ligger fortsatt høyere enn normalt. Mens gjennomsnittlig antall vakanser var 825 000 i 2019, var antallet i desember i fjor over 1,1 millioner. Det peker mot høy etterspørsel etter arbeidskraft, men færre å velge mellom. Større konkurranse om arbeidskraft

ten har løftet lønnsveksten. Gjennomsnittlig ukelønn utenom bonus var i desember 6½ prosent høyere enn i desember året før. Median lønnsvekst var nær 7 prosent år/år i januar. Høy lønnsvekst vil kunne bidra til at inflasjonen holder seg høy lenger fordi økte lønnskostnader veltes over i prisene.

Inflasjonen i Storbritannia har i høst vært den høyeste på over 40 år. Lavere energipriser de siste månedene har riktignok bidratt til at konsumprisveksten har avtatt noe siden oktober, men i januar var den fortsatt høye 10,1 prosent år/år. Den høye inflasjonen har fått sentralbanken til å heve rentene. På rentemøtet i februar hevet sentralbanken styringsrenten med ytterligere 50 basispunkter til 4 prosent. Siden desember 2021 har Bank of England hevet renten med til sammen 3,9 prosentenheter. Rentetoppen synes å nærme seg. Markedet priser inn to tre hevinger til før sommeren. Det vil ta styringsrenten til 4½–4¾ prosent.

Høyere renter vil øke renteutgiftene til husholdningene. For boliglån er imidlertid omfanget av fastrenteavtaler stort. Det taler for at rentehevingene vil bite mindre på husholdningenes realdisponible inntekter, enn dersom innslaget av flytende rente hadde vært større. Høy inflasjon og høye renter har økt husholdningenes levekostnader. Det har svekket forbrukertilliten. Husholdningenes syn på egen økonomi det neste året er nær historiske bunnivåer. Lav forbrukertillit og dårligere råd peker mot at husholdningene vil være mer forsiktige med å gjennomføre store kjøp og investeringer fremover. Det taler for svak forbruksvekst. I tillegg ventes de høyere rentene å dempe investeringene fremover, som følge av dyrere lånefinansiering. Eksempelvis vil høyere boliglånsrenter dempe boligetterterspørselen. Det britiske statistikkbyråets boligprisindeks viser likevel at boligprisveksten holdt seg godt oppe gjennom fjoråret, og var i desember nesten 10 prosent høyere år/år. Imidlertid peker data fra utlånsforetakene Nationwide og Halifax mot at boligprisene falt gjennom høsten. Begge disse kildene viser at boligprisene kun var 1–2 prosent høyere i januar enn ett år før. Lavere temperatur i boligmarkedet har også bidratt til at både boliginvesteringene og byggeaktiviteten har avtatt den siste tiden.

1.4 Sverige

I 2022 la svensk økonomi på seg 2½ prosent fra 2021. Imidlertid avtok marsjarten i svensk økonomi gjennom fjoråret. Fra tredje til fjerde kvartal falt BNP 0,5 prosent. Bakom nedgangen ligger blant annet lavere privat forbruk. Målt i volum var detaljomsetningen i fjerde kvartal drøyt 8 prosent lavere enn ett år tidligere. På den annen side tok bilkjøpene seg opp mot slutten av fjoråret. Nybilregistreringene var i fjerde kvartal over 30 prosent høyere enn i tredje kvartal. Oppsvinget i bilkonsumet skyldes i stor grad innføring av nye avgiftsregler fra årsskiftet.¹ Fremskyndelse av bilkjøp betyr således lavere bilkjøp siden. Bilregistreringene i januar var følgelig unormalt lave. Svakere forbruksutvikling må ses i sammenheng med økte levekostnader som gjør at inntektene rekker kortere enn før.

Levekostnadene har økt av to grunner. For det første er inflasjonen i Sverige høy. I januar var konsumprisene 11,7 prosent høyere år/år. Som ellers i Europa er det økte energipriser som i stor grad har løftet konsumprisene det siste året. Økte kostnader til energi og andre innsatsvarer har blitt vellet over på kundene. Det har bidratt til at også prisene utenom energi har økt. Konsumprisveksten med faste renteutgifter (KPIF) og uten energi var i januar 8,7 prosent år/år, mens tjenesteinflasjonen var 7,4 prosent år/år. Også i Sverige synes derfor prisveksten å bre om seg. Økte priser reduserer kjøpekraften, alt annet like. For det andre har sentralbanken svart på den høye inflasjonen med å heve rentene fra 0 til 3 prosent på et knapt år. Det har løftet utlånsrentene og dermed husholdningenes renteutgifter. Dette biter, siden svenske husholdninger har høy gjeldsgrad og høy andel til flytende rente. Styringsrenten ventes å være 3¾ prosent før sommeren som betyr at renteutgiftene vil legge ytterligere beslag på inntektene fremover.

Økte lånekostnader har dempet etterspørselen etter boliglån. Det har senket temperaturen i boligmarkedet. Boligprisene i Sverige har falt siden april i fjor og var i desember 13 prosent lavere enn ett år før, ifølge HOX-indeksen. Nedgangen i boligprisene er både større og raskere enn ved tidligere episoder med boligprisfall, jf. figuren under. Lavere etterspørsel og boligpriser, i kombinasjon med høye byggekostnader har også redusert byggeaktiviteten.

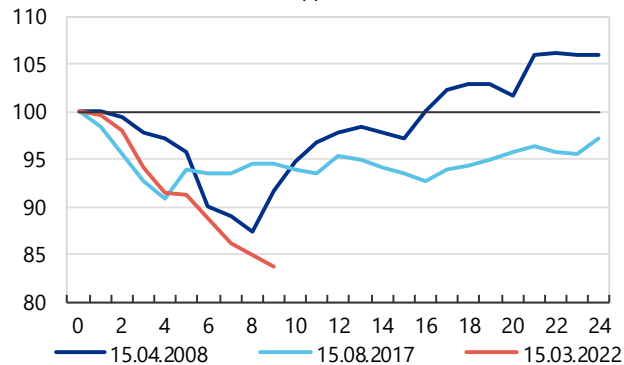
¹ Avskaffelse av "klimatbonusen" som reduserer avgiftsbeløpet for null- og lavutslippsbiler.

Igangsettingen av nye boliger var drøyt 50 prosent lavere i fjerde kvartal sammenlignet med samme periode året før. Nedgangen i boligbyggetillatelsene over samme tidsrom var på over 50 prosent. Etter som boliginvesteringene utgjør omkring 5 prosent av svensk BNP vil lavere temperatur i boligsektoren bidra til å bremse svensk økonomi fremover.

Sverige: Boligpriser

Sesongjustert indeks, 100=toppunkt

x-akse: Antall måneder siden topp



Kilde: Refinitiv Datastream / Nasdaq OMX Valueguard (HOX) / NHO

Etter å ha avtatt det siste året lå *Konjunkturinstituttets* stemningsindekser for industri, bygg og anlegg, varehandel og privat tjenesteyting under 100 i januar. Det indikerer lavere aktivitet enn normalt i store deler av det private næringslivet. Forbrukertilitsindeksen er også svak, særlig i synet på egen økonomi. Pessimismen skyldes i stor grad levekostnadskrisen som omtalt over. Svak fremtidsstro blant husholdningene peker i retning av svak forbruksvekst fremover.

AKU-ledigheten har siden i fjor sommer ligget stabilt omkring 7,3 prosent. Antallet vakanser har fortsatt å avta i et forsiktig tempo. I januar var det 143 000 ledige stillinger. Tar man i betraktning at det i gjennomsnitt var 100 000 vakanser per måned i 2019, gir de ledige stillingene fremdeles indikasjoner på at bedriftene er i ansettelsesmodus. Arbeidsmarkedet fremstår derfor relativt stramt. Likevel er lønnsveksten fortsatt ganske moderat. Ifølge *Medlingsinstituttet* var lønnsveksten i privat sektor i november 3¼ prosent år/år. Andre lønnsstatistikker viser et lignende bilde. I likhet med Norge har også Sverige en koordinert lønnsdannelse. Den vil kunne være med å forhindre lønn-prisspiraler, slik at inflasjonen etter hvert vil avta. Posisjoneringen inn mot lønnsforhandlingene til våren har allerede startet. Arbeidstakerorganisasjonene innen industrien, som setter normen (*märket*) for arbeidsmarkedet samlet,

har annonsert forventninger til lønnsvekst på 4,4 prosent i 2023.

1.5 Fremvoksende økonomier

Til tross for lavere aktivitetsvekst i Kina, et Russland i krig, høy prisvekst og strammere pengepolitikk vokste de fremvoksende økonomiene om lag 4 prosent i fjor. For inneværende år anslås BNP-veksten til om lag 4 prosent, før aktivitetsveksten ventes å ta seg opp til omkring 4½ prosent i 2024 og 2025. Veksten drives primært av Asia. IMF anslår at Asia vil stå for tre firedeler av global vekst i 2023, hvorav Kina og India vil stå for halvparten av dette.

Kinas økonomi vokste 3 prosent i fjor. BNP-veksten for 2023 anslås til om lag 5 prosent. Anslagene er oppjustert med nær én prosentenhet siden forrige *Økonomisk overblikk*. Den viktigste årsaken bak de oppjusterte vekstanslagene er at Kina i desember forlot nulltoleranselinjen mot koronavirus. Det ga riktignok en oppblomstring i smitte og dødsfall, men avviklingen av smitteverntiltakene ventes å øke mobiliteten og aktiviteten gjennom året. Antall fly- og togpassasjerer gjorde betydelige hopp fra desember til januar. I tillegg bykset PMI-tallene for industri- og tjenester over 50, som indikerer stigende aktivitet. Fjerningen av smitteverntiltakene ventes primært å løfte forbruket. Forbruket har utviklet seg svakt under pandemiårene, og ligger godt under førkrisetrenden. Det indikerer at det er mye oppdemmet etterspørsel som nå kan bli utløst. Kinesiske husholdninger har også store sparereserver de kan trekke på for å finansiere forbruket. Forbruksveksten vil særlig være rettet mot tjenester som er innenlandsk produsert og med lavt importinnhold. Følgelig vil de globale etterspørselsimpulsene som følge av fjerningen av smitteverntiltakene være relativt beskjedne sammenlignet med om aktivitetsopp-svinget var drevet av økte investeringer.

Investeringene går fortsatt trått. Det er særlig tilfelle for bolig- og byggeinvesteringene. Bråbremsen i byggeaktiviteten har sammenheng med myndighetenes "tre røde linjer"-politikk for å håndtere gjelds-tyngende boligselskaper. Det har betydning for en økonomi der boliginvesteringene utgjør omkring 10 prosent av BNP. Usikkerheten om igangsetting og ferdigstilling av prosjekter har redusert omsetningen i boligmarkedet. Bruktboligprisene har også falt hver måned siden august 2021. For å få fart på aktiviteten igjen ventes myndighetene å øke investeringene og stimulere kredittveksten, slik de har for

vane å gjøre når aktivitetsveksten bremser. Om det er bærekraftig å løse et gjeldsproblem med mer gjeld kan diskuteres. Dersom myndighetene lykkes med å få opp bygge- og investeringstakten vil det påvirke globale råvaremarkeder ettersom råvareetterspørselen da vil øke. Det vil kunne støtte opp under råvareprisene på metaller og mineraler.

Kinas eksportrettede næringer ventes også å få mer motvind fremover. Dels skyldes det at den globale etterspørselen etter varer som skjøt i været under pandemien, nå er godt i gang med å reverseres. Det vil redusere etterspørselsimpulsene mot kinesisk eksport. Dels skyldes det mer strukturelle utfordringer knyttet til forholdet til USA og Vesten. Stormaktsrivaliseringen med USA med tilhørende toll og eksportrestriksjoner på teknologi vil dempe samhandelen, alt annet like. Imidlertid ventes ikke noen umiddelbar bråstopp. Amerikanske og vestlige initiativer om å øke investeringene i den grønne omstillingen, f.eks. i batterier og fornybar energi, er avhengig av mineraler og innsatsvarer der Kina dominerer verdikjeden. Det vil kunne bety at handelen med Kina vil fortsette på kort sikt, selv om handelen med visse typer teknologi og elektronikk skulle krympe.

Mange av de øvrige fremvoksende økonomiene har strevd med høy inflasjon i året som var. Økte råvarepriser på energi og matvarer stod bak mye av prisoppgangen. En sterkere USD bidro dessuten til å øke den importerte prisveksten ytterligere som følge av at mange av disse råvarene prises i USD på verdensmarkedet. I takt med at råvareprisene har falt og at USD har svekket seg drøyt 5 prosent mot en kurv av fremvoksende valutaer² siden oktober har prisveksten i flere av de større økonomiene avtatt. Eksempelvis var inflasjonen i Brasil og India i januar omkring 6 prosent år/år, mens den i Mexico var 8 prosent år/år. På det høyeste var inflasjonen i disse landene hhv. 12, 7³/₄ og 8³/₄ prosent i løpet av fjoråret. Ved siden av reverseringen av USD-styrkingen de siste månedene, vil utsikter til at globale renter kan flate ut også kunne gi flere av økonomiene et løft. 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 innenlands aktivitet.

² OITP-indeksen som er en valutakurs bestående av 19 valutaer som i hovedsak er fremvoksende økonomier.

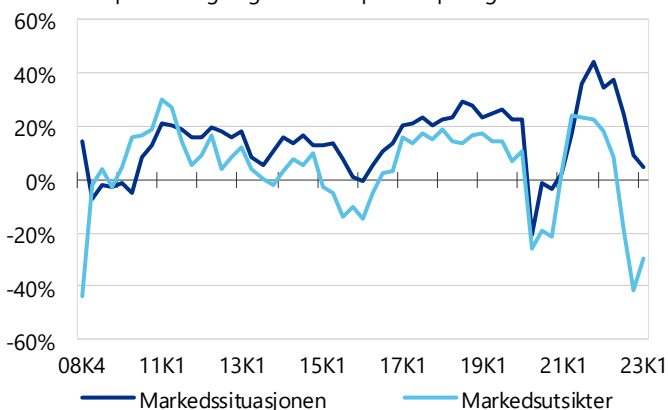
2 Norsk økonomi

BNP Fastlands-Norge vokste 3,8 prosent i 2022. Aktivitetsveksten var sterk gjennom året. Fra tredje til fjerde kvartal økte Fastlands-BNP med 0,4 prosent sesongjustert, som var sterkere enn ventet.

Fremover ventes aktiviteten å bremse opp. Marsjfareren hos våre handelspartnere er imidlertid noe bedre enn det vi la til grunn i forrige rapport. Kostnadssjokket som følge av økte energipriser vil redusere bedriftenes lønnsomhet og redusere investeringene. Høy inflasjon og økte renter vil svekke husholdningenes kjøpekraft og gi lavere forbruksvekst i år. Samlet anslås aktiviteten å være om lag uendret i første halvår, før den ventelig tar seg forsiktig opp igjen til høsten. Veksten de neste årene er knapt under trendvekst.

Markedsindeks: NHO totalt

Differanse positive og negative svar i prosentpoeng



Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Den ventede oppbremsingen av norsk økonomi understøttes også av forventningene til våre medlemsbedrifter. Næringslivets økonomibarometer (NØB) antyder at et lite flertall av bedriftene fremdeles anser markedssituasjonen som god, selv om andelen har avtatt markert det siste året. Utsiktene de neste seks månedene er svakere, og tyder på aktivitetsveksten vil bremse opp fremover. Oppsiden er at utfordringer knyttet til flaskehals er mindre, selv om noe av årsaken til at flaskehalsene blir mindre er at aktiviteten dempes. Det er færre medlemsbedrifter som svarer at mangel på arbeidskraft er et hinder for ekspansjon og investeringer. Mens 54 prosent av bedriftene svarte at arbeidskraft var en "stor utfordring" for ekspansjon i andre kvartal gikk andelen ned til 36 prosent i fjerde kvartal 2022 og holdt seg

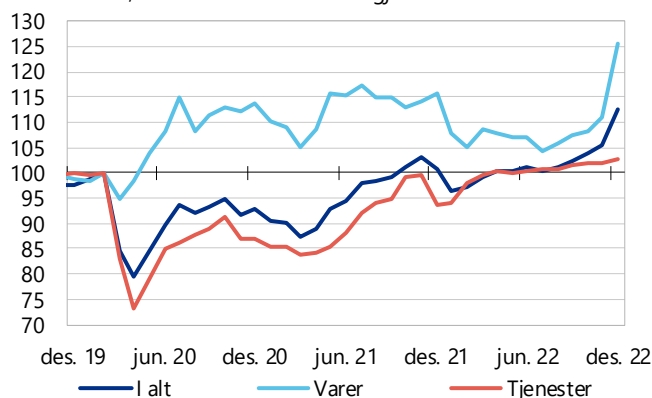
på det nivået også i første kvartal i år. Det er om lag på nivået før pandemien. Andelen som svarer at arbeidskraft er en stor utfordring, er lavere i alle landsforeningene i fjerde kvartal sett i forhold til andre kvartal.

2.1 Svakere konsumvekst fremover

Pandemien reduserte mulighetene for å konsumere tjenester, og førte til en betydelig vridning i forbruket vekk fra tjenester og over mot varer. Gjenåpningen av samfunnet vred forbruket tilbake igjen. En varslet økning i bilavgiftene fra 1.1.2023 bidro imidlertid til en sterk økning i bilregistreringene og dermed også det samlede varekonsumet mot slutten av fjoråret. I fjerde kvartal økte vareforbruket med 8,5 prosent fra kvartalet før og med vel 12 prosent fra fjerde kvartal 2021. Et stort fall i bilkjøpene etter nyttår bidro til at varekonsumet sesongjustert falt 23 prosent fra desember til januar. Foruten bilkjøp økte varekonsumet 1 prosent i januar.

Norge: Husholdningenes konsum

Volumindeks, februar 2020=100. Sesongjustert



Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Husholdningene hadde begrensede forbruksmuligheter under pandemien, og bygget opp store spare-reserver. I både 2020 og i 2021 sparte husholdningene mer enn dobbelt så mye som i 2019, jf. figuren under. I 2022 falt imidlertid husholdningenes sparing fra 233 mrd. kroner til 63 mrd. kroner, drevet av et betydelig fall i fjerde kvartal. Spareraten ble negativ og falt fra 2,1 prosent i tredje kvartal, til -7,3 prosent i fjerde kvartal.

Ifølge Norges Bank har husholdninger med høyere gjeldsgrader spart mer under pandemien enn husholdninger med lavere gjeldsgrad.³ Lavere sparing gjør det mulig for husholdningene å opprettholde

³ Pengepolitisk rapport 3/2021.

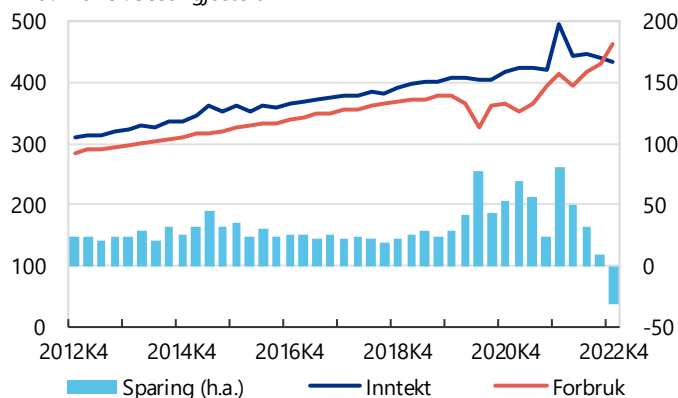
forbruket tross redusert disponibel inntekt som følge av blant annet høy prisvekst og økte renter.

I Finans Norges forventningsbarometer blir husholdningene spurt om sitt syn på egen og landets økonomi de siste 12 måneder og de neste 12 måneder. Hovedindikatoren, som er gjennomsnittet av de to underindeksene, hentet seg noe inn igjen i første kvartal, etter en historisk bunnotering i fjerde kvartal i fjor. Like fullt er det fremdeles en stor overvekt av pessimister blant husholdningene. Svak forbrukertillit har historisk sett sammenfalt med svak forbruksvekst.

Uttømming av sparebuffer antas å bidra til at effektene av pris- og rentevækst på husholdningenes disponible inntekt vil slå hardere inn i konsumet fremover. Vi legger til grunn at husholdningenes totalkonsum vil svekke seg i de kommende kvartalene.

Husholdningenes forbruk og sparing

Mrd. kroner. Sesongjustert



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

I inneværende år vil veksten i antall sysselsatte være lav, og prisveksten vil være høy. Økte renter vil svekke handlingsrommet ytterligere for husholdninger i netto-gjeldsposisjon. Realdisponibel inntekt totalt sett forventes å gå ned, men forbruket vil falle noe mindre ettersom husholdningene ventes å fortsatt tære på oppsparte midler. Forbruket anslås totalt sett å øke om lag 1,3 prosent i 2023. I 2024 og 2025 anslås forbruket å øke med hhv. 1,2 og 1,4 prosent.

2.2 Lavere boligpriser i år

Boligmarkedet i 2020 og 2021 var preget av stor etterspørsel og høy aktivitet, med tilhørende kraftig prisvekst. I første halvdel av fjoråret avtok imidlertid veksten i boligprisene, og i andre halvår falt de. I januar 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. Antall usolgte boliger steg markant gjennom fjoråret. Dette avspeiler at utbudet av boliger var "kunstig" lavt ved inngangen av fjoråret, både som følge av endringene i avhendingsloven, som skapte usikkerhet rundt prisutviklingen fremover, men også fordi nye krav til tilstandsrapporter midlertidig bremsset tilfanget av nye boliger. Tross økningen var antallet usolgte boliger fortsatt lavt gjennom mye av fjoråret. I januar i år var antall usolgte boliger kommet opp på et mer normalt nivå. Gjennomsnittlig omsetningstid i bruktboligmarkedet på landsbasis de siste 12 månedene har også økt. I gjennomsnitt har boligene de siste 12 månedene ligget ute 38 dager før salg. Dette er litt høyere enn 12-månederssnittet det siste halvåret, men lavere enn gjennomsnittet som de siste ti årene på rundt 50 dager. Også nyboligsalget går tråere, og antall nye boliger har falt markert det siste året. Fra januar i fjor til januar i år ble det solgt 31 prosent færre nye boliger enn i foregående 12-måneders periode, ifølge Boligprodusentenes forening.

Selv om boligetterspørselen har vært høy og prisene økt de siste årene, har ikke igangsettingen av nye boliger økt. Det har snarere vært en nedadgående trend i husholdningenes boliginvesteringer de siste årene. I 2022 falt boliginvesteringene 1½ prosent, og var da 7½ prosent lavere enn 5 år tidligere. Høyt prisnivå på boliger vil isolert sett stimulere boligbyggingen, da det løfter lønnsomheten i byggenæringen. Nedgangen i tilbudet skyldes trolig høy kostnadsvekst og at stor usikkerhet om inflasjons- og renteutviklingen gjør det risikofyllt å inngå kontrakter med lang horisont. I januar var materialkostnadene for boligbygg om lag 6 prosent høyere enn i januar i fjor, og nesten 50 prosent høyere enn tre år tilbake i tid. Ifølge Boligprodusentenes forening har også langdryge plan- og byggesaksprosesser blitt en flaskehals for gjennomføring av boligprosjekter.

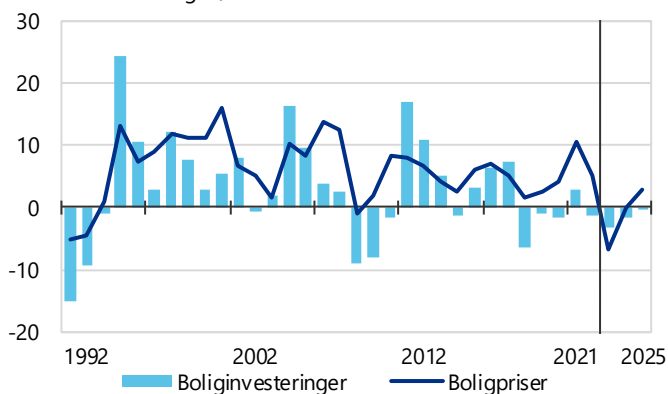
Som omtalt i avsnitt 2.7 har aktivitets- og prisveksten vært sterkere enn sentralbanken har ventet. Det indikerer et noe høyere rentenivå i år enn tidligere anslått. Det vil redusere betalingsevnen hos boligkjøperne, og taler isolert sett for en litt større nedgang i boligprisene enn tidligere anslått. I motsatt vei trekker lettelsene i utlånsforskriften, som trådte i kraft ved siste årsskifte. Den viktigste endringen i denne sammenhengen er at tidligere måtte låntagerne tåle en økning i lånerentene på 5 prosentpoeng, mens i den nye forskriften er kravet redusert til

3 prosentpoeng. Endringen medfører at flere låntagere kvalifiserer for større lån enn tidligere, som kan bidra til å holde etterspørselen oppe. Samlet er anslagene for boligprisene lite endret.

Markedsutsiktene i bygge- og anleggsnæringen er også svært svak. Blant våre medlemsbedrifter i denne næringen anslår et klart flertall at markedssituasjonen vil forverres de neste seks månedene. Samtidig har boligmassen vokst svakere enn antall husholdninger de siste tre årene, og dette kan bidra til å støtte opp under boliggetterspørselen og -prisene fremover. Det kan også bidra til at boligbyggingen holder seg oppe på lengre sikt.

Boliginvesteringer og -priser

Prosentvis endring år/år



Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 1/2023

Høyere utlånsrenter bidrar isolert sett til å dempe boligprisene. Høy boliggetterspørsel og et fortsatt relativt lavt tilbud, kan bidra til at utslaget på boligprisene blir mindre enn den isolerte renteeffekten skulle tilsi. Samlet anslår vi at boligprisene faller opp mot 7 prosent i år. I 2024 venter vi om lag uendrede priser, før de i 2025 vokser i underkant av 3 prosent. Vi anslår at boliginvesteringene vil falle med 3 prosent i år og 1½ prosent i 2024. I 2025 anslås om lag uendrede boliginvesteringer.

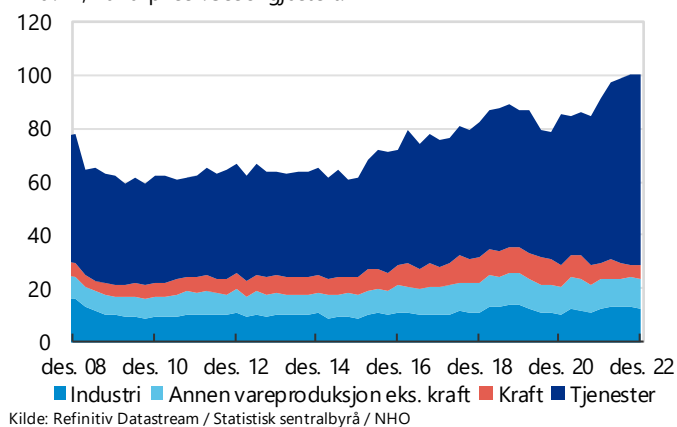
2.3 Høyere næringsinvesteringer i år

I 2020 reduserte bedriftene investeringene med 5 prosent. Dette kan skyldes økt usikkerhet, redusert lønnsomhet og mindre behov for ny kapasitet under første del av pandemien. Siden da har investeringene tatt seg opp, og samlet vokste investeringene 5 prosent i 2021, og med nesten 15 prosent i fjor. Investeringsoppgangen har særlig vært drevet av bred oppgang i tjenestenæringene, som samlet økte sine investeringer 24 prosent i fjor. I tillegg har store prosjekter innen metallindustri bidratt til oppgangen. Veksten ble dempet av lavere investeringer i

annen vareproduksjon, som følge av at flere vindkraftutbygginger ble ferdigstilt.

Norge: Bruttoinvesteringer

Mrd. kr, 2020-priser. Sesongjustert.

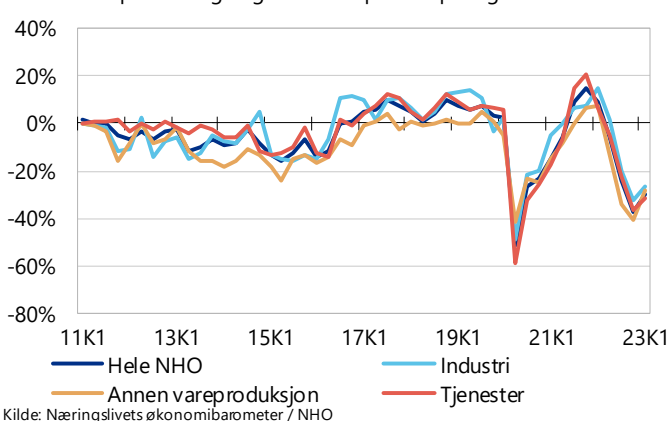


Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

I SSBs investeringstelling anslås at industriinvesteringene vil øke 32 prosent i år, målt i løpende priser. Noe av økningen skyldes økte priser på investeringsvarer. Investeringsoppsvinget skyldes ellers blant annet store prosjekter innen metallindustri, gummi, plast og mineralsk industri, ifølge SSB. Investeringene innen kraftforsyning ventes å ta seg opp med 14 prosent i år, etter et fall på drøyt 20 prosent i fjor. Oppsvinget i kraftinvesteringene vil særlig drives av investeringer i distribusjonsleddet.

Markedsutsikter: Investeringer

Differanse positive og negative svarti prosentpoeng



Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Bedriftenes investeringsutsikter i NØB falt kraftig gjennom fjoråret, men tok seg litt opp i første 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. Forskjellen mellom SSBs investeringstelling og NØB kan forklares med ulik vektning av de enkelte

næringene i undersøkelsene og at NØB ikke tar hensyn til prosjektenes størrelse, men også at kun olje, kraft og industri omfattes av SSBs investeringsteling.

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 lite forutsigbare rammebetingelser som et stort hinder var 52 prosent i første kvartal, som er historisk høyt. At rammebetingelsene oppfattes som mer uforutsigbare henger trolig primært sammen med den høye og volatile strømprisen, men kan også avspeile store endringer i skattesystemet og økte renter. Andelen som oppgir økte innkjøpspriser har avtatt de siste kvartalene, men fortsatt oppgir 60 prosent dette som en stor utfordring. Norges Banks regionale nettverk viser omtrent det samme bildet, med en betydelig lavere andel som oppgir å ha kapasitetsproblemer i 4. kvartal sammenlignet med kvartalet før. Fortsatt høye kostnader vil kunne legge ytterligere demper på aktiviteten, og gi mindre behov for å investere i økt kapasitet.

Store enkeltprosjekter i industrien og utbygging i distribusjonsleddene i kraft trekker opp investeringene i år. Samlet anslås næringsinvesteringene å øke om lag 3 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 6 prosent, og i 2025 i underkant av 10 prosent.

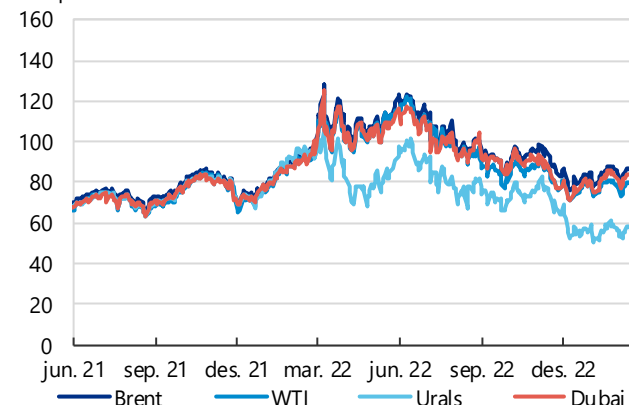
2.4 Oppgang i oljeinvesteringene

Oljeprisen var i fjor i gjennomsnitt på USD 99 per fat, om lag USD 30 høyere enn året før. Forut for Russlands invasjon av Ukraina steg oljeprisen markert, og forble på et høyt nivå frem mot sommeren. Siden da har prisen avtatt og så langt i 2023 har prisnivået i gjennomsnitt vært omkring USD 84 per fat, tilsvarende nivået før invasjonen. Vestlige land⁴ har vedtatt et pristak på russisk olje på USD 60 per fat. EU innførte i tillegg et importforbud på all russisk sjøbåren råolje i desember i fjor. Forbudet har betydning ettersom Russland normalt har stått for om lag 30 prosent av EUs totale oljeimport. 7. februar innførte EU også importforbud på raffinerte

petroleumprodukter. Foreløpig er det vanskelig å se noen stor effekt av EUs importforbud i prisene på olje og petroleumprodukter. Vestlige sanksjoner på kjøp av russisk olje (Ural) medfører at prisnivået på Ural-olje har ligget under prisnivået for andre oljekvaliteter, jf. figuren under.

Oljepris

USD per fat



Kilde: Refinitiv Datastream / NHO

Oljepris og terminpriser

USD/fat



Kilde: Refinitiv Datastream / ICE London / NHO

En mild vinter, bruk av oljereserver og økt europeisk import fra Russland før forbudet trådte i kraft har bidratt til at prisene har holdt seg relativt stabile. Russland har på sin side vridd eksporten til andre markeder, spesielt i Asia. Russland har også annonsert kutt i oljeeksporten på 0,5 mill. fat om dagen fra mars. Det utgjør omtrent 10 prosent av landets eksportvolum. Det vil gjøre tilbudssiden strammere og vil kunne støtte opp under prisene fremover. En annen oppsiderisiko er gjenåpningen i Kina som vil øke aktivitetsveksten i kinesisk økonomi. Det vil løfte etterspørselen etter bl.a. olje.

⁴ G7-landene, EU og Australia.

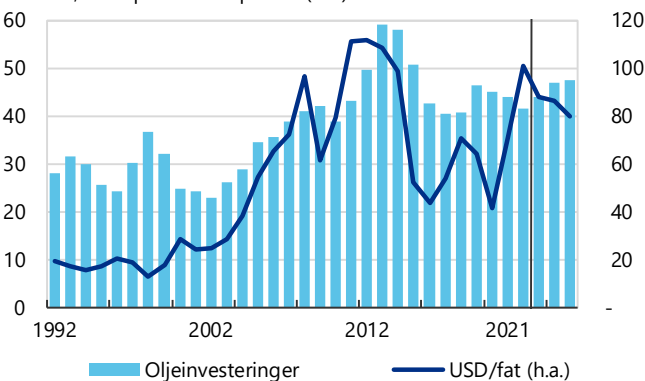
Vi anslår at oljeprisen for 2023 vil være USD 88 per fat i gjennomsnitt, og anslår at prisen gradvis vil reduseres til USD 80 per fat i 2025. Våre anslag ligger noe høyere enn terminprisene, jf. figuren over.

Petroleumsinvesteringene på norsk sokkel har avtatt siden 2018. I fjor falt investeringsvolumet 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.

Bakom investeringsoppsvinget ligger de midlertidige endringene i petroleumsbeskatningen som ble innført i 2020. "Oljeskattepakken" ga incentiver til å levere investeringsplaner (Plan for utbygging og drift (PUD) for nye prosjekter innen utgangen av 2022. I statsbudsjettet for 2023 ble de midlertidige endringene justert noe. Friinntekten i prosjektene under de midlertidige skattereglene blir satt ned fra 17,69 prosent til 12,4 prosent. Det betyr at lønnsomheten i disse prosjektene ble lavere enn selskapene tidligere kunne legge til grunn. Like fullt har endringene i "Oljeskattepakken" gjort det mer lønnsomt å investere. Det har fremskyndet flere av prosjektene.

Petroleumsinvesteringer og oljepris

Mrd. kr, faste priser. USD per fat (h.a.)



Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØØ 1/2023

Det ble i november og desember levert inn hele 16 PUDer for nye prosjekter. Effekten av incentivene i skatteendringene er dermed tydelig i SSBs investeringstelling for 2023 og 2024. Den nominelle økningen år/år fra tilsvarende telling i fjor er 18 prosent for 2023, og hele 36 prosent for 2024. Effekten av dette er allerede i stor grad tatt høyde for i våre

tidligere anslag. Oljeinvesteringene anslås å øke 6 prosent i 2023, 6,5 prosent i 2024 og 1 prosent i 2025.

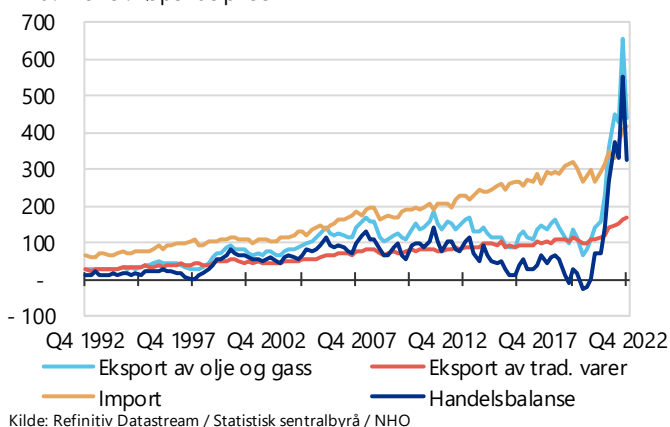
2.5 Eksporten dempes av lavere vekst ute

Volumet av den tradisjonelle vareeksporten⁵ var omtrent uendret fra 2021 til 2022. Den kraftige økningen i råvareprisene bidro imidlertid til sterk økning i verdien av norsk vareeksport, som i stor grad er råvarebasert. Målt i verdi var eksporten av tradisjonelle varer nesten 30 prosent høyere i fjor enn året før. Særlig har prisstigning på kraft og på en del industriprodukter som næringsmidler, metaller og kjemiske varer bidratt til å trekke opp verdien på den tradisjonelle vareeksporten.

Den høye eksportprisen reflekterer også høy prisøkning på vareinnsatsen. Importprisene har imidlertid ikke steget like mye som eksportprisene. Bytteforholdet for varer fra fastlandet ble bedret med 9½ prosent i 2022, som har bidratt til å øke overskuddet på handelsbalansen.

Norge: Eksport og import

Mrd. kroner. Løpende priser



Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Verdien av tjenesteeksporten økte med i underkant av 40 prosent, som følge av både volum- og prisvekst. På tjenestesiden er det reisetrafikken som dominerer. Lemping av smittevernrestriksjoner har økt reiseaktiviteten. Reisetrafikken inn til Norge var derfor ventet å gi et løft i tjenesteeksporten i fjor, men veien tilbake til normalnivået har tatt lengre tid enn antatt. Utlendingenes forbruk i Norge var i desember fortsatt 14 prosent lavere enn før pandemien. Fortsatt normalisering i reisetrafikken vil kunne bidra til å løfte særlig tjenesteeksporten også i år. Derimot var nordmenns import av reisetrafikk,

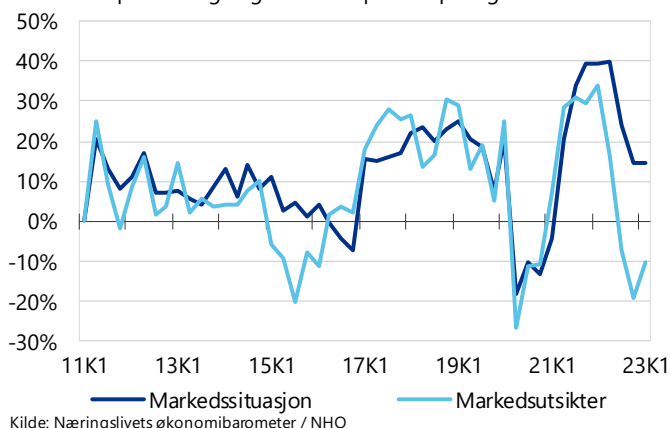
⁵ Eksport av varer utenom skip, oljeplattformer, råolje og naturgass.

dvs. husholdningenes forbruk i utlandet, i desember kun 5 prosent lavere enn før pandemien.

Den totale eksportverdien av varer, som også inkluderer olje og gass, vokste 86 prosent det siste året som følge av høye olje- og gasspriser. Samlet økte overskuddet på handelsbalansen med mer enn 1 000 mrd. kroner, til rekordhøye 1 538 mrd. kroner i 2022. På handelsbalansen for tradisjonelle varer og tjenester, dvs. handelsbalansen sett bort fra petroleumssektoren, var det derimot et underskudd på 355 mrd. kroner.

Markedsindeks: Eksportrettet virksomhet

Differanse positive og negative svari prosentpoeng



Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Utsikter til svakere aktivitetsvekst hos Norges handelspartnere vil dempe etterspørselsimpulsene mot norsk eksport i år. Lavere eksportvekst er i tråd med signalene våre medlemsbedrifter gir i NØB. Eksportrettede virksomheter melder fortsatt om en forholdsvis bra markedssituasjon, mens utsiktene for de neste seks månedene er negative.

Vi anslår at fastlandseksporten vil øke 4³/₄ prosent i 2023. I 2024 og 2025 forventes fastlandseksporten å øke med henholdsvis 2¹/₄ og 3¹/₄ prosent.

2.6 Budsjettpolitikken

Vi er nå inne i det fjerde året på rad hvor offentlige utgifter vil være høyere enn 60 prosent av BNP Fastlands-Norge. Mens 2020- og 2021-budsjettene var preget av pandemiltak, preges budsjettene for 2022 og 2023 av strømstøtte til husholdningene og utgifter knyttet til krigen i Ukraina.

Regjeringen la frem sitt 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. For både

2022 og 2023 er det lagt inn en midlertidig korrekasjon i beregningen av den strukturelle budsjettbalansen på grunn av ekstraordinære strømprisrelaterte inntekter, slik at det er bedre samsvar mellom hvordan høye strømpriser og strømstøtte slår ut på inntekts- og utgiftssiden av den strukturelle budsjettbalansen. Som andel av BNP Fastlands-Norge ble bruken av fondsmidler anslått til 8,8 prosent i 2023, mot 9,7 prosent i 2022. Budsjettimpulsen, som er endringen fra året før i det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet målt som andel av trend-BNP for Fastlands-Norge, er dermed -0,9 prosent i 2023. Selv om bruken av fondsmidler som andel av Fastlands-BNP er lavere enn i 2022, er den likevel høyere enn i årene før koronapandemien. I perioden 2016–2019 utgjorde oljepengebruken i gjennomsnitt 7,3 prosent av fastlandsøkonomien. Bruken av fondsmidler ble i NB23 anslått å dekke om lag 18 prosent av utgiftene på statsbudsjettet i 2023, som også er høyere enn i årene før pandemien.

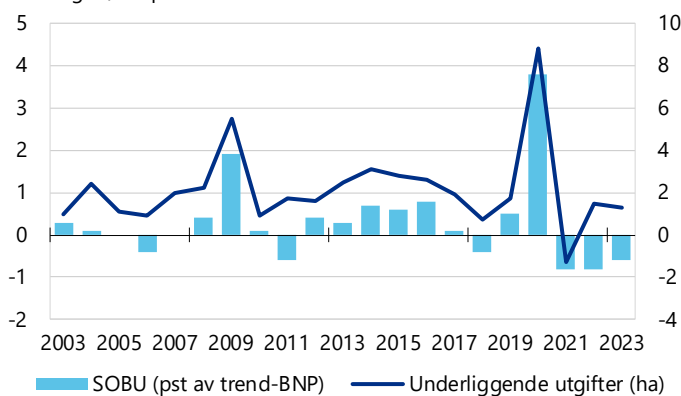
Utgiftsveksten i budsjettet kommer særlig innenfor områder som folketrygden, mottak og integrering av ukrainske flykninger, videreføring av strømstøtteordningen for husholdningene, samt pågående byggeprosjekter. Det ble i statsbudsjettet i oktober i fjor anslått at disse utgiftspostene ville vokse med 100 mrd. kroner fra 2022 til 2023. Utgiftene til forsvar økes også, mens bortfallet av midlertidige koronautgifter på sin side reduserer utgiftsveksten. Regjeringen la vekt på at utgiftene ikke kunne dekkes inn gjennom å øke oljepengebruken, fordi dette kunne medføre høyere prisvekst og rente. I NB23 ble det som nevnt lagt inn en korrigering av den strukturelle budsjettbalansen på grunn av ekstraordinære strømprisrelaterte inntekter. I praksis blir det strukturelle oljekorrigerte budsjettunderskuddet lavere med en slik korrigering. Derfor ble det heller ikke behov for å dekke inn like mye av de økte utgiftene, for et gitt nivå på oljepengebruken.

Inndekning for de økte utgiftene fant regjeringen i stor grad gjennom å øke skattene med om lag 45 mrd. kroner (helårsvirkning). Flere av skatteøkningene ble varslet på en pressekonferanse den 28. september, altså før budsjettet ble lagt frem. Noen av skatteøkningene er varslet å være midlertidige. Særavgiften på 23 prosent av kraftprisen som overstiger 70 øre per kWh., det såkalte høyprisbidraget, er varslet å vare ut 2024. Den ekstra arbeidsgiveravgiften på lønn (inkl. pensjonsinnskudd og naturalytelser mv.) over 750 000 kroner er beskrevet som

"situasjonsbestemt," men det er ikke uttalt eksplisitt om eller når den skal avvikles. Andre skatteøkninger inkluderer blant annet økt grunnrenteskatt på vannkraft, økt formues- og utbytteskatt og innføring av merverdiavgift på elbiler for kjøpspris over 500 000 kroner. Det er også gitt noen skattelettelser, blant annet i personbeskatningen for inntekter under 750 000 kroner. Forslag om innføring av grunnrenteskatt på landvind og havbruk fra 1. januar 2023 kom også i budsjettet, selv om høringsfristen for forslaget om grunnrenteskatt på havbruk var 4. januar 2023, og forslaget om grunnrenteskatt på landvind fortsatt er på høring (høringsfrist 15. mars). Inntektene fra disse nye skattene vil imidlertid ikke bokføres før i budsjettet for 2024.

Budsjettindikatorer

Endring år/år i prosent



Kilde: Finansdepartementet, NB23+ nysaldert budsjett 2022 / NHO

Regjeringen og SV ble enige om budsjettet den 29. november, og budsjettet ble vedtatt i Stortinget i desember i fjor. Budsjettenigheten endret ikke på de store tallene i budsjettet. Men avtalen innebar en ytterligere økning i utgiftene i budsjettet, som ble finansiert med økt utbytte fra Statkraft. Mens de fleste av de økte utgiftene er varige, er økt utbytte en engangsinnpekt.

Etter vedtatt budsjett er det varslet flere endringer som kan øke offentlige utgifter og bruken av oljepenger.

Regjeringens anslag for prisveksten ble allerede ved budsjettfremleggelsen 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 innstramning for offentlige virksomheter som får prisomregnet sine bevilgninger.

Finansministeren varslet i en pressemelding den 3. februar at regjeringen jobber med en pris- og lønnsjustering av statsbudsjettet for 2023. Prisomregningen vil gjelde både for offentlige virksomheter som sykehus, politi, skoler og andre, og for tilskudd til bedrifter og organisasjoner, samt enkelte overføringer til personer/husholdninger. Finansdepartementet vil presentere oppdaterte anslag for pris- og lønnsveksten i Revidert nasjonalbudsjett for 2023 (RNB23) den 11. mai, og justeringen vil ta utgangspunkt i disse anslagene.

Formålet med justeringene er at utviklingen i det offentlige tjenestetilbudet blir om lag som forutsatt i budsjettet da Stortinget vedtok det. Offentlige utgifter i nominelle verdier vil øke med justeringene, men den reelle aktivitetsveksten i offentlig sektor i 2023 vil med dette bli som forutsatt i fjor høst.

Høyere pris- og lønnsvekst vil trolig også føre til at skatteinntektene blir høyere enn lagt til grunn i det vedtatte budsjettet for 2023. Skatter og avgifter beregnes av nominelle verdier. Enkelte beløpsgrenser og fradrag justeres med forventet pris- eller lønnsvekst. Finansministeren har i svar på skriftlig spørsmål fra stortingsrepresentant Helge Orten (H) presisert at varselet om prisomregning gjelder for utgiftsiden av budsjettet.⁶

Den 15. februar varslet regjeringen endringer i strømstøtteordningen for husholdninger og enkelte andre tiltak i møte med høye strømpriser. Strømtøtten for husholdninger skal nå følge timesprisen på strøm og slå inn om prisen overstiger 70 øre per kWh. Støttegraden skal økes til 90 prosent over en pris på 70 øre hele året. Den utvidede ordningen skal vare ut 2024.

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. Støtten skal både inkludere militær og humanitær hjelp. I tillegg økes innværende års budsjett med en ettårig ekstrabevilgning på 5 mrd. kroner til utviklingsland som rammes av krigens

⁶ Svar fra finansministeren på skriftlig spørsmål fra Helge Orten (H) (2022). På Stortingets nettsider:

<https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Sporsmal/Skriftlige-sporsmal-og-svar/Skriftlig-sporsmal/?qid=92727>

ringvirkninger. Ukraina-pakken vil øke offentlige utgifter, og mest sannsynlig oljepengebruken, i 2023, men ventes å ha liten effekt på aktiviteten i norsk økonomi.

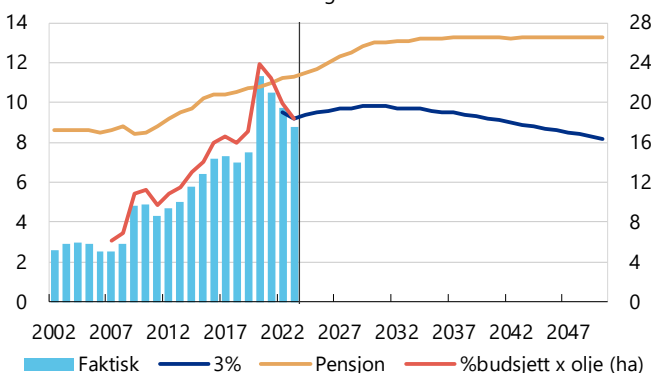
Regjeringen vil legge frem oppdaterte tall for budsjettets stilling i RNB23. Der vil det fremgå om regjeringen vil finne inndekning for deler av de varslede utgiftsøkningene.

Allerede fra det vedtatte budsjettet i desember i fjor er det tydelig at det fremtidige inndekningsbehovet øker. 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.

Strukturelt, oljekorrigert underskudd

Pst av trend-BNP for Fastlands-Norge



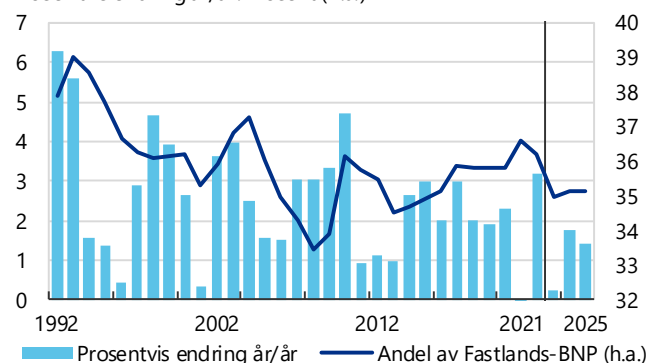
Kilde: Finansdepartementet, NB23, NB22 og nysaldert 2022) / NHO

Høye priser på naturgass og råolje gir økte overføringer til Statens Pensjonsfond Utland (SPU). Netto avsetning i SPU, dvs. netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten fratrukket overføringen til statsbudsjettet, ble i nysaldert budsjett for 2022 anslått til 1 006 mrd. kroner. For i år ble det i NB23 anslått en nettoavsetning på om lag 1 127 mrd. kroner. Regjeringen vil komme med oppdaterte tall i RNB23.

Økte overføringer til fondet vil isolert sett øke handlingsrommet fremover. På den annen side er fondet utsatt for uro i internasjonale finansmarkeder, og fondsverdien fremover er usikker. Fondets størrelse og økende betydning for finansiering av velferdsstaten gjør oss mer sårbare for varige fall i fondsverdien enn tidligere.

Offentlig etterspørsel*

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



*Offentlig forbruk og investeringer.

Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 1/2023

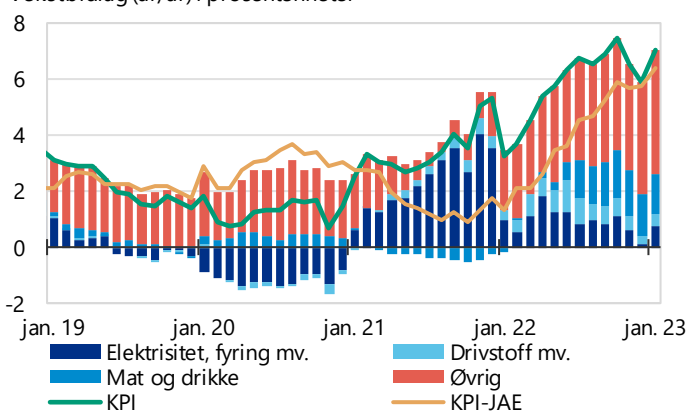
Enkelte innstramminger på utgiftssiden er foreslått og varslet. Regjeringen har særlig pekt på samferdsel og offentlige sivile bygg som områder der det er rom for å kutte. Dette kan trekke offentlige investeringer ned i årene fremover. På den annen side er det varslet at utgifter til forsvaret, både drift og investeringer, vil øke. Offentlige investeringer i 2022 ble lavere enn tidligere anslått. Hovedårsaken til dette er at kampflyleveransene er forsinket. Ifølge kampflyprogrammet skal forsvaret motta seks F-35 hvert år fra og med 2017 til og med 2024 (i tillegg til fire treningsfly levert i 2015/2016). I fjor mottok Forsvaret bare tre av seks kampfly. Det er foreløpig ventet at det derfor vil bli levert ni kampfly i 2023. Offentlige investeringer i 2023 vil med dette bli høyere enn lagt til grunn i forrige kvartalsrapport. Vi anslår veksten i offentlig konsum og investeringer til hhv. 1,5 og 3,0 prosent i år. I 2024 og 2025 anslår vi veksten i offentlig konsum til 1,5 prosent og offentlige investeringer til 1,0 prosent.

2.7 Rentetopp på 3¾ prosent

I januar var konsumprisene, målt ved konsumprisindeksen (KPI), 7 prosent høyere enn i januar året før. Til tross for at strømprisene har falt de siste månedene, er de fremdeles betydelig høyere enn de var for ett år siden. SSB anslår at uten strømsstøtten ville tolv månedersveksten i konsumprisene vært 8,1 prosent i januar.

Norge: Konsumpriser

Vekstbidrag (år/år) i prosentenheter



Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Den underliggende prisveksten, målt ved konsumprisene justert for avgifter og uten energivarer (KPI-JAE), var i januar 6,4 prosent år/år. At prisene også uten energi øker viser at prisveksten brer om seg. Blant annet har prisene på mat, møbler, husholdningsartikler, og overnattings- og restauranttjenester økt mye. Konsumprisveksten er i stor grad knyttet til de kraftige prisimpulsene fra utlandet, særlig på råvarer og energi som er viktige innsatsfaktorer i mye norsk produksjon. Samtidig avspeiler veksten at bedriftene har sendt deler av kostnadsøkningene videre ved å sette opp sine utsalgspriser.

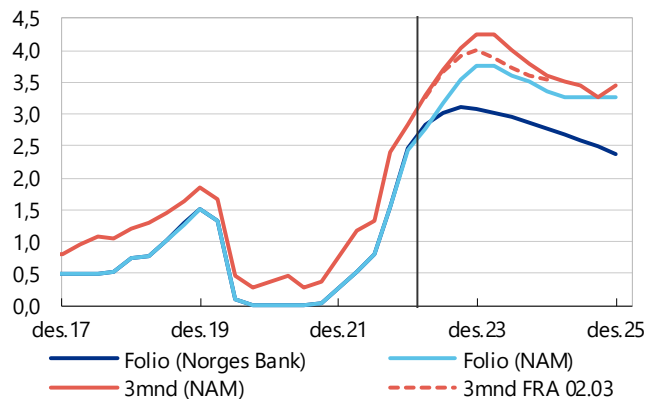
Det er flere grunner til å tro at prisveksten vil avta noe utover året. Produsentprisene har begynt å avta. SSBs produsentprisindeks viser et prisfall på energivarer på nesten 26 prosent fra desember til januar. Dette vil ventelig bidra til å dempe presset på vareinflasjonen. Svakere etterspørselsimpulser globalt, som har redusert forstyrrelsene i forsyningskjedene og dempet det internasjonale prispresset på råvarer bidrar ytterligere. Dette underbygges også av bedriftenes salgsprisutsikter i NØB i første kvartal, der et flertall venter lavere salgspriser de neste seks månedene.

Prisutviklingen i de mer arbeidsintensive tjenestene vil i mindre grad påvirkes av fallet i råvarepriser, og mer av utviklingen i arbeidsmarkedet og fremtidig lønnsvekst. Totalt sett ventes svakere vekst i etterspørsel og aktivitetsnivå fremover på nasjonalt nivå. Videre vil strømstøtten videreføres ut 2024. Sistnevnte begrenser hvor mye strømprisene slår inn i konsumprisene og bidrar til å dempe pris-

veksten. KPI og KPI-JAE anslås å øke hhv. 4,8 prosent og 4,2 prosent i 2023. I 2024 ventes KPI og KPI-JAE å vokse med henholdsvis 3,3 prosent og 3,2 prosent.

Renter

Prosent



Kilde: Refinitiv Datastream / Norges Bank, PPR 4/2022 / NHO, Økonomisk overblikk 1/2023

Styrringsrenten ble kuttet til 0 prosent i mai 2020 og 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 2³/₄ prosent i desember. Siden forrige Pengepolitisk rapport har aktiviteten og prisveksten vært høyere enn Norges Bank anslo i rapporten. Internasjonale renter har løftet seg de siste månedene. Isolert sett legger det ytterligere press på Norges Bank om å holde følge, for å hindre en kronesvekkelse som vil øke importert prisvekst.

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 utgangen av februar priser markedet inn at styrringsrenten skal opp mot 3³/₄ prosent i løpet av året.

I tillegg har påslaget i pengemarkedet⁷ falt den siste tiden. Isolert sett vil et høyt påslag i pengemarkedet redusere sentralbankens behov for å øke styrringsrenten. Ved inngangen av året var påslaget rundt 50 basispunkter, men har den siste tiden falt ned mot

⁷ Her beregnet på differansen mellom 3-måneders Nibor og DNBs kvoterte renteswapper for overnattrenten

(overnight indexed swap). Sistnevnte er et mål på forventet styrringsrente i markedet.

25 basispunkter. Gjennom deler av fjoråret var påslaget i pengemarkedet høyere og mer volatil enn normalt. Det henger sammen med store skatteinnbetalinger fra oljeselskapene. Skatteinnbetalinger reduserer bankenes likviditet, og øker usikkerheten rundt deres likviditetsposisjon. Norges Bank innførte derfor 3. oktober et tilbud om daglige F-lån til bankene med løpetid én dag og full tildeling. Tilbudet varte frem til 28. oktober, men ble lite brukt. Norges Banks prognoser for 2023 indikerer bedre likviditet gjennom året, som kan bidra til at påslaget holder seg lavt.

Våre anslag tilsier at renten settes opp gjennom året, og at renten når en topp på om lag 3¾ 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.

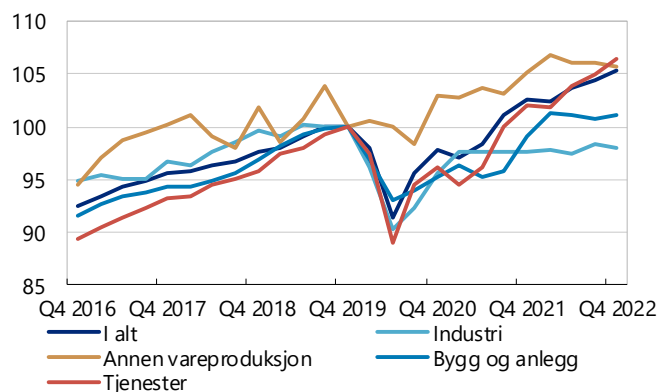
Etter Norges Banks tilråding ble bankenes motsykliske kapitalbuffer redusert fra 2,5 til 1,0 prosent i mars 2020. Lavere bufferkrav reduserte risikoen for en strammere utlånspraksis som kunne forsterket tilbakeslaget som fulgte av pandemien. I mars i fjor ble kapitalbufferen besluttet hevet tilbake til 2,5 prosent, med virkning fra 31. mars 2023. På rentemøtet i desember vedtok Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet å opprettholde dette kravet. Bankene er godt kapitaliserte og har trolig allerede tilpasset seg det kommende økte kravet. Vi venter derfor ikke at ikrafttredelse av økt motsyklisk buffer vil ha stor betydning på renter og kredittvekst fremover.

2.8 Aktivitetsveksten bremser opp

Aktivitetsveksten var sterk i 2022. Etter en bredt basert oppgang i tredje kvartal, var det kun tjenesteproduserende næringer som bidro til veksten i fjerde kvartal. En kraftig økning i kjøp av biler som følge av en varslet økning i bilavgiftene fra 2023 løftet aktiviteten i varehandelen. Overnatting og servering hadde også sterk oppgang i fjerde kvartal. Industri og annen vareproduksjon gikk ned i fjerde kvartal. I offentlig forvaltning var også veksten lavere enn gjennomsnittet, og aktiviteten i offentlig forvaltning bidro til å dempe veksten i fastlandsaktiviteten.

Bruttoprodukt Fastlands-Norge

Sesongjustert. 2019Q4 = 100

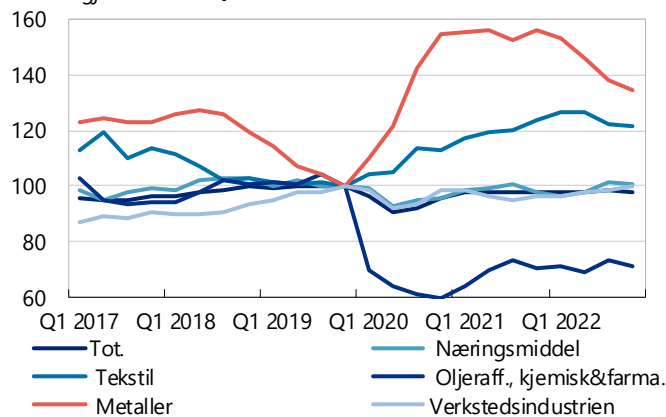


Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Industriaktiviteten ligger fortsatt på et lavere nivå enn før pandemien og har vært på om lag samme nivå siden første kvartal 2021. Det er stor spredning i hvordan aktiviteten blant industrinæringene har utviklet seg siden pandemien, se figur. Metallindustrien har hatt en kraftig vekst, mens oljeraffineri, kjemisk og farmasøytisk industri ligger på et lavere nivå. Næringsmiddelindustrien er om lag uendret fra nivået forut for pandemien. I oljebransjen svarer medlemmene i NØB om at det på kort sikt er høy aktivitet og få melder om at synkende ordreinngang er til hinder for ekspansjon. Investeringstillingen fra SSB peker også på at det innenfor olje og energi er stor investeringsvilje. Økt aktivitet i oljenæringen trekker opp aktiviteten i leverandørindustrien. Verftsindustrien samt reparasjon og installasjon av maskiner og utstyr gikk opp i fjerde kvartal.

Bruttoprodukt utvalgte industrinæringer

Sesongjustert. 2019Q4 = 100



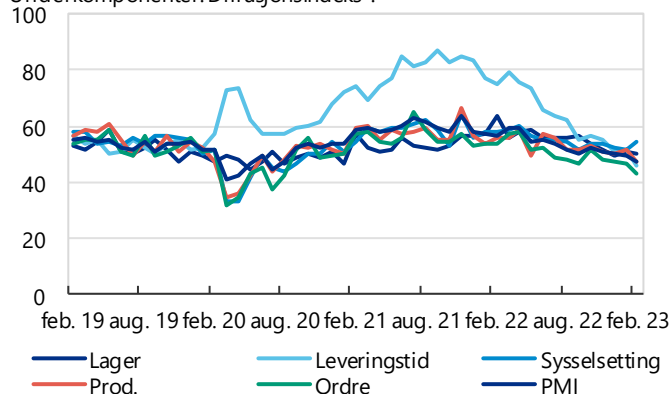
Kilde: Refinitiv Datastream / Statistisk sentralbyrå / NHO

Gjennom fjoråret viste PMI-indeksen for industrien og NØB at en stor andel industribedrifter erfarte knapphet på innsatsfaktorer, i form av lange leveringstider på innsatsfaktorer og at mangel på kvalifi-

sert arbeidskraft var til hinder for ekspansjon. Andelen som meldte at arbeidskraft var til hinder for ekspansjon falt noe i tredje og fjerde kvartal i fjor, men knappheten på arbeidskraft tiltok igjen i første kvartal. Det kan bidra til å begrense aktiviteten, og fallende ordretilgang trekker i samme retning. Aktivitetsutsiktene i industrien ser dermed på kort sikt ut til å være best for de som leverer til petroleumsnæringen.

Industrien: PMI industrien

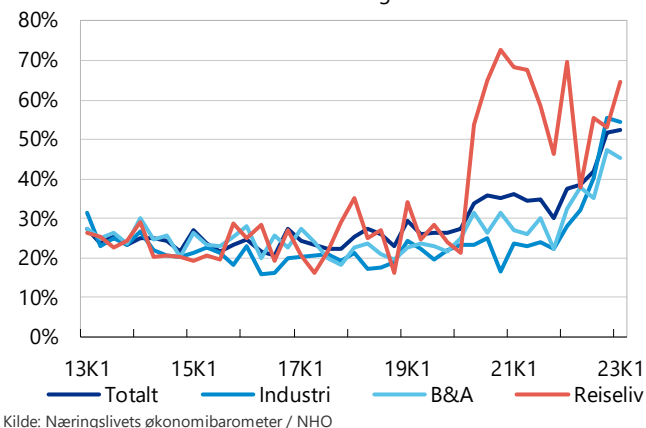
Underkomponenter. Diffusjonsindeks*.



Aktiviteten i bygg og var om lag uendret i 2022. Som omtalt i boligavsnittet, har økte renter og høye byggekostnader redusert aktiviteten i boligmarkedet, og vil legge en demper på aktiviteten framover. Det synet understøttes av svarene i regionalt nettverk, der det meldes om at høye kostnader og færre nyboligsalg har ført til utsettelse av prosjekter og redusert boligbygging. Aktiviteten i kraftforsyning har falt gjennom 2022, men økte investeringer vil trekke med seg aktiviteten gjennom 2023.

Lite forutsigbare rammebetingelser

Prosentandel som svarer "stor utfordring"



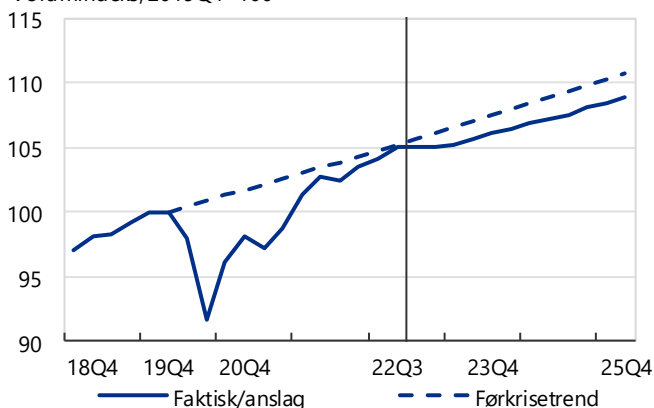
Høy aktivitet i kraftproduksjon og akvakultur har bidratt til at aktiviteten i annen vareproduksjon har

holdt seg godt oppe gjennom pandemien. Bruttoproduktet i primærnæringene varierte mye gjennom fjoråret, særlig som følge av variasjon innen fiske og akvakultur. I denne næringen økte aktiviteten med om lag 6 prosent i tredje kvartal og avtok om lag like mye i fjerde kvartal, til omtrent samme nivå som ett år tidligere.

Resultatene i NØB antyder at bedriftene i større grad enn forut for pandemien er usikre på fremtiden. 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. Økningen den siste tiden må ses i sammenheng med de høye strømprisene og uklarhet om støtte- og fastprisordninger, samt foreslåtte skatteøkninger i budsjettet. Økt uforutsigbarhet kan gjøre bedriftene mer tilbakeholdne med å investere, som i sin tur kan legge en demper på aktivitetsveksten fremover.

Fastlands-Norge: BNP

Volumindeks, 2019Q4=100



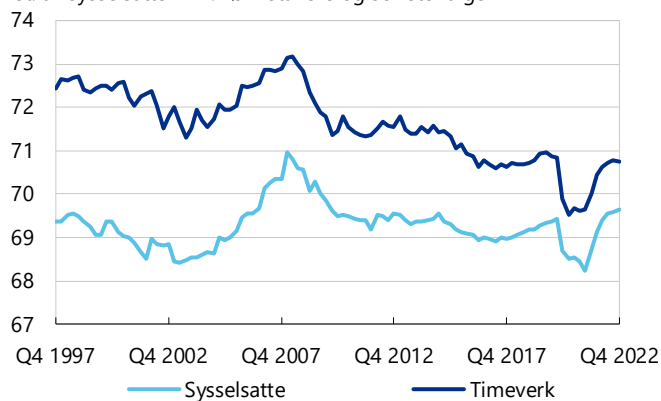
Veksten i årets siste kvartal brakte oss opp mot pre-koronatrend. I inneværende år venter vi om lag uendret aktivitet i første halvår, før vi mot slutten av 2023 anslår et forsiktig oppsving i aktivitetsnivået. De neste årene ligger veksten noe under trend. Færre virkedager trekker veksten ned med om lag to tideler i år og med ett tidel i hver av årene 2024 og 2025, sett i forhold til 2022.

2.9 Høy etterspørsel etter arbeidskraft

Privat næringsliv ble særlig hardt rammet av pandemien. Først i tredje kvartal i fjor var antall timeverk i privat næringsliv i prosent av alle timeverk tilbake på førkrisenivået. Veksten i private og offentlige timeverk var like stor i fjerde kvartal, slik at timeverksandelen for privat sektor var uendret fra tredje til fjerde kvartal.

Sysselsatte og timeverk i privat sektor

Pst. av sysselsatte i FN. Lønnstakere og selvstendige

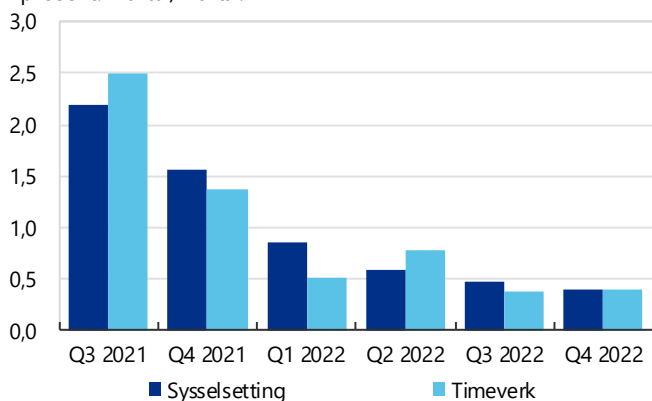


Kilde: SSB, KNR / Refinitiv Datastream / NHO

Også personsyssetningen i privat sektor falt under pandemien, dog noe mindre enn timeverkene. Fra sommeren i 2021 begynte sysselsetningen i privat næringsliv å øke igjen. Fra andre kvartal i 2021 til tredje kvartal i fjor ble 150 000 flere personer sysselsatt i privat næringsliv i Fastlands-Norge. Sysselsetningsveksten var imidlertid avtagende og i fjerde kvartal ble vel 9 000 flere sysselsatt i privat næringsliv i Fastlands-Norge. I tillegg ble 2 600 flere sysselsatt i offentlig forvaltning i årets siste kvartal. Den forholdsvis høye sysselsetningsveksten gjennom fjoråret, innebærer en positiv sysselsetningsvekst også i inneværende år.

Sysselsetting- og timeverksvekst

I prosent. Kvartal/kvartal.



Kilde: SSB, KNR / Refinitiv Datastream / NHO

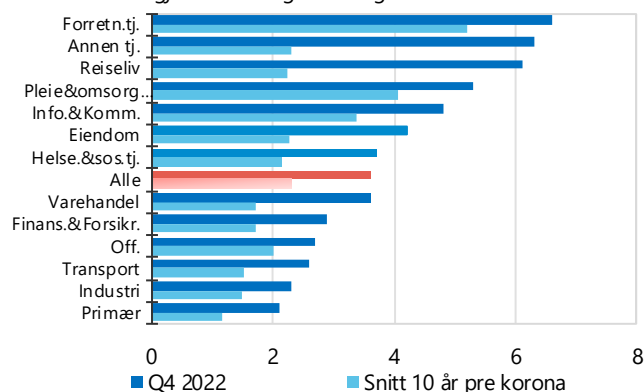
SSBs statistikk⁸ over ledige stillinger viser at de fleste næringene hadde et høyt nivå på antallet ledige stillinger i fjerde kvartal og at antallet økte fra

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

tredje kvartal. Særlig reiseliv, annen tjenesteproduksjon og varehandel hadde en høy vekst i antallet ledige stillinger. Nivået i forhold til ønsket sysselsetting er også betydelig høyere enn gjennomsnittet 10 år forut for pandemien. Industrien har også flere utlyste stillinger i prosent av ønsket sysselsetting enn gjennomsnittet siste 10 år, men her er forskjellen mye mindre enn for reiseliv og annen tjenesteyting, se figur.

Ledige stillinger vs ønsket sysselsetting*

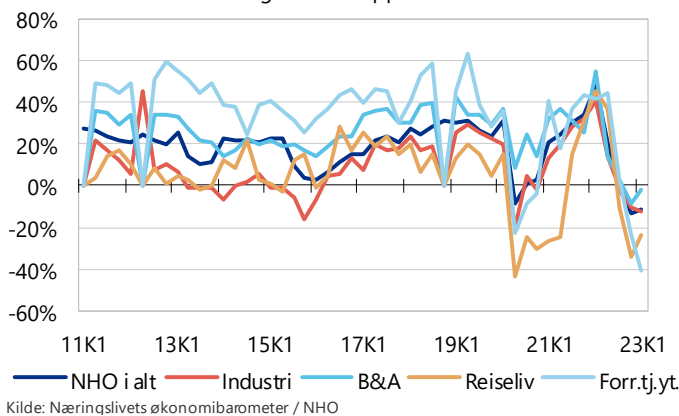
Prosent. Sesongjustert. Utvalgte næringer



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Markedsutsikter - Sysselsetting

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



Kilde: Næringslivets økonomibarometer / NHO

Samtidig som det er vekst i sysselsettingen og mange utlyste stillinger, svarer en overvekt av medlemmene i NØB at de vil redusere sysselsettingen fremover. Det kan bety at ledig kompetanse i arbeidsmarkedet ikke samsvarer med behovet til bedriftene. I NØB melder en av tre NHO-bedrifter om

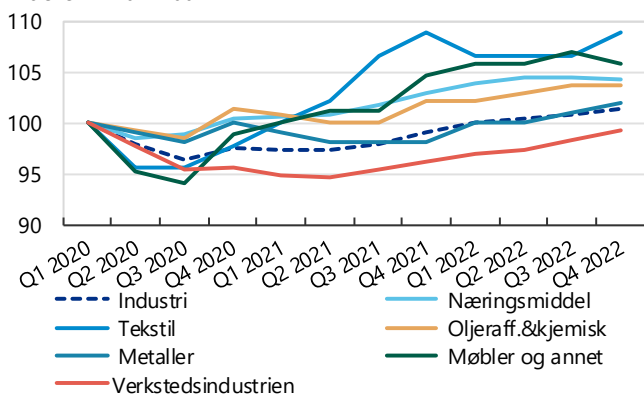
kende er åpne for interne søkere tas ikke med. For næringer der uformell utlysning er særlig vanlig, kan SSBs tall gi et ufullstendig bilde. NAVs månedlige statistikk for tilgangen på ledige stillinger er basert på stillinger meldt til NAV-kontorene, registrert av arbeidsgiver på nav.no eller offentliggjort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

at de vil redusere bemanningen, mens en av seks bedrifter vil øke bemanningen. Bedriftene rapporterer om at de vil nedbemanne gjennom flere kanaler, både naturlig avgang, permitteringer eller oppsigelser.

Sysselsetningsutviklingen siden fjerde kvartal 2019 er forskjellig for de ulike industrinæringene. Verktedindustrien har litt lavere sysselsetting enn i fjerde kvartal 2019. Særlig verftsindustrien ligger fortsatt vel 10 prosent under sysselsetningsnivået før pandemien. For de andre industrinæringene ligger sysselsettingen nå over nivået i første kvartal 2020. Det er også en økende andel av NØB-virksomhetene i industrien som melder om mangel på kvalifisert arbeidskraft. Samtidig har antallet arbeidsledige blant ingeniører og i IKT-fag samt industriyrker gått noe ned.

Sysselsetting utvalgte industrinæring

Indeks 1Kv20 = 100



Kilde: SSB, KNR / Refinitiv Datastream / NHO

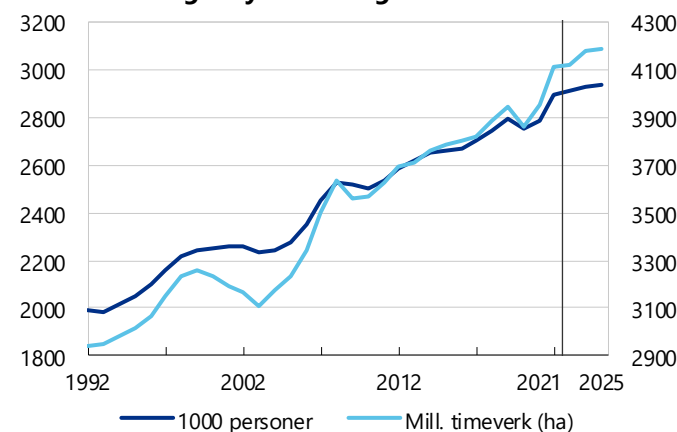
Reiselivsnæringen ble særlig hardt rammet av pandemien. Etter avviklingen av smitteverntiltakene har etterspørselen etter arbeidskraft økt kraftig og antall utlyste stillinger har vært på et høyt nivå. Antall ledige stillinger er fortsatt på et høyt nivå i et historisk perspektiv, men andelen bedrifter som melder om mangel på kvalifisert arbeidskraft er et hinder for ekspansjon, har avtatt, og er nå på nivå med andelene forut for pandemien.

Bygg- og anleggsnæringen viser tegn til noe lavere aktivitet, og hadde en nedgang i antall ledige stillinger i både tredje og fjerde kvartal. Blant NHOs

⁹ Trenden representerer den mer langsiktige tendensen i data, inkludert konjunktur. Trenden kan ofte bli litt revurdert når nye observasjoner innarbeides, særlig mot slutten av tidsserien, kalt revisjonsusikkerhet. Endelig trend beregnes ved å glatte de sesongjusterte tallene. Programmet velger et glidende trendgjennomsnitt basert på statistiske egenskaper ved dataene. For månedlige serier, vil

medlemsbedrifter er det om lag like mange som vil nedbemanne som vil øke sysselsettingen. Samtidig er det en forsiktig oppgang i antallet arbeidsledige i yrkene bygg og anlegg. På den annen side virker etterspørselen etter arbeidskraft ganske høy da knapt halvparten av våre bygg og anleggsbedrifter svarer at mangel på kvalifisert arbeidskraft fortsatt er til hinder for ekspansjon.

Fastlands-Norge: Sysselsetting



Kilde: Refinitiv Datastream / Norwegian Aggregate Model (NAM) / NHO, ØO 1/2023

Den lavere aktivitetsveksten i inneværende år vil trekke ned veksten i personsysselsettingen, men siden sysselsettingen økte gjennom året i fjor blir anslått årsgjennomsnittet til 0,7 prosent i 2023. Sysselsetningsveksten ventes å vokse litt mer enn befolkningsveksten til neste år og noe under befolkningsveksten i 2025.

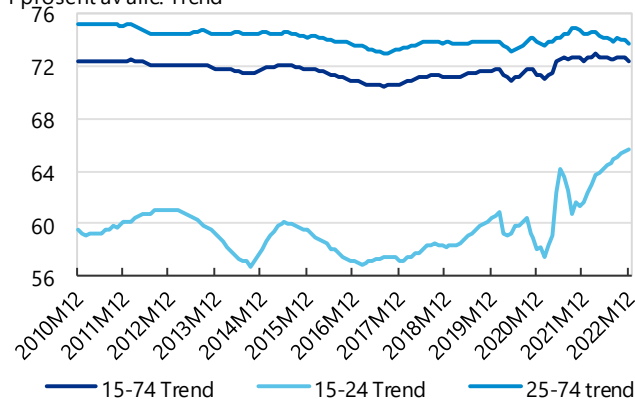
Arbeidstilbudet har flatet ut

Den sterke jobbveksten fikk flere inn i arbeidsmarkedet i 2022. Det er mye variasjon i de underliggende månedstallene i SSBs arbeidskraftundersøkelse (AKU), men den estimerte trenden⁹ i yrkesandelen i arbeidsfør alder (15–74 år) er mer stabil. Arbeidsstyrken i prosent av befolkningen gikk først opp frem til mars og deretter ned eller holdt seg uendret. Arbeidsstyrken i prosent av befolkningen var derfor 72,4 prosent både i desember 2021 og 2022. Det er kun arbeidstilbudet for aldersgruppen 15–24 år som fortsatt vokser, dog med lavere veksttakt enn tidligere.

enten et 9-, 13- eller 23-terms Henderson glidende gjennomsnitt bli valgt, og tilhørende asymmetriske varianter mot slutten. For detaljert informasjon om trendfiltre i X-12ARIMA, se for eksempel [Australian Bureau of Statistics](#) sin webside eller kapittel 12.6 i [Handbook on Seasonal Adjustment](#).

Arbeidsstyrke

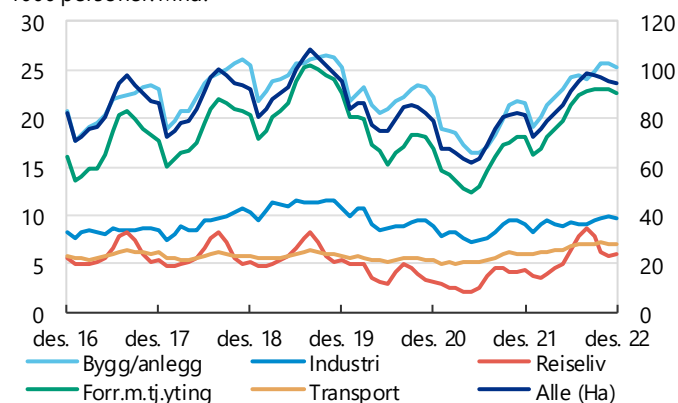
I prosent av alle. Trend



Kilde: SSB / NHO

Korttidssinnvandrere fordelt på næring

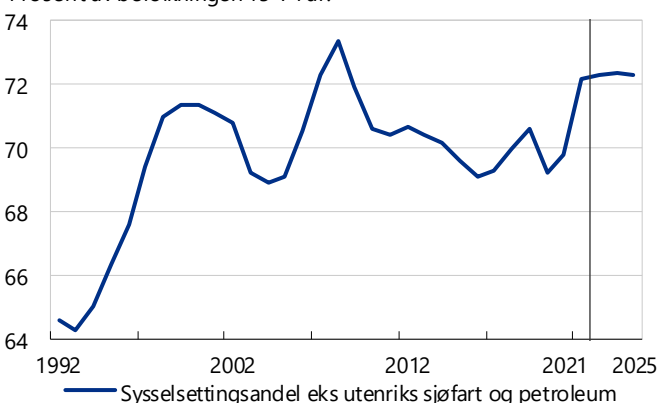
1000 personer. Mnd.



Kilde: Statistisk sentralbyrå / NHO

Sysselsetningsandel

Prosent av befolkningen 15-74 år.



Kilde: Refinitiv Datastream / SSB / Norwegian Aqqreqate Model (NAM) / NHO, ØO 1/2023

Tilbudet av arbeidskraft synes imidlertid fortsatt å være høyt. Arbeidsinnvandringen har tatt seg opp etter de strengeste smittevernrestriksjonene ble fjernet. Økningen i antall korttidssinnvandrere i bygg- og anlegg, reiseliv, informasjon og kommunikasjon samt forretningsmessig tjenesteyting bidro til å trekke opp veksten i antall korttidssinnvandrere i 2022. I tillegg var det høy vekst i personer med

uoppdatt utdanning. 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 lønnsnivået for mange yrker er høyt sett i forhold til andre land.

Vi legger til grunn at veksten i arbeidsstyrken flater ut når aktiviteten i økonomien avtar, slik at veksten i tilbudet over tid vil være mer på linje med befolkningsveksten. Vi anslår at sysselsetningsraten vil være om lag uendret gjennom prognoseperioden.

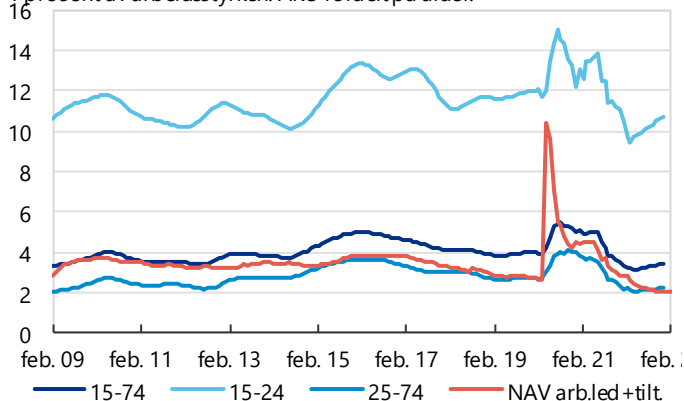
Høyere ledighet de neste årene

NAV's statistikk på helt arbeidsledige og personer på ordinære arbeidsmarkedstiltak var ved utgangen av februar 2 prosent av arbeidsstyrken, ifølge sesongjusterte tall. Det er uendret fra januar 2022, og er på nivå med arbeidsledigheten forut for finanskrisen i 2008.

SSB's 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. Ettersom AKU er en utvalgsundersøkelse med et varierende utvalg som spørres fra måned til måned er tallene herfra både mer varierende og mer usikre enn NAV-tallene.

Arbeidsledige AKU trend og NAV

I prosent av arbeidsstyrken. AKU fordelt på alder.



Kilde: SSB / NHO

Siden mars i år 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 januar var trenden i AKU-ledigheten 3,4 prosent, opp 0,3 prosentpoeng fra mai i fjor. 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.

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 ta seg opp i andre halvår år, slik at arbeidsledigheten faller i 2024, men gjennomsnittet blir likevel om lag lik snittet i 2023 og holder seg på det nivået ut prognoseperioden. Registrert arbeidsledighet følger utviklingen i AKU, men på et lavere nivå. I 2023 ventes registrert arbeidsledighet og personer på tiltak å øke til 2,4 som årsgjennomsnitt.

Boks 1.1 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.

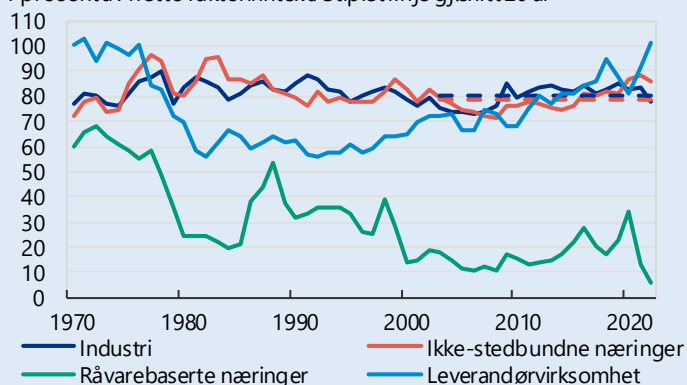
I figuren under ser vi at lønnskostnadsandelene for ikke-stedbundne næringer har holdt seg på et relativt stabilt nivå de siste 20 årene. Lønnskostnadsandelene for ikke-stedbundne næringer har hatt om lag samme forløp som industrien som helhet. Råvarebaserte- og leverandørnæringer er tungt knyttet til 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

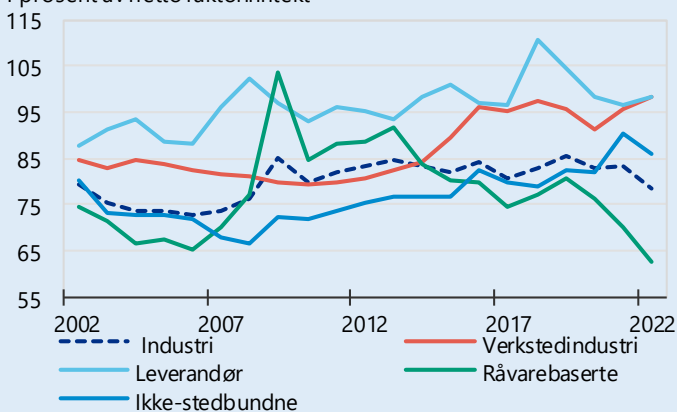
i prosent av netto faktorinntekt. Stiplet linje gj.snitt 20 år



* 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: Torvik-utvalget frikjenner fritaksmetoden

3.1 Innledning og oppsummering

Torvik-utvalgets rapport (NOU 2022: 20 Et helhetlig skattesystem) ble fremlagt 19. desember. Utvalgets hovedforslag er en såkalt skatteveksling fra skatt på arbeid, for å stimulere arbeidstilbudet, til skattarter som antas å ha mindre skadevirkninger på økonomien. Utvalget foreslår også en del mindre endringer i kapitalbeskatningen, men lar hovedstrukturen bestå. Utvalgets rapport er for omfattende til at vi kan dekke den i sin helhet. I denne temadelen har vi derfor valgt ut et av temaene innenfor kapitalbeskatningen, som vi anser som svært viktig. Utvalget går i rette med mye av kritikken mot fritaksmetoden. Utvalget går enstemmig inn for å beholde prinsippet om at utbytte mellom selskaper ikke skal skattlegges og at skatteplikten først oppstår når utbytte eller gevinst tilfaller de personlige aksjonærene. Vi vil i denne temadelen nettopp fokusere på utvalgets vurderinger og forslag knyttet til utsettelse av skatt gjennom tilbakeholdte overskudd. Dette berører kjernen i kritikken mot fritaksmetoden, som har vært at fritaksmetoden fungerer som en "sparebøsse for de rike" der skatten på oppsparte midler kan utsettes tilnærmet ubegrenset.

Bakgrunn

Torvik-utvalget ble oppnevnt 18. juni 2021 av Regjeringen Solberg. Utvalget ble bedt om å foreta en helhetlig gjennomgang av skattesystemet. Mandatet viste til at Norge siden skattereformen i 1992 i hovedsak har hatt et stabilt og velfungerende skattesystem som i stor grad er basert på brede skattegrunnlag, relativt lave satser og stor grad av likebehandling av ulike investeringer, finansieringsformer og virksomhetsformer. Likevel er det rom for forbedringer og omlegginger. Det vises i mandatet blant annet til at flere av skattegrunnlagene svekkes av strukturelle og demografiske endringer, blant annet som følge av aldringen av befolkningen. I tillegg setter økt globalisering og digitalisering av økonomien press på det norske skattefundamentet. Videre vises det til at klimaomstillingen vi står overfor, kan

ha betydning for utformingen av skattesystemet. Utvalgets hovedoppgave er ifølge mandatet å vurdere hvordan de samfunnsøkonomiske kostnadene ved skattesystemet kan holdes lave i lys av nasjonale og internasjonale utviklingstrekk.

De senere årene har det kommet kritikk mot fritaksmetoden fra flere hold. Kritikken ble særlig sparket i gang ved en artikkelserie i DN i 2019,¹⁰ og har inkludert både journalister, politikere og økonomer. I korte trekk har kritikken gått ut på at fritaksmetoden åpner for muligheter til å unngå den personlige eierbeskatningen gjennom lovlige eller ulovlige tilpasninger. En sentral problemstilling er hvorvidt aksjonærer som sparer gjennom private holdingselskap, får en urimelig fordel gjennom muligheten til å utsette den personlige eierbeskatningen. Det er rimelig å anta at denne kritikken også motiverte oppnevningen av utvalget, selv om det opprinnelige mandatet fra Regjeringen Solberg ikke eksplisitt sier noe om dette. Tilleggsmandatet fra Regjeringen Støre er derimot tydelig på dette punktet. Der står det blant annet: "Utvalget bes utrede omfanget av tilpasninger til aksjonærmodellen og fritaksmetoden og hvilke tiltak som må til for å unngå utilsiktede tilpasninger."

Kritikken mot fritaksmetoden må også ses i lys av at ulikhet og fordeling har vært høyt på agendaen de siste årene. I denne sammenhengen har særlig et par rapporter fra forskere i SSB (Aaberge mfl. 2020¹¹ og 2021¹²) vært relevante. Her blir det fremholdt at ulikheten er større enn den offisielle statistikken viser fordi denne statistikken ikke inkluderer "latente eierinntekter", dvs. overskudd som holdes tilbake i selskapene fremfor å deles ut til aksjonærene.

Det har også blitt rettet oppmerksomhet mot mulige tilpasninger for å unngå beskatning av tilbakeholdte overskudd, herunder å flytte ut av landet. Videre har det blitt satt søkelys på omgåelse gjennom urapportert privat konsum i selskap.

[Oppsummering av de mest relevante forslagene](#)
Torvik-utvalget går enstemmig inn for å beholde fritaksmetoden, og dermed for beskatning av aksjeinn-

¹⁰ Dagens Næringsliv. (2019, 13. desember), [Milliardærenes skattefrie pengebinger](#).

¹¹ Aaberge, R., Modalsli, J. H., & Vestad, O. L. (2020). Ulikheten – betydelig større enn statistikken viser. SSB analyser, 13.

¹² Aaberge m.fl. (2021), Økonomisk ulikhet i Norge i det 21. århundre, SSB rapporter: 2021/33

tekt først ved utdeling til personlige aksjonærer (fysiske personer). Flertallet foreslår å bevare aksjonærmodellen som gir skattefrihet (såkalt skjerming) for den delen av aksjeinntekten som tilsvarende alternativavkastningen for kapitalen, mens et mindretall foreslår å oppheve skjermingsreglene. Utvalget (ingen dissenser) mener man bør være forsiktige med å bruke begrep som "latent aksjeinntekt" og "latent skatt," ettersom dette er ikke midler som står til eiers private disposisjon, eller skatt som er beregnet og kommer til forfall. Aksjene kan endres i verdi, og faktisk skatt ved uttak kan bli både lavere eller høyere.

Utvalget diskuterer om skattesystemet er såkalt periodiseringsnøytralt, dvs. at det verken gir insentiver til å ta ut utbytte eller å holde overskudd tilbake i selskapssektoren. Utvalget konkluderer med at renten i skjermingsfradraget må økes noe utover dagens nivå for å motvirke insentiver til å holde overskudd tilbake for selskaper som må lånefinansiere sine investeringer (fordi lånerenten er høyere enn skjermingsrenten).

I tillegg foreslår utvalget å stramme inn skattereglene både ved utflytting og privat konsum i selskap.

Gjeldende regler, inkludert formål og bakgrunn, beskrives nærmere under punkt 3.2. Problemstillinger og vurderinger angående latent skatt beskrives nærmere under punkt 3.3. Utvalgets forslag beskrives nærmere under punkt 3.4.

3.2 Beskrivelse av modellene

Aksjeinntekter beskattes etter aksjonærmodellen for personlige aksjonærer og fritaksmetoden for selskap. Med aksjeinntekter menes utbytte, og gevinster/tap ved realisasjon (normalt salg) av aksjer. Både fritaksmetoden og aksjonærmodellen ble innført som del av skattereformen 2006. Sammen gjør disse modellene at aksjeinntekter kun beskattes én gang i selskapssektoren, og at aksjeinntekt (ut over et skjermingsfradrag) først beskattes når den tas ut av selskapssektoren. Nedenfor følger en beskrivelse av gjeldende regelverk, samt bakgrunn for, og formål med, disse modellene. Det gis også en beskrivelse av gjeldende regelverk for skattlegging av privat konsum i selskap og utflyttingsskatt.

Aksjonærmodellen

De viktigste prinsippene i det norske skattesystemet har stort sett vært uendret siden den store skattereformen i 1992. Reformen innebar at Norge innførte et såkalt dualt skattesystem, med progressive satser på arbeidsinntekt, trygd og pensjoner og en lavere, flat sats på kapitalinntekter. Den store forskjellen i skattesats på kapital og arbeid gjorde det imidlertid gunstig for dem som arbeidet i egen virksomhet, å få reelle arbeidsinntekter skattlagt som kapitalinntekter. Dette ble forsøkt løst ved den såkalte delingsmodellen. Delingsmodellen innebar en sjablong for å dele inntekt i egen virksomhet inn i en kapitalavkastningsdel og en arbeidsavkastningsdel. Etter 1992-reformen ble imidlertid delingsmodellen endret flere ganger slik at den ikke lenger løste denne oppgaven på en tilfredsstillende måte. Grunnlaget for skatt på kapitalinntekt ble uthulet gjennom omfattende tilpasninger. I 2006-reformen ble det derfor valgt en løsning som innebar at det ikke var behov for en delingsmodell. Aksjonærmodellen ble innført for å bygge bro mellom den lave, flate skattesatsen på kapitalinntekter og de høyere, progressive skattesatsene på lønn. I stedet for å basere seg på regler som skulle fjerne muligheten for tilpasninger, rettet man seg inn mot å fjerne motivet for tilpasninger ved å redusere forskjellene mellom de høyeste skattesatsene på eierinntekt (nærings- og selskapsinntekt) og lønnsinntekt. Det ble innført skatt på utbytte, samtidig som marginalskattesatsene på arbeid ble redusert.

Aksjonærmodellen innebærer at utbytte som overstiger et skjermingsfradrag, skattlegges som alminnelig inntekt på eierens hånd. Skattepliktig utbytte og gevinst oppjusteres med en faktor (som er satt til 1,72 i 2023), og inngår i grunnlaget for skatt på alminnelig inntekt for personer.¹³ Skjermingsfradraget beregnes i utgangspunktet som aksjens kostpris multiplisert med en skjermingsrente. Skjermingsrenten fastsettes av departementet i forskrift. I Finansdepartementets forskrift til skatteloven § 10-12-1 er det bestemt at skjermingsrenten skal baseres på gjennomsnittlig rente på statskasseveksler med tre måneders løpetid, med et tillegg på 0,5 prosentenheter. Renten skal videre nedjusteres med skattesatsen på alminnelig inntekt (22 pst.) for å komme

¹³ Oppjusteringsfaktoren ble innført i 2016 for å motvirke at reduksjon i selskapskattesatsen skulle medføre en til-

svarende reduksjon i den samlede beskatningen av aksjeinntekter mv. når selskap og personlig aksjonær ses under ett.

frem til rente etter skatt. I fjor var renten på tre måneders statskasseveksler 1,67 prosent, slik at skjermingsrenten var 1,7 prosent $((1,67+0,5)*(1-0,22) \approx 1,7)$.

Skjermingsfradraget gjør at en andel av aksjeinntekten (som opprinnelig var ment å tilsvare avkastningen en kan oppnå ved en alternativ, risikofri plassering) unntas for utbytteskatt. Hovedbegrunnelsen for skjermingsfradraget er å sikre at utbytteskatten ikke svekker tilgangen på ny, norsk aksjekapital. En tradisjonell utbytteskatt innebærer full dobbeltbeskatning av utbytte (for selskapet og aksjonæren samlet). Dette kan øke norske investorers krav til avkastning før skatt på sine aksjeinvesteringer. Dette kan igjen øke bedriftenes kostnader knyttet til investeringer som finansieres med ny aksjekapital, og dermed føre til reduserte investeringer. Høyere skatt på aksjeinntekt kan også føre til at norske investorer vrir investeringene bort fra aksjer og over til obligasjoner, eiendom mv. Dette kan særlig ramme bedrifter som ikke har tilgang på utenlandsk kapital, og dermed kan være rasjonerte i lånemarkedet, for eksempel små og nystartede selskaper. Scheel-utvalget (NOU 2014: 13)¹⁴ la vekt på at aksjonærmodellen delvis vil utligne favoriseringen av gjeld på selskapets hånd for investeringer som av ulike grunner må finansieres med norsk egenkapital. Gjeldsrenter er fradragsberettiget i selskapskatten, mens egenkapitalkostnader ikke er det. Skjermingen innebærer derimot en favorisering av egenkapital på aksjonærens personlige hånd, fordi renteinntekter skattlegges fra første krone, mens en del av egenkapitalavkastningen er skattefri.

Skjermingsmetoden påvirker også forholdet mellom kapitalkostnaden for innskutt og opptjent egenkapital, ved at bare den innskutte egenkapitalen gir grunnlag for skjermingsfradrag. Dermed påvirker skjermingsmetoden også valget mellom å utdele/realisere aksjeinntekt og dermed betale skatt, eller å utsette skatten.

Dersom utbetalt utbytte er lavere enn skjermingsfradraget, legges ubenyttet skjermingsfradrag til skjermingsgrunnlaget for neste år. I praksis betyr dette at ubenyttet skjermingsfradrag fremføres med en rente tilsvarende skjermingsrenten. Ubenyttet

skjermingsfradrag følger imidlertid den enkelte aksje og kan ikke trekkes fra i inntekter fra andre aksjer.

Ved realisasjon av aksjer vil eventuell gevinst være skattepliktig som alminnelig inntekt og tap være fradragsberettiget i alminnelig inntekt. Eventuell ubenyttet skjerming kan trekkes fra gevinsten. Er ubenyttet skjerming større enn gevinsten, går resten av det ubenyttede skjermingsfradraget tapt. Aksjonærmodellen behandler dermed ikke tap og gevinster fullt ut symmetrisk.

Begrunnelsen for ikke å tillate samordning av skjermingsfradrag med andre inntekter enn inntekter fra den samme aksjen, er at en slik samordningsmulighet ville lagt til rette for skattemessige tilpassninger. Vurderingen har imidlertid vært at denne asymmetrien har begrenset betydning i praksis, jf. for eksempel Scheel-utvalget, fordi aksjonærene kan velge å samle sine aksjeinvesteringer i et holdingselskap som er omfattet av fritaksmetoden. Skjermingen beregnes da på aksjonærens innskudd i holdingselskapet, og ikke på de underliggende aksjene eid av holdingselskapet. På denne måten får man implisitt en samordning for skjermingen mellom aksjene som eies av holdingselskapet.

Fritaksmetoden

Fritaksmetoden skal hindre at inntekt blir beskattet flere ganger i selskapskjeder. Fritaksmetoden innebærer at selskap som hovedregel unntas fra skatt på utbytte og gevinster på aksjer. Motstykket er at tap ved realisasjon av aksjer mv. som utgangspunkt ikke er fradragsberettiget. I større konsern med flere ledd i eierkjeden, ville avkastningen (utbytte eller gevinster) blitt skattlagt i hvert ledd på vei oppover i kjeden, såkalt kjedebeskatning.

Kjedebeskatning kan blant annet gi uheldige insentiver til omorganiseringer. Ved å samle flere selskaper i én større enhet kan en unngå skatt på inntekter mellom selskapene. De skattemessige vurderingene vil da overstyre hva som ville vært den mest rasjonelle selskapsstrukturen ut fra forretningsmessige betraktninger. Kjedebeskatning kan dessuten svekke kapitalflyten i næringslivet. Skattereglene gir da insentiv til ikke å dele ut utbytte mellom selskaper, eller til å beholde aksjeinvesteringer selv om det forretningsmessig ville vært mest gunstig å realisere.

¹⁴ NOU 2014: 13 (2014). Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi. Oslo: Finansdepartementet.

Før skattereformen 2006 ble kjedebeskatning mellom innenlandske selskaper motvirket gjennom godtgjørelsesmetoden og den såkalte RISK-metoden (Regulering av Inngangsverdi med Skatlagt Kapital). For grenseoverskridende investeringer ble *kreditmetoden* benyttet. Den innebærer at begge land kan beskatte inntekten eller formuesposten, men skattyteren kan kreve fradrag i skatt (kredit) i det landet skattyteren er skattemessig bosatt eller hjemmehørende for skatt betalt i utlandet. Hensynet til forenkling var en viktig begrunnelse for å erstatte disse reglene med fritaksmetoden. Det ble også lagt vekt på at fritaksmetoden ville harmonere godt med aksjonærmodellens uttaksprinsipp.

Fritaksmetoden omfatter ikke bare aksjeselskaper, men også enkelte andre kvalifiserende skattesubjekter som verdipapirfond, foreninger, stiftelser og tilsvarende utenlandske selskaper. Disse subjektene er fritatt for skatt på utbytte fra aksjeselskaper og tilsvarende utdelinger fra andre kvalifiserende objekter og gevinst ved andel i slike selskaper. Subjektene er også fritatt for skatt på gevinst ved realisasjon av finansielle instrumenter som har aksjer og andeler som faller inn under fritaksmetoden som underliggende objekt, og for skatt på gevinst ved realisasjon av andel i selskap med deltakerfastsetting.

Det gjelder flere unntak fra fritaksmetoden for internasjonale forhold. Den gjelder for det første ikke hvor det utdelende selskapet – objektet – er hjemmehørende i et lavskatteland¹⁵ utenfor EØS. For det andre gjelder den ikke der objektet er hjemmehørende i lavskatteland innenfor EØS dersom selskapet "ikke er reelt etablert og driver reell økonomisk aktivitet i et EØS-land." For det tredje gjelder den ikke der objektet er hjemmehørende i land utenfor EØS som ikke er lavskatteland dersom objektet i de to siste årene ikke har eid minst 10 pst. av objektet. For det fjerde gjelder fritaksmetoden ikke der objektet gis fradrag for utdelingen. For det femte gjelder fritaksmetoden bare for subjekter i utlandet som mottar utbytte fra objekter i Norge dersom det utenlandske selskapet/subjektet er "reelt etablert og driver reell økonomisk aktivitet i et EØS-land."

Privat konsum i selskap

Personlig selskapseier og selskapet kan oppnå en urettmessig gunstig beskatning ved å la selskapet dekke eiers private kostnader. Fritaksmetoden er en del av det regelverket som da misbrukes. Det gjøres ved at selskapet erverver eiendeler eller tjenester som eier benytter privat, eller som selges videre til eier uten at selskapet får dekket sine kostnader. Etter gjeldende regler skal selskapet uttaksbeskattes og eier beskattes etter reglene om utbytte eller utdeling for fordelene som overføres fra selskap til eier. Kontroller fra Skatteetaten har vist at dette ofte ikke skjer i praksis, fordi eier og selskapet ikke oppgir riktige opplysninger. I perioden 2008-2021 medførte kontroller fra Skatteetaten inntektstillegg i godt over halvparten av tilfellene. Skatteetaten fattet over 1 000 endringsvedtak. Samlet inntektstillegg utgjorde mer enn 1,3 mrd. kroner, det vil si i gjennomsnitt om lag 1,3 mill. kroner per endringsvedtak.¹⁶

Finansdepartementet har derfor varslet at det vil bli foreslått strengere regler for privat konsum i selskap. Formålet er å redusere mulighetene for urettmessig gunstig beskatning og forenkle bevisvurderingene. I 2022 ble et forslag sendt på høring, med sikte på innføring fra i år. Det gikk ut på at en eier med bestemmende innflytelse i et aksjeselskap mv. eller ansvarlig selskap mv. som eier eller disponerer boligeiendom, fritidseiendom, båt, fly eller helikopter skulle anses for å ha hatt disposisjonsrett til formuesobjektet hele året, uavhengig av faktisk bruk. Den skattepliktige fordelene som disposisjonsretten utgjør, skulle fastsettes sjablonmessig så høyt at det ikke skulle lønne seg å eie slike formuesobjekter i selskap til privat konsum. Det ble også foreslått særregler ved overdragelse av nevnte objekter fra selskap til eier eller eiers nærstående.

Det kom en rekke til dels kritiske hørings svar. Forslaget ble ansett som særlig problematisk der de aktuelle formuesobjektene er mange og utgjør en sentral og naturlig del av virksomheten, for eksempel utleieobjekter. Hvis det enkelte objekt kun anses å være benyttet i inntektsgivende aktivitet de døgn det faktisk er utleid, uansett sesong, så vil skattebelast-

¹⁵ Lavskatteland er definert som land hvor den effektive alminnelige inntektsskatt på selskapets samlede overskudd utgjør mindre enn to tredjedeler av hva den ville vært om selskapet var skattepliktig til Norge.

¹⁶ Finansdepartementet (2022). Høringsnotat – Skattlegging av privat konsum i selskap.

ningen kunne bli urimelig stor. Det vil gjøre det økonomisk umulig å eie og drive slik form for næringsaktivitet via familieeide selskaper.

Finansdepartementet har varslet at et nytt forslag vil komme i løpet av året, med sikte på ikrafttredelse fra 2024.

Utflyttingsskatt

En annen utfordring ved fritaksmetoden er at eierne kan flytte ut av Norge og norsk skattejurisdiksjon. Latent gevinst på aksjer skattlegges normalt først ved realisasjon, normalt ved salg av aksjene. Derfor innførte Norge i 2007 regler om skatteplikt ved utflytting. Den utflyttede personlige skattyteren blir skattepliktig som om aksjen var solgt den siste dagen før skatteplikten til Norge opphører etter intern norsk rett eller når skattyter anses bosatt i annen stat etter skatteavtale. Plikten til å betale skatten kan utsettes. Det skyldes blant annet at full betalingsplikt ved utflytting ville vært i strid med EØS-avtalens prinsipper om fri bevegelse av varer, personer, tjenester og kapital ("de fire friheter").

Inntil 29. november 2022 var reglene slik at den beregnede skatten bortfalt dersom aksjene ikke var realiserte innen fem år etter opphør av skatteplikten til Norge. Begrunnelsen for denne såkalte femårsregelen var at det ikke ville være holdepunkter for å anta at utflyttingen kun var skattemessig motivert dersom aksjene etter en viss periode ikke var realiserte. Finansdepartementet foreslo at perioden skulle være fem år, som også ble vedtatt.¹⁷

Ved budsjettavtalen for 2023 vedtok Stortinget å oppheve femårsregelen med virkning fra forslaget ble kjent, det vil si 29. november 2022. Avtalen inneholder også et punkt hvor regjeringen bes om å "utrede og foreslå en utflyttingsskatt som sikrer at urealiserte gevinster opparbeidet i Norge frem til utflyttingstidspunktet, faktisk skattlegges her."

3.3 Skatteutsettelse/latent skatt

Kritikken mot fritaksmetoden har omhandlet muligheten til å holde overskudd tilbake i selskapssektoren med formål om å utsette eierskatten. Sentrale spørsmål er om dette er en urimelig fordel for aksjonærene, og hvilke tiltak man eventuelt burde innføre for å motvirke tilpasninger. I dette avsnittet ser vi nærmere på hvorvidt skattesystemet gir insentiver

til å utsette skatt på eierinntekt. Tiltak foreslått eller vurdert av Torvik-utvalget behandles under punkt 3.4.

Latent eierskatt – hva er det?

Latent eierinntekt kan defineres som at verdien av aksjer overstiger summen av det som aksjonæren har betalt for aksjene og skjermingsfradraget, uten at denne aksjeinntekten utdeles som utbytte eller realiseres som gevinst. Så lenge inntekten ikke deles ut eller realiseres, står den heller ikke til eiers private disposisjon. I skatterettslig terminologi vil man si at inntekten ikke er innvunnet. Man kan sammenligne med en eiendom som har steget i verdi siden den ble ervervet. Eieren har en latent gevinst, en latent inntekt. Med latent eierskatt menes den potensielle skatten som ville ha oppstått dersom aksjeinntekten hadde blitt utdelt fra selskapet til personlig aksjonær som utbytte, eller blitt realisert som gevinst ved den personlige aksjonærens salg av aksjene. Siden inntekten ikke er innvunnet, er heller ingen skatt beregnet eller innkrevd av Skatteetaten.

Latent eierinntekt og tilhørende latent eierskatt kan oppstå som en følge av at selskapet av ulike grunner har valgt å holde overskudd tilbake i selskapet, fremfor å utdele dette til aksjonærene. Det kan være ulike grunner til dette, hvor muligheten til å utsette skatt er en av dem. Trolig ville heller ikke alt overskudd deles ut selv i fravær av utbyttebeskatning på personlig hånd, noe også utvalget peker på. Det ville være uhensiktsmessig å først ta ut utbytte, for så å reinvestere i det samme selskapet, fremfor å beholde midlene til disposisjon i selskapet. De som eier betydelige aksjeverdier, vil heller ikke ha behov for å ta ut alt av potensielt utbytte for å finansiere sitt konsum.

Utvalget mener man må være forsiktig med å bruke uttrykk som latent eierinntekt og latent skatt, og viser til at tilbakeholdte overskudd ikke står til disposisjon for privat forbruk, og ikke er skattepliktig inntekt for eier før aksjene realiseres eller det tas ut som utbytte. Aksjonæren kan risikere at verdiene går tapt før de er delt ut eller aksjene er solgt. Det er heller ikke noen overordnet målsetning at aksjeselskapers overskudd skal deles ut til aksjonærene.

¹⁷ Ot. prp. nr. 1 (2005-2006) Skatte- og avgiftsopplegget 2006 - lovendringer.

Kritikken mot fritaksmetoden

Kritikken mot fritaksmetoden og aksjonærmodellen har bygget på at muligheten til å utsette skatten ved å holde tilbake overskudd i selskapssektoren har gitt aksjonærene en urimelig fordel. Denne muligheten har gjerne blitt omtalt som en "sparebøsse for de rike." Det har blitt fremholdt at ulikheten egentlig er større enn det offisiell statistikk viser fordi latente eierinntekter ikke regnes med, jf. Aaberge mfl. (2020 og 2021). Forskerne beregner Gini-koeffisienter¹⁸ når man legger til tilbakeholdte overskudd i selskapene til aksjonærenes inntekt. For 2018 beregnet de på denne bakgrunn en Gini-koeffisient for inntekt før skatt på 0,344, mens Gini-koeffisienten for markedsinntekt i offisiell statistikk var 0,251. I rapporten fra 2021 inkluderes også verdien av offentlige tjenester i inntektsbegrepet. Da reduseres Gini-koeffisienten for inntekt før skatt til 0,294, som fortsatt er høyere enn det offisiell statistikk viser. Forskerne gir uttrykk for at skatteevneprinsippet ikke er ivaretatt, ettersom tilbakeholdte overskudd utgjør en stor andel av inntekten til de rikeste, og denne inntekten bare ilegges selskapsskatt (inntil midlene eventuelt tas ut av selskapet).

Videre har det blitt argumentert med at det tilbakeholdte overskuddet gir eierne konsummuligheter, selv om midlene ikke tas ut. Én mulighet som har blitt belyst er å ta opp private lån med sikkerhet i aksjene (Harding mfl. (2021))¹⁹ for å finansiere privat forbruk. På samme måte vil man kunne utnytte verdistigning på andre eiendeler, typisk fast eiendom, uten at verdistigningen er skattlagt.

En annen mye omtalt mulighet er å eie f.eks. bil, båt og hytte gjennom selskapet og bruke dette privat, jf. omtale under punkt 3.2. Det er også rettet mye oppmerksomhet mot muligheten til å flytte ut av landet for å unngå skatt på de latente aksjeinntektene, se reglene for utflyttingsskatt under punkt 3.2. Dette er en fullt ut lovlig tilpasning, og det kan også være andre grunner til at personer flytter ut av Norge. Men i den grad dette gjøres for å unngå skatt på latente aksjeinntekter opptjent som bosatt i Norge,

¹⁸ Gini-koeffisienten måler inntekts- eller formuesulikhet. Dersom et land har Gini-koeffisient på 0, betyr det at alle i landet har akkurat like mye inntekt og formue – såkalt perfekt likhet. En Gini-koeffisient på 1 betyr at én enkelt person har all inntekt og formue i landet, som også kalles perfekt ulikhet.

kan det svekke tilliten til det norske skattesystemet. Særlig det siste året har det vært en økning i antall personer med store formuer som flytter til utlandet. Det er rimelig å anta at skatt for mange har vært en betydelig faktor bak beslutningen om å flytte ut, noe flere av de utflyttede også har bekreftet.

Hva sier tallene?

Det er tydelig at uttak av utbytte i stor grad responderer på endringer i utbyttebeskatningen. Før utbytteskatten ble innført som en del av skattereformen 2006, ble det tatt ut store utbytter. Evalueringen av skattereformen konkluderte med at dette i stor grad hadde blitt innbetalt til selskapene igjen.²⁰ Tilbakebetaling til aksjonærene av slik innbetalt kapital er skattefritt, i motsetning til uttak av utbytte eller gevinst ved salg. På oppdrag for Torvik-utvalget har Andresen (2022) undersøkt empirisk størrelsen på de latente, tilbakeholdte overskuddene i norske unoterte selskap.²¹ Det bekreftes at innskutt kapital i selskaper som ble opprettet i 2005 og 2006, er langt høyere enn innskutt kapital i selskaper stiftet både før og etter. Rapporten viser også at innskutt kapital i selskap stiftet i 2005 og 2006 synker raskere enn i andre selskaper. Analysen tyder på at to tredjedeler eller litt mindre av potensialet for skattefritt utbytte som oppsto rundt innføringen av reformen, er uttømt.

I den samme rapporten undersøkes det om aksjonærene tar aktive grep for å utsette eierskatt ved å velge tilbakebetaling av innbetalt kapital fremfor utdeling av utbytte. Hvis utsettelse av eierskatt er svært fordelaktig, så ville ingen selskaper med innskutt kapital valgt å betale ut utbytte. Resultatene tyder på at slike tilpasninger finner sted, men at det fulle potensialet for slike tilpasninger utnyttes i nokså beskjeden grad.

Det er likevel liten tvil om at det er store tilbakeholdte overskudd i selskapssektoren. Utvalget viser også til at slike latente eierinntekter har vært voksende. Utvalget illustrerer på bakgrunn av Andresen (2022) størrelsen på samlede latente eierinntekter

¹⁹ Harding, T., Mogstad, M., & Næss, O. A. E. (2021, 17. august). [Tett smutthullet for utbytteskatt \(kronikk\)](#). Dagens Næringsliv.

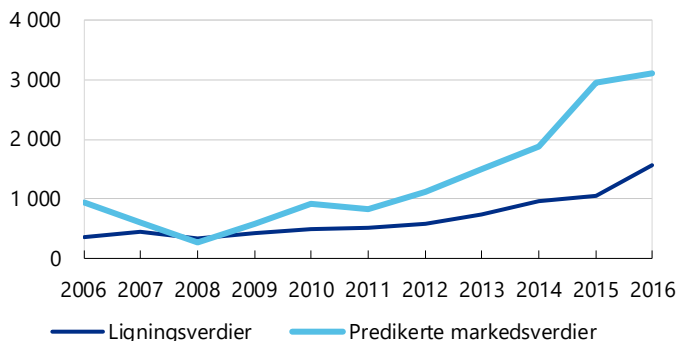
²⁰ Meld. St. 11 (2010-2011) Evaluering av skattereformen 2004-2006

²¹ Andresen, M. E. (2022). Latente eierinntekter og skatteplikt på unoterte aksjer etter aksjonærmodellen. SSB rapporter 2022/37.

for norske, personlige aksjonærer for perioden 2006–2016, jf. figur.

Latente aksjeinntekter for personlige aksjonærer

Mrd. kroner (løpende). 2006–2016



Kilde: Torvik-utvalget/Andresen (2022)/NHO

Mens samlede inngangsverdier for aksjene og ubenyttet skjermingsfradrag over perioden har holdt seg om lag uendret, har aksjenes verdier vokst. Aksjenes samlede inngangsverdi og ubenyttet skjerming utgjorde om lag 400 mrd. kroner både i 2006 og i 2016. Ligningsverdiene for de samme aksjene vokste samtidig fra om lag 700 mrd. kroner til 1 900 mrd. kroner, noe som indikerer at den latente eierinntekten vokste med om lag 1 200 mrd. kroner over perioden. Økningen er enda større dersom en legger til grunn predikerte markedsverdier hentet fra Andresen og Bø (2022), der pris/bok-forholdet for børsnoterte aksjer overføres til unoterte aksjer for å estimere markedsverdien.²² Da anslås det at den latente eierinntekten vokste fra om lag 900 mrd. kroner til om lag 3 100 mrd. kroner, en vekst på om lag 2 200 mrd. kroner over perioden. Det er betydelig usikkerhet i anslagene, og veksten i latente eierinntekter har kommet i en periode med økte aksjepriser, men utvalgte konkluderer likevel med at størrelsen på samlede, latente eierinntekter vokser. Derfor er det relevant å se på hvorvidt det gir noen skattemessig fordel å utsette uttak av utbytte.

Periodiseringsnøytralitet

Utvalget diskuterer hvorvidt skattereglene er såkalt "periodiseringsnøytrale", dvs. om de påvirker beslutningen om å utsette eierskatt eller å realisere og beskatte aksjeinntekt løpende. Skattereglene bør i

utgangspunktet verken stimulere til å holde overskudd tilbake i selskapssektoren eller å realisere aksjeinntekter på privat hånd.

Utvalget peker på at skjermingsfradraget i aksjonærmodellen reduserer den relative fordelingen ved å utsette eierskatt på latent aksjeinntekt. Overskudd som tilbakeholdes og reinvesteres i selskapet, gir ikke økt skjermingsgrunnlag, mens tilførsel av ny egenkapital utvider skjermingsgrunnlaget med beløpet som skytes inn. Isolert sett innebærer dette at det er en relativ ulempe å finansiere investeringer med tilbakeholdt overskudd sammenlignet med å ta ut utbytte, betale utbytteskatt og reinvestere direkte. En utbytteskatt uten skjerming vil derimot ikke ha denne egenskapen. Uten skjerming ville det blitt mer gunstig å holde tilbake overskuddet i selskapet. Videre bidrar formuesskatten til å gjøre det skattemessig mindre gunstig å sitte på latent aksjeinntekt. Latent eierskatt som følge av tilbakeholdt overskudd, vil normalt inngå i grunnlaget for formuesskatten, fordi latent skatt ikke er fradragsberettiget gjeld. Aksjonærer med tilbakeholdte overskudd betaler dermed også formuesskatt for den delen av investeringen som tilfaller staten ved utdeling eller realisasjon. Både skjermingsfradraget og formuesskatten er særegne for det norske skattesystemet. Utvalget mener derfor at det i utgangspunktet er mindre attraktivt å utsette skatt på aksjeinntekt for personer i Norge enn i andre sammenlignbare land.

Aksjonærmodellen er periodiseringsnøytral dersom skjermingsrenten svarer til aksjonærens finansieringskostnad, dvs. alternativkostnaden ved å stille aksjekapital til rådighet for selskapet, og hvis skjermingsfradraget alltid kan utnyttes. Skjermingsfradragets nøytralitetssegenskaper og rolle i finansieringsbeslutningene har blitt belyst av tidligere utvalg. Skaugeutvalget (NOU 2003: 9)²³ mente at en risikofri rente ikke ville gi full symmetri dersom skattyteren ikke fikk full sikkerhet for skatteverdien av skjermingsfradraget. Dette var ikke oppfylt med Skaugeutvalgets forslag og slik reglene har vært siden innføringen av aksjonærmodellen, fordi ubenyttet skjermingsfradrag går tapt ved realisasjon. Skaugeutvalget foreslo derfor at skjermingsrenten skulle inneholde et visst risikoelement ved å basere den på renten på 5-årige statsobligasjoner fremfor rentepapirer med kortere løpetid. I Bondevik II-regjeringens forslag til statsbudsjett for 2006 var

²² Andresen, M. E., & Bø, E. E. (2022). Verdssetting av unoterte selskaper. SSB rapporter 2022/31.

²³ NOU 2003: 9 Skatteutvalget – forslag til endringer i skattesystemet. Oslo: Finansdepartementet

skjermingsrenten knyttet til 5-årig statsobligasjonsrente, i tråd med Skaugeutvalgets forslag.²⁴ I tilleggsproposisjonen fra Stoltenberg II-regjeringen samme år ble i stedet 3-måneders rente på statskassesevksler lagt til grunn.²⁵ Det var forventet at skjermingsrenten med denne endringen ville bli noe lavere over tid.

I evalueringen av skattereformen 2006 holdt Finansdepartementet fast ved at innføring av skjerming med risikofri rente, definert som 3-måneders rente på statskassesevksler, sikrer likebehandling av finansieringsformene tilbakeholdt overskudd og ny egenkapital.²⁶ I utgangspunktet er det aksjonærens finansielle alternativkostnad ved å binde kapital som skal skjermes. Departementet mente at den relevante alternativkostnaden er risikofri rente, gitt at det er full sikkerhet for at skjermingsfradragene kommer til anvendelse. Det ble fremholdt at det ikke ville være riktig å gi et risikotillegg i skjermingsrenten, selv om aksjeinvesteringen i seg selv er risikofyllt. Dette ble begrunnet med at aksjonæren allerede får fradrag for aksjens risiko ved at skatten følger proporsjonalt alle økonomiske utfall, både positive og negative. Scheel-utvalget argumenterte på tilsvarende måte for en risikofri rente. I 2017 ble det imidlertid innført et påslag i skjermingsrenten, som oppfølging av Stortingets innstilling (Innst. 273 S (2015 – 2016)) til Stortingsmeldingen om skattereform,²⁷ som var en oppfølging av Scheel-utvalgets rapport. Riktignok har det vært en erkjennelse av at aksjonærmodellen ikke har vært helt nøytral, ettersom ubenyttet skjermingsfradrag går tapt ved realisasjon, uten mulighet til å samordne det med annen inntekt. Dette har imidlertid blitt sett på som et begrenset problem, ettersom asymmetrien langt på vei kan motvirkes ved å eie gjennom holdingselskaper. Det har også blitt fremholdt at en høyere skjermingsrente uansett ikke vil rette opp i denne asymmetrien. I evaluering meldingen fra 2011 ble det konkludert med at et høyere skjermingsfradrag vil føre til at heldige utfall (gevinst og overskudd) får

for lav skatt mens uheldige utfall fortsatt ikke blir beskattet lavt nok.

De senere årene har det i større grad blitt stilt spørsmål ved om aksjonærmodellen er periodiseringsnøytral, også fra faglig hold. I flere artikler i Samfunnsøkonomen har Bjerksund og Schjelderup (2021a,²⁸ 2021b²⁹) belyst dette spørsmålet. Forfatterne viser at en skjermingsrente lik risikofri rente etter skatt vil gjøre investor indifferent mellom å ta utbytte med en gang eller samle opp overskudd i selskapet, gitt forutsetninger om at eierbeskatningen er symmetrisk og at investor kan låne til skjermingsrenten. Skjermingsrenten vil imidlertid for de fleste investorer være betydelig lavere enn den lånerenten de står overfor. Dermed vil aksjonærmodellen medføre at investor ønsker å holde kapitalen i selskapet i stedet for å ta utbytte, selv om eierbeskatningen hadde vært symmetrisk. I tillegg vil den manglende symmetrien redusere nåverdien av skjermingsfradraget. Bjerksund og Schjelderup konkluderer derfor med at aksjonærmodellen ikke virker periodiseringsnøytral, men snarere at det lønner seg for investoren å utsette utbytte og bygge opp overskudd i selskapet og dermed latent eierskatt på personlig hånd.

Sørensen (2022) har utarbeidet et notat om periodiseringsnøytralitet for utvalget, som bygger videre på fremgangsmetoden til Bjerksund og Schjelderup.³⁰ Analysen tar hensyn til usikkerhet og risikoaversjon. Skjermingsfradraget får relativt større betydning for aksjonærene når det er usikkerhet om selskapets fremtidige inntjening. Årsaken til dette er at skjermingsfradraget er en relativt sikker kontantstrøm. Dette får større verdi når aksjonærene er risikoaverse. Sørensen viser at for en investor som kan finansiere sitt kjøp av aksjer med risikofrie aktiva, f.eks. bankinnskudd, vil aksjonærmodellen være tilnærmet nøytral dersom skjermingsrenten tilsvarer risikofri rente og dersom aksjonæren vil kunne utnytte skjermingsfradraget fullt ut. For at det skal utgjøre en fordel å utsette eierskatten, må investoren

²⁴ St. prp. nr 1 (2005–2006) Skatte-, avgifts- og tollvedtak

²⁵ St.prp. nr. 1 Tillegg nr. 1 (2005 – 2006)

²⁶ Meld. St. 11 (2010- 2011) Evaluering av skattereformen 2006

²⁷ Meld. St. 4 (2015 – 2016) Bedre skatt – En skattereform for omstilling og vekst

²⁸ Bjerksund, P. og G. Schjelderup (2021a). Aksjonærmodellen og fritaksmetoden: Et to-hodet troll? Samfunnsøkonomen 135 (4), 53–63.

²⁹ Bjerksund, P. og G. Schjelderup (2021b). Er den norske aksjonærbeskatningen nøytral? Samfunnsøkonomen 135 (4), 43–52.

³⁰ Sørensen, P. B. (2022). Om periodiseringsneutralitet i aksjonærmodellen. Notat utarbeidet for Skatteutvalget. Publisert på Finansdepartementets nettsider.

benytte en alternativ, ekstern finansiering av aksjeinvesteringen til en kostnad utover risikofri rente, for eksempel fordi lånerenten overstiger risikofri rente på grunn av risikoaversjon hos långivere, imperfekt konkurranse i kredittmarkedet og transaksjonskostnader.

Sørensen tallfester eksempler, gitt realistiske forutsetninger om avkastning, risiko og lånerente, som beregner forventet nytte for en investor ved å realisere eierinntekt og betale skatt sammenlignet med å utsette eierskatten. Det tas utgangspunkt i en investeringsperiode på 10 år. Dersom utbytte tas ut tidlig, forutsettes det at investoren reinvesterer med en ekstern lånefinansiering tilsvarende betalt eierskatt. Resultatene viser at for en investor som på marginen finansierer aksjekjøp med låneopptak, vil det å realisere aksjeinntekten i begynnelsen av perioden gi en sluttverdi for investeringen som er 10 pst. lavere enn dersom eierskatten utsettes til slutten av perioden. Uten skjermingsfradraget ville horisontverdien ved tidlig oppgjør av eierskatten vært om lag 14 pst. lavere. Fordelen ved å utsette eierskatten drives hovedsakelig av at lånerenten har et påslag utover risikofri rente.

Formuesskatten gjør imidlertid utsettelse mindre lønnsomt isolert sett. Bjerksund og Schjelderup (2022) viser at en skjermingsrente som skal gi periodiseringsnøytralitet må reduseres med formuesskattesatsen.³¹ Årsaken til dette er at formuesskatten innebærer en løpende beskatning av eierskattkreditten. Sørensen (2022) viser at for en aksjonær som betaler høyeste sats i formuesskatten i 2022 (1,1 pst.) og som på marginen ikke lånefinansierer aksjekjøp, vil formuesskatten gjøre det mer lønnsomt å betale eierskatt enn å utsette den.³²

Utvalget peker på at det ikke er én rente som gjør at skjermingen virker nøytralt for alle. For at eierskatten skal virke mest mulig nøytralt på selskapers kapitalkostnader og valg av tidspunkt for å realisere aksjeinntekt, må skjermingsrenten tilsvare den marginale finansieringskostnaden for investor etter skatt. For investorer som kan finansiere aksjeinvesteringer med egne, risikofrie aktiva istedenfor å utsette eierskatten, vil finansieringskostnaden være

tilnærmet lik risikofri rente. En slik investor vil få redusert sitt avkastningskrav dersom skjermingsrenten gis et vesentlig påslag utover risikofri rente. For en investor med høy marginal finansieringskostnad for aksjer, vil en eierskatt og skjerming av risikofri avkastning derimot kunne øke avkastningskravet. For en slik investor vil det kunne være gunstig å utsette eierskatten snarere enn å oppta lån for å finansiere en tilsvarende aksjeinvestering. Renten som gir nøytralitet, vil dermed variere mellom investorer, fra risikofri rente til lånerente i kredittmarkedet. Utvalget mener hensynet til periodiseringsnøytralitet taler for en noe høyere skjermingsrente enn risikofri rente etter skatt. Her skiller altså utvalgets syn seg fra det som har vært det rådende i Finansdepartementet siden innføring av aksjonærmodellen, nemlig at risikofri rente er best egnet for å oppnå nøytralitet.

I tillegg til skjermingsreglene, har også såkalte opsjonseffekter blitt diskutert (f.eks. Harding, Mogstad og Næss, 2022).³³ Én mulig opsjonsverdi er knyttet til at skattesatsene varierer over tid. Da kan det være en fordel å utsette skatten til en periode med lavere utbytteskatt, evt. å ta ut utbytte før man venter at satsen vil øke. I forkant av innføringen av utbytteskatten i 2006, var det tydelig at mange tok ut ekstraordinære utbytter. Tilsvarende tilpasninger, om enn ikke like omfattende, har også kommet i forbindelse med varslede økninger i oppjusteringsfaktoren i utbytteskatten de senere årene. En stabil og forutsigbar skattesats vil kunne føre til at skattesystemet i mindre grad påvirker valget om når aksjeinntekt utdeles/realiseres og beskattes.

En annen opsjonsverdi har vært knyttet til muligheten til å flytte til utlandet, slik at skatteplikten på den latente aksjeinntekten opphører etter fem år. Utvalget mener dette gir et potensielt sterkt insentiv til å utsette eierskatt ved å tilbakeholde overskudd i selskapssektoren.

3.4 Utvalgets forslag

Utvalget mener at fritaksmetoden og aksjonærmodellen i all hovedsak fungerer godt. I den grad skattesystemet motiverer til å holde overskudd tilbake i

³¹ Bjerksund, P. og G. Schjelderup (2022). Investors utbyttebeslutning og formuesskatt. Samfunnsøkonomen 136 (2), 27–34.

³² Sørensen, P. B. (2022). Om periodiseringsneutralitet i aksjonærmodellen. Notat utarbeidet for Skatteutvalget. Publisert på Finansdepartementets nettsider.

³³ Harding, T., Mogstad, M., og Næss, O.A.E. (2022). [Fakta og fiksjon om tilbakeholdte overskudd](#). NHH Bulletin

selskapene, mener utvalget at dette ikke er som følge av fritaksmetoden. Utvalget peker, som vist i gjennomgangen i punkt 3.3, på skjermingsrenten, og på enkelte former for tilpasninger og omgåelse. Utvalget foreslår å øke skjermingsrenten noe, og mener at tilpasninger og omgåelse må møtes med mer målrettede tiltak enn innstramminger i fritaksmetoden. Nedenfor gjennomgås utvalgets forslag til endringer som først og fremst er relatert til kritikken mot fritaksmetoden og problemstillinger knyttet til latent skatt. Utvalget foreslår også enkelte andre endringer i selskaps- og eierbeskatningen som vi ikke går inn på her. Vi vil imidlertid legge til at selskaps- og eierbeskatningen utgjør en helhet, der virkningene av utvalgets forslag må vurderes samlet. Utvalget tar utgangspunkt i reglene for 2022 i sine forslag.

Fritaksmetoden

Utvalget slår tydelig fast at fritaksmetoden bør beholdes (jf. også utvalgsleders innlegg i DN på fremleggelsesdagen³⁴). Dette er etter NHOs syn svært viktig, og må være et klart signal til dem som har kommet med kritikk av modellen.

Uten fritaksmetoden eller andre metoder for å unngå kjedebehandling, vil samlet skatt avhenge av antall ledd i selskapsskjeden. Det vil i så fall bidra til at selskaper organiserer seg for å tilpasse seg skatte-reglene, og ikke ut fra det som er mest hensiktsmessig ut fra organisatoriske, regulatoriske eller ansvaremessige forhold. Slik skattemotivert tilpasning innebærer en samfunnsøkonomisk kostnad.

Kjedebehandling ville dessuten medført at det ville vært mer lønnsomt for eierne å la kapitalen bli liggende i enkelt-selskaper enn å flytte kapitalen over i nye prosjekter som ga høyere avkastning. Resultatet ville blitt svekket kapitalmobilitet og lavere produktivitet i norsk økonomi. Innlåsing av kapital i enkelt-selskaper kan også motvirke omstilling. Utvalget understreker at dette ville vært svært uheldig nå som næringslivet står overfor en omfattende omstilling som følger av klimautfordringene.

Utvalget mener at kjedebehandling må unngås, både når alle selskapene er hjemmehørende i Norge og for konserner hvor ett eller flere selskaper er hjemmehørende i andre land. Utvalget mener videre at

fritaksmetoden er best egnet til å oppnå dette. Alternativet ville vært en kreditmetode, slik vi hadde tidligere. Slike regler er både mer kompliserte og mindre treffsikre. Utvalget viser også til at fritaksmetoden i dag er den mest utbredte metoden internasjonalt for å unngå kjedebehandling i selskapssektoren. NHO støtter utvalgets vurderinger om fritaksmetoden, og håper utvalgets klare anbefaling blir fulgt opp. Vi mener også at kritikken mot fritaksmetoden bør stilne etter dette.

Særlig relevant for kritikken som har kommet mot fritaksmetoden, er at muligheten til å skyve eierbeskatningen ut i tid ikke forutsetter bruk av fritaksmetoden. Utvalget peker på at aksjonærer som eier aksjer direkte i selskaper som har overskudd, men ikke deler det ut som utbytte, også vil skyve eierbeskatningen ut i tid, uten at de gjør bruk av fritaksmetoden. Dette illustrerer at kritikken mot fritaksmetoden ikke er treffende. Uten fritaksmetoden ville det vært sterke insentiver til å holde tilbake overskudd, men da i enkelt-selskaper, noe som ville gitt en mindre optimal allokering av kapital.

Utvalget mener derfor at innstramminger i fritaksmetoden ville være lite treffsikkert for å motvirke insentiver til å holde tilbake overskudd i selskapene. Videre mener utvalget at eventuelle utfordringer som kan oppstå i forbindelse med latent skatt, må løses med mer målrettede tiltak.

Aksjonærmodellen

Utvalget foreslår å beholde aksjonærmodellen, men med enkelte justeringer. Utvalgets flertall ønsker å beholde skjermingen og å øke skjermingsrenten noe. Bakgrunnen for dette er, som beskrevet under omtalen av periodiseringsnøytralitet ovenfor, at en risikofri rente ikke gir nøytralitet for en aksjonær som må finansiere sin investering med et lån til en høyere rente.

Flertallet foreslår at skjermingsrenten fastsettes til gjennomsnittlig rente på norske statsobligasjoner med ti års løpetid, redusert med skattesatsen, uten et særskilt tillegg. Dette vil innebære et visst risikoelement i skjermingsrenten. Forslaget innebærer at renten over tid vil ligge om lag 0,5 prosentenheter høyere enn i dag (0,4 prosentenheter etter skatt).

³⁴ Torvik, R. (2022, 19. desember). [Fritaksmetoden bør beholdes](#). Dagens Næringsliv

Flertallet mener skjermingsfradraget er viktig av særlig tre grunner:

1. Det reduserer kapitalkostnaden for selskaper som er avhengige av norsk egenkapital.
2. Det motvirker favoriseringen av gjeld i selskapsskatten, ved å skape en favorisering av egenkapitalfinansiering på personlig hånd.
3. Det reduserer incentivet til å tilbakeholde overskudd i selskapssektoren for å skyve eierbeskatningen ut i tid.

Skjermingsfradraget gjør utbyttebeskatningen mer nøytral både med hensyn til investeringer og finansieringsmåte. Skjermingsfradraget kan bidra til å øke investeringene i norsk næringsliv og til å redusere den samfunnsøkonomiske kostnaden ved utbyttebeskatningen. En tradisjonell form for beskatning av aksjeinntekt, med full dobbeltbeskatning (selskapet og aksjonæren samlet), vil kunne øke avkastningskravet for norske aksjonærer. Dette kan videre føre til at en del av eierskapet til innenlandske selskaper fortrenses av utenlandske eiere, da eierskatten gjør aksjeinvesteringer mindre fordelaktige for innenlandske skattytere.

Et mindretall (Benn Folkvord, Elin Sarai og Frederik Zimmer) foreslår å oppheve skjermingsreglene og dermed fjerne skjermingsfradraget. Mindretallet begrunner dette med at skjermingsreglene er kompliserte og at skjermingen for mange investorer er av liten betydning. Mindretallet viser også til at skjermingsfradraget ikke har betydning for selskapskostnader når selskapet finansierer sine investeringer internasjonalt. Det vises også til at det visstnok ikke er andre land som har tilsvarende regler.

Skjermingsfradraget vil trolig få økt betydning fremover. Rentenivået har de senere år vært historisk lavt. Dermed har også skjermingsrenten vært lav, og skjermingsfradraget har fått mindre betydning for den effektive beskatningen av samlet aksjeavkastning. Rentenivået økte gjennom fjoråret, og våre anslag i denne rapporten tilsier at økningen fortsetter i inneværende år, før styringsrenten når en topp på om lag 3³/₄ prosent i andre halvår.

Utvalget setter opp et eksempel som illustrerer skjermingsfradragets betydning for den effektive beskatningen av utbytte og gevinster. Med en risikofri rente før skatt på 3 pst. og skattesats på eierinntekt på 35,2 pst. i 2022, vil aksjonærmodellen innebære en effektiv skattesats på aksjeutbytter og realiserte

aksjegevinster på 23,3 pst. for aksjer med en risikopremie før skatt på 5 pst., som tilsvarer den historiske risikopremien i det norske aksjemarkedet. Dersom skjermingsfradraget avvikles, uten at den formelle eierskattesatsen endres, ville den effektive eierskattesatsen økt med nesten 12 prosentenheter (35,2 pst. – 23,3 pst. = 11,9 pst.). Dersom man ønsker å unngå at den gjennomsnittlige effektive skattesatsen på eierinntekter øker, må eierskattesatsen altså reduseres fra 35,2 pst. til 23,3 pst. dersom skjermingsfradraget fjernes. Den samlede marginalbeskatningen av inntekt fra selskapssektoren (summen av selskapsskatten og skatt på eierinntekt) blir i så fall 40,2 pst., mot 49,5 pst. i 2022. Dette vil være vesentlig lavere enn høyeste marginalsatt på arbeidssinntekt, som i 2022 er 53,9 pst. (inkludert arbeidsgiveravgift). Dette ville innebære et betydelig press på aksjonærmodellen, fordi incentivene til inntektsskifting fra lønn til aksjeinntekt ville økt betydelig.

Skjermingsreglene er en svært sentral del av aksjonærmodellen. Dersom disse fjernes, og man får en tradisjonell utbytteskatt med full dobbeltbeskatning av utbytte, vil, som utvalgets eksempel viser, den effektive beskatningen bli svært høy. Det ville da blitt behov for andre regler som ivaretar hensynet til inntektsskifting, uten at effektiv beskatning av utbytte blir for høy.

Mulige tiltak som utvalget aviser

Utvalget vurderer også en rekke andre tiltak som kan gjøre det mindre gunstig å utsette eierskatt ved å tilbakeholde overskudd i selskapssektoren, men (flertallet) anbefaler ingen av dem. Et mindretall stiller seg imidlertid ikke bak vurderingene angående økt selskapsskatt.

Løpende beskatning

Utvalget vurderer at et målrettet tiltak kunne være å omgjøre eierskatten fra å være basert på realisasjon til å bli en løpende beskatning av verdiendring for personlig eide aksjer. En slik modell kan i prinsippet utformes på en måte som ville bevart nøytralitetsegenskapene ved aksjonærmodellen. Utvalget vil imidlertid ikke anbefale en slik løsning. Skatt på urealisert inntekt ville, i likhet med formuesskatten, kunne skape likviditetsutfordringer. Dette kan føre til at aksjonærer må selge seg ned for å betale skatten.

Det ville videre være utfordrende å definere og praktisere et mål på den årlige latente eierinntekten. Et naturlig utgangspunkt kunne være skattemessige formuesverdier før formelle verdsettelsesrabatter. Utvalget vurderer imidlertid at formuesverdiene ikke er treffsikre nok for unoterte aksjer. Alternativt kunne fastsettelse av årlig, latent eierinntekt vært basert på tilbakeholdt overskudd i selskapene som aksjonærer eier direkte og indirekte, fratrukket den faktisk realiserede aksjeinntekten. Slik beskatning er omtalt av Bjerksund og Schjelderup (2021b, se side 61), som bemerker at et slikt system trolig vil oppleves som for radikalt for mange. En eventuell overgang til løpende beskatning ville også få konsekvenser for aksjer eiet gjennom aksjesparekonto. Utvalget mener det mest hensiktsmessige ville være å avvikle denne ordningen.

Torvik-utvalget vil ikke anbefale løpende beskatning, og viser også til Scheel-utvalget, som mente at praktiske og administrative hensyn tilsa realisasjonsbasert beskatning.

Avgift på latent eierinntekt

Et alternativ til løpende beskatning kan være at størrelsen på en slik skatt fastsettes uten at den må betales, men at det beregnes avgift på den latente skatten, som en slags renteberegning. Avgiften kan enten kreves inn løpende eller gjøres opp når personlig aksjonær realiserer aksjeinntekten. En slik avgift vil gi en relativ ulempe ved å ikke realisere aksjeinntekten, og dermed ikke bli nøytral.

Realisasjonsbeskatning ved arv og gaver

Dersom det pålegges skatt når aksjene overføres som arv eller gis som gaver, kan det unngås at latent eierskatt får vokse og forbli uoppgjort over generasjoner. I likhet med løpende beskatning, vil det være administrativt utfordrende å fastsette den latente eierskatten. Det vil være en fordel at fastsettingen vil måtte gjøres sjeldnere enn ved årlig, løpende beskatning. Utvalgsmedlemmene Ola Kvaløy og Jarle Møen mener at en realisasjonsbeskatning ved arv og gaver bør utredes videre. Bjerksund og Schjelderup (2023) argumenterer også for en slik skatt.³⁵ De hevder at utvalgets forslag til tiltak ikke i tilstrekkelig grad vil forhindre "evig utsettelse av eierskatt." De bemerker imidlertid at utvalget ikke har hatt tilstrekkelig tid til å vurdere de fulle implikasjonene av

realisasjonsbeskatning ved arv og gaver og mener dette må utredes videre. Utvalget foreslår dessuten å innføre en arveskatt (som også inkluderer gaveoverføringer).

Økt selskapsskatt

Økt selskapsskatt, for eksempel gjennom økning i den generelle selskapsskattesatsen, vil redusere overskudd etter skatt i norske selskaper. Dermed vil grunnlaget for latent eierskatt knyttet til aksjer i norske selskaper også reduseres.

Utvalgets flertall mener tiltaket er lite målrettet. Det vil treffe noen norske aksjonærer med latent eierskatt, men ikke alle, og det vil treffe mange uten latent eierskatt. Ettersom økt selskapsskatt vil treffe også selskap med utenlandske aksjonærer, vil det dessuten kunne redusere utlendingers investeringer i norsk økonomi.

Et mindretall, utvalgets medlemmer Bettina Banoun, Elin Sarai og Karen Helene Ulltveit-Moe, stiller seg ikke bak vurderingene av at økt selskapsskatt ikke er et egnet tiltak for å øke beskatningen av latent eierinntekt. Dette mindretallet ønsker å øke selskapsskatten mot at skatten på personlig eierinntekt reduseres.

Eierskatt for holdingselskap

Det er særlig holdingselskaper som har blitt sett på som problematiske av de som har kritisert fritaksmetoden. Tax Justice Network Norway har lansert et forslag om at inntekter i personlig eide holdingselskaper blir behandlet som om inntekten tilfalt aksjonæren personlig, se Wood (2022).³⁶

Utvalget mener det er vanskelig å se gode grunner for at et overskudd som er betalt ut som et utbytte til et holdingselskap er viktigere eller riktigere å beskattes på eierens hånd enn et overskudd som reinvesteres i selskapet der det oppstår. Videre byr forslaget på utfordringer knyttet til å avgrense holdingselskap mot andre selskap. Slike regler kan medføre betydelige administrative utfordringer.

Fra NHOs side vil vi også påpeke at det å eie gjennom holdingselskaper gir en implisitt samordning av skjermingsfradraget mellom aksjene som eies av selskapet, og dermed motvirker asymmetrien som ligger i aksjonærmodellen. Det bør ikke innføres

³⁵ Bjerksund, P. og Schjelderup, G. (2023). [Skatteutvalget skjerner de superrike](#). NHH Bulletin

³⁶ Wood, J. K. (2022). [Vil regjeringen avskaffe ulikhetsmaskinen?](#) Tax Justice Network Norway.

regler som legger begrensninger på denne muligheten, som må anses som en naturlig konsekvens av innføringen av fritaksmetoden og aksjonærmodellen. Videre er det vanskelig å se en begrunnelse for å videreføre ordningen med aksjesparekonto for personlige skattytere dersom holdingselskaper skal unntas fra fritaksmetoden.

Forslag for å motvirke tilpasninger

Utvalget mener tilpasninger og omgåelse må møtes med målrettede tiltak. Hovedutfordringene er etter utvalgets syn omgåelse i form av urapportert privat konsum i selskap og muligheten til å unngå skatteplikt på aksjeinntekter ved å flytte til utlandet.

Privat konsum i selskap

Utvalget mener, i likhet med regjeringen, at det er nødvendig å skjerpe dagens regler for skattlegging av privat konsum i selskap. Utvalget presiserer imidlertid at det er viktig at reglene er mest mulig målrettede og at de ikke går lenger enn nødvendig. Utvalget legger til grunn at den pågående prosessen vil lede til hensiktsmessige løsninger på disse spørsmålene. Dette er i tråd med NHOs høringsuttalelse, hvor vi uttrykker forståelse for at det kommer innstramminger, men samtidig peker på flere områder der forslaget går for langt og der det er behov for endringer, jf. omtale under punkt 3.2.

Utflyttingsskatt

Torvik-utvalget mener de norske reglene om utflyttingsskatt utformes slik at de i størst mulig grad sikrer at verdistigning opparbeidet mens eier har vært skattemessig bosatt i Norge, blir skattlagt her. Utvalget viser til at mobiliteten i samfunnet har økt, og at skattereglene må reflektere dette.

Det er en relativt liten andel av personer med høy formue som flytter ut. Stortingsrepresentant Ove Trellevik fra Høyre har stilt skriftlig spørsmål til finansminister Trygve Slagsvold Vedum om tall for utflyttede personer. I svaret fra finansministeren står det at 130 personer med nettoformue over 100 mill. kroner i ett eller flere år i perioden 2011–2021, eller som har vært på Kapitals liste over 400 rikeste (2019–2022), totalt 2 864 personer, flyttet ut i perioden 2011–2022.³⁷ Av disse var det imidlertid 23 som hadde flyttet ut i 2022 (per 15. november). Ifølge en gjennomgang av nettavisen E24 var det 40 personer

med ligningsformue over 100 mill. kroner som flyttet ut i 2022, herav 31 personer til Sveits.³⁸ Dette er en betydelig økning sammenlignet med årene før.

Det er også betydelig oppmerksomhet om skattemotivert utflytting i andre land med skattenivå og -systemer lignende vårt. Effektive utflyttingsskatter har derfor blitt et mer aktuelt tema i den politiske debatten. Tyskland har endret sin utflyttingsskatt med virkning for utflytting etter 31. desember 2021. Skatten forfaller til betaling ved utflytting, men kan betales i like store rater over syv år mot sikkerhet. Det skal være reist spørsmål ved om bestemmelsen er i samsvar med EU-/EØS-reglene.

Utvalget tar i sine endringsforslag utgangspunkt i gjeldende rett for 2022 frem til statsbudsjettet for 2023 ble fremlagt. Utvalget foreslår opphevelse av femårsregelen. Som tidligere omtalt, ble denne regelen opphevet ved budsjettavtalen for 2023. Utvalget foreslår videre å utrede muligheten for å gjøre utflyttingsskatt på latente gevinster faktisk betalbar ved utflytting eller over en periode på noen år, jf. de tyske reglene. En slik utredning er også en del av budsjettavtalen. Utvalget kommer altså heller ikke med noen løsning på dette punktet. Det er dermed fortsatt uklart hvorvidt latente aksjeinntekter faktisk vil bli skattlagte ved utflytting.

Prinsipielt sett har NHO forståelse for at aksjeinntekter opptjent i Norge i utgangspunktet bør komme til beskatning her. Det er imidlertid en rekke praktiske utfordringer ved dette, som fortsatt ikke er løst. Her avventer vi ytterligere utredning og høring.

Tilbakebetaling av innbetalt kapital

Midler som aksjonæren har skutt inn i selskapet anses som innbetalt kapital, og skal derfor ikke skattlegges som aksjeutbytte ved tilbakebetaling til aksjonæren. Skatteposisjonen til innbetalt kapital er knyttet til den enkelte aksje. Ved salg av en aksje innebærer det at skatteposisjonen videreføres hos den nye aksjonæren, uavhengig av hvor mye den nye aksjonæren betaler for aksjen. Utdelinger som i utgangspunktet klassifiseres som tilbakebetaling av innbetalt kapital kan overstige aksjonærens inngangsverdi på aksjene. Utvalget foreslår at skattefrihet begrenses til aksjonærens inngangsverdi på aksjen. Dersom utdelingen er høyere enn aksjonærens inngangsverdi, vil da den delen av utdelingen som

³⁷ [Svar fra finansministeren på skriftlig spørsmål fra Ove Trellevik \(H\) \(2022\)](#).

³⁸ <https://e24.no/naeringsliv/i/KnMq2G/se-oversikten-rikingene-som-har-forlatt-riket>

overstiger inngangsverdien skattlegges som utbytte. Utvalget foreslår også at det skal tas utgangspunkt i innbetalt kapital på selskapsnivå for å bestemme skatteposisjon på den enkelte aksje. Det vil innebære en forenkling i forhold til dagens regler. Begge endringsforslagene virker etter NHOs syn hensiktsmessige.

Konklusjon/avslutning

Aller viktigst for NHO er at utvalget frikjenner fritaksmetoden. Forhåpentligvis blir det nå ro og forutsigbarhet rundt dette helt sentrale elementet i skattesystemet. Vi erkjenner at det kan være nødvendig med enkelte andre tiltak for å sikre at aksjeutbytter og -gevinster kommer til beskatning. NHO har i høringssvaret til regjeringens foreslåtte innstramminger i reglene for privat konsum i selskap gitt tilslutning til behov for innstramminger, men i likhet med utvalget er vi opptatt av at forslaget ikke skal gå for langt. Utvalget kommer ikke med noen konkrete forslag til hvordan latente aksjeinntekter skal komme til beskatning ved utflytting, selv om de foreslår å fjerne femårsregelen, slik regjeringen allerede har gjort. Vi vil avvente ytterligere utredning før vi tar stilling.

Utvalget har gått grundig inn i aksjonærmodellen og skjermingsreglene. Deres forslag om økt skjermingsrente representerer et brudd med den faglige oppfatningen i Finansdepartementet siden innføringen av aksjonærmodellen. Her støtter vi utvalget i at dagens skjermingsrente er for lav, og at den bør økes for å reflektere finansieringskostnaden for aksjonærer som må lånefinansiere sine investeringer.