



STEINAR HOLDEN
professor, Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

Revidert mandat for pengepolitikken

Norge bør få en todelt målsetting for pengepolitikken, der målet om lav inflasjon kombineres med et mål om høy og stabil produksjon og sysselsetting, slik det er i USA. Pengepolitikken kan trolig påvirke gjennomsnittlig produksjon (BNP) og gjennomsnittlig sysselsetting over tid. Siden høy produksjon og sysselsetting er positivt, bør dette også være et mål for pengepolitikken. Et mandat som i større grad er i overensstemmelse med de underliggende preferansene, vil gi en bedre retningslinje for sentralbankens rentesetting, og for hva vi andre kan forvente av banken, enn dagens mandat gjør.

Inflasjonsmålet for pengepolitikken ble formelt sett innført i Norge i 2001, et par år etter at Norges Bank reelt sett hadde lagt om sin utøvelse av pengepolitikken til å legge mer vekt på inflasjonsstyring. Erfaringene med inflasjonsmålet, både i Norge og andre land, har i all hovedsak vært gode. Politikken har lyktes godt i å holde inflasjonen lav, samtidig som den med få unntak har bidratt til en stabil økonomisk utvikling (Norges Bank, 2017; Dørum og Holden, 2006; Holden, 2006). Selv om det har vært betydelig diskusjon og kritikk av pengepolitikken i mange land, særlig i etterkant av finanskrisen, har det vært lite argumentasjon i retning av å gå bort fra inflasjonsmål som styringsmål for pengepolitikken.

Men om erfaringene med inflasjonsmål er gode, er det likevel mulig å forbedre rammeverket for politikken. Utfordringene har vist seg å være annerledes enn man trodde da inflasjonsmålet ble innført. I denne artikkelen vil jeg argumentere for at Norge bør få en todelt målsetting for

pengepolitikken, der målet om lav inflasjon kombineres med et mål om høy og stabil produksjon og sysselsetting.¹

Et viktig premiss for forslaget er at risikoen for høy inflasjon har vist seg å være betydelig mindre enn man trodde da inflasjonsmålet ble innført. I Norge og andre land ser vi at sentralbanken kan kombinere målet om lav inflasjon med et mål om stabilitet i produksjonen, uten at dette har gjort det vanskelig å holde inflasjonen lav.

Hovedargumentet for forslaget er at pengepolitikken har større betydning for realøkonomien enn man så for seg tidligere. I motsetning til tankegangen da inflasjonsmålet

¹ Jeg hadde lignende argumentasjon i flere foredrag i 2016, på Samfunnsøkonomenes Valutaseminar, i Norges Bank og for DNB Markets, og på Finansdepartementets seminar om Erfaringene med inflasjonsmålet 16. januar 2017. Mye av argumentasjonen ble også gitt i Holden (2010). Takk til en anonym konsulent, Carl Andreas Claussen, Karsten Gerdrup, Øistein Røisland, Arent Skjæveland, Lars Svensson, Yngvar Tveit, Pål Winje og Fredrik Wulfsberg for gode kommentarer til et tidligere utkast av denne artikkelen, og til tilhørere på foredragene, særlig Anders Vredin, for nyttige innspill.

ble innført, er det grunn til å tro at pengepolitikken kan påvirke gjennomsnittlig produksjon (BNP) og gjennomsnittlig sysselsetting over tid. Siden høy produksjon og sysselsetting er positivt, bør dette også være et mål for pengepolitikken, slik det er i USA. Et mandat som i større grad er i overensstemmelse med de underliggende preferansene, vil gi en bedre retningslinje for sentralbankens rentesetting, og for hva vi andre kan forvente av banken, enn dagens mandat gjør.

Mandatet for pengepolitikken bør også inkludere hensynet til finansiell stabilitet (se f.eks. Woodford, 2010). Historiske erfaringer viser hvor alvorlige konsekvenser slike kriser kan ha, og risikoen for kriser bør derfor også være et hensyn for pengepolitikken.

Nedenfor vil jeg først argumentere for de to hovedpremisse, om at risikoen for høy inflasjon er blitt mindre, og at pengepolitikken kan påvirke gjennomsnittlig nivå over tid på produksjon og sysselsetting. Deretter vil jeg drøfte hensynet til finansiell stabilitet, og om målet om et høyt produksjonsnivå blir ivaretatt ved et mål om stabil produksjon. Så vil jeg drøfte virkningene av mandatet på politikken.

MINDRE RISIKO FOR HØY INFLASJON

En hovedmotivasjon for inflasjonsmålet var å sikre at inflasjonen ville forbli lav, og dermed forhindre en gjentakelse av tiårene med høy inflasjon på 1970- og 80-tallet. Lav inflasjon må åpenbart fortsatt være et hovedmål for pengepolitikken, men det er likevel et poeng å få frem at høy inflasjon har vist seg å være et mye mindre aktuelt problem enn man fryktet.

De siste 20-25 årene har inflasjonen i Norge og andre industriland gjennomgående vært lav. Delvis skyldes dette strukturelle endringer som kan være midlertidige, og som kan bli endret eller reversert. Men de viktigste årsakene ligger trolig i mer varige strukturelle endringer, knyttet til lønnsdannelsen og rammeverket for pengepolitikken. Dette taler sterkt for at risikoen for høy inflasjon i moderne økonomier som Norge er mye mindre enn man trodde tidligere.

En viktig årsak til redusert risiko for høy inflasjon er at lønnsdannelsen i industrilandene er blitt fundamentalt endret de siste tiårene. Arbeidstakerne og fagforeningene står mye svakere i lønnsforhandlingene enn de gjorde på 1970- og 80-tallet. Dette har skjedd gradvis, som en følge

av en rekke ulike endringer som stort sett alle har gått i samme retning (se f.eks. OECD, 2015).

- Økonomiene er blitt gradvis mer åpne, ved at begrensninger på internasjonal handel er blitt mindre omfattende, og ved teknologiske endringer som har ført til at stadige nye næringer utsettes for internasjonal konkurranse. Det har også vært økende konkurranse fra lavkostland, både i Øst-Europa og Asia.
- Et felles europeisk arbeidsmarked i et område med en befolkning på om lag 500 millioner innbyggere – 100 ganger Norges befolkning – har ledet til betydelig arbeidsinnvandring til Norge siden 2004. Arbeidsvillige og ofte godt kvalifiserte arbeidstakere som er villig til å jobbe til betydelig lavere lønn enn det hjemlige arbeidstakere får, legger et press på lønningene i Norge og andre land med relativt høyt lønnsnivå.
- I mange europeiske land er det gjennomført omfattende deregulering, privatisering, konkurranseutsetting og arbeidsmarkedsreformer som svekker arbeidstakernes og fagforeningenes forhandlingsposisjon i lønnsfastsettelsen. I svært mange land har andelen av arbeidsstyrken som er medlem i en fagforening, dvs. organisasjonsgraden, falt.
- I de fleste industriland er arbeidsgiverne blir mer offensive i lønnsdannelsen enn de var noen tiår tilbake. I finansmarkedene legges det økt vekt på «shareholder value», med tilhørende reduksjon i kostnader knyttet til arbeidsintensive aktiviteter.
- Teknologiske endringer som fører til økt total faktorproduktivitet kan også føre til at produktiviteten stiger, uten en tilsvarende vekst i reallønningene.

Arbeidstakernes svakere posisjon har ført til at reallønnsveksten gjennomgående har vært betydelig lavere enn produktivetsveksten etter år 2000 (OECD, 2015). Det har igjen ført til at arbeidstakernes andel av verdiskapingen, lønnsandelen, har falt betydelig i de fleste industriland de siste tiårene (OECD, 2013). En lavere lønnsandel innebærer økende inntektsulikhet, og det har bidratt til lavere samlet etterspørsel, siden nedgangen i lønnsinntekt slår direkte ut i lavere konsum, mens økt profittandel ikke har ført til tilsvarende økning i investeringsetterspørselen.

I følge standard økonomisk teori (se f.eks. Layard, Nickell, og Jackman, 2005) innebærer en svekkelse av arbeidstakernes og fagforeningenes posisjon i lønnsfastsettelsen at likevektsledigheten trolig har falt over tid i mange industriland. Lavere likevektsledighet fører til at landene kan tåle en lavere arbeidsledighet enn de kunne før, uten at dette gir for høy lønns- og prisvekst. Dessverre har lav

etterspørsel og svake konjunkturer i en del land ført til at arbeidsledigheten har forblitt høy, og/eller at arbeidstilbudet har falt, slik at vi så langt i liten grad har høstet noen fordel av dette. Tvert om har lav lønnsvekst bidratt til lav inflasjon, noe som har medført at den nedre grense for styringsrenten har begrenset sentralbankenes mulighet for å stimulere økonomien, se diskusjon nedenfor.

I prinsippet er en svakere posisjon for arbeidstakerne, som fører til lavere lønnsandel og lavere likevektsledighet, ikke i motsetning til at nominell lønnsvekst likevel kan bli høy i en situasjon med sterkt press i økonomien. Men trolig har endringene også redusert sannsynligheten for høy nominell lønnsvekst. Blanchard m.fl. (2015) viser at Phillipskurven ble flatere i mange industriland frem til tidlig på 1990-tallet, slik at et stramt arbeidsmarked med lav ledighet gir mindre økning i inflasjonen. Holden og Wulfsberg (2014) finner empirisk støtte for at det var et «gulv» for nominell lønnsvekst på rundt 5-6 prosent årlig vekst i OECD-området på 1970- og 80-tallet, men ingen indikasjon på tilsvarende gulv på 2000-tallet. Disse funnene er i tråd med at arbeidstakerne har fått en svakere posisjon, med mindre mulighet til å presse frem høy lønnsvekst selv ved mangel på arbeidskraft, og mindre mulighet til å holde lønnsveksten oppe i svakere tider.

Samlet har dette bidratt til lav lønnsvekst i de aller fleste industriland det siste tiåret, noe som igjen fører til at inflasjonen gjennomgående også har vært lav. For industrilandene som helhet er det vanskelig å se for seg at inflasjonen kan være høy over lengre tid, uten at dette er kombinert med høy lønnsvekst. Svekket valutakurs og økte importpriser kan føre til høy inflasjon for enkeltland, men neppe for industrilandene som helhet.

Den andre viktige årsaken til at risikoen for høy inflasjon er blitt mindre, er at rammeverket for pengepolitikken er blitt endret. I mange land har sentralbanken fått mer uavhengighet, og et klarere mandat om å sørge for lav og stabil inflasjon. I en liten åpen økonomi som den norske er sentralbankens styringsrente et kraftig virkemiddel. Et høyt rentenivå bidrar normalt til en styrket valutakurs, og dermed lavere importpriser. Samtidig vil høy rente innebære en demping av innenlandsk etterspørsel, slik at produksjonsnivået og sysselsettingen synker, og arbeidsledigheten øker. Dermed vil høy rente over tid også føre til lavere lønnsvekst. Dette er en mekanisme som er vel forstått blant partene i arbeidsmarkedet (se f.eks. diskusjon i NOU 2003: 13), og som erfaringsmessig har bidratt til å holde lønnsveksten nede. Dersom sentralbanken er villig

til å heve renten tilstrekkelig, er det derfor vanskelig å se for seg at høy inflasjon skal kunne vedvare.

I Norge og de fleste andre industriland er det også stor troverdighet om pengepolitikken, slik at det er grunn til å regne med at sentralbanken faktisk vil heve renten dersom inflasjonen øker på mer varig basis. Troverdigheten om pengepolitikken bygger dels på de institusjonelle rammer for pengepolitikken som sikrer en viss uavhengighet for sentralbanken. Kanskje vel så viktig er sentralbankenes egen forståelse av sin rolle som garantist for at inflasjonen skal forbli lav. Sentralbankenes forståelse av sin rolle blir vedlikeholdt over tid blant annet gjennom sentralbankens offentlige kommunikasjon, og gjennom kontakt med akademiske miljøer og sentralbanker i andre land.

PENGEPOLITIKKEN KAN PÅVIRKE GJENNOMSNIITTLIG PRODUKSJON OG SYSSELSETTING

Valget av lav inflasjon som det primære målet for pengepolitikken ble ikke bare motivert av et sterkt ønske om å holde inflasjonen lav. Et annet viktig premiss var en antakelse om at pengepolitikken bare kunne ha midlertidig virkning på realøkonomien. Man så ikke noen grunn til å sette høy sysselsetting eller produksjon som mål for pengepolitikken, fordi dette var mål som pengepolitikken ikke kunne oppfylle (se f.eks. Svensson m.fl., 2002). Tvert om kan såkalt «inflation bias» tale for at sentralbanken ikke bør ha mål om høyt BNP eller høy sysselsetting, fordi dette ville svekke troverdigheten til pengepolitikken, noe som igjen kunne føre til økt inflasjon pga. et tidsinkonsistensproblem i pengepolitikken. «Inflation bias» blir neppe regnet som et viktig problem i land med inflasjonsmål og en uavhengig sentralbank, jf. diskusjonen over, men likevel er det betydelig skepsis i mange sentralbanker til å ha høyt BNP som et mål for pengepolitikken på linje med lav inflasjon (se f.eks. Ingves, 2016).

Hva er sammenhengen mellom pengepolitikk og BNP? Det er bredt akseptert at sentralbanken ikke på varig basis kan bidra til høyere økonomisk vekst eller høyere produksjonsnivå gjennom systematisk bruk av ekspansiv pengepolitikk. Dersom sentralbanken systematisk setter lavere rentenivå enn det som er i samsvar med inflasjonsmålet, tilsier økonomisk teori at resultatet over tid blir høyere inflasjon, men ikke høyere vekst eller produksjonsnivå.

Dessverre blir disse konklusjonene vanligvis tolket mer generelt enn det er grunnlag for. Selv om ekspansiv

pengepolitikk ikke på varig basis kan holde BNP over sitt likevektsnivå, kan pengepolitikken likevel påvirke **gjennomsnittlig BNP over tid** ved å motvirke langvarige og dype lavkonjunkturer. I standard pengepolitisk teori blir denne muligheten neglisjert, ved en underliggende antakelse om at BNP i gjennomsnitt over tid må være lik sitt likevektsnivå. Fra denne antakelsen følger det at konjunktursvingningene samlet vil summere til null over tid, slik at summen av «produksjonstap» i lavkonjunkturer blir motsvart av summen av «produksjonsgevinst» i høykonjunkturer (se f.eks. Gali m.fl., 2007). Gevinsten ved konjunkturstyring blir dermed begrenset, siden sentralbanken per forutsetning ikke kan påvirke gjennomsnittlig arbeidsledighetsrate i økonomien, men bare påvirke ledighetens fordeling over tid.

For noen typer konjunktursvingninger kan det være rimelig å anta at de faktisk summerer til null over tid. Hvis man f.eks. antar at boligbyggingen på lengre sikt blir bestemt av veksten i befolkning og inntekter, vil perioder med lav boligbygging bli motsvart av perioder med tilsvarende høyere boligbygging. Hvis husholdningene i en periode av ulike årsaker har et høyt konsumnivå, vil dette føre til at de øker sin gjeld, noe som kan føre til lavere konsum senere. Men for andre typer konjunktursvingninger er det urimelig å anta at de summerer til null over tid. I en langvarig og dyp konjunkturedgang er det gjerne mange forhold som svikter, og som det er vanskelig eller umulig å kompensere for i ettertid. Investeringer som ikke blir gjennomført, kan innebære langvarige negative virkninger for ettertiden. En langvarig periode med høy arbeidsledighet kan ikke kompenseres ved høy sysselsetting i senere perioder. I en sterk høykonjunktur vil kapasitetsgrenser i økonomien begrense hvor stor produksjonen kan bli.

Siden det er vanskelig å tallfeste hva likevektsnivået for BNP er, er det også vanskelig å teste hypotesen om at likevektsnivået for BNP er lik gjennomsnittlig BNP over tid. Ved vanlige metoder for å skille mellom konjunktursvingninger og trend, som f.eks. Hodrick-Prescott-filter, blir trend-nivået gjerne beregnet som et slags gjennomsnitt over tid, og slike metoder kan dermed heller ikke brukes til dette. Men det er likevel klart at vi relativt ofte observerer svært langvarige og dype lavkonjunkturer, som i mange europeiske land etter finanskrisen, eller i de nordiske land på 1990-tallet. Vi observerer også langvarige oppgangsperioder, som under «the Great Moderation» før finanskrisen, men det virker likevel lite rimelig å tro at konjunkturavvikene da var like store som i de dype lavkonjunkturer. Det

taler for at gjennomsnittlig konjunkturavvik over lengre tidsperioder gjerne vil være negativt.

Siden sentralbanken kan dempe lav- og nedgangskonjunkturer ved å senke renten når økonomien svekkes, taler det sterkt for at aktiv pengepolitikk kan redusere produksjonstapet knyttet til konjunktursvingninger, og dermed øke det gjennomsnittlige nivået på BNP over tid.

I noen tilfeller kan årsaken til at lavkonjunkturer blir langvarig være at **den nedre grensen for styringsrenten binder**, slik at sentralbanken ikke får stimulert økonomien tilstrekkelig. Dette har vært tilfelle i en rekke land i etterkant av finanskrisen 2008-09. Selv om ulike sentralbanker har forskjellig syn på hvor langt ned renten kan settes, mener de aller fleste sentralbanker at det er uheldig å senke renten for lavt, slik at dette innebærer en begrensning på pengepolitikken. Dersom den nøytrale realrenten er negativ, kan dette lede til vedvarende lavkonjunkturer, «secular stagnation», se f.eks. Eggertson m.fl. (2017). Eksistensen av en slik nedre grense for rentesettingen innebærer nye utfordringer for pengepolitikken. For det første blir det viktig å være forutseende i rentesettingen, slik at renten senkes mer og på et tidligere tidspunkt enn man ellers ville gjort, dersom det er fare for at den nedre grensen kommer til å binde, slik at BNP blir lavere enn optimalt. For det andre kan det være riktig å også bruke andre virkemidler i pengepolitikken, som kvantitative lettelsener eller at sentralbanken forplikter seg til å holde et lavt rentenivå i lengre tid fremover.

Pengepolitikken kan også påvirke gjennomsnittlig BNP over tid ved å redusere risikoen for **økonomiske kriser**, og ved å dempe omfanget av kriser som likevel inntreffer. Dette kommer jeg tilbake til nedenfor. Her vil jeg trekke frem at pengepolitikken er viktig for ettervirkningene av kriser. En type ettervirkning er såkalt **hysterese i arbeidsmarkedet**, ved at arbeidstakere som mister jobben under krisen får redusert sannsynlighet for å komme tilbake i jobb etter krisen. Hysterese-effekter kan komme ved at arbeidsledige mister kvalifikasjoner og motivasjon i løpet av lengre perioder som arbeidsledige, og ved at arbeidsledige etter lengre perioder som ledige blir oppfattet som stadig mindre attraktiv arbeidskraft blant arbeidsgiverne. Hysterese kan dermed føre til at likevektsledigheten øker på langvarig basis, og at tilbaketrekking fra arbeidsmarkedet fører til likevektssysselsettingen reduseres mer enn likevektsledigheten øker. Ball (2015) argumenterer for at slike hysterese-effekter trolig også kan gå motsatt vei, ved at perioder med høy etterspørsel og dermed særlig

lav arbeidsledighet, kan bidra til at langtidsledige faktisk kommer i jobb, og dermed til at de langtidsledige styrker sin tilknytning til arbeidsmarkedet. Det gir et argument for å føre mer ekspansiv pengepolitikk i etterkant av kriser enn man ellers ville gjort, for å få øke sysselsettingen på mer varig basis gjennom økt arbeidstilbud og redusert langtidsledighet.

I en studie av 122 nedgangskonjunkturer (resesjoner) i 23 land over 50 år, finner Blanchard m.fl. (2015) at sviktende etterspørsel i en del tilfeller har ført til nedgangskonjunkturer med påfølgende langvarig negativ virkning på produksjonsnivået (hysterese) og kanskje også negativ virkning på økonomisk vekst, noe de omtaler som superhysterese. Blanchard m.fl. konkluderer at dette taler for å legge mer vekt på å motvirke lav produksjon, og dermed tilsvarende mindre vekt på å stabilisere inflasjonen.

En annen mulig årsak til vedvarende virkning av pengepolitikken på BNP, er hvis **likevektsnivået for BNP** og arbeidsledigheten **består av intervall**, og ikke punkt. Rent konkret kunne man f.eks. tenke seg at likevektsledigheten i Norge besto av et intervall, f.eks. fra 3 til 5 prosent, slik at et hvert nivå på arbeidsledigheten i dette intervallet ville være konsistent med varig lav lønns- og prisvekst over tid.² I en slik situasjon vil det normalt være ønskelig at sentralbanken sikter mot å holde arbeidsledigheten så lavt som mulig i intervallet, dvs. 3 prosent i dette tilfellet, fordi man da oppnår det laveste ledighetsnivået som er i samsvar med inflasjonsmålet. Men siden 5 prosent ledighet også vil være et likevektsnivå, er det en fare for at sentralbanken sikter mot dette nivået, uten at banken er klar over at et lavere nivå for ledigheten er mulig også på lengre sikt.

Konklusjonen på dette avsnittet er dermed at pengepolitikken kan påvirke gjennomsnittlig BNP over tid, ved å motvirke lavkonjunkturer, redusere risikoen for kriser,

² I litteraturen er det vist en rekke ulike mekanismer som kan forårsake et slikt intervall for likevektsledigheten. I en modell med lønnsforhandlinger viser Bhaskar (1990) at det vil være et intervall for likevektsledigheten dersom arbeidstakernes nytteøkning ved å få høyere lønn enn andre tilsvarende arbeidstakere er mindre enn nyttetapet dersom man får lavere lønn enn andre arbeidstakere. Driscoll og Holden (2004) finner empirisk støtte for modellen på amerikanske data, mens Lye m.fl. (2001) finner støtte for eksistensen av et intervall for likevektsledigheten i Australia i perioden 1965-97. I Holden (1994, 2004) viser jeg i en standard modell for likevektsledighet at det eksisterer et intervall for likevektsledigheten dersom man tar hensyn til at lønnen i de aller fleste land bestemmes i en kontrakt som bare kan endres ved enighet mellom partene. Roger Farmer viser i en serie arbeider (f.eks. Farmer, 2013) hvordan aktorenes forventningsdannelse – animal spirits – kan føre til et intervall av likevektsnivåer i en modell med rasjonelle forventninger.

motvirke hysterese, samt holde BNP på et høyt nivå i den grad likevektsnivåene for BNP og arbeidsledigheten er intervall og ikke punkt. Det er ønskelig med høyt BNP og høy sysselsetting, bl.a. fordi sysselsettingen trolig er lavere enn optimalt pga. skattekiller og trygder, og derfor bør pengepolitikken også ha et mål om et høyt sysselsettingsnivå, i tillegg til målet om lav inflasjon. Målet bør knyttes til sysselsetting istedenfor BNP, fordi det er lettere å måle kapasitetsutnyttelsen i sysselsettingen enn i produksjonen. Målet bør også presiseres som den høyeste sysselsettingsandel som er mulig å opprettholde over tid, dvs. at pengepolitikken ikke skal ha som mål å øke sysselsettingen gjennom innvandring eller ved å stimulere til høykonjunkturer med midlertidig høyere sysselsetting.³

Målene om lav inflasjon og høy sysselsetting bør være sideordnede, for å understreke at lav inflasjon ikke nødvendigvis er viktigere enn høy sysselsetting. Men det er viktig å understreke at formuleringen om det høyeste sysselsettingsnivået som kan opprettholdes over tid innebærer at sentralbanken ikke skal stimulere økonomien så mye at inflasjonen på mellomlang sikt blir høyere enn målet.

Et annet viktig poeng er at man må skjelne mellom hva som er et mål, og hva som er et ansvar for sentralbanken. Lav og stabil inflasjon bør også være et ansvar for sentralbanken, fordi sentralbanken har tilstrekkelige virkemidler til å kunne oppnå dette målet på mellomlang eller lang sikt. Høy sysselsetting kan derimot ikke være et ansvar for sentralbanken, fordi pengepolitikken bare er en av mange ulike faktorer som bestemmer sysselsettingsnivået.

Et argument som blir brukt mot å ha høy sysselsetting som mål for pengepolitikken, er at dette kan føre til at politisk vanskelige reformer ikke blir gjennomført, fordi andre aktører mener at sentralbanken har ansvaret for å holde høy sysselsetting (Ingves, 2016). For å unngå dette problemet, er det viktig å få frem nettopp poenget om at sentralbanken kan ha et ansvar for å bidra til høy sysselsetting, men at banken ikke kan ha et ansvar for at sysselsettingen faktisk blir høy, fordi det er så mange andre faktorer som også har betydning. Generelt bør alle aktører, og i hvert

³ Merk at hensynet til arbeidsinnvandring innebærer at det ikke er opplagt at målet bør være høyest mulig sysselsettingsandel, dersom dette skulle medføre en svært lav rente som også fører til et høyt nivå på arbeidsinnvandringen. Men trolig ville en svært lav rente som innebærer høy arbeidsinnvandring ikke føre til høyest mulig sysselsettingsandel på lengre sikt, fordi høy arbeidsinnvandring over tid kan føre til lavere sysselsettingsandel, blant annet fordi arbeidsinnvandrere etter noe tid gjerne har lavere sysselsettingsgrad enn lokale arbeidstakere.

fall offentlige institusjoner, ha som mål å bidra til et godt resultat på områder som de faktisk kan påvirke.

Mer konkret: For å nå målet om høy sysselsetting er det viktig at utdanningsystemet bidrar ved å gi unge mennesker gode kvalifikasjoner, at arbeidsmarkedsetaten bidrar med velfungerende formidlings- og kvalifiseringsvirksomhet, at skattesystemet er oversiktlig og med gode insentivvirkninger, osv. I tillegg må penge- og finanspolitikken bidra til en god makroøkonomisk utvikling. Hvis mandatet for pengepolitikken utvides til også å inkludere et høyt nivå på sysselsetting og BNP, er det viktig at det presiseres at dette ikke kan gå på bekostning av innsatsen fra andre politikkområder.⁴ Og siden sysselsettingsandelen avhenger av så mange ulike forhold, vil det ikke være ønskelig å tallfeste noe mål for denne.

HENSYN TIL FINANSIELL STABILITET

En rekke studier viser at økonomiske kriser kan ha langvarige og negative virkninger på realøkonomien. Feks. finner Hall (2014) at finanskrisen i USA førte til at BNP i 2013 lå 13 prosent under trendnivået fra 2007, blant annet på grunn av reduserte investeringer, lavere totalfaktorproduktivitet og redusert yrkesdeltakelse. Dette gir sterk indikasjon på hysteresis-effekter, ikke bare i arbeidsmarkedet, men også ved langvarige negative virkninger på realkapitalbeholdningen og produktivitetsnivået. Ball (2014) finner store og varige kostnader av finanskrisen i OECD-landene. Martin m.fl. (2015) studerer nedgangskonjunkturer i 23 land i perioden 1970-2010 og finner at nedgangskonjunkturer gjerne har betydelige og langvarige negative virkninger på produksjonsnivået i økonomien. Hvis pengepolitikken kan påvirke sannsynligheten for en krise, er dette et klart argument for at finansiell stabilitet også må være et viktig hensyn for pengepolitikken.

I en studie av finanskriser i 14 land, deriblant Norge, over 140 år, finner Jorda m.fl. (2011) at sannsynligheten for en krise avhenger av kredittvekst og underskudd på driftsbalansen, og at sannsynligheten øker ytterligere i perioder der høy kredittvekst kombineres med økt underskudd på

⁴ I praksis kan dette likevel være vanskelig å forhindre. Generelt må man regne med at alle beslutningstakere står overfor målkonflikter, noe som gjerne betyr at hvis en beslutningstaker legger større vekt på ett mål, vil andre beslutningstakere legge mindre vekt på dette målet. Men selv om man tar hensyn til en slik sammenheng, er det vanskelig å begrunne at sentralbanken skal negligjere en målsetting – høy sysselsetting – for å unngå at andre beslutningstakere legger mindre vekt på denne målsettingen.

driftsbalansen. Ganioglu (2013) finner også støtte for kredittvekst og underskudd på driftsbalansen øker sannsynligheten for finanskriser i en studie av kriser i 24 land over perioden 1970-2008. Siden en renteøkning normalt vil føre til redusert kredittvekst og redusert konsum og investering, slik at importen og dermed også underskuddet på driftsbalansen reduseres, tyder disse studiene dermed på at pengepolitikken kan påvirke risikoen for en finanskriser.

Derimot er det mindre opplagt hvilke konsekvenser dette bør få for sentralbankens rentesetting. De viktigste virkemidlene for å forhindre finanskriser er godt tilsyn og regulering av finansinstitusjonene, inkludert kapitalkrav og likviditetskrav. I faglitteraturen er det betydelig uenighet om finansiell stabilitet bør tas hensyn til i rentesettingen, utover det som ivaretas ved at sentralbanken uansett forsøker å stabilisere inflasjonen og produksjonen. Svensson (2017a, b) finner at høyere rente for å redusere risikoen for en finanskriser, såkalt «leaning against the wind», er et lite egnet virkemiddel, fordi kostnadene i form av lavere produksjon og inflasjon overstiger en mulig gevinst i form av redusert risiko for krise. Gerdrup m. fl. (2016) finner derimot at høyere rente i noen tilfeller kan være et kostnadseffektivt virkemiddel. IMF (2015) konkluderer at høyere rente pga. hensynet til finansiell stabilitet vanligvis ikke vil være kostnadseffektivt, men de holder likevel «døren åpen» fordi vår forståelse om feltet kan utvikles fremover.

Etter mitt skjønn vil kostnadene ved en finansiell krise kunne være betydelig større enn produksjons- og sysselsettingstapet under krisen, slik at betydningen av å unngå en krise ikke vil få tilstrekkelig vekt dersom sentralbanken bare skal ta hensyn til inflasjon, produksjon og sysselsetting. Likevel tror jeg hensynet til finansiell stabilitet vanligvis ivaretas ved et fleksibelt inflasjonsmål. Men det kan også oppstå situasjoner der det kan være riktig å ha et noe høyere rentenivå enn man ellers ville hatt, for å dempe finansielle ubalanser. Et godt eksempel er høykonjunkturer der kredittvekst bidrar til sterk vekst i innenlandsk etterspørsel. Selv om inflasjonen skulle være lav, vil risikoen for en påfølgende krise eller nedgangskonjunktur kunne tale for et høyere rentenivå enn det som man normalt ville ha med et fleksibelt inflasjonsmål. Det taler for at sentralbankene bør ta hensyn til finansiell stabilitet i rentesettingen, og at dette derfor bør inn i mandatet for pengepolitikken. Virkningen av pengepolitikk på finansiell stabilitet er et aktivt forskningsfelt, og trolig vil vi fremover finne ut mer om hva som vil være riktig politikk.

Dersom man innfører et todelt mandat der høy sysselsetting også inngår, slik jeg argumenterer for, blir betydningen av et hensyn om finansiell stabilitet i mandatet trolig større. Et mål om høy sysselsetting kan føre til at sentralbanken i perioder setter lavere rente enn den ellers ville gjort. En lav rente fører til høyere konsum og investering, og økt gjeldsoppbygging, som igjen kan føre til økt risiko for en finanskriser. Ved å inkludere finansiell stabilitet som et hensyn i mandatet for pengepolitikken, må sentralbanken i større grad ta hensyn til en slik risiko. Her vil sentralbanken i mange tilfeller kunne stå overfor en vanskelig målkonflikt, men for å få en god politikk, er det best at denne målkonflikten kommer eksplisitt frem.

ER ET MÅL OM STABILITET I PRODUKSJONEN TILSTREKKELIG?

En åpenbar innvending mot å ha et mål om høyt produksjon og sysselsetting, er at dette hensynet blir ivare tatt gjennom målet om stabil produksjon og sysselsetting. Målet om stabil produksjon blir tolket som at sentralbanken skal forsøke å motvirke at produksjonen blir lavere enn sitt likevektsnivå. Et mål om stabil produksjon innebærer dermed at sentralbanken skal forsøke å motvirke lavkonjunkturer uavhengig av om de er asymmetriske. I tråd med dette argumenterer Svensson (2014) for at Sveriges Riksbanks fleksible inflasjonsmål og Federal Reserves todelte mål både praktisk og prinsipielt er like. Etter mitt skjønn er det likevel viktige forskjeller.

For det første er det klart at hvis likevektsnivåene for produksjon (BNP) og arbeidsledigheten er intervall og ikke punkt, kan et mål om stabil produksjon som nevnt innebære en risiko for at BNP stabiliseres på et lavt nivå i intervallet. For å ivareta dette hensynet må man i så fall skrive at BNP skal stabiliseres på høyest mulig holdbare nivå.

For det andre er den kvantitative betydningen av BNP mye større dersom man tar hensyn til at gjennomsnittlig nivå på BNP kan bli påvirket. Gali m.fl. (2007) studerer de samfunnsøkonomiske kostnader av konjunktursvingninger og finner at kostnadene ved lavkonjunkturer isolert er betydelige, dersom man tar hensyn til at lavkonjunkturer starter fra et BNP-nivå som ligger lavere enn det optimale nivået. Med ulike parameterverdier finner Gali m.fl. at kostnadene ved resesjonene i USA på 1980-tallet varierte mellom 5 og 8 prosent av årlig konsum. Men siden Gali m.fl. implisitt forutsetter at gjennomsnittlig BNP-nivå ikke påvirkes av konjunktursvingningene, er det totale samfunnsøkonomiske tapet ved konjunktursvingninger mye mindre,

bare om lag 0,01 prosent av årlig konsum. Den betydelige kostnaden ved lavkonjunkturer blir praktisk talt oppveiet av den betydelige gevinsten ved høykonjunkturer, siden samlet konjunkturavvik forutsettes å være lik null. For en sentralbank som skal vurdere kostnadene ved svingninger i inflasjonen mot kostnader ved svingninger i BNP, blir svingninger i BNP dermed ikke så viktige. Gevinsten ved å motvirke lavkonjunkturer vil være mye større dersom sentralbanken tok hensyn til at aktiv pengepolitikk for å motvirke en lavkonjunktur ikke nødvendigvis fører til en tilsvarende reduksjon av en fremtidig høykonjunktur.⁵

For det tredje vil et mål om stabilitet i BNP og sysselsetting være mangelfullt hvis det er hysteres-effekter i arbeidsmarkedet eller i total faktorproduktivitet. Ved et mål om stabil sysselsetting vil man forsøke å forhindre at sysselsettingen faller, og så lenge sysselsettingen er lavere enn likevektsnivået, slik at produksjonsgapet er negativt, vil man forsøke å få sysselsettingen opp til sitt likevektsnivå. Hvis hysteres-effekter fører til at likevektsnivået for sysselsettingen reduseres som følge av nedgangen, vil sentralbanken etter hvert «avfinne seg med» at sysselsettingen er blitt lavere. Et mål om høy sysselsetting vil gi en klar retningslinje for sentralbanken om at rentesettingen skal sikte mot at sysselsettingen skal opp til sitt høyeste mulige likevektsnivå.

Selv om Svensson (2014) argumenterer for at et fleksibelt inflasjonsmål er likt et todelt mål, konkluderer også han med at et todelt mål med høy sysselsetting gir en tydeligere og bedre formulering av målet. Svensson argumenterer også for at mandatet for pengepolitikken bør tydeliggjøre at sentralbanken skal legge like stor vekt på avvik i produksjonen fra likevektsnivået som på avvik i inflasjonen fra målet.

MANDAT OG POLITIKK

Sentralbanken i USA, Federal Reserve (Fed), har som kjent et todelt mandat for pengepolitikken. Målet er formulert som «*Maximum employment, stable prices and moderate*

⁵ Hvordan håndterer Norges Bank disse problemstillingene? Norges Banks hovedmodell, NEMO, har så vidt jeg vet den samme underliggende antakelsen om at svingninger i BNP må summere til null over tid, slik at rentesenkning i lavkonjunkturer ikke kan ha noen betydning for gjennomsnittlig BNP over tid. Banken har likevel uttalelser som tyder på at noen av disse forholdene er med i vurderingene og blir tatt hensyn til. Bankens eksplisitte ønske om å føre en «robust pengepolitikk» kan tolkes i en slik retning, se f.eks. utdypningen i PPR 3/16: «Mulige kostnader og gevinsten ved å lene seg mot vinden i pengepolitikken» (Norges Bank, 2016).

long-run interest rates». I politikk-dokumenter er «stable prices» presisert som et mål om 2 prosent årlig inflasjon, mens «maximum employment» presiseres som det høyeste sysselsettingsnivå som er opprettholdbart over tid (Williams, 2012). Vil en endring til et slikt mandat ha betydning for den pengepolitikken som faktisk gjennomføres?

Et argument for at mandatet har betydning, kan man få ved å sammenligne rentesettingen til Fed og europeiske sentralbanker. Ball (1999) sammenligner den økonomiske utviklingen i G7-landene under nedgangskonjunkturen på begynnelsen av 1980-tallet i lys av forskjeller i pengepolitikken. I USA og Canada la sentralbankene vekt på å de ville styrke økonomien. De senket styringsrenten, noe som førte til en betydelig reduksjon i realrenten. De europeiske sentralbankene i Storbritannia, Frankrike, Italia og Tyskland var i et valutasamarbeid, og hadde derfor et annet mål for pengepolitikken. Bank of England la vekt på å bekjempe inflasjonen. De europeiske sentralbankene senket ikke renten tilsvarende, noe som førte til at realrenten steg svakt i gjennomsnitt. Ball viser påfallende forskjell i den økonomiske utviklingen. I USA og Canada økte den økonomiske veksten, mens den forble svakere i de europeiske landene. Nå var det selvfølgelig også andre forskjeller mellom Nord-Amerika og Europa på den tiden, ikke minst i arbeidsmarkedet, men Balls analyse kan likevel ikke avfeies.

En lignende situasjon har vi hatt etter finanskrisen 2008-09. Fed senket renten raskt til null, og der ble den liggende i nesten 10 år. ECB senket renten mindre, og i 2011 førte økt inflasjon til at ECB faktisk hevet renten, til tross for arbeidsledigheten i euroområdet var rundt 10 prosent, dvs. langt over nivået før krisen. Renteøkningen kunne forsvares med at ECBs primære målsetting er å holde inflasjonen i underkant av 2 prosent, men i etterkant er det likevel lett å se at rentehevingen bidro til å forlenge den allerede langvarige lavkonjunkturen i euroområdet. Hvis ECB hadde hatt en todelt målsetting om både lav inflasjon og høy sysselsetting, slik Fed har, ville det vært betydelig vanskeligere å forsvare ECBs renteøkning.

AVSLUTNING

I denne artikkelen har jeg argumentert for at Norge bør få et todelt mål for pengepolitikken, der målet om lav og stabil inflasjon kombineres med et mål om høy og stabil produksjon og sysselsetting. Målet bør presiseres som den

høyeste sysselsettingsandel som er mulig å opprettholde over tid, dvs. at pengepolitikken ikke skal ha som mål å øke sysselsettingen gjennom innvandring eller ved å stimulere til høykonjunkturer med midlertidig høyere sysselsetting. Hensikten er å bidra til høy kapasitetsutnyttelse i økonomien. I tillegg bør det presiseres at pengepolitikken skal ta hensyn til finansiell stabilitet, og at politikken skal sikte mot å stabilisere inflasjonen på mellomlang sikt.

Lav inflasjon og høy sysselsetting bør være sideordnede mål, men det er likevel en viktig forskjell mellom disse to målsettingene. Lav og stabil inflasjon bør være et ansvar for sentralbanken, fordi sentralbanken har tilstrekkelige virkemidler til å kunne oppnå dette målet på mellomlang eller lang sikt. Høy sysselsetting kan derimot ikke være et ansvar for sentralbanken, fordi pengepolitikken bare er en av mange ulike faktorer som bestemmer sysselsettingsnivået. Derfor bør sysselsettingsmålet ikke tallfestes i mandatet.

I sentralbankloven kan det være naturlig å formulere målene mer overordnet, f.eks. at målet for pengepolitikken skal være stabilitet i pengenes verdi, samt en god og stabil realøkonomisk utvikling.

Hvorfor skal mandatet endres når politikken så langt har fungert godt? Det er flere grunner til dette. For det første vil en slik endring i mandatet trolig kunne påvirke politikken i noen tilfeller. Et klart formulert mål om høy sysselsetting vil innebære at dette målet får større vekt enn det har når det bare følger av et mål om stabilitet i sysselsettingen. En endring i mandatet vil også få klarere frem at pengepolitikken i noen situasjoner trolig faktisk kan påvirke gjennomsnittlig sysselsettingsnivå over tid, i motsetning til den underliggende tenkningen bak dagens inflasjonsmål. Som illustrert ved de kvantitative anslagene for samfunnsøkonomiske kostnader ved konjunktursvingninger vist i Gali m.fl. (2007), har det stor betydning om man pålegger den tvilsomme forutsetningen at konjunktursvingningene summerer til null over tid. Uten en slik tvilsom forutsetning blir det betydelig viktigere å føre en aktiv rentepolitikk for å motvirke nedgangskonjunkturer. Generelt må man anta at et mål som er nærmere de faktiske preferansene, som inkluderer et høyt nivå på sysselsetting og BNP, vanligvis vil gi en bedre politikk.

For det andre vil en slik endring i mandatet styrke den demokratiske legitimiteten til pengepolitikken. Sentralbanken har betydelig uavhengighet i fastsettelsen

av et meget viktig politikk-virkemiddel. Hovedforsvaret for dette i et demokrati som det norske er at målsettingen er demokratisk bestemt, og at sentralbanken er åpen om hvordan den handler for å nå denne målsettingen. Hvis Norges Bank faktisk forsøker å sette renten med sikte på å oppnå et høyt nivå på sysselsetting og produksjon, og ikke bare et stabilt nivå, bør dette presiseres i mandatet.

Et argument mot å inkludere høy sysselsetting i mandatet for pengepolitikken, er at det vil gjøre etterprøvbarehet og kontroll vanskeligere. Det er riktig at et enklere mandat vanligvis vil være lettere å etterprøve. For eksempel ville det være betydelig enklere å etterprøve et strengt inflasjonsmål, der målet utelukkende er å få inflasjonen lik målet. Men da vil man til gjengjeld kunne komme i en situasjon der etterprøving viser at målet for pengepolitikken i stor grad er blitt realisert – inflasjonen har vært nær målet – men at politikken likevel har hatt betydelige uheldige virkninger på realøkonomien.

Inflasjonsmålet er vanskeligere å etterprøve når det er fleksibelt. Likevel har de aller fleste land med inflasjonsmål valgt en fleksibel variant, og i mange land, inklusiv Norge, er praktiseringen blitt mer fleksibel over tid. Denne utviklingen har skjedd fordi sentralbankene har sett at sterk vekt på å motvirke kortsiktige svingninger i inflasjonen kan føre til at pengepolitikken forsterker konjunktursvingningene på en lite heldig måte. Etter mitt skjønn har dette likevel ikke ført til vesentlige problemer for etterprøvbarehet og demokratisk kontroll av pengepolitikken. Sentralbankene er blitt stadig mer bevisste på å forklare hvilken politikk som føres, og begrunne de avveininger som ligger bak. Utenforstående observatører har dermed et godt grunnlag for å vurdere sentralbankens handlemåte, slik det f.eks. gjøres i Norge av Norges Bank Watch.

Et mål om høy sysselsetting vil kunne være noe vanskeligere å etterprøve enn et fleksibelt inflasjonsmål, blant annet fordi sysselsettingsmålet ikke tallfestes. Men dette er likevel ikke et godt argument mot at sentralbanken skal ha høy sysselsetting som mål for politikken. Det må være mye viktigere å gi sentralbanken i oppdrag som innebærer en god politikk, enn å legge vekt på at politikkkutøvelsen kan etterprøves på en best mulig måte.

Tilsvarende vil en økning i antall mål for sentralbanken redusere bankens mulighet til å nå hvert enkelt mål. Men igjen må dette være mindre viktig. Dersom høy sysselsetting er et mål for samfunnet, og sentralbanken kan påvirke dette, slik jeg argumenterer for, er det vanskelig å se gode

grunner for at dette målet skal neglisjeres for at sentralbanken skal få en enklere oppgave.

Et annet mulig motargument er at et bredere mandat for pengepolitikken kan gjøre det vanskeligere å bevare sentralbankens uavhengighet. Jeg tror en slik virkning raskt kunne komme dersom man utvidet sentralbankens oppgaver på andre måter, f.eks. til å ta hensyn til distriktspolitikk eller inntektsfordeling. Dette er en av flere grunner til at pengepolitikken ikke bør få slike målsettinger. Et mål om høy sysselsetting er noe helt annet. Det gir ikke sentralbanken oppgaver på nye områder, men presiserer hva målet skal være for en størrelse som pengepolitikken allerede har en målsetting for. Siden målet om høy sysselsetting er i overensstemmelse med folks preferanser, trekker det i retning av at pengepolitikken blir bedre. Etter mitt skjønn vil dette styrke sentralbankens uavhengighet snarere enn å svekke den.

Det siste tiåret har pengepolitikken stått overfor helt andre utfordringer enn det vi trodde på forhånd. Også fremover må vi regne med overraskelser. Da er det viktig at pengepolitikken får et mandat som er mer i tråd med det vi faktisk ønsker at pengepolitikken skal bidra til. En todelt målsetting som i USA, med lav inflasjon og høy sysselsetting, ville være et godt valg. Som i USA må målet om høy sysselsetting tolkes som den høyeste sysselsettingsandelen som er forenlig med lav inflasjon på lengre sikt. Et slikt mål vil gi bedre retningslinjer for hva Norges Bank bør gjøre, og hva vi andre kan forvente av Banken, enn det nåværende mandatet gjør.

REFERANSER

- Ball, L. (1999). Aggregate demand and long-run unemployment. *Brookings panel on economic activity*, September.
- Ball, L. (2014). Long-term damage from the great recession in OECD countries. *NBER working paper 20185*.
- Ball, L. (2015). Monetary policy for a high-pressure economy. Center on Budget and Policy Priorities. March.
- Bhaskar, V. (1990). Wage relatives and the natural range of unemployment. *Economic Journal* 100, 60-66.
- Blanchard, O., E. Cerutti og L. Summers (2015). Inflation and activity: Two explorations and their monetary policy implications. Peterson Institute for International Economics Working Paper 15-19.
- Driscoll, J.C. og S. Holden (2004). Fairness and inflation persistence. *Journal of the European Economic Association* 2(2-3): 240-251.
- Dørum, Ø. og S. Holden (2006). Norges Bank Watch 2006. Handelshøyskolen BI.

- Eggertson, G., N.R. Mehrotra og J. Robbins (2017). A model of secular stagnation: Theory and quantitative evaluation. *NBER Working paper 23093*.
- Farmer, R. (2013). *Animal Spirits, Persistent Unemployment and the Belief Function. Rethinking Expectations: The Way Forward for Macroeconomics*, Princeton University Press, Roman Frydman and Edmund Phelps, eds., Princeton New Jersey.
- Gali, J., M. Gertler og J. D. López-Salido (2007). Markups, gaps and the welfare costs of business fluctuations. *The Review of Economics and Statistics* 89(1), 44-59.
- Ganioglu, A. (2013). Rapid credit growth and current account deficit as the leading determinants of financial crises. *Economics. The Open-Access, Open-Assessment E-journal*, No. 2013-35.
- Gerdrup, K., F. Hansen, J. Maih og T. Krogh (2016). Leaning against the wind when credit bites back. Norges Bank working paper 9/2016.
- Hall, R.E. (2014). Quantifying the lasting harm to the US economy from the financial crisis. *NBER Macroeconomics Annual* 29(1), 71-128.
- Holden, S (1994). Wage bargaining and nominal rigidities. *European Economic Review* 38, 1021-1039.
- Holden, S (2004). The costs of price stability – downward nominal wage rigidity in Europe. *Economica* 71, 183-208.
- Holden, S. (2006). Raskere renteøkning – nå!. *Økonomisk Forum nr 7*, 48-52.
- Holden, S. (2010). Pengepolitikken etter finanskrisen. *Samfunnsøkonomen* 4, 15-23.
- Holden, S. og F. Wulfsberg (2014). Wage rigidity, inflation and institutions. *Scandinavian Journal of Economics* 116(2), 539-569.
- IMF (2015). Monetary policy and financial stability. *IMF Staff report*.
- Ingves, S. (2016). Time to rethink – Inside the head of a central bank governor. Speech 06/04/2016 at the Swedish Economic Association Meeting, Stockholm.
- Jorda, O., M. Schularick og A. M. Taylor (2011). Financial crises, credit booms, and external imbalances: 140 years of lessons. *IMF Economic Review* Vol 59, 2, 340-378.
- Martin, R, T. Munyan og B.A. Wilson (2015). Potential output and recessions. Are we fooling ourselves? *International Finance Discussion Papers* 1145.
- Norges Bank (2016) *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet* 3/2016.
- Layard, R., S. Nickell og R. Jackman (2005). *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*. Oxford University Press.
- Lye, J., I.M. McDonald og H. Sibly (2001). An estimate of the range of equilibrium rates of unemployment for Australia. *Economic Record* 77, 35-50.
- OECD (2013). Labour losing to capital. What explains the declining labour share? *OECD Employment Outlook* 2012, kapittel 3.
- OECD (2015). The labour share in G20 economies. Report prepared by ILO and OECD for the G20 Employment Working Group, Antalya, Turkey, 26-27 February.
- Norges Bank (2017). Erfaringer med pengepolitikken i Norge siden 2001. Norges Bank Memo 1/2017.
- NOU 2003: 13. *Konkurransesevne, lønnsdannelse og kronkurs* (Holden II-utvalget).
- Svensson, L.E.O., K. Houg, H.O.Aa. Solheim og E. Steigum (2002). *Norges Bank Watch* 2002. Handelshøyskolen BI.
- Svensson, L.E.O. (2014). Penningpolitikk och full sysselsättning. Underlagsrapport skrevet for svensk LOs projekt Full sysselsättning och solidarisk lønepolitikk.
- Svensson, L.E.O. (2017a). Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy? *CEPR Discussion Paper* 11739.
- Svensson, L.E.O. (2017b). How robust is the result that the costs of «leaning against the wind» exceeds the benefits? Response to Adrian and Lang. *CEPR Discussion Paper* 11744.
- Williams, J.C. (2012). The Federal Reserve's mandate and best practice monetary policy. Presentation to the Marian Miner Cook Athenaeum. Feb 13, 2012.
- Woodford, M. (2010). Inflation targeting and financial stability. Keynote lecture at the conference «The Future of Monetary Policy,» EIEF, Rome, September 30, 2010.



twitter.com/Samfunnsokonom



facebook.com/samfunnsokonomene

