

Internasjonal økonomi

Veksten i aktivitetsnivået ser ut til å bli klart høyere i 2000 enn i 1999 i OECD-området sett under ett. Hos våre viktigste handelspartnere er det utsikter til en BNP-vekst på drøyt 3 1/2 prosent i år, mot 2 1/2 prosent i de to foregående årene. For 2001 og 2002 er anslagene henholdsvis 3,0 og 2,7 prosent. Veksten er fortsatt langt sterkere i USA enn i EU-landene; anslagene er på henholdsvis 5,2 og 3,4 prosent. 3. kvartalstallene fra USA tyder imidlertid på at den lenge ventede avdempingen nå har begynt, og lavere vekst i USA ventes å trekke veksten ned også i EU. Nedgangen i veksttakten ser imidlertid ut til å bli langt mer markert i USA enn i Europa, og prognosene antyder dermed jevnere vekst i de to områdene de neste to årene. BNP-veksten i EU ser likevel ikke ut til å ta igjen den amerikanske.

Til tross for langvarig sterk vekst i amerikansk økonomi, var inflasjonen i USA lenge moderat. I år har imidlertid prisveksten tatt seg opp, og har de siste månedene ligget rundt 3,5 prosent. Også i euro-området er inflasjonen på vei oppover, og Den europeiske sentralbankens inflasjonsmål på 2 prosent har nå blitt overskredet fem måneder på rad. Tiltakende prisvekst har ført til flere renteøkninger på begge sider av Atlanteren, men det siste halve året har tegn til avdemping i amerikansk økonomi holdt rentene i ro der. De fleste prognoser spår markert lavere prisstigning i USA og en liten reduksjon i EU neste år, men OECD ser likevel for seg en forsiktig økning av rentene i begge områdene også neste år.

Den største usikkerheten er nå knyttet til om avslutningen på den amerikanske oppgangen blir myk eller hard. Den amerikanske utviklingen er spesielt viktig

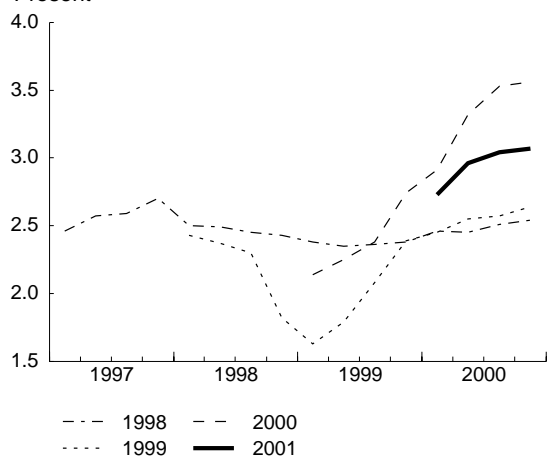
siden Europa og verden for øvrig fremdeles synes å være svært avhengige av hva som skjer i USA. Også en uventet kraftig pengepolitisk innstramning i euro-området, for eksempel på grunn av fortsatt høye oljepriser og/eller høyere lønnsvekst enn ventet, kan skape problemer.

Fortsatt sterk vekst i internasjonal handel

Etter et markert oppsving i verdenshandelen mot slutten av fjoråret og meget kraftig vekst inneværende år, ventes en svak avdemping de neste to årene. OECD anslår volumveksten i internasjonal handel til knapt 10 prosent neste år og 8 prosent i 2002, mot over 13 prosent i år. Vedvarende høy amerikansk import har vært en viktig drivkraft bak oppgangen i verdenshandelen, og forventningene om noe lavere vekst i USA er den klart viktigste årsaken til at verdenshandelen anslås å vokse mindre de neste to årene enn inneværende år. Viktige etterspørselsimpulser har imidlertid også kommet fra Asia, Latin-Amerika og Sentral- og Øst-Europa. For EUs del har svekkelsen av euroen bidratt til å dempe virkningen på importen av den relativt sterke veksten i innenlandsk etterspørsel. Hvis euroen styrker seg noe og veksten i EU blir litt redusert slik vi forventer, vil det gi én positiv og én negativ vekstimpuls til importutviklingen i området framover. Ubalansen i verdenshandelen ser ut til å fortsette, med store underskudd på den amerikanske handelsbalansen og store overskudd på den japanske.

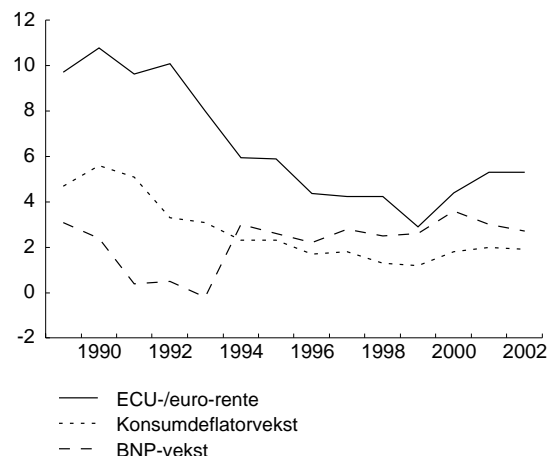
I takt med oppsvinget i internasjonal etterspørsel snudde fallet i råvareprisene til oppgang i løpet av fjoråret. Foruten råoljeprisene gjaldt dette særlig prisene på råvarer til industrien, mens mat- og jordbruks-

BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 1998 - 2001 gitt på ulike tidspunkter
Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

3 mnd. ECU/euro-rente, BNP-vekst og vekst i konsumdeflatoren for Norges handelspartnere. 1989-2002
Prosent



Kilder: OECD og Statistisk sentralbyrå.

vareprisene hang etter fram til slutten av året. Gjennom innværende år har prisene på råvarer utenom olje, ifølge The Economists indekser, falt svakt regnet i dollar. Gjennomsnittsnivået i årets 11 første måneder er likevel fortsatt noe høyere enn i samme periode ifjor. Den svake prisutviklingen må ses i sammenheng med dollarappresieringen. Målt i pund sterling eller euro, har råvareprisene økt markert siden årsskiftet, mens de er tilnærmet uendret regnet i japanske yen. Prisene på metaller og råvarer til industrien har så langt i år utviklet seg klart sterkere enn prisene på mat- og jordbruksprodukter regnet i forhold til samme periode i 1999. Foreningen for europeiske konjunkturinstitutter (AIECE) spår en meget moderat økning i dollarprisene på råvarer utenom olje og en svekkelse av dollar på rundt 5 prosent overfor euro i 2001.

Fortsatt høye oljepriser

Fra bunnoteringen i februar i fjor til en foreløpig topp i mars i år, steg spotprisen på Brent Blend fra knapt 10 til over 30 dollar fatet. Deretter har oljeprisen svingt mellom 20 og 37 dollar, og i gjennomsnitt ligget i underkant av 29 dollar per fat i årets første 11 måneder.

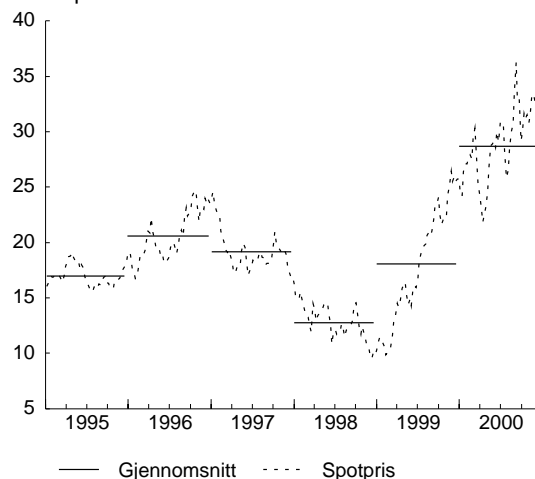
Den viktigste årsaken til prisoppgangen gjennom fjoråret var at OPEC vedtok å redusere produksjonen med 1,7 millioner fat per dag i mars i fjor, etter at kartellet allerede hadde kuttet produksjonen to ganger i 1998. Samtidig fortsatte den sterke økonomiske veksten i Nord-Amerika, mens etterspørselen etter olje gradvis tok seg opp igjen i Asia, etter den økonomiske krisen i 1998.

Inneværende år har OPEC økt produksjonen fire ganger, uten at dette har ført til noe prisfall. I lys av denne erfaringen suspenderte OPEC sin handlingsregel som sa at dersom prisen på en kurv av OPEC-oljer skulle holde seg utenom intervallet fra 22 til 28 dollar per fat i tyve dager, ville kartellet foreta de produksjonsreguleringer som var nødvendige for å bringe prisen tilbake til intervallet. De høye oljeprisene må ses i sammenheng med lagersituasjonen for råolje og ferdigprodukter. Spesielt har de lave lager-tallene for raffinerte oljeprodukter i USA og til dels i Europa, ført til økt bekymring om dekningsgraden for framtidig forbruk. I tillegg er det sannsynlig at urolighetene i Midtøsten og usikkerheten rundt Iraks neste olje-for-mat-avtale har bidratt noe til det høye prisnivået.

Som følge av den høye oljeprisen har International Energy Agency (IEA) redusert sitt anslag for den globale oljeetterspørselen i år, samtidig som anslaget for produksjonen utenfor OPEC er justert noe opp. Selv med en normalt kald vinter, kan lagrene av råolje komme til å øke med om lag 1,5 millioner fat per dag i 4. kvartal i år og 1. kvartal neste år sett under ett, en periode der lagrene normalt reduseres. I det siste har

Spotprisen på Brent Blend. 1995-2000

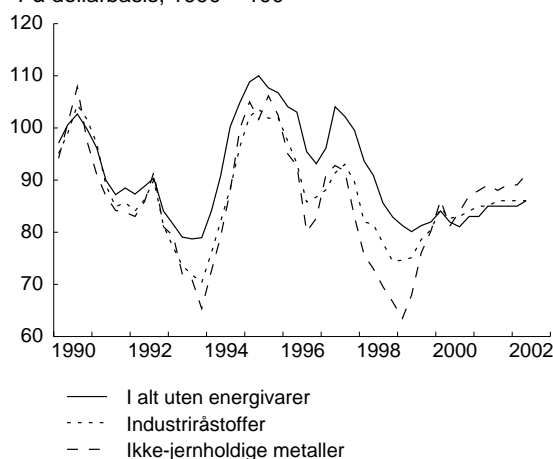
Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2002

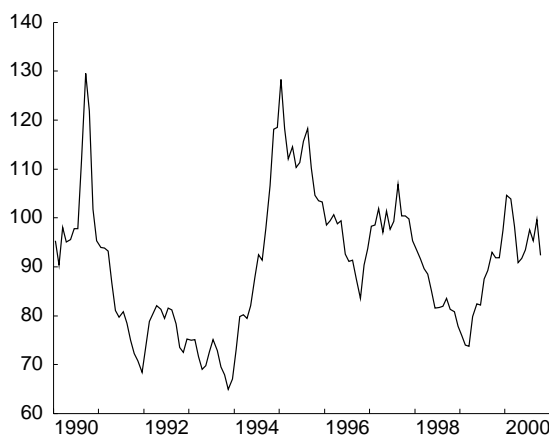
På dollarbasis, 1990 = 100



Kilde: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung og AIECE.

Indeks for aluminiumspriser. 1990 - 2000

På dollarbasis. 1979=100



Kilde: Norges Bank.

Makroøkonomiske hovedstørrelser for Norges viktigste handelspartnere.

Årlig endring i prosent

Land (andel av norsk eksport ¹)	1999	2000	2001	2002
USA (8,0)				
Bruttonasjonalprodukt	4,2	5,2	3,5	3,3
Konsumdeflator	1,8	2,5	2,1	2,2
Arbeidsledighet ² (nivå)	4,2	4,0	4,2	4,5
Japan (4,5)				
Bruttonasjonalprodukt	0,2	1,9	2,3	2,0
Konsumdeflator	-0,5	-0,5	0,0	-0,1
Arbeidsledighet ² (nivå)	4,7	4,7	4,6	4,6
Tyskland (11,3)				
Bruttonasjonalprodukt	1,6	3,0	2,7	2,5
Konsumdeflator	0,3	1,5	1,6	1,6
Arbeidsledighet ² (nivå)	8,3	7,7	6,9	6,3
Frankrike (6,0)				
Bruttonasjonalprodukt	2,9	3,3	2,9	2,5
Konsumdeflator	0,7	1,5	2,1	2,0
Arbeidsledighet ² (nivå)	11,1	9,7	8,8	8,2
Storbritannia (11,7)				
Bruttonasjonalprodukt	2,2	3,0	2,6	2,3
Konsumdeflator	2,0	1,4	2,4	2,3
Arbeidsledighet ² (nivå)	6,0	5,5	5,4	5,5
Italia (3,1)				
Bruttonasjonalprodukt	1,4	2,8	2,7	2,6
Konsumdeflator	2,2	2,7	2,5	2,0
Arbeidsledighet ² (nivå)	11,5	10,8	10,1	9,4
Sverige (12,9)				
Bruttonasjonalprodukt	3,8	4,0	3,2	2,4
Konsumdeflator	0,7	1,0	1,8	2,3
Arbeidsledighet ² (nivå)	5,6	4,7	4,1	3,7
Danmark (7,6)				
Bruttonasjonalprodukt	1,7	2,8	2,5	2,5
Konsumdeflator	2,6	2,9	2,7	2,6
Arbeidsledighet ² (nivå)	5,2	5,2	5,1	5,1
Nederland (5,5)				
Bruttonasjonalprodukt	3,9	4,5	3,9	3,4
Konsumdeflator	1,9	3,0	4,1	2,5
Arbeidsledighet ² (nivå)	3,2	2,8	2,5	2,3
Memo				
BNP EU	2,4	3,4	3,0	2,7
BNP handelspartnere	2,6	3,6	3,0	2,7
Konsumdeflator handelspartnere	1,2	1,8	2,0	1,9
Euro-rente	2,9	4,4	5,3	5,3

¹ Tall for 1999, i prosent, ekskl. råolje, naturgass, skip og oljeplattformer, ifølge Månedstatistikk over utenrikshandelen.

² Prosent av arbeidsstyrken.

Kilder: OECD. Vi oppgir vanligvis anslag fra Consensus Forecasts, men de gir foreløpig ikke anslag for 2002. For 2000 og 2001 er deres BNP-tall svært like OECDs, mens ledighetstallene derimot viser betydelige avvik for enkelte land. Legg også merke til at OECD ikke gir prognoser for KPI, kun for konsumdeflatoren. Som gjennomsnitt for våre handelspartnere avviker veksten i konsumdeflatoren lite fra vekst i KPI. For enkeltland kan imidlertid avvikene være betydelige. For USA anslår således CF KPI-veksten til henholdsvis 3,4 og 2,7 prosent i 2000 og 2001. Renteanslagene er fra Statistisk sentralbyrå.

det også vært visse tegn til at lagrene av fyringsolje i USA begynner å øke noe.

Fortsatt stor etterspørsel etter fyringsolje kan bidra til å holde oljeprisen høy utover vinteren. I tillegg kan urolighetene i Midtøsten og eventuelle reduksjoner av produksjonen i Irak bidra til en høy pris. Redusert etterspørsel etter fyringsolje og en økning i lagrene vil derimot bidra til å dempe prisutviklingen framover. Vi tror likevel ikke at prisene over tid vil kunne bli liggende under 22 dollar per fat, fordi OPEC da sannsynligvis vil prøve å aktivere handlingsregelen sin igjen.

Mot mer dempet vekst i USA

Etter en BNP-vekst i 2. kvartal på 5,6 prosent regnet som årlig rate, viser foreløpige tall for 3. kvartal et kraftig fall i veksttakten til anslagsvis 2,4 prosent. På grunn av en midlertidig kraftig nedgang i offentlige utgifter overvurderer sannsynligvis disse tallene avdempingen i økonomien. 3. kvartalstallene bærer likevel bud om at en endring er på gang i USA. De siste prognosene fra OECD spår BNP-vekst rundt 3,5 prosent både i 2001 og 2002, mot 5,2 prosent i 2000.

Det er flere faktorer som bidrar til forventningene om lavere vekst de neste to årene. For det første kan en peke på at de høye 2. kvartalstallene delvis henger sammen med sterk vekst i lageroppbygging og økt offentlig etterspørsel, en utvikling som ser ut til å ha blitt reversert i 3. kvartal. Videre kan oppgang i rentene gjennom det siste året og vedvarende høye oljepriser bidra til å dempe vekstimpulsene fra næringslivets investeringer som har vært sterke under hele konjunkturoppgangen. I tillegg er veksten i det private forbruket redusert gjennom inneværende år. Forbruksutviklingen har vært den viktigste drivkraften i konjunkturoppgangen de siste årene, drevet fram av den kraftige verdiøkningen for aksjer. Gjennom størstedelen av 2000 har derimot aksjekursene falt noe, og formueutviklingen bidrar nå isolert sett til å trekke konsumveksten ned. Forsinkete effekter av rentehevingene trekker i samme retning. De høye oljeprisene betyr videre at forbrukerne får mindre penger å rutte med og dermed reduserer sin etterspørsel etter andre goder. Denne effekten er sterkere i USA enn i Europa ettersom amerikanerne har svært lave miljøavgifter på oljeprodukter og dermed merker prisendringen på råolje tydeligere i prisene på sluttprodukter, i tillegg til at deres konsummønster er mer oljeintensivt. Forbruksøkningen har imidlertid også blitt drevet av økt sysselsetting og stigende reallønnninger, og sistnevnte faktor ventes å bidra positivt også neste år. Til tross for sterk vekst i aktivitetsnivået, ser importoverskuddet ut til å ha blitt redusert de siste kvartalene. Jevnere vekst i EU og USA de neste par årene kan bety en mindre negativ impuls fra utenrikshandelen også framover. Det er derfor en mild avdemping som ventes, med utsikter til høyere BNP-vekst i USA enn i EU også i 2001 og 2002.

Det er fortsatt betydelig usikkerhet knyttet til hvor sterke de dempende effektene vil være i amerikansk økonomi, og om overgangen til noe lavere vekst vil gå jevnt og gradvis eller bli hard og brutal. Ubalansene i amerikansk utenriksøkonomi har så langt ikke skapt problemer, men forblir et viktig usikkerhetsmoment. Dersom handelsunderskuddet utløser en rask svekkelse av dollaren, kan økt inflasjon slå ut i ytterligere rentehevinger. I så fall kan summen av nedkjølende effekter bety en kraftig bråbrems i USA.

Inflasjonen i USA har tatt seg merkbart opp gjennom de siste par årene, til tross for den sterke dollaren. Oppgangen i oljeprisene er en viktig grunn til at 12 måneders-veksten i konsumprisindeksen har ligget på eller over 3 prosent fra og med februar i år, men også den øvrige prisveksten begynte å ta seg opp i første halvår i år. Svært høy ressursutnyttelse med arbeidsledighet på historisk lave nivåer kan bidra til å forsterke de innenlandske prisimpulsene framover. Riktignok har sterk produktivitetsvekst resultert i at lønnskostnadene så langt kun har steget moderat, men akselerasjonen de siste månedene er likevel merkbart. Hvis økonomien nå går over til å vokse noe langsommere, kan produktivitetsveksten komme til å dempes ettersom det er en tendens til at produktiviteten vokser sterkere i oppgangskonjunkturer enn i nedgangskonjunkturer. Det vil i så fall redusere rommet for å øke lønningene uten at produksjonskostnadene per enhet øker, og det kan i sin tur gi sterkere prispress i amerikansk økonomi. Dersom dollarkursen reverseres noe, vil prisimpulser utenfra trekke i samme retning. Forventninger om lavere oljepriser og mer moderat vekst de neste årene kan derimot bidra til lavere prisstigning. Sentralbanken har derfor holdt rentene i ro de siste månedene. Det betyr likevel ikke at mulighetene for flere renteøkninger er borte, for eksempel anbefaltes OECD en økning på 0,5 prosentpoeng i 2001.

Bedring i Japan

Japans BNP falt i siste halvår i fjor, for så å vokse med henholdsvis 2,5 og 1,0 prosent i 1. og 2. kvartal, regnet i forhold til kvartalet før (sesongjusterte kvartalsrater). Det siste anslaget fra OECD er på knapt 2 prosent BNP-vekst i år. Denne prognosen føyer seg inn i en rekke av merkbare oppjusteringer av anslagene gjennom det siste året. De viktigste årsakene til bedringen i japansk økonomi er en kraftig vekst i offentlige investeringer og økt eksport. Industriproduksjonen har vokst måned for måned i over ett år. Det er imidlertid vanskelig å se for seg en robust vekst bare basert på impulser fra offentlig sektor og utlandet. Utviklingen i husholdningenes forbruk er fortsatt svak, selv om den så langt i år har vært bedre enn mange hadde fryktet. Lav lønnsvekst, økt arbeidsledighet og en usedvanlig høy sparerate gir fremdeles grunn til bekymring, selv om skattelettelse har trukket i positiv retning. En mulig bedring på arbeidsmarkedet kan gi utsikter til en svak nedgang i spareraten neste år. Videre virker myndighetene villige til ytter-

ligere å stimulere økonomien med økt offentlig etterspørsel, til tross for høy offentlig gjeld. Så sent som i november ble en ny offentlig tiltakspakke vedtatt. I august brøt den japanske sentralbanken med den halvannet år gamle nullrentepolitikken, og selv om hevingen bare var på 0,25 prosentpoeng ytret så vel regjeringen som økonomiske analytikere stor skepsis. Prisenivået ser ut til å falle i Japan også i inneværende og neste år, og selv nominelle renter nær null innebærer dermed positive realrenter. I tillegg virker den sterke yenen innstrammende. Dette trekker i retning av at økningen i veksttakten vil være liten framover, og OECD anslår at BNP vil øke med i overkant av 2 prosent per år de neste to årene.

I motsetning til den japanske økonomien, har oppsvinget i mange av de øvrige sørøst-asiatiske økonomiene vært raskere og kraftigere enn ventet etter problemårene 1997 og 1998. Den gunstige utviklingen ser ut til å ha fortsatt i 2000. Mens oppsvinget i begynnelsen var svært eksportbasert, har også vekst i innenlandsk etterspørsel fått økt betydning inneværende år. Sammen med forventninger om fortsatt høy vekst i Kina og noe bedring i Japan, betyr dette at flere av landene har utsikter til å stabilisere veksten på et høyt nivå også i 2001 og 2002, til tross for forventningene om noe lavere vekst i USA.

Toppen passert i Europa

Prognoser for EU-landene spår at BNP-veksten kan bli rundt ett prosentpoeng høyere inneværende år enn i fjor, for deretter å avta noe de neste to årene. En viktig forklaring på forventningene om lavere økonomisk vekst er utsiktene til en avdemping av veksten i USA, ettersom økt eksportetterspørsel har vært og fremdeles er en svært viktig faktor bak oppsvinget i Europa.

I både 1. og 2. kvartal i år økte EU-landenes BNP med 3,2 prosent sammenliknet med kvartalet før og omregnet til årlig rate. Den innenlandske etterspørselen har tatt seg markert opp, og både husholdningenes etterspørsel og private investeringer har gitt markerte bidrag. Eksporten har vokst enda kraftigere, men vekst i importen av omtrent samme størrelsesorden har redusert utenrikshandelens bidrag til BNP-veksten.

Spesielt kraftig har oppsvinget vært i Tyskland og Italia, etter at landene opplevde meget lav aktivitet i kjølvannet av Asia-krisen. Vekst i nettoeksporten som følge av en svak euro og høy internasjonal aktivitet har vært viktig. I Tyskland ga investeringene en kraftig vekstimpuls i 1. kvartal, mens husholdningenes etterspørsel viste et klart oppsving i 2. kvartal. Frankrike lå tidligere i år an til å trekke EU-gjennomsnittet for BNP-vekst oppover. Vekstanslagene er imidlertid blitt noe nedjustert de siste månedene, og landet ser nå ut til å havne nær gjennomsnittet for området. Nedjusteringen kan først og fremst føres tilbake til en svakere utvikling enn ventet i husholdningenes forbruk i første halvår. Innføringen av 35-timers uke har

gitt økt sysselsetting, men også svakere reallønnsutvikling som motytelse for redusert arbeidstid. Dette kommer på toppen av fallet i realdisponibel inntekt som følger av oppgangen i oljeprisene. Nå oppgir dessuten bedriftene kapasitetsskanker som en like viktig begrensende faktor i produksjonen som manglende etterspørsel. I motsetning til euro-landene, har Storbritannias eksport den siste tiden blitt hemmet av en sterk valuta. Likevel har BNP-veksten økt igjen i år etter en forsiktig oppbremsing i 1999. Husholdningenes etterspørsel har vært den viktigste drivkraften. I vårt nærmeste naboland, Sverige, har veksten vært svært kraftig de siste par årene, og landet ser ut til å bli ett av de hurtigst voksende EU-landene i år, med vekst i både husholdningenes forbruk, investeringer og eksport.

De neste to årene venter OECD noe lavere vekst for EU-området, men den vil likevel være relativt høy sammenliknet med veksten de siste 20 årene. Anslagene er 3,0 prosent i 2001, og 2,7 prosent i 2002. Finanspolitikken i prognoseperioden ventes å være nøytral eller ekspansiv, med blant annet vesentlige skattelettelser i Tyskland, Frankrike og flere mindre EU-land. Pengepolitikken kan derimot bli noe strammere for å motvirke tendenser til økt inflasjon. Sammen med økende sysselsetting, vil skattelettelsene bidra positivt til husholdningenes etterspørsel, og den høye etterspørselen vil motivere til investeringer for å unngå kapasitetsproblemer. I tillegg har flere land vedtatt lettelser i beskatningen av næringslivet. Hvis den forventede nedgangen i oljeprisene uteblir, vil det derimot trekke realdisponibel inntekt ned både for husholdninger og bedrifter. Avdemping av veksten i USA og fortsatt moderat vekst i Japan betyr dessuten at de utenlandske vekstimpulsene kan bli redusert. Dersom euroen også styrker seg, vil noe av eurosonens valutakursmessige konkurransefordel bli spist opp. I tillegg kan indikatorer som industristatistikk og spørreundersøkelser blant industriledere og husholdninger, tyde på at veksttoppen allerede er passert, men uten at det antyder nedgangstider.

Utviklingen i Frankrike og Tyskland ventes å fortsette i omtrent samme spor som i siste halvår i år, mens Storbritannia forespeiles en ny avdemping i 2001 og 2002, til tross for vekst i offentlige utgifter. Også Sverige ser ut til å gå inn for myk landing der kapasiteten er fullt utnyttet og veksten i sysselsettingen er lav.

Den økte veksten i EU er blitt fulgt av markert akseleerende priser, og i eurosonen har inflasjonen på årsbasis ligget over sentralbankens mål på 2 prosent de siste fem månedene. Det er overveiende sannsynlig at den vil overstige målsone for året som helhet, og de siste prognosene fra Consensus Forecast spår at også inflasjonen i 2001 vil være svært nær eller over denne grensen. Økningen i prisveksten omfatter nå hele eurosonen, om enn i varierende grad. De to siste

månedene har inflasjonen oversteget 2 prosent i hvert enkelt av ØMU-landene, men variasjonene er betydelige fra Irlands 6,0 prosent til Østerrike og Frankrike som begge hadde inflasjon på 2,1 prosent i oktober. Hovedårsakene er oppgangen i oljeprisene gjennom det siste halvannet året og euroens sterke kursfall, mens de innenlandske prisimpulsene fortsatt er moderate og klart under 2 prosent. Fallende oljepriser og en sterkere euro ventes å redusere de utenlandske prisimpulsene de neste to årene. Dette er imidlertid usikre prognoser, og med relativt god økonomisk vekst, et stadig strammere arbeidsmarked og muligheter for forsinket overvelting av de høye oljeprisene i innenlandske priser, er det grunner til å regne med økt innenlandsk prispress i prognoseperioden. Riktignok forventes lønningene i de aller fleste EU-landene å stige meget moderat, men alt i alt kan det likevel gå mot flere rentehevinger fra den europeiske sentralbanken (ESB). Så langt i år har ESB hevet rentene med 1,75 prosentpoeng, og OECD forventer videre renteheving neste år på 0,5 prosentpoeng.

Bildet av fortsatt relativt god vekst i EU kan trues av både indre og ytre faktorer. Til tross for oppsving i innenlandsk aktivitet, er området avhengig av utviklingen i USA. En hard landing der vil få konsekvenser også for EU via svekket eksport. Det samme gjelder om euroen skulle appresiere kraftigere enn ventet og dermed fjerne eurosonens valutakursmessige konkurransefortrinn. Veksten vil også kunne hemmes av at oljeprisene holder seg høye lenger enn ventet eller stiger ytterligere, slik at veksten i realinntekter avtar og/eller pengepolitikken strammes til. En uventet sterk pengepolitisk innstramming kan også utløses av vekst i lønningene utover prognosene, noe både den økte prisstigningen og det strammere arbeidsmarkedet kan tenkes å bidra til.