



ARNE JON ISACHSEN  
Professor Emeritus, Handelshøyskolen BI

## Norges bank i støpeskjeen<sup>1</sup>

Gjedrem-utvalget vil ha økt uavhengighet for Norges Bank, kombinert med mer presise mål og klarere linjer for ansvar. De pengepolitiske beslutningene vil utvalget legge til en komité på fem personer der tre er ansatt i banken. Beslutningene her kan styret i Norges Bank, som kun skal bestå av eksterne medlemmer, ikke overprøve. Representantskapet skal avvikles. Finanstilsynet så vel som Finansdepartementet må avgi makt til Norges Bank. Ved den praktiske utformingen av norsk pengepolitikk skal der legges større vekt på høy sysselsetting. Nytenkning og ambisjoner er det ikke noe å si på.

Sankthansaften lå den knapt seks hundre siders utredningen *Ny sentralbanklov. Organiseringen av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland* på bordet. Vel to år hadde det tatt utvalget – med tidligere finansråd og sentralbanksjef Svein Gjedrem som leder, og med avdelingsdirektør Yngvar Tveit fra Finansdepartementet som ansvarlig for sekretariatet – å produsere denne NOU 2017: 13.

De fire første kapitlene i Del II – *Utviklingstrekk og ansvarsområder for sentralbanken* – gir en god oversikt over hvordan synet på sentralbankens oppgaver, mandat og virkemidler har utviklet seg over tid. Med fyldig henvisning til litteraturen. I den grad masterstudenter i økonomi fremdeles forventes å kunne noe om virkeligheten, egner disse åtti sidene seg godt som pensum.

Del V – *Utvalgets vurderinger av Norges Banks formål og oppgaver i forhold til statsmyndighetene* – er relevant for studenter som er opptatt av statsrettslige spørsmål. Hele 14 ganger teller jeg overskriften «Gjeldende rett», etterfulgt av overskriften «Utvalgets vurderinger». Bildet av den dynamiske utviklingen av forholdet mellom Norges Bank og statsmyndighetene trer klart frem.

Kort oppsummert vil utvalget gi Norges Bank et bredere mandat og større makt. En egen komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet, oppnevnt av Kongen i statsråd, med sentralbanksjefen som leder, og med fire andre profesjonelle medlemmer – i betydningen solide fagfolk på det pengepolitiske området – vil bestemme norsk pengepolitikk, med små muligheter for inngrep fra andre. Ja, komiteen som altså har «ansvar for bruken av virkemidler for å nå mål i pengepolitikk og for finansiell stabilitet», kan «i særlige

<sup>1</sup> Takk til Øystein Børsum, Roman Eliassen, Henrik Johansen, Ivar Strompdal og Harald Wieslander for verdifulle innspill til en tidligere versjon. Ansvar for gjenværende feil og mangler er mitt alene.

tilfeller fravike vedtak eller retningslinjer truffet av styret (for Norges Bank)».<sup>2</sup>

Styret for Norges Bank vil etter planen kun bestå av eksterne medlemmer og vil således kunne kikke administrasjonen av banken uhildet i kortene. Hvilket – etter utvalgets mening – gjør det naturlig å legge ned Representantskapet, som med sine 15 medlemmer har vært en del av vår sentralbank helt siden starten i 1816.

Den røde tråden gjennom denne NOU-en er lett å se: Økt uavhengighet og mer makt til dem som driver pengepolitikk her i landet, kombinert med mer presise mål og klarere linjer for ansvar. Målet er bedre beslutninger og en mer solid demokratisk forankring for disse beslutningene.

I denne aktuelle kommentaren ser jeg utelukkende på pengepolitikken. I et eget notat diskuterer jeg nærmere utvalgets vurderinger av Oljefondet og utfordringene her.<sup>3</sup>

#### MER MAKT TIL NORGES BANK

Gjedrem-utvalget vil ha en egen komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet. Benevnelsen styre passer i grunnen bedre. De fem personene som denne gruppen vil bestå av, og som oppnevnes av Kongen i statsråd, vil

- Bestemme styringsrenten
- Gi informasjon om hvordan Norges Bank ser på rentebanen fremover
- Kjøpe og selge statsobligasjoner, dvs. bedrive markedsoperasjoner
- Bruke balansen til Norges Bank som aktivt virkemiddel i pengepolitikken, hvilket innebærer rom for såkalt kvantitative lettelser
- Bestemme om intervensjoner i valutamarkedet (der Norges Bank, etter utvalgets mening, selv skal stå som eier av valutaeservene)
- Kunne pålegge banker reservekrav, ikke for å få billig finansiering for det offentlige, men for å kunne styre likviditeten i banksystemet
- Ha det overordnede ansvaret for finansiell stabilitet, herunder bestemme det motsykliske bufferfondkravet

Hva gjelder det siste spørsmålet er det i dag Finansdepartementet som fire ganger i året bestemmer kravet til motsyklisk bufferkapital i bankene etter råd og innspill fra Norges Bank og fra Finanstilsynet.

<sup>2</sup> Se side 535 i utredningen.

<sup>3</sup> Se <http://home.bi.no/fag87025/pdf/notat/20173.pdf>

Gjedrem-utvalget vil samle arbeidet og ansvaret for finansiell stabilitet i Norges Bank. Det innebærer at sentralbanken både skal lage analyser og treffe beslutninger om motsyklisk bufferfondkrav. Finanstilsynet skal gi råd her. Om Norges Bank ikke følger rådet vil ikke Banken «... ha noen formell plikt til å forklare alle avvik eller uenigheter med Finanstilsynet» (side 341).

Her har Gjerdrem fjernet seg et godt stykke fra hva vi finner i foredraget «En nyttig sentralbank» som han holdt på tampen av sin karriere som sentralbanksjef. I dette foredraget ser han for seg muligheten av at Finanstilsynet skal ha en sentral plass i arbeidet med makrotilsyn. I så fall bør Norges Bank ha en rett og en plikt til å uttale seg, mener han. Om Finanstilsynet ikke følger rådene som gis av Norges Bank, «... må det begrunnes særskilt, og begrunnelsen må gjøres offentlig kjent», heter det i foredraget. Burde ikke en tilsvarende regel gjelde dersom loven gir Norges Bank rett til å fastsette det motsykliske bufferfondkrav, men ikke følger rådet gitt av Finanstilsynet?

I flere spørsmål der Norges Bank i dag må forelegge saker for Finansdepartementet, vil utvalget at Banken i stedet skal kunne nøye seg med å informere departementet. Det gir større avstand til Finansdepartementet og økt makt til Norges Bank.

Videre skal det bli vanskeligere for de politisk valgte myndighetene å instruere Norges Bank. Det gir økt uavhengighet for Norges Bank. Men ettersom instruksjon mot bankens vilje aldri tidligere har forekommet, kan man jo lure på hva realitetene her egentlig består av. Kanskje viktigere og mer nyskapende er det forhold at flere enn sentralbanksjefen skal kunne uttale seg i det offentlige rom. De fem som komiteen nevnt over består av, skal alle kunne gjøre det.

Sentralbanksjefen er den selvskrevne leder av denne komiteen, med visesentralbanksjefen som nestleder. I tillegg vil utvalget ha nok en person fra Norges Bank med her, samt to faglig solide personer utenfra. Disse to vil måtte påregne å jobbe halv tid i Banken, slik at de kan sette seg tilstrekkelig godt inn i sakene som komiteen behandler.

Femtemann i komiteen, eller tredjemann fra Norges Bank, velges ut blant ansatte i banken og av banken. Hvilken frihetsgrad har han eller hun til å tale sine to sjefer i komiteen imot? En noe søkt modell, vil mange mene. Hva med i stedet å ha to visesentralbanksjefer – en med fokus på pengepolitikk og en med fokus på finansiell stabilitet – og la

dem begge være med i denne komiteen? Å ha flere visesentralbanksjefer er ikke noe nytt her i verden. I Riksbanken i Sverige er det hele fem.

Rent prinsipielt kunne man jo også lure på om ikke fire utenfra er bedre enn to. Slik at ledelsen i Norges Bank, rent teoretisk, ville kunne stå i fare for å bli overprøvd av de eksterne. Det ville gi ekstra incitament til gjennomarbeidet og god fremleggelse av sakene. I Australia har Reserve Bank Board (sentralbankstyret) ni medlemmer hvorav seks eksterne. I tillegg skal finansdepartementets øverste embetsmann eller -kvinne (finansråden) delta i styret. Noe å tenke på for Norge? Særlig i lys av at banken, etter utvalgets mening, i større grad skal *informere* snarere enn *forelegge* saker og ting for departementet.

#### NÆRMERE OM INFLASJONSSTYRING

I mars 2001 fulgte Norge etter mange andre land ved innføring av inflasjonsstyring for pengepolitikken. Vi valgte oss et mål på 2,5 prosent inflasjon over tid, et halvt prosentpoeng høyere enn to prosent-målet som mange andre land har.

I utredningen bruker utvalget en god del plass for å fortelle om andre lands erfaringer med inflasjonsstyring. Det gir et nyttig bakteppe for egne vurderinger. Større autonomi for Norges Bank må sees på bakgrunn av en tilsvarende utvikling i mange andre land. Med mer enn 15 års erfaring med inflasjonsstyring er vi nå temmelig trygge på hvordan dette skal gjøres. På den bakgrunn mener utvalget at det er greit å la fagfolk og eksperter slippe mer til i den praktiske gjennomføringen.

Men er nå det så sikkert, da? Overgang til inflasjonsstyring gav Norges Bank større handlingsrom. Bør dette handlingsrommet utvides ytterligere, og det i kombinasjon med at embetsverket i banken har flertall alene? Hvor blir det egentlig av den demokratiske forankringen når retten til å instruere fremkommer som et kuriosum snarere enn som en realistisk mulighet?

Banken skal ikke bare ha lav og stabil inflasjon for øyet, noe den for øvrig har hatt større problem med å levere enn man vel trodde i starten – inflasjonen har i snitt ligget rundt to prosent – men skal også bidra til høy og stabil sysselsetting og produksjon. Og «alle» i Norge ser ut til å samstemme.

Men ikke alle i USA: «What's your opinion of the dual mandate?» spør professor Martin Feldstein ved Harvard University USAs sentralbanksjef for perioden 1979–1987, Paul Volcker, i et intervju sommeren 2013. Han svarer slik: «I'm against it» (Volcker & Feldstein, 2013, s. 117). Enkelt og greit.

Professor Feldstein vil gjerne ha en nærmere forklaring. Og Volcker utdyper: «I think it confuses the situation ... it kind of gives the impression that the Federal Reserve has the keys to the kingdom.» Og det har sentralbanker ikke. «The best contribution of the Federal Reserve can be to maintain price stability», sier han. Og legger til at en ensidig fokusering på prisstabilitet for «Fed doesn't mean that policy would be one inch different today than it in fact is.» Ikke en tomme annerledes.

Med et bredere mandat for Fed vil man lettere slippe av i finanspolitikken, tror mannen bak «the Volcker Rule»<sup>4</sup>. Full sysselsetting tar jo Fed seg av. Og også trykket for nødvendige strukturelle reformer blir mindre når ansvarsområdet for Fed blir større, tror Volcker. «Dual mandate» gjør bare jobben til Fed vanskeligere, legger Volcker til. Dessuten er det bare Fed som er opptatt av dette. Dersom Fed sluttet å snakke om «dual mandate», ville ingen andre heller snakke om det, mener han.

Det er altså snakk om eksterne virkninger; hvordan et utvidet ansvarsområde for pengepolitikken kan virke passiverende på andre politikkområder. Om dette er en mindre treffende beskrivelse av forholdene i Norge, kan Gjedrem-utvalgets forslag om å legge inn mål om høy og stabil produksjon og sysselsetting ved rentesettingen virke mer rimelig.

Men så enkelt er det likevel ikke. De senere år har styringsrenten falt jevnt og trutt. Fra 1,75 prosent i desember 2011 til 0,50 prosent i mars 2016, for så å ligge fast der det siste halvannet år. I dagens situasjon må man avveie følgende forhold:

- Skal styringsrenten holdes uendret ut fra situasjonen i arbeidsmarkedet? Også hensynet til kronekursen kan tilsi uendret rente.
- Skal styringsrenten settes ytterligere ned fordi forventet inflasjon ligger et godt stykke under inflasjonsmålet?
- Eller skal styringsrenten settes opp av hensyn til den finansielle stabiliteten?

<sup>4</sup> «Volcker Rule» begrenser bankenes adgang til å ta risikofylte posisjoner på egen bok, ut fra hensynet til finansiell stabilitet.

Heldigvis har sentralbanken flere virkemidler. Likevel er det begrenset hva vi kan forvente at Norges Bank skal kunne få til. Om antall målsettinger i den økonomiske politikken overstiger antall virkemidler, blir det hele temmelig ugreit.

Utfordringen med finansiell stabilitet som et opphetet boligmarked gir, ser ut til å ha funnet sin løsning ved mer direkte midler; nemlig begrensninger på bankenes adgang til å yte boliglån, maksimalt fem ganger brutto inntekt, og innen 85 prosent av lånetakst. Samt krav om nedbetaling av lånet med 2,5 prosent per år for lån som overstiger 60 prosent av boligens verdi. Denne forskriften, som kom i januar 2017, har klart det generelle virkemidler ikke har klart; å snu en vedvarende prisstigning på boliger til en prisnedgang.<sup>5</sup>

Utvalget ser for seg at Finansdepartementet med jevne mellomrom – for eksempel hvert femte år – vurderer målene for pengepolitikken og legger frem sine vurderinger for Stortinget. Dette er i tråd med modellen som gjenomsyrer hele utredningen; nemlig at politikerne bestemmer målene, og at embetsverket og byråkratene – herunder medregnet ledelsen i sentralbanken – bestemmer hvordan virkemidlene de har til disposisjon skal brukes. Men er en slik melding hvert femte år tilstrekkelig? I lys av at instruksjon av sentralbanken synes temmelig uaktuelt, vil noen mene at et demokratisk underskudd lett kan dukke opp her.

All erfaring tilsier at slike faste måltall sjelden holder seg over tid. Det følger som et korollar av Goodhart's Law.<sup>6</sup> Om vi hadde hatt tradisjon for vurdering av målene for pengepolitikken for eksempel hvert femte år, er det godt mulig at inflasjonsmålet for pengepolitikken ville blitt senket til halvannen eller to prosent ved neste korsvei. Ganske enkelt fordi lønningene ikke lenger stiger så mye i Norge som en prisstigning på 2,5 prosent krever.

På den annen side kan for lav inflasjon gjøre det vanskelig å få realrenten lav nok. På den bakgrunn diskuterer man i USA å heve inflasjonsmålet fra dagens to prosent. Høyere inflasjon, alt annet likt, gir lavere realrente, og kan sågar gi negativ realrente, om inflasjonen ligger over den nominelle renten.

<sup>5</sup> Se boliglånsforskriften av 14. desember 2016: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-om-krav-til-nye-utlan-med-pant-i-bolig-boliglansforskriften/id2523973/>

<sup>6</sup> Denne loven lyder slik: "When a measure becomes a target, it ceases to be a good measure."

Det underliggende problemet her er av global karakter. Ønsket sparing i verden er større enn de ønskede realinvesteringene. Resultatet er for liten samlet etterspørsel. Renten som skal til for å klarere sparing og realinvesteringer ved full sysselsetting, er kanskje negativ i reelle termer. Når i tillegg arbeidstakerne står svakere i mange land i dag enn for to-tre tiår siden, drar ikke inflasjonen seg opp via økende lønnsnivå. Myndighetene har svart med en ekspansiv pengepolitikk. Den lave renten som følger av dette har i sin tur gitt stadig stigende priser i formuesmarkeder som aksjer og fast eiendom. Låneiveren tar overhånd og den finansielle stabiliteten trues.

Om det bildet som er skissert her har noe for seg, vil en omfordeling av inntekt og formue fra dem med mye til dem med lite, via finanspolitikken, føre til en økning i samlet etterspørsel i markedet for varer og tjenester. Det gir rom for økt produksjon med tilhørende vekst i sysselsettingen. Hvorfor det? Fordi folk med lave inntekter anvender en større andel av sine inntekter til kjøp av varer og tjenester enn folk med høyere inntekter. Økt konsum trekker til seg økte realinvesteringer. Og spareraten går ned.

At sparing og investering ex post er like store i et lukket system (som det globale), kan lett overskygge det faktum at beslutninger om sparing skjer atskilt fra beslutninger om realinvesteringer. Dette stod helt sentralt hos Keynes. Sparing er ikke-forbrukt inntekt og blir bestemt residualt. Realinvesteringer bestemmes av «animal spirit» (eller fremtidstro), renter, stemningen i samfunnet etc. Det er denne variabelen myndighetene må søke å påvirke dersom samlet etterspørsel er for liten og renten mer enn lav nok. Slik det globale bildet er nå. Med andre ord, statens inntekter og utgifter må det tas tak i. Finanspolitikk kalles det.

Bemerk at argumentet her ikke tar utgangspunkt i betraktninger om hva som er rett og rimelig fordeling av godene. Utgangspunktet er hva som skal til for å øke sysselsettingen og produksjonen uten at den finansielle stabiliteten kommer i spill.

#### HVA BESTEMMER VALUTAKURSEN?

Med økte offentlige utgifter vil staten legge beslag på mer ressurser; både kapital og arbeidskraft. Dersom vi i utgangspunktet har full sysselsetting må denne overføringen av arbeidskraft til skjermet sektor skje ved at foretak i industrien og andre konkurranseutsatte sektorer avgir arbeidskraft. Dermed får vi en svekkelse av konkurranseevnen gjennom en raskere lønnsvekst for industrien i

# HAR VI EGENTLIG INFLASJONSSTYRING I NORGE?

Inflasjonsstyringen er alle enige om har vært bra. Vi har fått et «nominelt ankerfeste» for pengepolitikken, som det heter. Eller som sentralbanksjefen sa i sin årstale for 2002:

«Partene i arbeidslivet, næringslivet, handelens folk, låntakere og investorer kan legge til grunn at inflasjonen blir 2,5 prosent.»

Men kan de det? Nå er inflasjonen på rundt halvannen prosent. Og langt mer interessant i denne sammenhengen, inflasjonen forventes å ligge der de neste to-tre årene fremover, uten tegn til å stige.<sup>1</sup> Markedet bryr seg overraskende lite om dette avviket. Trolig har vi nå et mer avslappet forhold til inflasjonsstyring, og vurderer inflasjonsstyring mer som et rammeverk for en god pengepolitikk der hensynet til realøkonomi, finansiell stabilitet og valutakurs også tillegges betydning.

Hvor blir det da av det nominelle ankerfestet? Og spiller det egentlig noen rolle? Det viktige er vel at folk flest tror at inflasjonen ikke på nytt skyter fart. Om den er

<sup>1</sup> Se <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/> Figuren her viser forventet inflasjon på om lag 1,5 prosent frem til 2020. Ambisjonen om å nå inflasjonsmålet innen rimelig tid er justert ned. «Inflasjonsforventningens synes godt forankret», heter det i Pengepolitiske Rapport i juni 2017. Temmelig frimodig, spør du meg.

halvannen eller to eller to og en halv prosent, er av mindre betydning. Delvis skyldes dette at inflasjon ikke er noe du ser på en prislapp, men er et veid gjennomsnitt av mange priser. Om sammensetningen av ditt private konsum adskiller seg en del fra handlekurven som konsumprisindeksen er basert på, vil «din» inflasjon ofte avvike fra den offisielle.

Har vi egentlig inflasjonsstyring i Norge? Ikke om man legger IMF's definisjon til grunn. To betingelser må være oppfylt før et land kan si at dets pengepolitikk er basert på inflasjonsstyring, heter det her (Jahan, 2017).

- En rimelig grad av uavhengighet i pengepolitikken for landets sentralbank
- Vilje og evne hos de monetære myndighetene til ikke å ha mål for andre variable som lønnsutviklingen, sysselsettingen eller valutakursen.

Ettersom den amerikanske sentralbanken har et tosidig mandat – man skal vektlegge både prisutviklingen og sysselsettingen – kommer ikke USA med på IMF's liste over land med inflasjonsstyring. Men Norge er med på listen. Og det til tross for at pengepolitikken også hos oss skal bidra til en stabilisering av sysselsettingen. Ikke nok med det; Norges Bank ser også hen til valutakursen ved utformingen av den praktiske pengepolitikken.

Norge enn i andre land og/eller ved en appresiering av den norske kronen. Ettersom lønnsveksten må holdes i tømme i lys av målet om lav inflasjon, blir det gjerne valutakursen som tar støytten.

Veksten i offentlige utgifter påvirker således kronen og størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet på mellomlang sikt.

Historien over er grei nok. Men hvor relevant er den? Hva med oljepris og rente – er ikke det også variable som virker inn på kronkursen? I Pengepolitiske Rapport fra Norges Bank fra juni 2017 leser vi følgende:

«Kronkursen styrket seg gjennom fjoråret i takt med at oljeprisen steg og rentedifferansen mot våre handelspartnere økte.»

Første delen av denne setningen – at høyere oljepris gir sterkere krone – virker intuitivt rimelig. Høyere oljepris fører til et større oljefond frem i tid og til bruk av mer oljepenger på statens hånd, altså en mer ekspansiv finanspolitikk. Kan det tenkes at denne effekten – en projisering ned til nåtid av den fremtidige mer ekspansive finanspolitikken – gir sterkere krone ved økt oljepris? Er aktørene i økonomien så rasjonelle og så langt fremoverskuende? Det tviler jeg på. Det er nok snarere *følelsen* av de gode nyhetene som ligger i økte oljepriser, samt den økte etterspørselen i

privat sektor som følger av økte inntekter i oljesektoren og i oljerelaterte virksomheter, som driver kronekursen opp.

Andre del av sitatet over – at økt rentedifferanse mot handelspartnerne bør føre til sterkere krone – er mer krevende. Om vi tar utgangspunkt i Rudiger Dornbuschs berømte artikkel fra 1976, vil en heving av renten i Norge (som innebærer en økning av rentedifferansen mot euro) føre til en umiddelbar appresiering av den norske kronen. Det skyldes ikke at økt rente forventes å gi mer i avkastning. Nei, den økte renten gir rom for en forventet depresiering av kronen mot euro slik at avkastningen i de to valutaene, målt i samme valuta, blir den samme. Udekket renteparitet (URP) kalles det.

I denne historien er det viktig å skille mellom en *heving* av renten og en *høy* rente. Argumentet man gjerne hører fra sentralbankhold om at en *høy* rente skal styrke valutaen, er ikke forenlig med udekket renteparitet og med modellen til Dornbusch.

Men holder URP i praksis? Ofte gjør den ikke det. Om høy rente fører til innstrømming av kapital og til sterkere valuta, får aktørene som plasserer pengene sine i høyrenteland, både i pose og sekk. «Carry trade» kalles det. I Burnside m.fl. (2008) viser forfatterne at «carry trade» gjennomført på månedsbasis for tyve valutaer<sup>7</sup> over perioden 1976–2007 gav en «excess return» på i snitt rundt fem prosent. Nesten like mye som «equity premium» i aksjemarkedet som i denne perioden var på syv prosent.

Konsekvensen av dette for praktisk pengepolitikk er grei; sentralbanker har mye for seg når de hevder at høy rente gir sterk valuta. At dette utsagnet rent teoretisk er temmelig ugreit, må vi imidlertid ikke tape av synet. Det innebærer nemlig at en forutsetning som gjøres i de fleste makromodeller, nemlig at terminkursen anvendes som estimat på fremtidig spotkurs, treffer dårlig. Norges Bank vil aldri ha noe i nærheten av sikker kunnskap om hva som vil skje med valutakursen når banken endrer renten.

<sup>7</sup> For en grei sammenfatning av empirien her, se artikkelen «The Carry Trade and Uncovered Interest Parity» av professor Jagjit Chada, fra februar 2016, <https://www.gresham.ac.uk/lectures-and-events/the-carry-trade-and-uncovered-interest-rate-parity>

## FOR STORE AMBISJONER?

Gjedrem-utvalget går langt i å utvide mandatet for Norges Bank. I tillegg til å opprettholde en stabil pengeverdi og fremme stabilitet i det finansielle systemet, skal banken «... ellers bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting».<sup>8</sup>

Bakgrunnen for denne formuleringen er nøye diskutert i Holden (2017), som argumenterer med at Norge, på linje med andre land, nå praktiserer inflasjonsmålet mer fleksibelt enn tidligere. Hadde Den europeiske sentralbanken (ECB) hatt et tilsvarende mandat – og ikke vært basert på streng inflasjonsstyring – ville man trolig ikke hevet renten i 2011, i en situasjon der arbeidsledigheten lå på rundt ti prosent, mener Holden. Resultatet av denne uheldige politikken var at en allerede langvarig nedgangskonjunktur ble ytterligere forlenget.

Ved at Norges Bank skal ha i mente målet om et *høyt* nivå for produksjon og sysselsetting, vil pengepolitikken kunne bidra til å motvirke langvarige og dype lavkonjunkturer, fremholder Holden. Det kan i sin tur føre til økt gjennomsnittlig BNP over tid. Det er bra.

På den annen side kan slik politikk legge veien åpen for at renten settes lavere enn hva Norges Bank ellers ville ha gjort, med tilhørende økende gjeldsoppbygning og økt risiko for en finanskriser (Holden, 2017). Det er ikke så bra.

Sannsynligheten for målkonflikter øker. Høyest mulig produksjon over tid? Eller et mest mulig robust finansielt system?

For Norges Bank bør målene om lav inflasjon og høy sysselsetting være sideordnede, mener professor Holden. Samtidig presiserer han at bare lav inflasjon også bør være et *ansvar* for Norges Bank, fordi banken «... har tilstrekkelig virkemidler til å kunne nå dette målet på mellomlang eller lang sikt».

Hva gjelder høy sysselsetting kan dette «... ikke være et ansvar for sentralbanken, fordi pengepolitikken bare er en av mange ulike faktorer som bestemmer sysselsettingsnivået» (Holden, 2017).

Noen vil vel mene at et mål du har ansvar for alene, også må ha høyere prioritet enn et mål du deler ansvar med andre for å innfri. Slik kan man vel lese Gjedrem-utvalgets

<sup>8</sup> Side 523 i NOU-en.



forslag til lovtekst der det heter at banken «ellers» skal bidra til høy og stabil produksjon og sysselsetting.

En annen måte å nærme seg spørsmålet om målene for pengepolitikken er å legge vekk ambisjoner om finstyring og i stedet ha fokus på stabil og lav inflasjon og å unngå store kriser. The Great Moderation som startet i USA midt på 1980-tallet, og som var preget av jevn økonomisk vekst og lav inflasjon, stoppet brått høsten 2008. Finanskrisen var et faktum. Låneiveren hadde tatt overhånd og reguleringene hadde sviktet. Mon tro om man med et enklere mandat for Fed – prisstabilitet og et robust finansielt system – ville hatt lavere vekst, men heller ingen finanskrise?

#### REFERANSER

- Burnside, C., Eichenbaum, M., Kleshchelski, I., og Rebelo, S. (2010). Do peso problems explain the returns to the carry trade? *The Review of Financial Studies*, 24(3), 853-891.
- Chadha, J. S. (2016). The Carry Trade and Uncovered Interest Parity. Forelesning ved Gresham, 4. februar 2016.
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of political Economy*, 84(6), 1161-1176.
- Gjedrem, S. (2010). En nyttig sentralbank. Foredrag i Norges Bank, 17. november 2010.
- Holden, S. (2017). Revidert mandat for pengepolitikken. *Samfunnsøkonomen*, 131(2), 29-38.
- Isachsen, A. (2017). Noen betraktninger omkring NOU 2017: 13. *Notat*, 2017(3).
- Jahan, S. (2017). Inflation targeting: holding the line. *Finance & Development*.
- Volcker, P., & Feldstein, M. (2013). An Interview with Paul Volcker. *The Journal of Economic Perspectives*, 27(4), 105-120.



# MEDLEM?



***Er du medlem av Samfunnsøkonomenes Forening?  
Vi vil gjerne ha din e-postadresse.  
Send til: [nina.risassen@samfunnsokonomene.no](mailto:nina.risassen@samfunnsokonomene.no)***

***[www.samfunnsokonomene.no](http://www.samfunnsokonomene.no)***