

## Project Link, efterårsmøde 1998, Rio de Janeiro

### Resumé:

*Referat fra Link mødet i Rio de Janeiro 14-18 september. Det dominerende tema på konferencen var den usikre internationale økonomiske situation. Grundtonen var at der ikke var tale om en verdensøkonomisk krise. Transmissionen fra Latin-Amerika og Asien til USA og EU var pt. begrænset. På lidt længere sigt var det udviklingen i Japan der gav anledning til bekymring. Der blev stillet spørgsmålstejn ved det gavnligt i frie kapitalbevægelser og IMF's rolle i den nuværende krise.*

---

hco07o98.wp

Nøgleord: valutakrise, kapitalbevægelser,

*Modelgruppepapirer er interne arbejdsrapporter. De konklusioner, der drages i papirerne, er ikke endelige og kan være ændret inden opstillingen af nye modelversioner. Det henstilles derfor, at der kun citeres fra modelgruppepapirerne efter aftale med Danmarks Statistik.*

## Session 1. Verdensøkonomien

Prognoser for verdensøkonomien blev gennemgået af repræsentanter fra LINK, Verdensbanken, IMF og NIESR. *Anatoly Smyshlaev* præsenterede LINKs prognose, der er gengivet i oversigtsform i nedenstående tabel 1.

**Tabel 1. Oversigt over LINKs prognose for verdensøkonomien**

	år		
	1997	1998	1999
Global BNP, vækst i pct.	3.1	1.9	2.5
Alle I-lande	2.6	2.0	2.3
EU	2.6	2.7	2.4
Alle U-lande	5.3	2.0	2.8
Mellem- og Sydamerika	5.0	2.9	2.8
Afrika	3.1	3.6	3.6
Syd-øst Asien	5.0	-1.1	3.1
Vestlige Asien	3.9	-0.4	2.0
Kina	8.8	7.4	7.5
Østeuropa	3.5	4.1	5.0
Rusland	0.3	-3.7	-2.9
Verdenshandel, vækst i pct.	10.6	6.3	5.1
Inflation, pct.	1.9	1.3	1.9
Valutakurser			
DM per USD	1.73	1.80	1.76
YEN per USD	121.0	138.8	143.8
Rentesatser			
Tyskland (3 mdr. FIBOR)	3.22	3.55	3.81
Japan (Bankernes udlånsrente)	2.45	2.38	2.38
USA (3 mdr. T-bills)	5.04	4.97	5.17
Arbejdsløshed, pct. af styrke			
USA	5.4	4.9	5.1
Japan	3.4	4.0	3.9
EU	10.7	10.2	9.1

*Smyshalyaev*: I år forventedes en vækst i verdens økonomien på 1.5%, det var den lavest samlede vækst i verden i 5 år. Nedgangen skyldes varepris fald, på

især primære produkter (olie, energi mv.) og finansiel krise. Inflationen ventes konstant på længere sigt.

*Lynn:* Præsenterede verdensbankens prognose. Nedgangen var uforholdsvist stor i udviklingslandene pga. de har en stor primær produktion og stor udenlands gæld. Nedgangen forventedes at vare til 2006-2007, givet der ikke blev ændret ved nuværende handels og kapital markeds liberaliseringer. Især kortsigts usikkerheden i prognosen var stor.

Lynn præsenterede en række grafer med afvigelse i indenlandsk efterspørgsel fra trenden (gennemsnit af seneste år), det fremgik at Tyskland og USA var relativt upåvirket, derimod så udviklingen i Japan rigtig dårlig ud.

Nøgleproblem områderne for verdensøkonomien var: 1) den negative udvikling i Japan 2) i hvilket omfang capitalflows til udviklingslandene blev påvirket 3) 3) omfanget af påvirkningen af indenlandsk efterspørgsel i Nord-amerika og Europa via formueeffekter fra aktiemarkedene. Her var formueeffekterne lave i Europa (minus UK), men ikke ubetydelige i USA, UK og Canada.

Lynn mente det var overdrevet at tale om en depression. Udviklingen ville dog i høj grad blive bestemt af hvilken politik der ville blive ført i Europa og USA, især en koordineret rentenedsættelse ville hjælpe.

*Barrel:* Præsenterede NIESR prognosen. I 98 forventedes væksten i NAFTA at være 3.2% i EU 2.6% (konstant til år 2000) og OECD Asien -1.1%. Påvirkningen af nedgangen til EU har været meget begrænset, hvilket skyldes de automatiske stabilisatorer. Valutakurserne har tilpasset sig og samtidig er renten (også realrenten) faldet i Europa. Faldet i aktiekurserne reflekterede blot en tilbagevenden til niveauet for 1-1 1/2 år siden. Man havde dog gennemført en følsomhedsanalyse af betydningen for output i verdensøkonomien af et fortsat fald eller kollaps i aktiemarkedet på 10%. Effekterne syntes ikke skræmmende. Afhængig af betydningen af formueeffekter i de enkelte lande var den maksimale kortsigtede negative effekt på output på 0.4%, uden langsigtede effekter.

Om Asien krisen er færdig afhænger bla. om der vil være en afsmitning fra den svage Yen i Japan til Kina. Det bemærkes at faldet i efterspørgslen i Korea, Thailand og Malaysia har været større end forventet. Bankkrisen i Japan er endnu ikke overstået og eneste vej ud af krisen var måske en pengepolitisk lempelse. Endvidere er det især Tyskland der er långiver til både Asien og Rusland, spørgsmålet er hvordan dette vil påvirke tysk økonomi.

I USA er inflationen i en årrække blevet holdt nede af en stærk dollar. Reallønnen ligger dog noget over trenden. Hvis uroen på de finansielle markeder fortsætter må man forvente en rentenedsættelse.

Betydningen af de mindskede capitalflows til Rusland og Latin Amerika blev diskuteret. En følsomhedsanalyse viste at med et fald i kapital inflows til Latin-Amerika på 40 mia. US \$, ville effekten i de største økonomier blive påvirket negativt med 0.1-0.3% på kort sigt, størst var effekten på Tysklands økonomi,

herefter Japan og USA. Men alt i alt var feedback-effekten begrænset i størrelse.

Problemet i Latin-Amerika var en overvurderet valuta og kapital flugt ud fra safe-haven motiver. Tilbagevirkningen fra Latin-Amerika var en faldende realrente.

Betydningen af krisen var (stort set) udelukkende på forventningerne, idet aktiemarkederne var blevet påvirket. Årsagen til krisen var udviklingen i varepriser. Tyskerne var som følge af krisen blevet mere forsigtige med kapital placering. Endvidere havde krisen ført til politisk ustabilitet i de mest udsatte lande.

*Papirer:*

"Project Link World Outlook", Anatoly Smyshlyaev, UN

"The NIESR Outlook", Ray Barrel, NIESR

## **Session 2. Verdensøkonomien**

*Barrel:* De væsentligste risikomomenter for verdensøkonomien var den negative udvikling i Japan og at den kommende europæiske centralbank (ECB) ville føre en for stram pengepolitik for at vise credibility. Vedrørende Japan var problemet i Japan den finansielle liberaliseringen i midt 80'erne og stigende asset priser på aktier og boliger. Bankkrisen blev sammenlignet med den der forekom i de skandinaviske lande i starten af 90'erne. Pointen i sammenligningen var at krisen i Japan havde fået lov til at vare væsentlig længere end i de skandinaviske lande og at der nu var brug for at det offentlige tog gælden på sig som det var sket i disse lande.

*Pauly:* Var ikke så bekymret over transmissionen fra Latin-Amerika og Rusland. Han var især optaget af kapitalmarkeds liberaliseringernes negative effekt. Han mente at dette rejste spørgsmål ved: 1) valutakursmanagement 2) betydningen af betalingsbalanceudviklingen og 3) kreditfondes adfærd (IMF).

Han mente at gevinsterne ved frihandel var tilstrækkelig belyst derimod var dette ikke tilfældet for kapitalliberaliseringerne vedkommende. Han mente ikke markedet var rigtigt på kort sigt.

*Klein:* Mente at renterne koordineret skulle sættes ned. Der var brug for en god finanspolitisk ekspansion i Europa og Japan. Capitalflows er rigtige i den statiske model men, men dynamikken indebærer overshooting. Kina måtte ikke devaluerer og Rusland var mest af alt et sikkerhedspolitisk problem.

Kommentarerne var: at USA ikke kun havde en inflations restriktion men også havde et strukturelt betalingsbalanceunderskud at tage hensyn til.

## Session 2. Den asiatiske krise

*Papirer:*

"Getting Rid of Japanese and Asian Financial Quagmires", Moriguchi, Tezukayama University"

## Session 3. Japan og USA

*Klein:* Mente at den lange periode med høj vækst i amerikansk økonomi nu var ved at være forbi og at væksten ville blive mindre. Renten kunne gå begge vej (!), der var tegn på at lønmodtagere organisationerne var ved at blive væsentlig mere aggressiv, eksemplificeret ved GM strejken tidligere på året og dette var nok det mest bekymrende. Endvidere var profitterne faldene.

*Ganges:* Diskuterede udviklingen i Japans betalingsbalanceoverskud. Perspektivet var her det lange sigt; hvorfor havde Japan i så mange år haft et betalingsbalanceoverskud og kunne man forvente at det ville fortsætte.

Interessen for dette var global hvis Japans betalingsbalanceoverskud forsvandt ville den globale opsparring falde med stigende realrenter og faldende investeringer som konsekvens. En institutionel forklaring på den høje japanske opsparingskvote var de store udbetalinger for huskøbere (down payments), som åbenbart er svære at låne finansiere. At de høje opsparingskvoter skulle være udtryk for en særlig asiatisk mentalitet, blev modsagt af at mange asiatiske lande der har betalingsbalance underskud. Ganges mente at den japanske betalingsbalance efterhånden ville blive forværret. Dette var dels begrundet i at den demografiske udvikling med flere ældre ville reducere opsparingskvoten, dels vil flere ældre betyde et skift i den indenlandske efterspørgsel fra tradeabel goods over mod non-tradeabel goods (service) hvilket kan mindske den japanske eksport.

*Papirer:*

"North-America: Summary", LR Klein, University of Pennsylvania

"Japan: Summary", Chikashi Moriguchi, Osaka University

"The Future of Japans Trades Surplus", B Ganges og FG Adams, Northeastern University and University of Hawaii.

## Session 4. Europa.

*Dramais:* Fortalte at væksten i EU i 1998 ville blive 2.8%. Krisen i Asien var meget vigtigere for EU end Rusland. Spørgsmålet var hvad EU skal gøre hvis krisen fortsætter, en mulighed var en rentenedsættelse, timingen var dog dårlig i forhold til ECB.

*Gavrilenko:*

Den nuværende krise i Rusland var initieret af en faldende oliepris. Regeringen var nu under pres fra både IMF og fra regionerne fordi der ikke var udbetalt løn i månedsvis. Det var et problem med skattebetalingerne at det kun var ca. 10 % af befolkningen der bidrog og det betød at bla. udlændinge var eftertragtet skattebytte. Det blev diskuteret hvad man skulle gøre i den nuværende situation. En af de ting man ikke skulle gøre var at annoncere nye tiltag som ikke var bindende, idet markedet reagerede med det samme og gjorde ondt værre. Det var nødvendigt med en budget restriktion på de offentlige budgetter ellers ville det føre til "value destruction" (formentlig over inflationen) og heller ikke nogen forøgelse af pengemængden. Endvidere skulle rublen midlertidigt være flydende, da der ikke var nogen autoritet tilbage hvormed man kunne føre en fastkurspolitik. Man skulle dog, når den politiske autoritet engang var genoprettet, have et currency board (!?), med en fast kurs overfor dollaren. Endvidere skulle de krak truede banker ikke støttes (no bail out) men derimod skulle banksystemet liberaliseres. Det forventedes at russerne havde mere tiltro til udenlandske banker end deres egne.

*Boone:*

Udgangspunktet var at i forbindelse med indtrædelse i ØMU'en skal inflationsraterne i EU konvergere. Omkostningerne i form af øget arbejdsløshed ved inflationsreduktion var forskellig fra land til land og det var emnet for Boones papir. Metoden bestod i at estimere VAR modeller for hvert enkelt land og sammenligne. Det blev konkluderet at de såkaldte sacrifice ratios afhang af niveauet for inflationen, omkostningerne ved at reducere arbejdsløsheden var altså højere ved lav inflation end ved høj inflation. Frankrig stod ud som et land med særlig høje sacrifice-ratios. Hvilket økonomisk-politisk var meget uheldigt.

VAR metoden blev kritiseret for at være uegnet til denne slags sammenligninger bla. fordi man ikke kunne identificere parametrene.

*Papirer:*

"The Russian Economy: Analysis and Perspectives", E. Gavrilenkov, Bureau of Economic Analysis, Moscow.

"Sacrifice Ratios in Europe: A Comparison", Boone og Mojon, CEPII, Paris

**Session 5 EMU.**

*Barrel:* Problemstillingen i papiret var om den forestående fastlåsning af valutakurser i ØMU'en havde langsigtede konsekvenser. I en putty-putty teknologi har valutakursen ikke langsigtede konsekvenser for arbejdsløshed og output . Det har den imidlertid i nyere handelsteori (det hedder noget så sjovt som baked clay hills of putty clay). Især betydningen af udenlandske direkte investeringer (FDI) spiller en rolle, og hvis disse midlertidigt reduceres kan det pga. irreversibilitet betyde permanent output tab. Eksemplet var Boeing i

Seattle hvor stigende skalaafkast og kumulerede fordele har gjort virksomheden næsten umulig at konkurrere med. Der var altså grund til stor forsigtighed for de enkelte lande når man valgte den valutakurs man ville fastlåse i ØMU'en.

*Janssen:* Underholdt om et Monetary Condition Index" som er en særlig pengepolitisk regel bla. benyttet i Bank of Canada. Konklusionen var at det var uegnet som pengepolitisk regel.

*Papirer:*

"Real Exchange Rates, Agglomeration and Irreversibilities: FDI and Macro-Policy in EMU", R. Barrel NIESR, London

"Problems of Monetary and Fiscal Policy in the Transition to EMU", H Gluck og S Schleicher, Austrian National Bank og University of Graz.

"Understanding a Monetary Condition Index", E Jansen, Bank of Norway, Oslo.

### **Session 6 Latin-Amerika og Brasilien.**

Mexico: Ingen negativ effekt i efterspørgsel men på aktiemarkedet og forventningerne.

Brasilien: De spekulative angreb havde nu ført til at renten var på 43%. Aktiemarkedet var faldet 40% men værst var at Brasilien har en stor offentlig gæld i index obligationer, denne var nu ved at eksplodere. Der var to muligheder enten store finanspolitiske stramninger eller en devaluering.

*Papirer:*

"Fiscal Federalism in Brazil", F Rezende, IPEA, Brasilia.

### **Session 7. Finansiell liberalisering og internationalt monetært system.**

*Pauly:* Han var især optaget af hvorfor ingen havde forudset de seneste års valutakriser og hvad advarsels tegnene var. Fællesnævneren var en overvurderet valutakurs, overdreven indenlandsk finansiell långivning og store betalingsbalance underskud. Endvidere forekom kriserne oftest når de store lande havde en lav rente og i forbindelse med finansiell liberalisering. Spredningen af kriserne skyldtes manglen på kapitalmarkeds kontrol. Det var væsentligt at få belyst hvad tab og gevinster var ved kapitalmarkeds liberaliseringer.

*Rocha:* Mente man kunne måle sandsynligheden for kollaps vha. optioner og deres risiko på det underliggende aktiv på forward markedet.

### **Session 8. Vækst, udvikling og indkomstfordeling.**

*D'Adda:* Han havde forsøgt at afklare om OECD landene kunne beskrives vha. endogene vækst modeller, det var fx. ikke tilfældet for Danmarks vedkommende.

*Papirer:*

"Growth and equity": The Asian Experience", A Islam, ESCAP, Bangkok.

"Growth and Capital Accumulation within a Group of OECD Countries", D'Adda og Scoro, University of Bologna, Bologna.

### **Session 9. Kvinder, mænd og arbejdsmarked.**

*Papirer:*

"Male and Female Labor Supply in the Hickmann-Coen Model", B Hickmann og B Coen, Stanford University and Northwestern University.

"Gender Dimensions of the Labor market in LINK Countries and Models", D Ironmonger, University Melbourne.

### **Session 10. Modelling.**

*Papirer:*

"On the Practical Identification of Co-integrated Systems with Application to UK Wage and Price settings", S Hall, Imperial College, London.

"Forecasting the Stage og Business Cycle", Ullrich Heilemann H Josef, RWI, Essen.

"The impact of News on the Lira Exchange and Long Term Interest Rates", Tivegna Fornari, Bank of Italy, Rome.

### **Session 11. Link Developments and Business meeting.**

Tre emner ville blive taget op i LINK: global indkomst ulighed (på Norges initiativ), ØMU's betydning for modelleringen af de nationale modeller, og et forsøg på at etablere country risk indicators i forbindelse med valutakriser. Muligvis ville disse emner blive taget op ved selvstændige konferencer.



## **Afslutning**

Jeg fik mest talt med de øvrige skandinaver, der var repræsentanter fra alle de nordiske lande, på konferencen. Til dem der gad høre om det underholdt jeg om hvordan vi, som de første i EU, havde fået vores model over på det nye nationalregnskab på 3/4 år. Repræsentanterne fra Norge (især Mette R) og Brasilien (Jorge) var (dog) interesseret. I Norge fordi det åbenbart havde taget meget længere tid da man her havde satset på en egentlig omestimering, men havde været forhindret af vedvarende revisioner af tallene (i endelige år). Repræsentanten fra Brasilien var meget interesseret i vores erfaringer da de skulle i gang med det samme projekt som vi nu havde afsluttet.