

# Milton Friedman om pengepolitik

## – en skelsættende Presidential Address fra 1967

AF FINN OLESEN

I december 1967 leverede Milton Friedman (1912-2006) sin Presidential Address til den amerikanske økonomsammenslutning, AEA, med titlen 'The Role of Monetary Policy'. Heri diskuterede Friedman, hvad pengepolitikken kan og ikke kan. I sin diskussion inddrog han en ny Phillipskurve tankegang; i dag traditionelt benævnt som det forventningsforhøjede Phillipskurvediagram. Set i et tilbageblik udgør denne tale et skelsættende bidrag i den makroteoretiske udviklingshistorie. Ikke alene indvarslede bidraget monetarismens komme, den lagde også fundamentet for den efterfølgende ny-klassiske tænkning med dennes fokusering på optimalitet og en regelbaseret økonomisk politik. I artiklen redegøres der dels for indholdet i Friedmans tale dels sættes dette i et moderne makroteoretisk perspektiv.

### Indledning<sup>1</sup>

Set med nutidige øjne udgør den amerikanske nationaløkonom Milton Friedmans Presidential Address til den amerikanske økonomsammenslutning, American Economic Association (AEA), i december 1967 et skelsættende bidrag i makroteoriens udviklingshistorie.<sup>2</sup> Ikke alene varslede dette bidrag monetarismens komme – for en tid skulle denne tænkning også overtage den makroøkonomiske scene efter afslutningen af den keynesianske æra. Bidraget satte også på ny pengepolitikken i centrum af den makroøkonomiske analyse, og det flyttede på afgørende vis på, hvorledes pengepolitikken bør udformes. Som Friedman advokerer igen og igen i sin tale: pengepolitikken skal være regelbaseret, hvis den skal anvendes med held. Og det er netop, hvad pengepolitikken efterfølgende blev, efterhånden som monetarismen og senere hen den ny-klassiske tænkning tog over.<sup>3</sup> Og så skal pengepolitikken især fokusere på inflationsbekæmpelse: med en lav stabil inflation bliver vejen mod udfald, der kommer nærmere det optimale makroøkonomiske udfald lettere at realisere; jf. eksempelvis den økonomisk politiske filosofi bagved ØMU'ens jagt på monetær konvergens.

I den keynesianske æra var den økonomisk politiske fokusering især rettet mod finanspolitikken og dennes muligheder for at kunne foretage en hensigtsmæssig konjunkturstabilisering. Filosofien var den, at effekterne af et givet pengepolitisk indgreb var usikker. Der var således to mulige svagheder i den pengepolitiske transmissionsmekanisme. For det første kunne der sættes et spørgsmålstejn ved, om pengepolitikken nu kunne fremkalde et tilstrækkeligt stort rentefald til, at dette kunne fremkalde den ønskede realøkonomiske vækst igennem især det private investeringsomfang og det langsigtede private forbrug. Og selv hvis rentefaldet var af en vis størrelse med en vis varighed, var det for det andet stadigvæk ikke sikkert, at det ville påvirke noget realøkonomisk nævneværdigt positivt. Dette afhang af renteelasticiteten i investerings- og forbrugsfunktionerne. Var renteelasticiteten tilstrækkelig lille, ville et givet rentefald kun påvirke realøkonomien marginalt. Som konjunkturstabiliserende instrument var pengepolitikkenes muligheder derfor begrænsede ifølge mange keynesianere. Derimod anså mange

---

Finn Olesen, f. 1959, cand. oecon., ph.d., professor ved Institut for Økonomi & Ledelse, Aalborg Universitet. Leder af forskningsgruppen *Macroeconomic Methodology, Theory and Economic Policy* (MaMTEP) .

finanspolitikkenes muligheder for at være særdeles gode. Med ændringer i denne kunne man med forholdsvis stor sikkerhed enten øge eller mindske den aggregerede efterspørgsel i samfundet. Den såkaldte 'stop and go' økonomisk politiske strategi synes dermed at være succesfuld forudsat selvfølgelig, at fokuseringen var på udformningen af den rette finanspolitik.

Med Friedmans Presidential Address blev pengepolitikken på ny revitaliseret i den makroøkonomiske teoretisering som fandt sted i de efterfølgende årtier inden for såvel monetarismen som inden for den ny-klassiske tænkning og den ny-keynesianske tænkning. Helt frem til i dag, hvor *The New Neoclassical Synthesis* (NNS) med sine DSGE-modeller – dynamiske stokastiske generelle ligevægtsmodeller – dominerer den makroøkonomiske tænkning,<sup>4</sup> har visionen om den optimale pengepolitik som styringsinstrumentet til sikring af det optimale makroøkonomiske udfald med fuld beskæftigelse stået centralt i makroteorien. På denne vis har Friedmans tale fra december 1967 vist sig at være særdeles skelsættende.

I henseende til netop at sætte fokus på pengepolitikkenes muligheder er Friedman nok mere på linje med Keynes selv end med keynesianerne. I den økonomiske teorihistorie er det velkendt, at man bør skelne mellem 'the economics of Keynes and Keynesianism' for nu i omskrevet form at bruge en berømt makroøkonomisk bogtitel.<sup>5</sup> Og i denne sammenhæng er det væsentligt at fremhæve, at John Maynard Keynes grundlæggende var at betragte som en monetært arbejdende økonom.<sup>6</sup> Var en økonomi i krise, var hans første råd, at man burde forsøge at gøre finansieringsforholdene omkring investeringsdannelsen så gunstige som overhovedet muligt for derigennem at forsøge at stimulere denne. Var der ingen mulighed for gennem pengepolitikken at få frembragt et større privat investeringsomfang, måtte man ty til finanspolitikken. Gennem flere offentlige investeringer – ikke generelt et øget offentlig forbrug – kunne man forsøge at kompensere for de manglende gennemførte private investeringer. Dermed kunne den effektive efterspørgsel øges, og krisen forsøges bekæmpet med held.

Udover at sætte pengepolitikken på den økonomisk politiske dagsorden igen, så har Friedmans bidrag også været med til at fremkalde en afgørende ændring i makroteorien. Dette skyldes også den reformulering af Phillipskurvetankegangen, som er indeholdt i Friedmans tale. Heri fik han udfoldet, hvad der i dag ofte benævnes for det forventningsforhøjede Phillipskurvediagram. Vurderet teorihistorisk så har de sidste godt 50 års udvikling i makroteorien været en lang rejse fra den monetaristiske revolte mod den oprindelige keynesianske dominans frem mod den succes, som NNS og DSGE-modellerne i dag indtager i den moderne makroøkonomiske mainstream. Dermed banerede Friedmans Presidential Address vejen for det succesfulde gennembrud, som Robert E. Lucas senere i 1970'erne fik med sin ny-klassiske forståelse, der udgør en afgørende del af det teoretiske fundament, som determinerer den moderne makroøkonomiske mainstream.

I det følgende skal der indledningsvis gives en optakt til Friedman, monetarismen og den holdte tale i december 1967. Dernæst følger en grundig belysning af indholdet i Friedmans Presidential Address, ligesom bidraget også forsøges sat i et moderne makroteoretisk perspektiv.<sup>7</sup> Endelig afrundes artiklen med nogle opsamlende kommentarer.

## **Milton Friedman og monetarismens komme**

Den monetaristiske kritik af keynesianismen er velkendt. Som en af de fremmeste fortalere for denne tankegang står Friedman i hans kritik af keynesianismen. Som den kendte post-keynesianske økonom Palley (2014) pointerer, så bør perioden 1975-2005 opdeles i to delperioder, som er domineret af hvert sit teorihistoriske paradigme. Perioden 1945-75 bør benævnes "The Age of

Keynes”, mens perioden 1975-2005 bør benævnes ”The Age of Friedman”. Og Palley ser da også Friedman som en ganske succesfuld politisk økonom som med sit forfatterskab:<sup>8</sup>

influenced both the economics profession and the general public, pushing all to adopt more pro-market, pro-business, anti-government view of the world ... [at han havde en sådan indflydelse] ... in part reflects the political and social forces that made neoliberalism the dominant global doctrine after 1980. It is also testament to Friedman's rhetorical powers. Powerful political forces created the neoliberal wave, but Friedman both rode that wave and contributed to it ... [og indflydelsen havde den effekt, at] ... his triumph has taken economic understanding back in a pre-Keynesian direction.

Med en sådan økonomisk forståelse af markedets essentielle betydning, som sikrer, at makroøkonomien kommer til at fungere optimalt, kombineret med Friedmans instrumentalistiske metodologiske strategi, som han udfoldede i det berømte metodologiske essay fra 1953 – ”The Methodology of positive economics” – brolagde Friedman også vejen frem mod den moderne makroøkonomiske mainstream, pointerer Palley.

Helt grundlæggende fremhæver Friedman markedsmekanismens effektivitet. Giv prisdannelsen fri, og Adam Smiths usynlige hænder klarer resten: disse sikrer ikke alene, at enkelte markeder kommer i ligevægt, men også at man opnår optimalitet på makroniveauet. Vigtigheden af at erkende de frie prisers betydning som det, der sikrer den mest effektive allokering af goder som produktionsfaktorer, har Friedman beskrevet talrige gange igennem hans omfattende forfatterskab. Dels er priserne bæreren af væsentlig information, som sikrer en koordinering af den økonomiske aktivitet i den private sektor, dels sikrer prismekanismen også en effektiv ressourcefordeling i økonomien. Med en sådan økonomisk forståelse var Milton Friedman central i udviklingen af den markedskonforme tankegang, som traditionelt benævnes for *The Chicago School*.

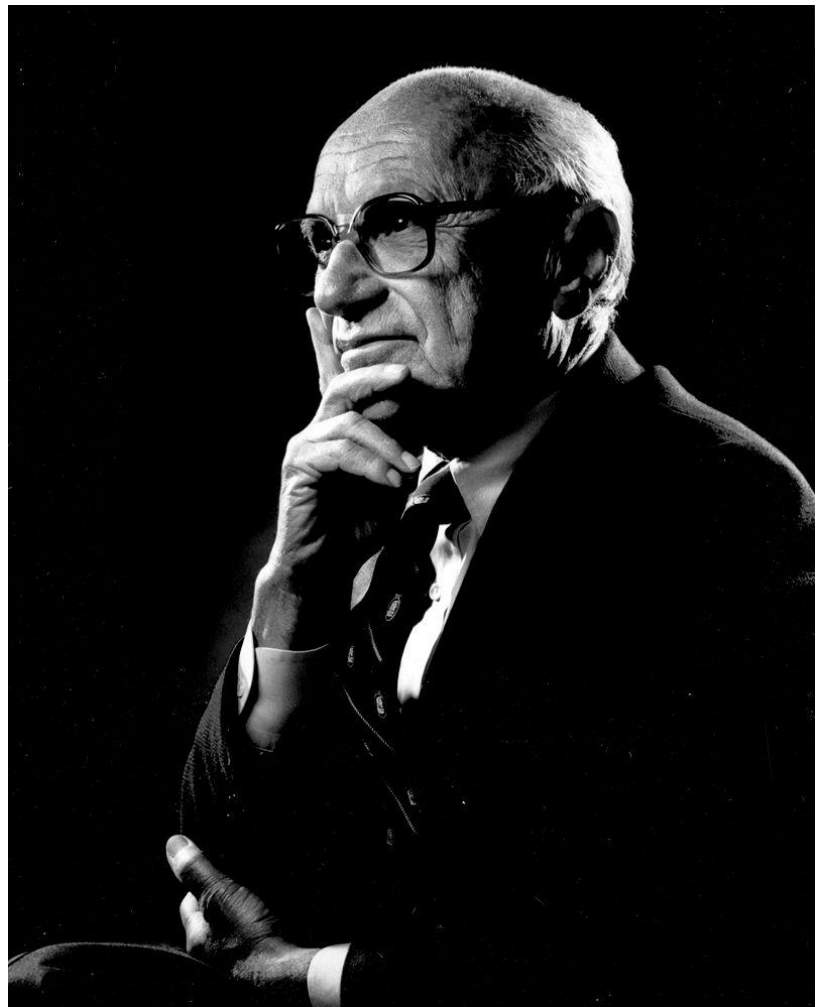
Baseret på denne tænkning er inflation i Friedmans optik, der altid advokerede en kvantitetsteoretisk forståelsesramme,<sup>9</sup> altid og udelukkende et monetært fænomen. Anerkendes den afgørende rolle, som en fri prisdannelse spiller, kan man ifølge Friedman ikke bekæmpe inflationstendenser ved at gribe ind i denne. Enhver form for pris- og lønkontrol er skadelig, det ødelægger blot den effektive allokering af goder som produktionsressourcer, der netop skal sikre, at den økonomiske optimalitet (mikro- som makroøkonomisk) realiseres i økonomien. Som Friedman har sammenfattet det:<sup>10</sup>

Even a moderate inflation, if effectively suppressed over a wide range, can do untold damage to the economic system, require widespread government intervention into the details of economic activity, destroy a free enterprise system, and along with it, political freedom.

Traditionelt er der især et bidrag, som i henseende til at advokere for den ovenstående opfattelse kombineret med en klar fokusering på, hvad pengepolitikken kan og ikke kan, som der henvises til i denne sammenhæng: Friedmans Presidential Address fra december 1967, senere offentliggjort som Friedman (1968). På sin vis varslede dette bidrag ikke alene monetarismens komme; det brolagde også vejen mod den senere ny-klassiske tænkning og endnu senere til den nu dominerende makroøkonomiske tankegang *The New Neoclassical Synthesis*.<sup>11</sup>

Lad os i det følgende se nærmere på indholdet i Friedman (1968).

*Milton Friedman (1912-2006), uddannet i økonomi fra Rutgers University og senere University of Chicago, som han igennem livet havde en fast tilknytning til. Her mødte han også sin kommende kone, Rose Director, der som ham læste økonomi. Igennem sit lange liv publicerede Milton Friedman mange banebrydende bidrag inden for økonomisk metodologi, forbrugsteori og især pengepolitik (teori og historie), hvor han ofte benævnes for monetarismens far. I 1976 blev han tildelt Nobelprisen i økonomi.  
Foto: Wikipedia. Public domain.*



## ”The Role of Monetary Policy”

I modsætning til mange keynesianeres opfattelse på tidspunktet for Friedmans tale advokerer han for, at pengepolitikken både er potent og effektiv. Det basale budskab er, at pengepolitikken fokus, ligesom tidligere i den klassiske og den neoklassiske æra, bør være centreret omkring målet om at opnå og fastholde et lavt og et stabilt niveau for inflationstakten. Konkret fremhæver Friedman tre forhold, som pengepolitikken kan opfylde, og som kan stabilisere konjunkturudsvingene i økonomien.<sup>12</sup>

For det første: ”monetary policy can prevent money itself from being a major source of economic disturbance”.

For det andet: ”monetary policy can ... provide a stable background for the economy ... Our economic system will work best when producers and consumers, employers and employees, can proceed with full confidence that the average level of prices will behave in a known way in the future – preferably that it will be highly stable”.

Og endelig for det tredje: “monetary policy can contribute to offsetting major disturbances in the economy arising from other sources”.

Af disse tre aspekter har Friedman den største tiltro til de to første. Her er pengepolitikken potentiale givetvis størst, argumenterer han. For at realisere dette potentiale bør de pengepolitiske

myndigheder forfølge en kvantitetsteoretisk strategi. Dette sker primært ved at forfølge to grundlæggende krav til pengepolitikens konkrete udformning.

For det første, påpeges det, at man må forstå, at:<sup>13</sup>

the monetary authority should guide itself by magnitudes that it can control, not by ones that it cannot control ... Of the various alternative magnitudes that it can control, the most appealing guides for policy are exchange rates, the price level as defined by some index, and the quantity of a monetary total ... Of the three guides listed, the price level is clearly the most important in its own right ... [men] ... The link between the policy actions of the monetary authority and the price level, while unquestionably present, is more indirect than the link between the policy actions of the authority and any of the several monetary totals ... [hvorfør] ... Accordingly, I believe that a monetary total is the best currently available immediate guide or criterion for monetary policy.

For det andet må pengepolitikken udformes på en regelbaseret måde. Derved opnår man den størst mulige grad af forudsigelighed og stabilitet i økonomien. Som Friedman udtrykker det:<sup>14</sup>

A second requirement for monetary policy is that the monetary authority avoid sharp swings in policy ... My own prescription is still that the monetary authority go all the way in avoiding such swings by adopting publicly the policy of achieving a steady rate of growth in a specified monetary total ... [netop fordi] ... It is a matter of record that periods of relative stability in the rate of monetary growth have also been periods of relative stability in economic activity.

Og i denne sammenhæng er det vigtigt for Friedman at påpege, hvad pengepolitikken ikke kan: "It cannot use its control over nominal quantities to peg a real quantity – the real rate of interest, the rate of unemployment, the level of real national income, or the rate of growth of the real quantity of money".<sup>15</sup>

Nok kan man måske på det korte sigt gennem en ekspansiv pengepolitik, som sænker renten, få stimuleret den realøkonomiske aktivitet. Men en sådan politik vil på sigt fremkalde tilbageslagseffekter fremkaldt af markedsmekanismens tilstedeværelse og effektivitet, der redresserer den initiale positive realøkonomiske ændring. Tilbage bliver alene effekterne på inflationstakten og den forventede inflation. Begge stiger på grund af den førte politik.<sup>16</sup>

The more rapid rate of monetary growth will stimulate spending, both through the impact on investment of lower market interest rates and through the impact on other spending and thereby relative prices of higher cash balances than are desired. But one man's spending is another man's income. Rising income will raise the liquidity preference schedule and the demand for loans; it may also raise prices, which would reduce the real quantity of money ... Let the higher rate of monetary growth produce rising prices, and let the public come to expect that prices will continue to rise ... This price expectation effect is slow to develop and also slow to disappear.

Men som Friedman påpeger i citatet, tager en sådan proces tid. Han er helt med på, at tilpasningsprocesserne i økonomien forløber trægt. Og måske risikerer vi endda at realisere såkaldte overshooting-effekter i løbet af processen, hvor renten i nogen tid ligefrem kan overstige det oprindelige renteniveau, der var gældende, førend den ekspansive politik blev iværksat. Dermed har den pengepolitiske ændring ikke bidraget til mere stabilitet, men derimod til mere instabilitet.

Ved at forfølge Friedmans pengepolitiske strategi er det hensigten at opnå et lavt stabilt inflationsniveau. Realiseres dette, vil også inflationsforventningerne være både stabile og på et lavt niveau. Og målet om størst mulig prisstabilitet fjerner i realiteten både nødvendigheden af og muligheden for at gennemføre konjunkturstabiliserende pengepolitiske tiltag, hvis blot målet realiseres. Konjunktur- og dermed også arbejdslededsudviklingen styres både bedre og mere

hensigtsmæssigt ved dels at lade markedsmekanismens effektivitet råde så uhindret som muligt og dels ved at forfølge målet om en lav og stabil inflationstakt. Modsætningsvis får vi ellers enten inflationære eller deflationære tendenser. Og et sådant forløb påvirker naturligvis også de holdte inflationsforventninger. Disse må også justeres enten op eller ned.

Målet om prisstabilitet er især vigtigt, hvis man som Friedman gør brug af adaptive forventninger, hvor nutidig handlen baserer sig på fortidens erfaringer. Og, at forventningerne netop dannes på denne måde, har han forklaret nærmere i et interview fra 2000:<sup>17</sup>

It's costly to change prices and so on, but I think the most important single thing is the tendency for expectations to be backward looking and to be adjusted slowly so that it takes time before any expectation is altered by the impact of an event.

Med adaptive forventninger kan man tage systematisk fejl over tid. Men de akkumulerede negative konsekvenser af en sådan fejltagelse bliver minimeret ved netop at forfølge målsætningen om et lavt stabilt inflationsniveau. Det gør den numeriske forskel mellem den faktiske og den forventede inflation mindre periode for periode. Og med minimale numeriske forskelle mellem de to bliver også den realøkonomiske fejltagen hos de enkelte i den private sektor minimeret. Konsekvensen heraf bliver, at det faktiske outputniveau kommer så tæt på det makroøkonomiske optimale udfald med fuld beskæftigelse som overhovedet muligt. Som allerede nævnt anerkender Friedman, at tilpasningen henimod et optimalt udfald i økonomien tager tid. Over tid lærer husholdninger såvel som virksomheder dog af deres fejl. Det er derfor også først på lang sigt, at den faktiske og den forventede inflationstakt bliver helt sammenfaldende.

Baseret på en sådan forståelse er Friedmans overordnede råd: gå pengepolitisk set alene efter at opnå prisstabilitet. Realiseres dette, sikrer markedsmekanismens effektivitet, at konjunkturudsvingene minimeres. Er pengepolitikken i stand til at løse denne opgave tilfredsstillende, er der ingen realøkonomiske eller andre politiske argumenter for at gennemføre en aktiv konjunkturregulerende keynesiansk 'stop-and-go' finanspolitik.<sup>18</sup> I sin gennemgang af pengepolitikken muligheder anerkender Friedman, at denne nok kortvarigt kan påvirke realøkonomien men kun i ganske beskedent omfang, hvilket bør minimere myndighedernes interesse for at forsøge at bruge pengepolitikken på denne måde. På lang sigt er pengepolitikken realøkonomisk neutral; den påvirker alene prisniveauet.

I sin argumentation gør Friedman brug af en Phillipskurve tankegang. Traditionelt antages denne med Phillips (1958) at udvise et stabilt trade-off mellem løn- henholdsvis prisinflation versus varierende arbejdsløshedsprocenter. Og her er Friedmans pointe, at eksistensen af et sådant stabilt Phillipskurve trade-off er forkert:<sup>19</sup>

Phillips' analysis of the relation between unemployment and wage change is deservedly celebrated as an important and original contribution. But, unfortunately, it contains a basic defect – the failure to distinguish between nominal wages and real wages ... For periods or countries for which the rate of change of prices varies considerably, the Phillips Curve will not be well defined.

Hvorfor det netop er sådan, er determineret af den måde, som arbejdsmarkedet fungerer på. Der findes her en ligevægt med et bestemt arbejdsløshedsniveau, som Friedman benævner for 'the natural rate of unemployment':<sup>20</sup>

At any moment of time, there is some level of unemployment which has the property that it is consistent with equilibrium in the structure of real wages rates. At that level of unemployment, real wage rates are tending on the average to rise at a "normal" secular rate ... A lower level of unemployment is an indication that there is an excess demand for labor that will produce upward

pressure on real wage rates. A higher level of unemployment is an indication that there is an excess supply of labor that will produce downward pressure on real wage rates; op.

Da et sådant ligevægtsniveau i Friedmans perspektiv er kontekstuel bestemt af mange forskellige bagved liggende faktorer,<sup>21</sup> så er niveauet for den naturlige ledighed derfor heller ikke uforanderligt over tid.<sup>22</sup>

let me emphasize that by using the term "natural" rate of unemployment, I do not mean to suggest that it is immutable and unchangeable. On the contrary, many of the market characteristics that determine its level are man-made and policy-made.

Jf. det ovenstående er essensen hos Friedman (1968), at man bør anerkende og respektere markedsmekanismens eksistens. Det er gennem denne mekanismes styrke, at vi på det længere sigt kan nå hen til den stabile optimale makroøkonomiske ligevægt med fuld beskæftigelse.<sup>23</sup> Samtidig understreger Friedman i sin belysning af pengepolitikens muligheder forventningernes helt afgørende rolle. I den private sektor baserer vi vores forventninger på vores erfaringer; vi lærer ved at kigge bagud. Og så er Friedman naturligvis helt gammeldags klassisk i sit syn: gør pengepolitikken regelbaseret med et fokus på stabile priser – velmenende forsøg på 'fine tuning' gennem 'stop and go' pengepolitiske ændringer gør mere skade end gavn – så bliver inflationstakten både stabil og lav. Derved får markedsmekanismen mere styrke, hvorfor de fejl, som måtte begås i den private sektor, bliver minimeret. Automatisk bringes økonomien dermed tættere på en makroøkonomisk optimal situation. Derfor må enhver Centralbank sætte sig nogle snævre inflationsmål.

Og jf. Laidler (2007) blev den monetaristiske strategi for pengepolitikken efterfølgende da også fulgt af de pengepolitiske myndigheder i mange lande. I moderne tid har Centralbankerne taget det for givet, at "inflation is a monetary phenomenon and therefore their responsibility"; Laidler (2007:379). Oprindeligt fokuserede Friedman på, at Centralbankerne burde styre på pengemængdeudviklingen, men som Palley & Vernengo (2018:419) korrekt bemærker: "Friedman's monetary rule for a constant rate of money-supply growth never became dominant<sup>24</sup>, and these days most central banks are concerned with rules about the rate of interest"; jf. den såkaldte Taylor-regels betydning for udformningen af den moderne pengepolitiske strategi.

Desuagtet dette forhold; i Friedmans optik – før som efter 1968 – er en korrekt udformet pengepolitik særdeles stærk. Den behøver i så henseende intet finanspolitisk supplement. Jf. Laidler (2005:14) der påpeger, at Friedman anså "activist policies, far from being needed to stabilize the market economy, were the principal source of its instability". Som Friedman afslutningsvis selv konkluderer:

By setting itself a steady course and keeping to it, the monetary authority could make a major contribution to promoting economic stability ... steady monetary growth would provide a monetary climate favorable to the effective operation of those basic forces of enterprise, ingenuity, invention, hard work, and thrift that are the true springs of economic growth; op. cit. p. 17.

I den økonomiske teorihistorie er det sjældent, at et banebrydende værk alene skyldes en enkelt forfatters bidrag. Sådan er det også med Friedman og det forventningsforhøjede Phillipskurve diagram. Flere har stået fader til diagrammets fødsel. Eksempelvis kan der henvises til Samuelson & Solow (1960), hvor der præsenteres en tidlig Phillipskurve tankegang samt mere betydningsfuldt til to bidrag af Edmund Phelps; jf. Phelps (1967 & 1968). Som antydnet i Mankiw & Reis (2018:84), så er det tvivlsomt, om Friedman og Phelps kendte til hinandens arbejder. I hvert tilfælde henviste ingen af dem til den andens bidrag. Men som påpeget af Palley (2018) udgør bidragene fra de to et

samlet hele. Mens Friedman leverede den overbevisende retorik, gav Phelps det matematiske fundament for tankegangen, som appellerede stærkt til datidens især unge økonomer.<sup>25</sup> Sammen sikrede de to dermed tankegangen succes i makroteorien.

At den nye version af Phillipskurven fik afgørende betydning for den makroøkonomiske tænkning, er hævdet over enhver tvivl. Den dag i dag står ideen om et naturligt ledighedsniveau (eller NAIRU'en<sup>26</sup>), og hvad dette betyder for den aktuelle inflationstakt derfor for mange moderne mainstreamere som en kendsgerning. Men kritikken af en over tid stabil og lodret langsigtet Phillipskurve har også længe været kendt. Som eksempelvis Storm (2018) påpeger, så er det naturlige ledighedsniveau en endogen størrelse, som er betinget af mange forskellige faktorer, ligesom Friedman selv antydede. Og som Farmer (2013) gør rede for, så er udsagnet grundigt empirisk falsificeret:

There is no tendency for the points to lie around a vertical line and, if anything, the long-run Phillips curve revealed by this chart is upward sloping, and closer to being horizontal than vertical. Since it is unlikely that expectations are systematically biased over decades, I conclude that the NRH<sup>27</sup> is false.<sup>28</sup>

Med et sådant perspektiv er efterspørgselsforhold betydningsfulde for en økonomis makroøkonomiske niveau både på kort som på længere sigt, hvorfor NAIRU'en ikke bør styre udformningen af den økonomiske politik. Og på sin vis synes dette også at være en af konklusionerne hos Blanchard (2018:99), idet han anerkender, at der er et trade-off mellem outputniveauet og inflationstakten: "I see the macroeconomic and the microeconomic evidence as suggestive but not conclusive evidence against the natural rate hypothesis". At også hysteresis effekter, som gennem en form for sti-afhængighed forankrer fremtidens hændelser som en funktion af fortidens virkelighed, eksisterer i virkelighedens verden, synes givet. Således synes eksistensen af sådanne effekter at have en varig effekt på det potentielle outputniveau og den naturlige ledighed.<sup>29</sup>

## En opsamling

At især Friedmans forholdsvise korte artikel fra 1968 fik en afgørende betydning for, hvorledes makroteorien kom til at udvikle sig efterfølgende, er anerkendt af de fleste. Og bidraget udgør da også det mest citerede værk i hele Friedmans forfatterskab; jf. Mankiw & Reis (2018). Nok ønskede Friedman med sin tale helt afgørende at forholde sig til, hvad pengepolitikken kan (og ikke kan), og hvordan den bør udformes, men i dag huskes talen givet mest for præsentation af tankegangen bagved det forventningsforhøjede Phillipskurve diagram og for Friedmans definition af begrebet den naturlige ledighed.

Set i lyset af hvordan makroteorien senere udviklede sig, så var det også helt afgørende, at Friedman satte fokus på forventningsdannelsen. Dermed brolagde han på afgørende vis vejen for den senere ny-klassiske tænkning. Med Robert E. Lucas blev forventningsdannelsen gjort rationel. Nu kunne husholdninger som virksomheder ikke længere begå systematiske fejl; alene stokastiske fejl kunne begås på mikroplanet, men disse er uden nogen betydning på makroplanet, blot fejlene følger en pæn sandsynlighedsfordeling; så netter de hinanden ud.

Med Hall & Sargent (2018:125) inspirerede Friedman (1968) derfor især unge økonomer til at fokusere på et nyt forskningstema; nemlig det "how to build a model of expectations formation that was consistent both with optimising behavior and the structure of a macroeconomic model". Afgørende for den økonomisk politiske forståelse var det naturligvis også, at han gjorde pengepolitikken regelbaseret. Og her er det uden betydning, at fokuseringen efterfølgende skiftede fra at være på væksten i pengemængden til at blive sat på et mål for inflationstakten.



Baseret på det ovenstående sikrede Friedman (1968), som et centralt bidrag, at makroteorien ændrede sig. Hermed varsledes monetarismens komme og keynesianismens fald. Dermed skete der en tilbagevenden til gamle klassiske dyder: fokuser på udbudsforholdene og undertryk efterspørgslens betydning. Gennem de relative prisforhold og ændringerne heri, sikres et optimalt økonomisk udfald mikro- som makroøkonomisk. Det sikrer markedsmekanismens effektivitet, blot den gives mulighed for at fungere uhindret. Paradoksalt nok skulle den monetaristiske teori komme til at dominere den makroøkonomiske tankegang i en tid, hvor mange økonomier var præget af alvorlige krisetendenser snarere end af harmoniske udfald med fuld beskæftigelse; en kendsgerning, der var synlig for alle (måske lige med undtagelse af de mest 'hardcore' monetarister).

Som nævnt ovenfor så var Friedmans bidrag også med til at sikre, at tankegangen bagved det forventningsforhøjede Phillipskurvedigram blev gjort til et kerneelement i makroteorien. Således er det da også en ny-keynesiansk Phillipskurve, som i dag styrer tilpasningsmekanismerne i udbudsblokken i en NNS baseline model.

Op til udbruddet af den seneste krise – der i sit omfang og tidsmæssige udstrækning var så alvorlig og dyb, at den har fået betegnelsen *The Great Recession* – fremstod den moderne makroøkonomiske mainstream særdeles succesfuld. Som mange mainstreamere spurgte: hvad er der egentlig af relevante makroøkonomiske alternativer? Alene heterodokse makroøkonomer var lunkne ved tankegangen. Og af disse var især den post-keynesianske kritik af NNS nok mest markant. Set i tilbageblikkets klare lys ved vi i dag, at meget af denne kritik var berettiget; se f.eks. Olesen (2019a & 2019b). Og brodden i denne kritik retter sig ikke alene mod NNS og den ny-klassiske tænkning, hvor især Robert E. Lucas indtager en central placering. Den retter sig også mod Miltons Friedmans makroteoretiske tænkning – også omfattende Friedman (1968) – og hans overdrevne tiltro til markedsmekanismens effektivitet. Med *The Great Recession* som baggrund ved vi, at mere marked og mindre regulering af måske især de finansielle markeder ikke per automatik leverer varen: den stabile og varige fulde beskæftigelse. Fokus på udbudsforhold i makroøkonomiske analyser gør det ikke alene. Den samlede efterspørgsel har også sin afgørende rolle at spille i disse analyser såvel på det kortere som på det længere sigt. Det ved enhver post-keynesiansk inspireret makroøkonom; se eksempelvis Skott (2016).

## Litteraturliste

Blanchard, Oliver (2018): "Should We Reject the Natural Rate Hypothesis?", *Journal of Economic Perspectives*, 32(1), pp. 97-120.

Byrialsen, Mikael Randrup & Olesen, Finn (2014): "DSGE: den makroøkonomiske baseline model – en introduktion og en kritik", *Økonomiska Samfundets Tidsskrift* 2014, Nr. 2, pp. 74-89.

Farmer, Roger (2018): "The role of financial policy", *Review of Keynesian Economics*, 6(4), pp. 446-60.

Farmer, Roger (2013): "The Natural Rate Hypothesis: an idea past its sell-by date", *Bank of England Quarterly Review*, 2013 Q3, pp. 244-56.

Friedman (1997): "John Maynard Keynes", *Economic Quarterly*, 83(2), Federal Reserve Bank of Richmond, pp. 1-23.

Friedman, Milton (1968): "The Role of Monetary Policy", *The American Economic Journal*, 58(1), pp. 1-17.

Friedman, Milton (1966): "What Price Guideposts?" fra bogen *Guidelines, Informal Controls, and the Market Place: Policy Choices in a Full Employment Economy*, George Shultz & Robert Aliber (eds), University of Chicago Press, pp. 17-39, her hentet fra hjemmesiden:

[https://miltonfriedman.hoover.org/friedman\\_images/Collections/2016c21/aprilguideleines.pdf](https://miltonfriedman.hoover.org/friedman_images/Collections/2016c21/aprilguideleines.pdf)

- Friedman, Milton (1956): "The Quantity Theory of Money: A Restatement" her fra bogen *Milton Friedman: The Optimum Quantity of Money and other Essays*, Aldine Publishing Company, Chicago 4<sup>th</sup> ed., 1976, pp. 51-67.
- Friedman, Milton (1953): "The Methodology of Positive Economics" fra bogen *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press, pp. 3-43.
- Goodfriend, Marvin (2004): "Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Summer 2004, pp. 21-45.
- Hall, Robert & Sargent, Thomas (2018): "Short-Run and Long-run Effects of Milton Friedman's Presidential Address", *Journal of Economic Perspectives*, 32(1), pp. 121-34.
- Hetzel, Robert (2007): "The Contributions of Milton Friedman to Economics", *Economic Quarterly*, 93(1), pp. 1-30.
- Laidler, David (2007): "Milton Friedman – a brief obituary", *The European Journal of the History of Economic Thought*, 14(2), pp. 373-81.
- Laidler, David (2005): *2005-11 Milton Friedman and the Evolution of Macroeconomics*, Economic Policy Research Institute. EPRi Working Papers, 2005-11, London, ON: Department of Economic, University of Western Ontario.
- Mankiw, Gregory & Reis, Ricardo (2018): "Friedman's Presidential Address in the Evolution of Macroeconomic Thought", *Journal of Economic Perspectives*, 32(1), pp. 81-96.
- Olesen, Finn (2019a): "Den makroøkonomiske mainstream og krisen" fra bogen *Mod strømmen – En Stridsmand fylder 70 – Et festskrift til Jesper Jespersen*, Finn Olesen & Mogens Ove Madsen (red.), Aalborg Universitetsforlag, pp. 13-24.
- Olesen, Finn (2019b): "Makroøkonomi og virkeligheden" fra bogen *Økonomi på tværs – Festskrift til Jesper Jespersen*, Torben Bech Dyrberg et al. (red.), Frydenlund, pp. 74-85.
- Palley, Thomas (2018): "Recovering Keynesian Phillips curve theory: hysteresis of ideas and the natural rate of unemployment", *Review of Keynesian Economics*, 6(4), pp. 473-92.
- Palley, Thomas (2014): *Milton Friedman's economics and political economy: an old Keynesian critique*, Working Paper 134, IMK Macroeconomic Policy Institute, Hans Böckler Stiftung.
- Palley, Thomas & Vernengo, Matías (2018): "Milton Friedman's presidential address at 50", *Review of Keynesian Economics*, 6(4), pp. 419-20.
- Pedersen, Kurt & Olesen, Finn (2002): *Den økonomiske teoris rødder – fra Aristoteles til Lucas*, Systime Academic.
- Phelps, Edmund (1967): "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, 34(135), pp. 254-81.
- Phelps, Edmund (1968): "Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium", *Journal of Political Economy*, 76(4 – Part 2), pp. 678-711.
- Phillips, A. W. (1958): "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, 25, (No. 100 November), pp. 283-99.
- Samuelson, Paul & Solow, Robert (1960): "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy", *American Economic Review*, 50(2), pp. 177-94.
- Skott, Peter (2016): "Public debt, secular stagnation and functional finance" fra bogen *Macroeconomics After the Financial Crisis – A Post-Keynesian perspective*, Mogens Ove Madsen og Finn Olesen (eds.), Routledge, pp. 20-37.

Stamhus, Jørgen (2019): "Ideen om et strukturelt ledighedsniveau og den økonomiske politik – på usikker grund" fra bogen *Mod strømmen – En Stridsmand fylder 70 – Et festskrift til Jesper Jespersen*, Finn Olesen & Mogens Ove Madsen (red.), Aalborg Universitetsforlag, pp. 97-106.

Storm, Servaas (2018): "The wrong track also leads someplace: Milton Friedman's presidential address at 50", *Review of Keynesian Economics*, 6(4), pp. 517-32.

Taylor, John (2001): "MD Interview: An Interview with Milton Friedman", *Macroeconomics Dynamics*, 5, pp. 101-31.

## Noter

<sup>1</sup> Jeg skal takke Erhvervshistorisk Årbogs reviewer for kommentarer til en tidligere version af nærværende artikel. Fortsatte indeholdte fejl og mangler er naturligvis alene mit ansvar.

<sup>2</sup> Talen blev efterfølgende offentliggjort som den første artikel – Friedman (1968) – i *American Economic Review* 1968 bind 1.

<sup>3</sup> Ofte advokeres der i moderne makroteori således for, at pengepolitikken bør udformes efter en såkaldt Taylor-regel, som tager hensyn til både et mål for inflationstakten og et mål for det samlede outputniveau i økonomien.

<sup>4</sup> For en introduktion og en kritik af denne tankegang kan der henvises til Byrialsen & Olesen (2014).

<sup>5</sup> Termen henviser til Axel Leijonhufvuds berømte bog fra 1968 med titlen "On Keynesian Economics and the Economics of Keynes".

<sup>6</sup> Jf. eksempelvis kapitel 10 i Pedersen & Olesen (2002). Denne kendsgerning har da også fået Friedman til rosende at skrive det følgende om Keynes: "John Maynard Keynes ... is the latest in a line of great British economists who had a profound influence on the disciplin of economics ... I am one of a small minority of professional economists who regard his *Tract on Monetary Reform* (1923), not the *General Theory*, as his best book in economics. Even after sixty-five years, it is not only well worth reading but continues to have a major influence on economic policy"; Friedman 1997, s.1-2. Nu bør det selvfølgelig pointeres, at Keynes i 1923 var betydelig mere klassisk økonomisk teoretisk orienteret (som Friedman selv var det), end han fremstod i 1936. Det var først med udgivelsen af "The General Theory", at han for alvor brød med og havde sit oprør og opgør med samtidens herskende neoklassiske mainstream forståelse.

<sup>7</sup> Som altid i en teoriehistorisk betinget fremstilling er der også i det nærværende tale om en selektiv fortolkning af makroteoriens moderne udviklingsforløb. Andre kan vælge at designe fortællingen anderledes.

<sup>8</sup> Palley 2014, s.28 og s.35.

<sup>9</sup> Det klassiske bidrag er i denne sammenhæng Friedman (1956).

<sup>10</sup> Friedman 1966, s.14-15, 17.

<sup>11</sup> For en tidlig introduktion til denne tænkning kan der henvises til Goodfriend (2004), som præsterer en basal baseline model.

<sup>12</sup> De tre punkter: Friedman 1968, s.12-14.

<sup>13</sup> Friedman 1968, s.15.

<sup>14</sup> Friedman 1968, s.15-16.

<sup>15</sup> Friedman 1968, s.11.

<sup>16</sup> Friedman 1968, s.6.

<sup>17</sup> Taylor 2001, s.125.

<sup>18</sup> Jf. Hetzel 2007, s.3, advokerede Friedman generelt for, at man måtte begrænse "government policy by rules in order to allow the price system maximum latitude to work".

<sup>19</sup> Friedman 1968, s.8-9.

---

<sup>20</sup> Friedman 1968, s.8.

<sup>21</sup> Så som eksempelvis: "the actual structural characteristics of the labor and commodity markets, including market imperfection, stochastic variability in demands and suppliers, the cost of gathering information about job vacancies and labor availabilities, the costs of mobility, and so on"; Friedman 1968, s.8.

<sup>22</sup> Friedman 1968, s.9.

<sup>23</sup> Eksempelvis beskriver Laidler 2005, s.14, Friedmans økonomiske grundsyn som en forståelse af, at: "markets were stable and capable of dealing efficiently with allocative challenges. If they failed to meet them, this was not because they were inherently flawed, but because misconceived monetary policies had been visited upon them".

<sup>24</sup> Som Farmer 2018, s.454, uddybende bemærker: "Friedman's policy of money-growth-rate targeting was tried in the period from 1979Q3, when Paul Volcker became Chair of the Federal Reserve System, to 1982Q4, when the policy was abandoned ... During this brief interlude, money-growth-rate targeting proved to be spectacularly unsuccessful. It led to wild fluctuations in money interest rates and to large fluctuations in every monetary aggregate with the exception of the specific monetary aggregate that the Fed controlled".

<sup>25</sup> Jf. Palley 2018, s.475-76: "Friedman developed the persuasive rhetorical language of the 'natural rate' of unemployment. He also introduced his ideas in a presidential address to the AEA, giving them rapid and extensive dissemination. That process was accompanied by Phelps's ... formal modeling of the money-wage dynamics contained in Friedman's NRU hypothesis. Together, the two approaches complemented each other, multiplying their persuasiveness".

<sup>26</sup> Mere præcist: 'Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment'.

<sup>27</sup> Mere præcist: 'Natural Rate Hypothesis'.

<sup>28</sup> Farmer 2013, s.248. For en dansk kritik af tankegangen kan der henvises til Stamhus 2019.

<sup>29</sup> Som påpeget af Blanchard (2018, s.112), synes konklusionen baseret på en fylldig mikroøkonomisk evidens at være den, at: "high unemployment leads some workers to be less employable or to give up on looking for jobs, increasing unemployment or reducing the labor force, and by implication, leading to a persistent effect on potential output".