

2015 IGE/Samsung Electronics Global Business Forum

혼돈의 아시아 경제, 어디로 가는가

The Emerging New Asian Economic Disorder :
Fault Lines, Fissures, Fractures, and Failures

David L. Asher

IGE/Samsung Electronics Global Business Forum

David L. Asher 미국 Vital Financial 금융대표 초청 특별강연

혼돈의 아시아 경제, 어디로 가는가

2015년 9월 11일(금) 롯데호텔 2층 에메랄드룸



데이비드 애셔(David L. Asher) 미국 Vital Financial/Vital Venture Capital 대표

일본 경제 안보 전문가. 신미국안보센터(Center for a New American Security, CNAS) 선임연구위원으로, 동아시아 경제와 안보 연구를 총괄함. 2001년에서 2005년까지 미 국무부 동아태 지역 상임자문을 역임. 리처드 아미티지(Richard Armitage) 전 미 국방부부장관과 조셉 나이(Joseph S. Nye) 하버드대 석좌교수의 “미일 연맹에 관한 아미티지-나이 보고서 (Armitage-Nye report)를 공동 집필함.

혼돈의 아시아 경제, 어디로 가는가¹⁾

데이비드 애셔 (David L. Asher)

미국 Vital Financial/Vital Venture Capital 대표

신미국안보센터(Center for a New American Security) 선임연구위원

우리에게 필요한 한 가지는 ‘생각할 수 없는 것’을 생각해야 한다는 것입니다. 한국에서 상상조차 할 수 없는 것들 중 하나는 북한에서 일어나는 문제일 것입니다. 그러나 한국은 아시아 금융위기(Asian financial crisis)라는 이전에는 상상조차 하지 못할 일을 겪었습니다. 그 누구도 그 정도로 심각한 위기가 일어날 줄은 몰랐을 것입니다. 여러 나라의 금융시장과 경제, 정치, 그리고 전략에서 나타나는 특징을 볼 때, 양상은 다르지만 더욱 복잡하고 괴로운 상황이 발생할 가능성이 보입니다. 사실 한국이 반드시 손해를 보는 상황이라고 할 수는 없습니다. 한국이 미리 전략적으로 생각하지 않으면 문제가 된다는 것입

1) 본 글은 2015년 9월 11일 개최된 “IGE 저명인사강연포럼”에서 데이비드 애셔 박사의 강연한 내용을 녹취하여 정리·번역한 것으로 연사의 개인 의견을 밝히려는 취지입니다.

니다. 국내의 경제부진으로 인해 조용한 행보를 보이고 있는 많은 나라들이 더 중요한 역할을 해줘야 할 때입니다. 이것들은 단층선이입니다. 단층선이란 지진이 일어날 때 생기는 것입니다. 틈새는 구멍이고, 균열은 무엇인가 부서졌을 때 나타납니다. 실패는 어떤 것인지 여러분도 잘 아실 겁니다.

저는 아시아의 새로운 경제 혼란을 예상합니다. 다만, 한 가지 말씀드리고 싶은 것은 어느 누구도 대변하지 않고 지극히 개인적인 견해를 사려 깊게 말씀드리고 있다는 것입니다. 제 계산 및 다른 경제학자들의 계산에 따르면 오늘날 중국의 경제 성장률은 3% 이하입니다. 사실, 3%도 낙관적입니다. 게다가 국제통화기금(IMF) 분석에 따르면 위안화(Renminbi, RMB)는 20~25% 이상 과대평가되어 있습니다. 중국이 막대한 외환을 쌓아두고 있지만 앞으로 국제수지는 압박받게 될 것입니다. 통화 재평가(revaluation)가 없더라도 중국 정부가 이 정도 수준으로 통화를 계속 보호한다면 보유고가 떨어지기 시작할 것입니다. 한 가지 지적하자면, 중국이 투자에 있어 외환보유고를 담보물로 활용한다는 것입니다. 그러므로 중국은 은행에 돈이 없어도 필요할 때 언제든지 개입할 수 있습니다. 중국의 그런 구조를 이해하는 것은 참으로 어렵습니다. 중국 내부에서 발생하는 무질서가 한국을 포함한 신흥시장과 개도국시장의 무역에 좋지 않은 영향을 미치고 있는 것은 확실합니다.

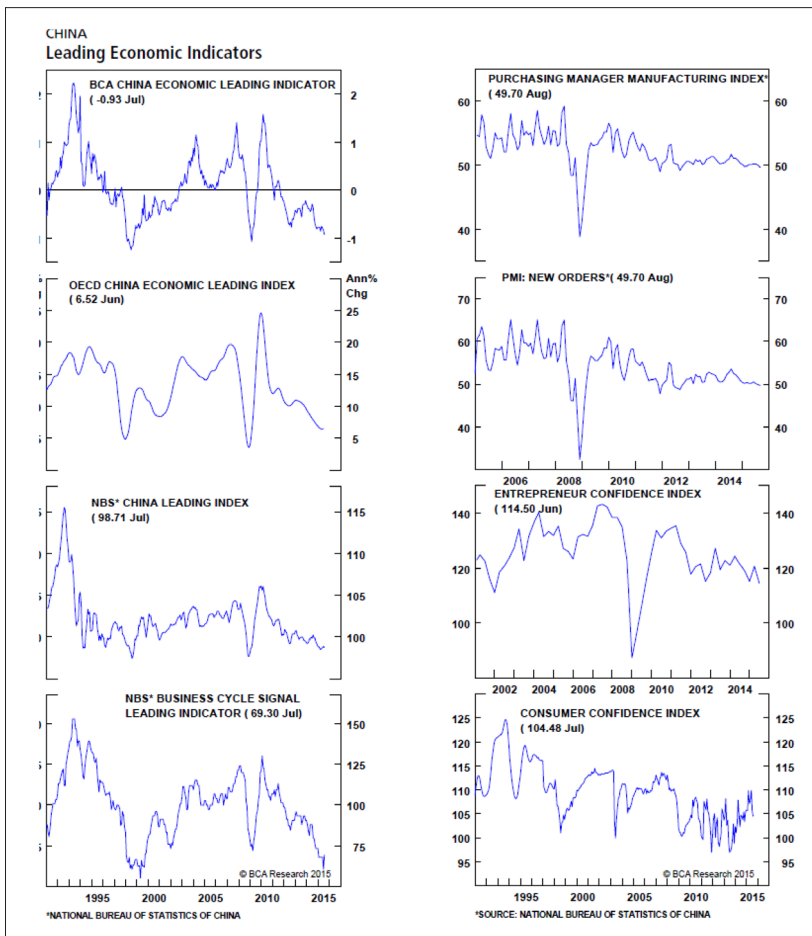
저는 국제 원자재와 원유를 매우 공격적으로 매도하고 있습니다. 9개월 동안 원유를 계속 매도하고 있는데, 많은 수익을 올렸습니다. 몇

출 이유가 없습니다. 저는 시장이 다시 더 크게 떨어질 것에 대비하여 계획을 세우고 있습니다. 이렇게 된 원인 중 하나가 지정학적 요인입니다. 다시 말해, 이란과 사우디아라비아에서 일어나고 있는 현 상황 때문입니다. 문제는 중국에서 통화를 다시 팽창하고 다른 국가에서 그동안 행동보다 말이 앞섰던 구조조정을 이행하고 자유무역을 확대하지 않으면 아시아의 새로운 경제 혼란이 바로 아시아 경제위기로 이어질 수 있다는 것입니다. 환태평양경제동반자협정(TPP)은 아주 중요합니다. 분열을 향해 가고 있는 이 시점에서 TPP는 분열을 촉진하기보다는 더 큰 통합에 대한 기대를 창출할 것이기 때문입니다.

게다가 중국의 경제위기는 경제에 대한 문제라기보다는 공산당의 문제입니다. 자본과 노동의 대결인데, 중국의 경우에는 자본이 공산당이고 노동이 인민을 상징한다는 점이 다릅니다. 그러므로 중국에 게 매우 흥미로운 상황입니다. 중국의 엘리트 계층과 자본주의자, 중상주의자가 모두 공산주의자들입니다. 시진핑 주석이 그가 발표한 것처럼 경제 전략을 바꾸지 않고 지금까지의 궤도에 기반한다면 중국은 훨씬 더 국수주의적이고, 중상주의적이고, 팽창주의적이 될 것입니다. 그래서 중국이 온갖 무기를 자랑하는 것입니다. 중국은 평화에 관해 그들이 원하는 모든 것을 말할 수 있을 것입니다. 그러나 저는 믿지 않습니다. 아시아의 경제·정치적 혼란은 헤게모니, 정치, 군사력 그리고 경제 안정의 전반적인 위축이 일부 원인입니다. 저는 미국이 여기에 일조했다고 생각합니다.

이 도표는 리커창지수(Li Keqiang Index)입니다. 총리가 되기 전, 리

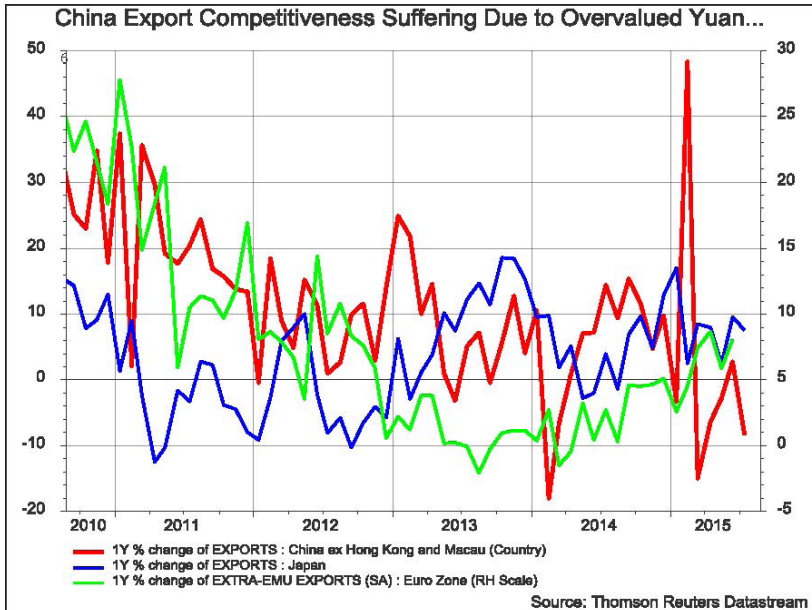
커창 총리는 중국의 공식 GDP 통계를 별로 신뢰하지 않는다고 말했습니다. 대신 전력사용량, 철도화물운송량 그리고 은행신규대출을 보는 것을 선호했습니다. 그래서 우리는 적절한 가중치와 계절적 요인을 고려하여 이 변수들로 자체적인 중국 모멘텀지표(China Momentum Indicators)를 작성했습니다. 이 지수에 따르면 중국의 성장률은 3%입니다.



중국 국가통계국에서 발표한 통계를 포함한 중국 자체 통계에 기초한 모든 선행지표가 얼마나 낮은지 보십시오. 선행지표들은 1997~1998년과 2007~2009년 위기 수준입니다. 정확히 그때와 같은 방향으로 나아가고 있습니다. 이것은 중국의 데이터입니다. 구매관리자지수(Purchasing Managers' Index, PMI)를 좀 더 낙관적으로 볼 수 있겠습니다. 그러나 문제는 중국의 재고 누적이 급등하고 있다는 것입니다. 그래서 몇몇의 수출 통계가 엄청난 변동성을 보이는 것입니다. 근본적으로 중국은 덤핑을 하고 있고, 조만간 미국 의회에서 큰 문제가 될 것입니다. 소비자신뢰지수(Consumer Confidence Index, CCI)는 유지되고 있지만 사람들이 일자리를 잃기 시작하면 자신감도 잃기 시작할 것입니다.

중국은 통화정책으로 인해 존재의 위기를 겪게 되었습니다. 사람들은 달러가 강세를 보인다고 말하고 있습니다. 그러나 인민폐가 지난 5년간 얼마나 강세를 보였는지 보십시오. 중국 당국은 왜 이렇게까지 통화 가치가 오르도록 내버려두었을까요? 저는 그들이 오만해져 경제력에 대해 매우 자신하게 되었기 때문이라고 생각합니다. 중국은 그들이 세계최대 규모의 새로운 경제 강국이라고 생각했습니다. 저우 샹오환 중국인민은행 총재가 개략적으로 설명하였듯이, 중국은 위안화가 아시아의 통화에 절대적 영향력을 행사하기를 원합니다. 중국이 주도하는 아시아인프라투자은행(Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB)를 통해 위안화가 강력한 힘을 행사하기를 바랍니다. 제 생각에 이들은 곧 악몽으로 변할 꿈속에 살고 있는 듯 보입니다.

중국인들은 현재 자국 통화가 상당히 과대평가되었다고 주장할 것입니다. 저는 그 부분에 관해 중국인들과 논의를 하기도 했습니다. 아래 슬라이드를 객관적으로 살펴보겠습니다.



이런 식으로 통계가 널뛰 할 때는 대량의 철강이나 알루미늄을 시장에 쏟아 붓고 있는 것입니다. 중국의 평가절하 이후 위안화 트레이딩 밴드(trading band)가 2014년 3월부터 2% 상향 조정되었습니다. 상하이 증권시장이 하락하기 시작함에 따라 중국의 자본 유출이 증가하기 시작했습니다. 자본 유출이 폭포처럼 일어났습니다. 대규모 예금인출 사태에 직면하고 있기 때문에 이 정도 통화 수준은 절대 유지할 수 없다

고 생각합니다. 많은 중국 업체가 수입·수출용 가짜 기업을 만들고 있습니다. 그들은 싱가포르 등지에서 물건을 사들이고 있지만 제가 알기로는 실제로 아무것도 구매하지 않는다고 합니다. 그들은 그저 싱가포르나 심지어 한국 같은 곳에 자본을 수출할 뿐입니다. 중국으로 수입하는 청구서를 위조해서 돈을 빼내고 있습니다. 그래서 위안화 외환보유고가 엄청나게 줄어들고 있습니다. 매우 극단적인 상황입니다. 무언가가 이런 식으로 1개월 이내에 크게 하락한다고 생각해 보십시오. 970억 달러가 사라진다고 생각하면 심각한 상황입니다. 문제는 과연 A 주식(위안화로 거래되는 중국 증시의 내국인 투자 전용 주식)이 유지될 수 있을까 하는 것입니다. 그들은 여러 가지 방식으로 시장의 거래를 금지하였습니다. 과거 일본이 했던 것처럼 단순히 가격 유지를 위한 정책이 아닙니다. 반면 중국은 자본주의적 공산주의 경제임에도 불구하고 자본주의에 의해 위협받고 있습니다. 이런 모순은 현재 상황을 이해하는 데 매우 중요합니다.

중국의 위안화 평가절하는 모건스탠리의 신흥시장지수(Morgan Stanley Capital International Emerging Markets Index, MSCI)의 붕괴를 주도했습니다. 1997~98년 이후로는 보지 못했던 수준의 완벽한 붕괴입니다. 코스피(KOSPI)와 동경주가지수(TOPIX)와 비교하면 상하이 주식거래소는 1년 전부터 후퇴하기 시작했습니다. 작년 3월 초부터 중국 정부는 경제적 침체를 겪기 시작했습니다. 기본적으로 상하이 주식에서 어마어마한 양의 차입(leverage)을 허용하여 일종의 금융 버블을 만들기로 했습니다. 한국이 중국시장에 매우 통합된 수출국이기

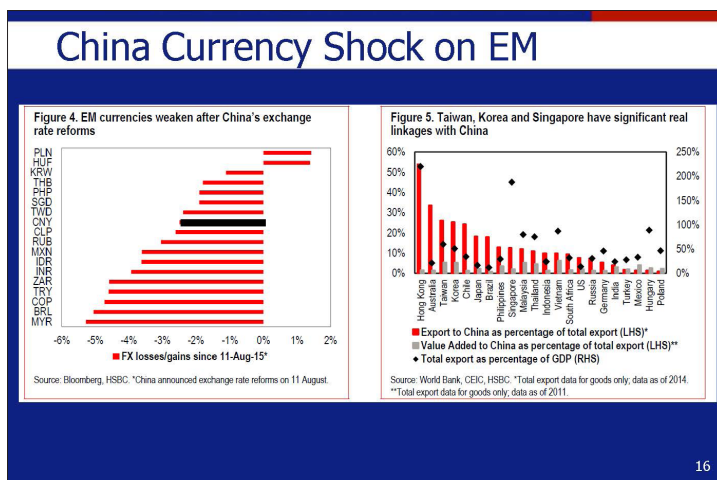
때문에 위안화와 원화는 일종의 경쟁 상태입니다. 이는 정책에도 반영되었습니다. 한국을 비난하지는 않습니다. 하지만 중국이 10월에 통화를 조정한다면 원화가 25% 하락할텐데 한국이 감당할 준비가 되어 있습니까? 한국과 중국 경제가 함께 움직이기 때문에 대책을 강구하기 시작해야 합니다.

중국에 대한 한국의 수출을 자세히 살펴보겠습니다. 기본적으로 한국 경제는 좋은 싫든 중국의 수요에 따라 좌우됩니다. 그동안 중국 경제는 매 10년마다 GDP가 두 배로 증가했습니다. 문제는 지금은 그렇지 못하다는 것입니다. 사실, 중국으로부터의 수입 규모가 하락하고 있습니다. 신흥시장 전체에 걸쳐 중국으로부터의 수입 규모가 하락하고 있습니다. 나쁜 선행지표입니다. 제가 선행지표로 주의 깊게 살펴보는 신흥시장 은행주는 2008년 금융위기 이후 가장 빠른 속도로 하락하고 있습니다. 속도만이 아닙니다. 1997~98년 금융위기와 다른 점은 신흥시장, 특히 아시아에서 민간 부문과 기업의 부채가 급증하고 있다는 것입니다. 대부분은 대규모 건설 사업 때문입니다. 한국 철강업체는 인도네시아 철강 공장을 건설하고 있고, 호주에서는 수많은 광산 프로젝트가 진행되고 있습니다. 이런 사업과 연관된 차입의 규모는 놀라울 정도입니다. 30조 달러가 넘습니다.

사람들이 아시아 금융위기와 신흥시장의 위기가 세계 경제에 영향을 미칠 것인지 묻습니다. 당연합니다! 보다시피 신흥시장의 시장 자본화가 실제로 붕괴하고 있습니다. 흥미로운 점은 개도국 시장이 증가하고 있다는 것입니다. 여기서 문제는 미국의 리더십 하에, 특

히 오바마 정권 말기에 이 문제에 다시 직면해야 한다는 것입니다. 1997~98년 미국경제는 평균 4.4% 성장했습니다. 주가는 훨씬 높이 올라갔고, 인플레이션은 하락했습니다. 휘발유 가격이 붕괴해서 소비가 늘어났습니다. 사람들은 미친 듯이 차를 몰았고, 인터넷 주식을 매입하고 두 번째 집을 구매했습니다. 미국은 실제로 아시아 금융위기의 책임을 지지 않았습니다.

중국의 실질 GDP가 하락하고 있지만 미국의 가계부채도 하락하고 있습니다. 흥미로운 점은 중국이 의지할 최후 소비자는 미국이라는 것입니다. 그러나 미국 소비자는 허리띠를 졸라매고 굉장히 보수적이 되었습니다. 2008년 위기로 인해 그들의 행동이 근본적으로 바뀌었습니다. 그로 인해 경제가 사람들이 바라는 만큼 빠르게 성장하지 않는 것입니다. 어떻게 보면 좋은 일입니다. 인플레이션이 없기 때문입니다. 완전고용 상태입니다. 신흥시장 통화는 매우 큰 영향을 받고 있습니다. 이 그래프는 2015년 8월 11일 이후 환율 손실과 이익입니다.



기본적으로 신흥시장 평균 통화거래 가치는 약 4% 감소하였고, 이는 중국 통화와 일치합니다. 그러나 모두 타격을 입었습니다. 호주의 전체 수출 중 대중국 수출 비중이 30%가 넘습니다. 대만의 경우는 20% 정도이고 한국은 20%가 넘습니다. 그러나 대중국 수출의 부가 가치 비중은 GDP 비중보다 훨씬 적습니다. 호주는 9%, 대만은 15%, 그리고 한국은 14% 정도입니다. 한국에서 생산되는 많은 것들은 중국에 수입됩니다. 그러나 중국이 가장 많이 수입하는 것은 한국제품이 아닌 신흥시장의 소재입니다. 에너지는 또 다릅니다. 에너지는 중동과 동남아시아에서 수입합니다.

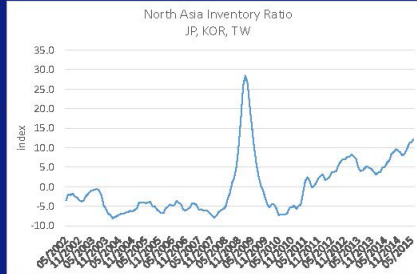
중요한 것은 세계 경제가 중국에 많은 영향을 미치고 중국도 세계 경제에 많은 영향을 미친다는 것입니다. 전혀 고립되어 있지 않습니다. 그래서 우리는 매우 불안한 흐름을 보게 됩니다. 일본을 제외한 아시아의 수출 증가율이 매우 빠른 속도로 하락하고 있습니다. 아시아 금융위기 이후 가장 빠른 속도입니다. 수출 규모는 절대적인 수출 단계에 들어섰습니다. 세계무역 시스템이 아직 2008년 위기에서 회복되지 못했기 때문에, 이는 특히나 문제입니다. 세계 무역량이 여전히 위기 이전 수준의 12~13%를 밑돌고 있습니다. 저라면 이런 현상을 염려하겠습니다. 왜냐하면 이런 현상을 현재 데이터뿐만 아니라 과거 역사와 어떻게 맞아 떨어지는지 말씀드릴 것이기 때문입니다.

확실히 가장 빠르게 가격이 오르는 품목 중 하나는 광물 연료입니다. 여러 산업에서 엄청난 파산이 일어날 텐데, 그중 하나가 가스과 석유 산업입니다. 가장 신경이 쓰이는 부분은 한국, 일본, 그리고 대

만을 포함한 북아시아의 재고입니다.

Asian Inventory Liquidation (dumping?)

- Asian companies cannot afford to continue holding large inventories of unsold goods.
- However, faced with a weak world trade environment, clearing inventories is proving problematic.



19

2007~08년 수준만큼은 아니지만, 2002년 수준으로 되돌아왔습니다. 1997년 이후로 재고가 이렇게 많이 쌓인 적은 처음입니다. 문제는 이 재고가 어떻게 될 것인지입니다. 대부분이 덤핑될 것입니다. 그래서 TPP가 중요한 것입니다. 이 협정을 체결하지 못하면 견고하고 투명한 세계무역 질서를 갖지 못할 것입니다. 세계무역기구(WTO)의 규칙은 이미 무너졌습니다. WTO는 세계무역에서 점점 관련성이 떨어지고 있습니다. 분쟁해결 메커니즘 전체가 붕괴됐습니다. 사람들이 덤핑을 시작하면 보호무역주의로 이어질 것입니다

The New Asian Financial Crisis will be Driven by Corporate Debt Defaults...

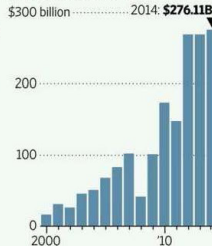
Dollar Damage

The U.S. dollar's surge is hurting companies in emerging markets that borrowed by issuing bonds in dollars instead of the local currency.

U.S. dollar vs. emerging-market currencies



U.S. dollar-denominated corporate bonds issued by year

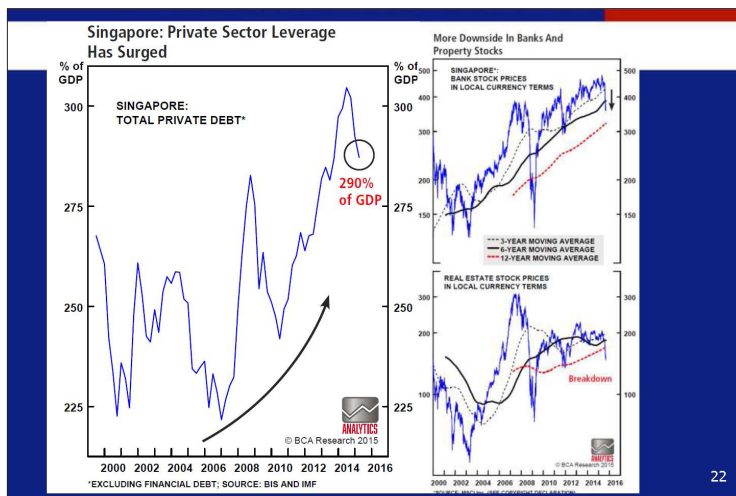


Sources: Federal Reserve Bank of St. Louis (dollar index); Dealogic (corporate bonds)
The Wall Street Journal

20

달러로 표시한 신흥시장 부채는 1997년 수준보다 40% 이상 증가했습니다. 2014년 한해에만 7.4%가 증가하였습니다. 아시아 역사상 최대 규모의 파산으로 기록된 아시아 펄프 앤 페이퍼(Asia Pulp & Paper)는 140억 달러의 채권을 발행하고 파산했습니다. 채권자들이 아시아 펄프 앤 페이퍼의 주가를 통제하지 못하자 중국으로 도피해 많은 자금을 옮겼습니다. 그래서 신흥시장의 채권시장은 영리하지 못했습니다. 많은 사람이 영리하게 채권을 발행했지만 많은 채권이 디폴트로 이어졌습니다. 이 모든 채권을 누가 들고 있을까요? 대부분의 채권은 신용연계채권(Credit Linked Loan, CLL)과 머니마켓펀드(MMF)를 소유하는 기관들이 보유하고 있습니다. 따라서 중국이 기침을 하면 우리는 조류독감에 걸리고 심지어 우리의 은행계좌도 영향을 받는 것입니다. 이 표는 1996년도에 비해서 부채가 얼마나 늘었는지 보여줍니다.

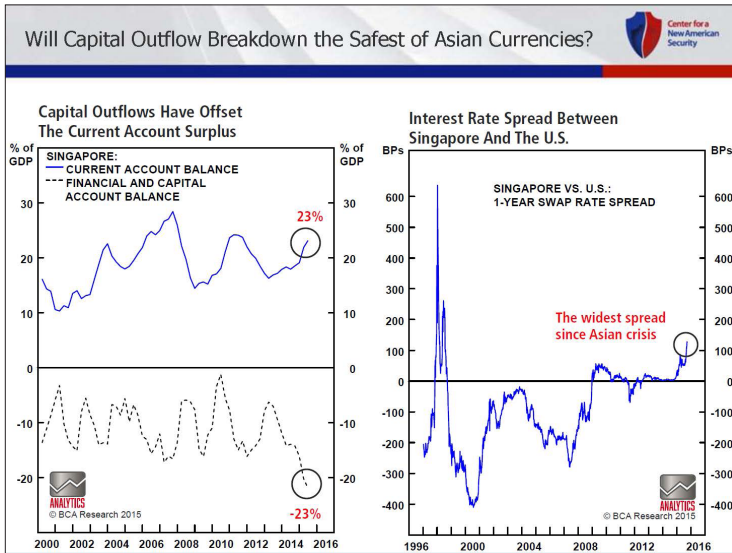
인도네시아는 예외처럼 보이지만 싱가포르 은행 시스템에서 대부분 빌려서 싱가포르에 채권을 발행하기 때문입니다. 싱가포르는 거대한 금융허브가 되었습니다. 싱가포르의 총 민간 부채는 GDP의 290%입니다. 싱가포르 은행 주가도 매우 올라갔습니다. 이 시장이 하락할까요? 싱가포르의 부동산 가격이 떨어지고 있습니다. 모든 사람이 이른바 ‘조세피난처(safe haven)’인 싱가포르와 홍콩에 자금을 넣고 있습니다. 이 시장에는 거품이 끼었습니다. 그동안 동남아시아에서 중요한 역할을 하는 싱가포르는 매우 안정적이었지만 거품에 직면해 있습니다.



22

어째서 전면적인 금융위기로 이어질 수 있다고 생각하느냐고요? 현재의 아시아 국가들은 어마어마한 양의 외환보유고를 축적했습니다만 그 보유고가 매년 극적으로 줄어들고 있습니다. 지금은 마이니

스로 떨어지고 있습니다. 조만간 무언가 바뀌지 않는다면 막대하게 쌓인 외환보유고가 역전되기 시작할 것입니다. 게다가 아시아와 중남미 경제의 신용대출이 여전히 증가하고 있습니다. 일종의 부정적 순환(negative cycle)이 발생하고 있어서 걱정스럽습니다.



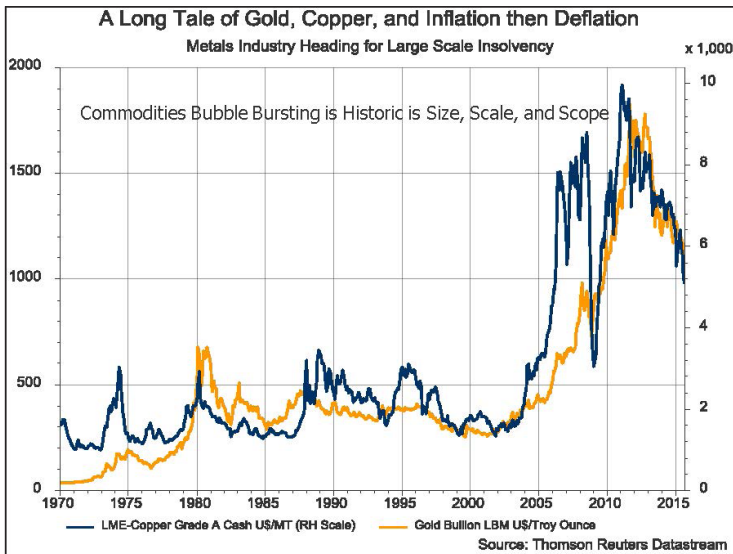
싱가포르의 경우, 경상수지가 23% 정도 됩니다. IMF는 “괜찮다, 문제없다”고 합니다. 금융자본수지에서 자본 유출을 보십시오. GDP의 -23%로, 경상수지 흑자와 정확히 일치합니다. 경상수지 흑자가 아무런 보호책이 될 수 없습니다. 싱가포르 달러와 미국 달러의 1년 스왑 스프레드가 아시아 금융위기 이후 가장 높습니다. 1997년 외환 위기 수준보다 더 올라갈 수 있을까요? 이 정도 수준으로 통화 유출이 지속되면 분명 그렇게 될 것입니다. 싱가포르는 중국과 똑같이 통

화를 관리하고 있지만, 언젠가 한계가 오기 마련입니다.

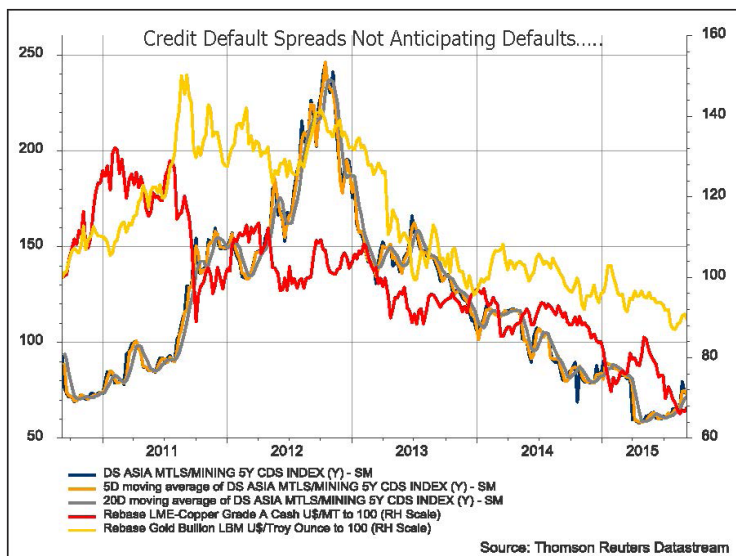
한계를 맞이하는 것 중의 하나는 대량의 원유 증가입니다. 어떤 차원에서는 원유는 아주 좋은 것입니다. 한국과 같은 나라가 경제 전략을 좀 더 다각화하고 소비자 지향적으로 바뀌야 하는 이유가 많이 있습니다. 원유 가격은 붕괴하고 있고 이런 흐름은 막을 수 없습니다. 그 이유는 정치 때문입니다. 이란은 사우디아라비아와 예멘을 위협하고 있습니다. 사우디아라비아는 그 보복으로 원유를 시장에 들이붓고 있습니다. 원유 전쟁이자 경제 전쟁입니다. 전에도 경제 전쟁이 발발한 적이 있었습니다. 2011년과 2012년, 사우디아라비아는 이란에 제재를 가하고 핵 프로그램에 압력을 가하기 위해 시장에 원유를 대량 공급했고 원유 가격이 무너졌습니다. 이라크에서 원유 생산이 엄청나게 늘었고, 사우디아라비아에서도 생산이 급증했습니다. 동시에 경질유(LTO) 생산, 즉 미국의 셰일 오일 생산이 치솟았습니다. 제 생각엔 모든 미국 셰일 오일 생산자의 50~60%가 내년 초면 파산할 것으로 보입니다. 그렇다고 해서 셰일 오일 생산을 멈추지도 않을 것입니다. 이들은 주요 생산자가 아닙니다. 이들은 주로 많은 자금을 빌려서 부채가 매우 높은 중소기업들입니다. 저는 예전에 미국 셰일 오일 생산 업체에 자금을 빌려준 적이 있습니다. 이들이 파산하면 채권을 쥐고 있는 저와 같은 사람들이 담보를 압류하고 유전에서 최대한 많은 오일을 시추할 것입니다. 그러므로 전체 공급은 줄어들지 않습니다. 엄청난 가격 하락이 일어날 것으로 전망됩니다. 올해 말에 브렌트유는 35달러, WTI는 25달러가 될 것으로 믿습니다. 미국, 한국, 그리고 일

본의 휘발유 가격이 역사상 최저치를 기록할 것입니다. 중국에서 규제가 완화된다면 중국 역시 휘발유 가격이 최저치로 떨어질 것입니다. 이 점에서 그런 흐름을 소비자에게 돌린다면 아주 좋은 효과를 볼 수 있습니다. 사실, 많은 산업 생산업체나 화학 산업을 비롯한 많은 사람이 이익을 볼 수 있습니다. 그러나 주요 원유 사업체를 비롯하여 원유 부문에 신용을 빌려준 사람들은 파산할 것입니다. 그들의 주식에서 몇몇 종류의 문제를 야기할 조짐이 보입니다.

원자재 순환을 보십시오. 이것은 금과 구리의 호황과 불황을 나타냅니다. 1970년대, 80년대, 90년대의 호황과 불황에서 가격 수준을 보여줍니다. 현재의 순환은 지속되지 않을 것입니다. 가격이 하락하면 호주의 금 산업이 살아남을 수 있을까요? 그렇지 않을 것입니다. 누가 인수한다면야 살아남을 수 있을 것입니다.



문제는 신용파산 스프레드(Credit Default Spread)입니다. 아시아 금속생산업체의 신용파산 스프레드를 나타냅니다. 2012~13년에는 부도 수준이 훨씬 더 높았습니다. 지금은 지극히 낮습니다. 시장에서 제대로 평가하지 못하고 있는 것입니다. 심지어 중국, 말레이시아, 인도네시아 같이 신용부도 위험이 아주 높은 아시아 국가들의 신용부도 스프레드는 5년 대출 금리보다 약 240% 높습니다. 솔직히 말해서 말레이시아의 부도 가능성은 그 두 배는 될 것입니다. 신용부도 시장은 아직 성숙하지 못해서 정확한 예측 지표를 제시하지 못합니다. 예측하지 못 할뿐더러 시장가격이 잘못 매겨져 있습니다. 신용등급이 더 정확합니다. 신용등급은 확실히 부정적인 방향으로 나아가고 있습니다. 상향보다 하향이 더 많이 일어나고 있습니다.



이것이 전략적 관점에서 왜 중요할까요? 몇 년 전에 발표된 CIA 국
가정보위원회(National Intelligence Council) 보고서에 의하면 “중국과 인
도 및 다른 나라가 부상하면서 세계적인 다극체제가 나타나고 있다.
기업, 부족, 종교 조직, 심지어 범죄 네트워크에 이르기까지 비국가
활동이 증가할 것이다. 2025년까지 인구가 12억이 더 늘어나면서 경
제 성장이 지속되면 에너지, 식량, 수자원에 압박이 가해질 것이다.
이런 압력은 경제가 성장하든 안하든 인구가 늘어나면 발생할 수밖에
없다. 그러므로 경제 성장이 필요조건은 아니다. 경제가 성장하지 않
는다면 압력이 더 강해질 것입니다. 범중동 지역에서 급격한 변화가
일어나고 살상 능력이 확산되면서 갈등이 발생할 가능성이 커질 것
이다.”라고 언급하고 있습니다.

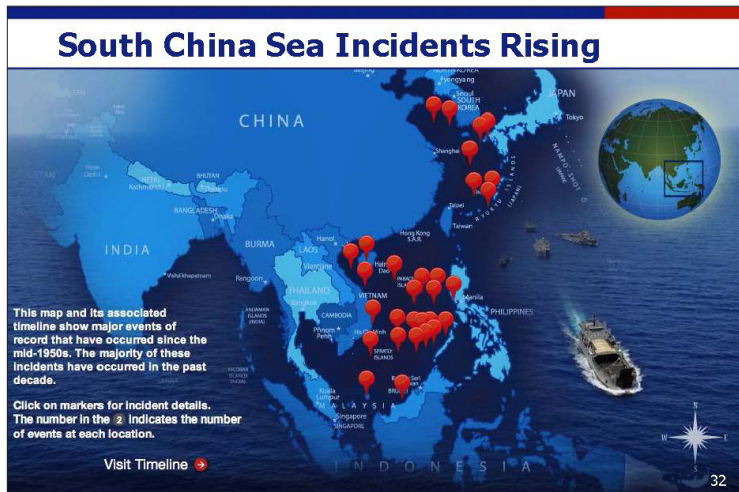
2025: Shifting Global Landscape Relative Certainties	Likely Impact
<ul style="list-style-type: none"> A global multipolar system is emerging with the rise of China, India, and others. The relative power of non-state actors - businesses, tribes, religious organizations, and even criminal networks—also will increase. Continued economic growth—coupled with 1.2 billion more people by 2025—will put pressure on energy, food, and water resources. The potential for conflict will increase owing to rapid changes in parts of the greater Middle East and the spread of lethal capabilities. 	<ul style="list-style-type: none"> By 2025 a single “international community” composed of nation-states will no longer exist. Power will be more dispersed with the newer players bringing new rules of the game while risks will increase that the traditional Western alliances will weaken. Rather than emulating Western models of political and economic development, more countries may be attracted to China’s alternative development model. Shrinking economic and military capabilities may force the US into a difficult set of tradeoffs between domestic versus foreign policy priorities. Unless employment conditions change dramatically in parlous youth-bulge states such as Afghanistan, Nigeria, Pakistan, and Yemen, these countries will remain ripe for continued instability and state failure. The need for the US to act as regional balancer in the Middle East will increase, although other outside powers—Russia, China and India—will play greater roles than today.

Source: US National Intelligence Council 30

지금 중동에서는 살상 능력이 믿을 수 없을 정도로 확산되었습니다. “2025년에는 민족 국가들로 구성된 단일 ‘국제사회’가 더 이상 존재하지 않을 것이다. 새로운 세력이 게임에 새로운 규칙을 도입하면서 권력이 더욱 분산되고, 전통적 서방 동맹이 약화될 위험이 증가한다.” 솔직히 한미동맹이 상당히 나쁜 상황이고 악화되고 있다고 생각합니다. “경제·군사적 영향력이 축소되면서 미국은 국내정책 우선순위와 외교정책 우선순위 사이의 난해한 이해상충을 피하지 못할 수도 있다. 미국이 중동에서 지역적 균형추 역할을 해야 할 필요성이 증가하는 한편, 러시아와 중국, 인도와 같은 외부 세력의 역할도 현재보다 더욱 커질 것이다.”

이 보고서는 오늘날 아시아의 정세를 간과하고 있습니다. 현재 아시아에서 중국은 경제 호황을 누리는 것뿐만이 아닙니다. 중국 국방비 지출이 급증했습니다. 중국은 현상을 유지하려는 국가가 아닙니다. 중국은 미국이 카리브해 지역을 지배했듯이, 남중국해를 지배하고자 합니다. 마치 먼로주의(Monroe Doctrine)를 표방하는 듯합니다. 그래서 그들은 일본에게 승리한 기념으로 9월 3일 퍼레이드를 한 것입니다. 군인들이 몇 걸음을 걸었는지 아십니까? 121 걸음입니다. 121년 전에 청일 전쟁이 끝났습니다. 누가 전쟁에 패배했습니까? 중국입니다. 중국이 보내는 메시지는 무엇일까요? 중국은 청일전쟁 이전에 존재했던 세계로 역사를 되돌리고자 합니다. 저는 그 점이 상당히 걱정스럽습니다. 매년 남중국해에서 얼마나 많은 사건이 일어나는지 보십시오. 이 도표는 2년 반 전에 작성한 것입니다. 중국 해안경비대나

해군 군함이 다른 지역 군함과 일으키는 해양 충돌을 나타내는 빨간 점이 더 많아 지고 있습니다.



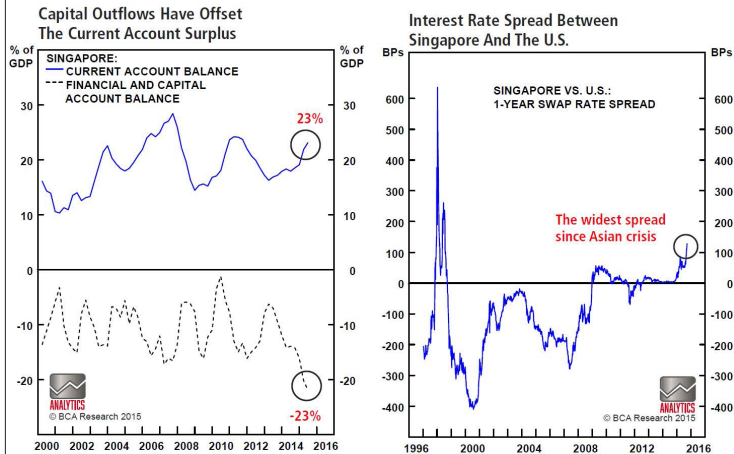
중국은 산호초 모양의 인공 섬을 만들고 있습니다. 부함장인 해리 해리스(Harry Harris) 제독은 이 섬을 “모래로 된 만리장성(Great Wall of Sand)”이라고 부릅니다. 제가 대만에 있었다면 매우 걱정스러울 것입니다. 중국 공산당의 중요한 기념일이 있는 2017년이 다가오면 아주 걱정스러울 것입니다.



이 시설이 2년 이내에 완전한 군사 시설로 완공될 것이 걱정스럽습니다. 중국이 완성할 수 있다고 생각합니다. 그렇지 않으면 여기에 이렇게 큰돈을 쏟아 부을 이유가 없습니다. 중국 경제가 둔화되면서 중국의 중상주의적이고 제국주의적인 측면이 나오고 있기 때문에 건설하는 것입니다. 그리고 그들이 무엇을 우리에게 보여주고 있는지 보십시오. 그들은 미사일을 내보이고 있습니다. 이 미사일을 발사하면 항공모함을 파괴할 수 있습니다. 또한, 용산 기지도 파괴할 수 있는 것으로 알고 있습니다. 이 미사일은 극도로 빠르고, 매우 정확하며, 아주 두렵습니다. 그리고 드디어 새로운 폭격기도 보여주었습니다. 핵폭탄을 투하할 수 있고, 거대한 재래식 페이로드(payload)도 투하할 수 있는 데다 연료 재공급도 가능합니다. 미국까지 비행할 수도 있습니다. 중국이 121보를 걷는 열병식을 하면서 무엇을 했을까요? 알래스카 루시안 섬(Lucian Island)으로 소함대 5개를 보내서 우리 영해에

진입했습니다. 지금껏 중국이 보여준 것 중에서 가장 도발적으로 힘을 과시하며 우리 주권을 침해한 것입니다.

게다가 더욱 어리석은 것은 한국을 포함하여 우리 모두에게 가하는 중국의 사이버 공격이 통제를 벗어났다는 것입니다. 중국은 세계의 체제를 마치 그냥 산산조각 낼 수 있는 것처럼 행동하고 있습니다. 사이버 안보가 중요한 이유는 인터넷에서 세상이 운영되기 때문입니다. 세계화와 사이버 무결성(integrity)은 함께 통합되어 있습니다. 사이버 절도, 사이버 간첩 행위, 그리고 로열티 없이 지적재산을 아무런 대가도 주지 않고 훔치는 행위는 자본주의를 약화시킵니다. 공산주의자 혹은 사회주의 체제를 강화하고 싶다면, 그것이 한 방법일 것입니다. 이 문제가 왜 중요할까요? 저는 일본 경제사로 박사 논문을 썼지만 옥스퍼드대학교에서 바빌론까지 거슬러 올라가는 모든 경제사를 공부했습니다. 제1차 세계대전 이전의 유럽은 오늘날 우리가 처한 상황과 유사한 점이 있습니다. 전략적 수준뿐만 아니라 경제적 차원에서도 훌륭한 비유입니다.






제1차 세계대전 이전에 우리는 장기 주기의 균열과 안정된 패권 하에서 힘의 균형을 목도했습니다. 그리고 그 역사는 반복될지도 모릅니다. 무엇이 무너졌을까요? 1953년에서 현재에 이르는 기간 이전 1814년부터 1914년까지는 역사상 가장 긴 번영과 경제적 통합의 시기였습니다. 게다가 CIA에 따르면 경쟁하는 국가들 사이에서 다극체제가 나타날 것입니다. 세계 역사에서 경제적, 정치적, 전략적 다극체제를 모두 포함하여 단 한 번도 다극체제로 안정적으로 전환된 선례가 없습니다. 중국의 말과 행동을 볼 때 아시아에서 군사적 헤게모니를 장악하기 위해 나아가고 있습니다. 반면 미국은 말과 행동이 일치하지 않으면서 힘이 위축되고 있습니다.

아시아로의 회귀(pivot to Asia)라고요? 차라리 아시아로의 철수라고 하는 것이 어떻겠습니까? 우리는 중동을 선호하지 않기 때문에 그곳

에서 빠져 나와 아시아로 오고 싶지만 여전히 중동에서 헤어 나오지 못하고 있습니다. 사이버 범죄와 같은 세계화의 어두운 면이 확장되고 있습니다. 전쟁이 쉬워지고 있고 비대칭적으로 싸우는 비용이 저렴해지고 있습니다. 우리가 구축한 세력 균형 체제는 14년 전 이 시간에 세계무역센터(World Trade Tower)와 미국 국방부가 공격당했을 때 배웠듯이 외부 침입에 매우 취약합니다. 미국이 세계주의적 국가가 될 수 있는지에 따라 많은 것이 좌우됩니다. 세계주의적 국가란 세계적인 국가가 아닙니다. 우리가 유일한 강대국은 아니지만, 세계를 선도하고자 합니다. 우리는 모든 사람이 교역하고 번영할 수 있는 안전한 세계를 만들고자 합니다. 다시 그렇게 해야 합니다. 그런데 미국의 정책은 오히려 위험한 세계에서 미국만을 보호하고 있습니다. 현재 오바마 대통령이 하고 있는 일입니다.

1870 – 1914: The Era of Convergence 1.0

- 1870 to 1914 represented the high water mark of 19th century globalization. Globalization involved increasing transfers of commodities, people, capital and ideas between and within continents.
- Intra-imperial tariff reduction and the widened use of the gold standard deepened trade
- Intra-European and extra-European trade reached a high point in 1913. European trade roughly quadrupled in real terms between 1870 and 1913
- Prices for everything from commodities , such as wheat, to manufactured good steadily converged.
- Cross-border capital flows and foreign direct investment boomed. Foreign assets accounted for 7% of global GDP in 1870 but nearly 20% by 1900-1914 (a level of integration not met again until 1970).

37

세계화와 융합은 이미 전에도 나타난 바 있습니다. 1870년과 1914년 유럽에서, 특히 산업 차원에서 세계화와 융합이 있었습니다. 경제적 통합과 국가 간 자본 흐름이 엄청나게 증가하였고 외국인 직접투자가 활발해졌습니다. 1870년에 외국 자산이 세계 GDP의 7%를 차지했고, 1900~14년에는 그 비중이 20% 가까이 났습니다. 1970년에 이르러서야 다시 그 수준에 도달할 수 있었습니다. 세계 시스템을 다시 구축하는 데 그토록 오래 걸린 것입니다. 세계 시스템이 무너지면, 진짜로 무너집니다. 저는 지금 우리가 그 한계점에 있다고 생각합니다. 제1차 세계대전에는 거대한 성장의 물결이 있었습니다. 제1차 세계대전 발발 전 1907년 독일에 금융위기가 찾아왔습니다. 전쟁이 시작되면서 경제 사정이 악화됩니다. 영국도 마찬가지로 하락세였습니다. 대영제국, 독일, 심지어 러시아와 일본까지 군함을 건조하기 시작한 이유는 경제가 불황이었기 때문입니다. 과도한 철강 생산 능력을 군함을 대량으로 건조하는 데 사용했습니다. 그래서 이런 큰 장거리 군함을 건조했습니다. 이러한 배경이 제1차 세계대전이 발발하게 된 무대를 마련했습니다. 지금 중국이 하는 것처럼 이들은 비대칭적 무기를 제작했고, 경제 상황이 악화되자 무기를 사용해야만 했습니다. 이들이 무기를 사용해야만 했던 이유 중 하나는 대공황이 왔기 때문입니다. 왜 영국이 제1차 세계대전에 참전했을까요? 그 점은 항상 의문이었습니다. 영국 퍼디난드 대공이 총격을 받았지만, 왜 독일과 영국이 전쟁에 나서야 했을까요? 영국과 독일은 모두 무기를 활용하지 않으면 잃게 될 것(use it or lose it)이라고 생각했습니다. 흥미롭게도 모든

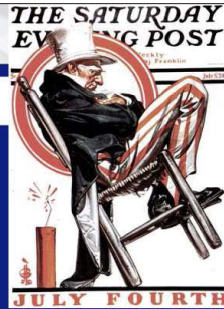
사람이 독일을 부상하는 경제대국으로 생각했습니다. 그러나 1914년 당시에 더 크게 떠오르던 경제대국은 러시아였습니다. 5년 후에 러시아가 붕괴되고 공산국가가 생겨났습니다. 모든 것이 그렇게 빨리 변합니다. 저는 오늘날 중국을 보면 1914년의 독일과 약간 닮았다고 생각합니다. 활용하지 않으면 잃어버리는 상황입니다. 제국을 향한 그들의 희망과 꿈이 무너지고 있습니다.

지난 몇 년간 붕괴되고 있는 것 중의 하나가 바로 생산성입니다. 생산성은 오랫동안 엄청나게 상승했다가 제1차 세계대전 이전에 감소하기 시작했습니다. 이 점이 중요합니다. 왜냐하면 오늘날 신흥시장과 선진국의 생산성이 추락하고 있기 때문입니다. 눈여겨보아야 합니다. 왜냐하면 생산성이 하락하기 시작하면 사람들이 어리석은 일을 하기 시작하기 때문입니다. 생산성이 하락할 때 경제 성장을 유지하는 것은 어렵습니다. 사실상, 통계적으로는 불가능합니다. 생산성의 하락은 각 국가에서 최악의 결과를 초래합니다.

American Hegemony is Waning Globally

US Hegemony Under Stress:

- Free trade system in decay
- Global financial status diminished
- Declining use of the dollar
- Bulging fiscal imbalances
- Anemic economic recovery compared to norm
- Involvement in long, costly wars
- Fraying alliance systems in Europe and Asia
- Increased isolationist thinking
- Rising strategic rivals in Asia and Middle East
- Shrinking US naval power



43

이 그림은 1924년 7월 4일 잉클 샘(Uncle Sam, 미국 정부)이 몸을 뒤로 젖히고 있고 엉덩이 아래에 있는 폭탄이 터지기 직전인 상황을 묘사하고 있습니다. 상당히 무서운 상황입니다. 1921~22년 워싱턴회의(Washington Naval Conference) 이후 미국은 국제관계에서 빠져 나왔습니다. 오늘날 상황과 다소 비슷하지 않나요? 자유무역 시스템은 쇠퇴하고 있습니다. 세계 금융에서 미국의 지위는 다소 악화되었습니다. 재정 불균형이 있고, 경제적 회복이 더딥니다. 이 모든 것은 패권 쇠퇴의 전형적인 증상입니다. 역사에서 패권이 쇠퇴하면 어떻게 되었습니까? 전쟁이 발발합니다. 전쟁이 일어날 가능성이 크다고 봅니다. 사실, 전쟁은 이미 시작되었습니다. 중동에서 사우디아라비아와 이란은 이른바 “진흙탕 중동의 파국(Muddle East Meltdown)”에 뛰어들었습니다. 아미티지(Richard Armitage) 전 국무부 부장관이 중동(Middle East)

을 “진흙탕(Muddle East)”이라고 새롭게 칭했습니다. 심각한 상황입니다. 사우디아라비아와 이란은 이러한 상황에 처해 있습니다. 이란은 예멘에서 반군인 후티(Huthi)와 싸우면서 사우디아라비아의 동부 유전을 차지하려고 합니다. 예멘의 후티는 동부 지방의 시아파와 같은 부족입니다. 사촌 지간입니다. 이란의 관점에서 보면, 석유뿐만 아니라 이슬람의 통제권이 걸린 싸움입니다. 매우 중요한 것입니다. 저는 이라크에서 그 것을 목격했습니다.

한반도에 무력 충돌이 일어날 가능성이 있을까요? 모르겠지만 박근혜 대통령이 제안했듯이 점진적 협상을 통해 일종의 조용한 통일을 시도하고, 북한과 중국이 이를 이용할 가능성이 있습니다. 금융시장에서 이것이 중요한 이유는 일반적으로 전쟁이 금융시장의 장기 주기를 무너뜨리기 때문입니다. 1914년 전쟁은 엄청난 붕괴를 초래했고, 제1차 세계대전이 끝난 후에야 재건되었습니다. 또한, 이런 식으로 1937년에 인플레이션이 시작되었습니다. 모든 사람이 인플레이션을 기다리고 있지만 공급 충격이 발생하지 않는 한 불가능합니다. 그러나 이렇게 통화가 많이 풀려 있는 상황에서 인플레이션이 오면, 정말로 엄청난 인플레이션이 발생할 것입니다.

이제 북한에 대해 이야기해보죠. 북한은 원자재 수출 국가입니다. 북한에서 가장 중요한 군사 기업은 한국광업개발기구(Korean Organization for Mining Industrial Development, KOMID)입니다. 저는 종종 “북한이 대량살상무기를 제조할 자금을 어떻게 조달합니까?”라는 질문을 받습니다. 답은 석탄과 금입니다. 세계 석탄 시장이 어떻게

되었습니까? 붕괴되었습니다. 세계 금시장이 어떻게 되었습니까? 붕괴되었습니다. 북한 GDP가 어떻게 되고 있습니까? 붕괴하고 있습니다. 북한이 정상적 출처로 자금을 마련할 수 없으면 어떻게 할까요? 여러 가지 불법 활동을 벌일 것입니다. 요즘엔 미국이 달러화의 새 디자인에 많은 투자를 했기 때문에 북한이 위조하기가 매우 어려워졌습니다.

북한은 진정으로 무엇을 하고 싶어 하는 것일까요? 그들은 협정을 맺은 이란에 핵무기를 수출하고 싶어 합니다. 게다가 핵 기능이 있는 대륙간탄도미사일(ICBM)을 배치하고 수출하고자 합니다. KN-08이라는 미사일이 있습니다. KN-08 미사일은 국방정보국(Defense Intelligence Agency) 국장과 합참의장, 국방정보국(DNI)의 클래퍼(Clapper) 국장, 스카파로티(Scaparrotti) 한미연합사령관이 미 의회에서 언급된 적이 있습니다. 그들은 북한의 핵탄두 미사일 운반 능력과 멀리 있는 미국까지 도달할 수 있는 능력에 관해 언급했습니다. 만약 몇 달 안에 KN-08을 시험하고 시험 도중 그것이 미국에 도달한다면, 미국과의 관계에 총체적 위기가 닥칠 것입니다. 한국과의 관계는 물론이고, 일본과의 관계에도 위기가 닥칠 것입니다. 왜냐하면 일본이 집단자위권(Collective Self-Defense)법안을 통과시키려 하고 있고, 내년 4월 1일이 되어서야 발효되기 때문입니다. (이로 인해 일본이 어떠한 행동도 취할 수 없기 때문에) 큰 공백이 있습니다. 미사일이 발사되면 이를 막기 위해 미국이 일본, 잠재적으로 한국과 함께 미사일 방어력을 사용할까요? 미사일이 상승하는 동안 격추해야 합니다. 그렇지 않으면

표적에 도달할 때까지 2분밖에 시간이 없습니다. 기술적으로 막는 것이 가능한지조차도 모르겠습니다. 미사일 테스트를 막지 못하고 북한이 성공한다면, 북한은 그 데이터를 사용해서 핵을 실은 대륙간탄도미사일 기술을 완성할 수 있을 것입니다.

북한은 핵 억지에 위협적인 존재입니다. 2012년 9월 1일, 북한은 2002년 협정을 체결한 이후 처음으로 과학기술 협정을 맺었습니다. 이란과 협정을 맺었습니다. 2002년 협정은 어떻게 되었을까요? 그 협정으로 인해 유프라테스 강 근처 알 카바르(Al Khabar)에 핵무기 복합단지가 건설되었습니다. 세계 역사상 가장 큰 규모의 핵확산입니다. 과학기술 협정이 위험한 이유는 2002년에 시리아가 체결한 과학기술 협정에 이란도 참여했을 가능성 때문입니다. 확실히는 모르지만 의심은 해야 합니다. 2005년 기밀에서 풀린 CIA 국가정보국 추정 에 따르면 알 카바르가 2003년 10월 핵 시설 건설에 착공했을 당시 이란 핵 프로그램이 2003년 10월, 11월경에 중단되었습니다. 이것이 우연일까요? 북한의 고농축우라늄(HEU) 프로그램이 2003년 가을에서 2004년 초 생산에 들어간 것이 정말 우연일까요? 저는 우연을 믿지 않습니다. 하지만 정말 신경 쓰이는 점이 있다면 북한에 핵무기와 미사일을 판매할 시장이 있다는 것입니다. 바로 중동입니다. 중동에서는 수니파인 ISIS와 시아파인 이란이 전쟁을 벌이고 있습니다. 제1차 세계대전에서는 드레드노트 전함과 탱크, 광산, 가스를 원했습니다. 오늘날에는 핵무기를 원합니다. 지금과 같이 세계 석유 시장이 폭락하면, 이란과 관계된 중동의 전쟁은 사우디아라비아의 경제 인프라

를 겨냥할 것입니다. 지금 그들의 목표는 예멘의 후티족인 것으로 보입니다. 예멘에서 사우디아라비아로 미사일이 날아가는 모습은 이미 목격했습니다. 문제는 앞으로 원유를 겨냥한 공격입니다.

세계는 여전히 원유에 의해 좌우됩니다. 원유 가격이 배럴당 25달러면 좋습니다. 하지만 배럴당 170달러 혹은 200달러를 호가한다면 좋지 않습니다. 중동에서 세계 경제를 불안하게 할 무력 충돌이 발생할 가능성이 있습니다. 세계 경제는 이미 부실한 상태인데 완전한 대위기에 빠질 것입니다. 왜냐하면 처음 북한이 페르시아만에 핵을 확산시키면, 사우디아라비아가 파키스탄과 함께 핵 확산을 할 것이기 때문입니다. 이러한 양상은 실제 에너지 전쟁으로 이어질 수 있는데, 저는 이미 에너지 가격 전쟁이 시작되었다고 봅니다. 이제 평화에 대한 생각은 멈추고, 전쟁에 대해 생각해야 한다고 제안하고 싶습니다. 제3차 세계대전이 어떻게 발발할지도 생각해야 합니다. 남중국해에서 시작될 수도 있습니다. 그러나 중동에서 시작된다면 우리 모두가 관여할 수밖에 없습니다.

아시아 경제의 금융 혼란은 결정적인 통화 재팽창(reflation) 없이는 전면적인 글로벌 혼란으로 이어질 수 있습니다. 금융 측면에서만 봐도 우리는 매우 큰 문제에 직면했습니다. 중국 경제의 위기는 공산당의 위기입니다. 중국은 국가주의적, 중상주의적, 팽창주의적 면모를 보이고 있습니다. 중국의 121보 열병식이 2017년경 대만과 한반도 해방에 반하여 과거로 되돌리려는 움직임으로 바뀔 가능성이 커지고 있습니다. ‘경찰국가’로서 미국은 힘이 기울고 있습니다. 절대적인 힘이

쇠퇴하고 있을 가능성도 있습니다. 세계는 걸프 원유에 여전히 영향을 받을 것입니다. 중동은 수니파와 시아파 전면전이 첫 단계에 들어섰고, 결과적으로 핵이 끼어들고 원유 시설을 표적으로 노리는 양상으로 발전할 수 있습니다. 그러면 시장은 널뛰게 될 것입니다.

1953년 이후 경제성장과 금융시장 주기가 존재할 수 있었던 내적요인은 많이 있습니다. 정점에 이르기 위해서는 보통 7년의 성장주기를 보입니다. 생산성 하락이나 세계무역 감소는 모두 패권의 붕괴가 시작되고 긴 주기가 끝나는 것을 나타내는 전형적 지표입니다. 세력 균형이 붕괴하고 다극체제가 등장하는 현상은 본질적으로는 무해하지 않습니다. 그러나 매우 위험할 것으로 보입니다. 제1차 세계대전 이전에 있었던 장기 경기침체와 미래의 세계 시스템과 관련이 있을까요? 아니면 이번에는 다를까요? 이번만 예외라고는 생각하지 않습니다. 그러나 미국이 주도하는 세계화 르네상스는 가능합니다. 환태평양경제동반자협정(TPP)은 의회 통과가 가능합니다. 미국은 큰 문제에 직면하게 될 한국과 동남아시아 동맹, 우방인 호주에 관여하려고 할 것입니다. 우리는 이러한 경제·금융위기보다 한발 앞서서 균형을 잡을 계획을 세워야 합니다. 부채를 정리하고, 경제에서 의존적인 기업 차입을 줄이면서 다음의 큰 위기가 오기를 기다리기보다는 앞서 대응해야 합니다.

질의
응답

A

질문

박사님께서서는 결단력 있는 리플레이션이 필요하다고 설득 하셨습니다. 세계적 위기를 만들거나 기존 패러다임을 깨 지 않고 넓은 의미에서 리플레이션을 발생시킬 방법은 무엇입니까?

답변

중국은 금융위기를 겪고 있습니다. 그들이 할 수 있는 간단한 일들이 있습니다. 은행 시스템의 자본구성을 재편해야 만 합니다. 동아시아, 심지어 호주의 원자재 거래시장도 차입 축소 공식을 도입해야 합니다. 마치 이미 파산 상태인 것처럼 지금 당장 기업의 부채정리를 시작해야 합니다. 완전한 위기가 오기를 기다리는 것 보다는 채권자와 함께 선제적으로 부채 구조조정을 이행하는 것이 더 낫습니다. 안 좋은 일이 생길 것만 같습니다. 원자재시장이 다시 성장 할 수는 없습니다. 중국이 지금 원자재시장 부양을 시도한다면, 통화 평가절하를 통해야 할 것입니다. 이것은 원자재시장을 더욱 위기에 빠져들게 할 뿐입니다. 시대에 앞설 수도 있고, 솔직하게 토론할 수도 있고, 현실을 직시하지 않을 수도 있습니다. 지금은 우리가 현실을 외면하고 있다고 생각합니다.

질문

모두가 미국 연준의 금리인상 여파, 특히 신흥시장에 미치는 영향을 걱정하고 있습니다. 금리 인상이 중국과 신흥시장의 원자재 수출국 및 한국 같은 제조업 중심 수출국에 어떤 영향을 미칠 것인지 견해 부탁드립니다.

답변

10월에 놀랄 일이 많이 있을 듯합니다. 9월에는 미국 연준이 아마 금리 인상을 미룰 것입니다. 미국 경제가 다소 성장했다는 소식은 놀랄만한 일입니다. 실업률은 이미 금리를 인상할 만한 수준에 올라섰습니다. 하지만 아시아 상황을 고려할 때, 연준이 1개월 정도 금리 인상을 미룰 수도 있다고 생각합니다. 개인적으로 9월에 예상대로 인상하는 것보다 10월의 깜짝 인상이 더 안 좋을 수도 있다고 봅니다. 10월에 연준이 금리를 인상하면, 베이징이 화폐를 평가절하하거나 낮은 수준의 고정환율을 도입할 수 있습니다. 그들은 아마도 “오늘은 환율이 X이지만 내일은 X보다 20% 낮춘다”라고 선언할 수도 있습니다. 중국은 가능합니다. 그러면 자본 유출이 발생할 것으로 생각합니다. 또한, 중국은 자국민의 여행을 금지하고 그들이 귀국할 때 들여오는 상품을 압수할 수 있습니다. 중국은 엄격한 조치를 취할 수단이 많습니다. 제 생각에 10월에는 일본은행이 양적완화를 할 것 같습니다. 또한 미국의 세일 오일 생산 부문에서 대대적인 파산이 있을 듯합니다. 그리고 이는 세계 신용시장에서 신용 불안을 일으키게 될 것입니다. 그 시기가 되면 유가가 35달러 이하로 하락할 것입니다. 12월경에는 가능하다고 봅니다. 또한 금과 구리 가격도 10월경 20년래 최저치를 경신할 것으로 생각합니다. 연준의 금리 인상 뿐만 아니라, 다른 여러 가지 요소가 작용하여 10월에는 변동성이 급증할 가능성이 매우 큼니다.

질문

박사님께서 주장하신 성장률과 위안화 과대평가에 대해 질문하고 싶습니다. 30년간 10%씩 성장했다는 것은 지나치게 과장되었다고 생각합니다. 성장률을 3%로 산출한 근거는 무엇입니까? 중국의 회계 시스템을 살펴보셨는지요? 둘째, 중국이 화폐 가치를 20~25% 낮춰야 한다고 생각하십니까? 그렇다면 중국산 제품이 국제시장에서 경쟁력이 뛰어난 이유는 무엇입니까? 중국은 엄청난 흑자를 보고 있습니다. 화폐가 25% 과대평가되었는데도 흑자가 가능하다고 생각하십니까?

답변

중국 성장률의 경우, 그랜저 인과관계(Granger Causality)를 사용하여 많은 테스트를 했습니다. 또한 다양한 교역상대국의 통계를 사용하였습니다. 이런 통계를 중국의 통계와 비교하고 서로 일치하는지 확인합니다. 지금은 그다지 일치하지 않는 것으로 보입니다. 중국과 교역상대국의 통계를 기반으로 전기나 시멘트 생산과 같은 장기 통계를 분석한 결과, 중국의 경제 성장률은 낙관적으로 봤을 때 3%입니다. 제가 만든 지수는 리커창 총리가 사용한다고 말한 지수와 같습니다. 서비스 부문은 포함하지 않지만, 중국의 서비스 부문 데이터는 자료가 빈약하여 신뢰할 수 없습니다. 중국의 PMI, 후행 데이터와 생산량을 기초로 하면, 모두 명확하게 하락하고 있습니다. 그러므로 화폐를 25% 평가절하하면 중국의 무역이 개선될 것이고 한국을 포함한 다른 아시아 국가와 환율 수준이 일치하게 될 것입니다.

사공일 이사장: IMF에 따르면 중국 위안화는 2014년 초부터 실질
실효환율 기준으로 약 30%가 절상되었습니다. 여전히 중국 위안화는
과대평가되어 있습니다. 위안화가 다소 과대평가되었다는 것이 일반
적인 중론입니다. 여러 견해가 있으므로 중국이 추가로 화폐 가치를
낮출지 높일지는 별개의 문제입니다. 중국은 달러로 표시된 외환 부
채가 매우 많기 때문에 화폐 평가절하가 더 큰 화를 불러올 수도 있습
니다. 또한, 중국은 올해 검토 예정인 IMF 특별인출권(SDR) 바스켓에
위안화를 편입시키고자 애쓰고 있습니다. 사실, 지난번 화폐 평가절
하는 이런 전략적 관점에서 실행한 것입니다. 중국의 통계에 문제가
있다고 생각하는 사람은 애써 박사뿐만이 아닙니다. 그러나 반면 그
리 나쁜 일이 아니라고 생각하는 사람들도 있습니다. 일반적으로 중
국의 통계를 신뢰하지 않는 사람은 대부분 재정 데이터, 시멘트 소비
나 원유 소비와 같은 제조업 관련 데이터를 활용합니다. 그리고 이런
주장에 반론을 펼치는 사람들은 현재 중국의 산업구조 자체가 서비스
지향적으로 바뀌고 있다는 점을 지적합니다. 예를 들어, 5년 전만하
더라도 중국의 서비스 부문은 GDP의 45%에 불과했으나 지금은 이미
50%가 되었습니다. 중국 경제가 서비스 지향적으로 전환되면 에너지
소비와 물리적 입력이 줄어들 것입니다. 따라서 중국의 통계를 100%
신뢰할 수 없다고 봅니다. 그러나 불일치가 그만큼 크지는 않을 것입
니다. 서비스 부문에서 데이터를 수집할 때는 언제나 시간이 지연됩
니다. 이것은 또 다른 문제입니다. 이 수치를 사용할 때는 주의를 기
울여야 합니다. 중국을 변호하려는 것은 아니지만 어떤 반론이 있다

는 것을 명심해야 합니다. 그리고 경제 분석 측면에서 중요한 것은 추세입니다. 전에는 거짓말을 하지 않다가 어느 날 갑자기 거짓말을 하기 시작하면 문제가 될 수 있습니다. 하지만 계속 거짓말을 한다면, 추세 분석에는 영향을 미치지 않을 것입니다. 논란의 여지가 있는 문제이므로 주의를 기울여야 합니다.

질문

박사님께서서는 아시아 지역에 외환위기가 발생할 가능성이 있다는 분석을 내놓으셨습니다. 외환위기를 촉발할 수 있는 것이 무엇이라고 보십니까?

답변

중국이 이대로 통화가치가 더 하락하도록 두는 것이 기축제가 될 가능성이 크다고 봅니다. 시진핑 주석과 오바마 대통령 회담 이후 그 가능성이 가장 큰 시나리오라고 생각합니다. 왜 평가절하를 할까요? 사실, 진짜 평가절하라고도 할 수도 없습니다. 중국 “모든 국가가 위안화에 대해 평가절하 했다. 달러나, 엔화, 심지어 원화에 비해 엄청나게 그 가치가 떨어졌다”고 말합니다. 반면 중국의 수출 경쟁력은 예전보다 못합니다. 베트남과 태국의 생산량이 있고, 한국에서는 자동화가 진행 중입니다. 중국은 과거보다 경쟁력이 떨어졌습니다. 게다가 중국이 달러로 수출을 한다면, 무역규모와 경쟁력에 따라 약세인 위안화로 더 많은 달러를 벌어들일 수 있습니다. 달러 축적 측면에서는 그다지 부정적이라고 생각지 않습니다. 같은 상품을 수출하고 더 많은 달러를 벌어들이므로 달러를 더 많이 축적

할 수 있습니다. 10월 27-28일 미국 연준의 연방공개시장위원회(FOMC)가 있습니다. 10월 혹은 12월에 예상치 못한 일이 일어날 것입니다. 문제는 우리가 이러한 것에 직면하고 있다는 것입니다. 무엇보다 놀라운 것은 역사적으로 매우 복잡하고 취약한 상황에서 예상치 못한 일이 일어나면 어떻게 되는지 사람들이 잊었다는 것입니다. 사실, 저는 비관주의자가 아닙니다. 그저 현실을 보고 역사를 이해해야 한다고 생각할 뿐입니다. 우리는 “문제를 살펴보고, 문제를 피할 수 있는 정책을 생각해 보자”라고 말해야 합니다. 아마도 중국과 대화를 나누고, 환율을 변경하려면 어떤 공식에 기초하거나 점진적 조정 전략을 사용하라고 말할 필요가 있습니다. 우리는 1985년에 플라자합의를 경험했습니다. 그 당시에는 조정을 계획했습니다. 여전히 극적인 영향이 나타나기는 했지만 적어도 고위급에서 계획했던 일이었기 때문에 트라우마나 충격이 적었습니다. 지금은 그저 시장을 제멋대로 풀어두고 있습니다. 만약 중국이 현재 자본계정을 자유화하고 개방하길 원한다면, 위안화가 약해지는 것은 피할 수 없을 겁니다. 이것은 필수불가결 합니다. 아마 좋을 수도 있습니다. 그러면 우리는 엄청난 과잉공급 발생으로 매우 저렴해진 중국의 공장들을 사들일 수 있습니다. 중국은 개방하고 더욱 민주적인 자본주의 국가가 될 수 있습니다. 왜 우리는 민주주의에 관해 중국과 이야기하지 않습니까? 한국은 1987-88년 기적과 같이 자본주의 민주주의 국가로 거듭났습니다. 한국이 자본주의 민주주의 국가가 될 수 있고 대만이 될 수 있다면, 중국도 될 수 있습니다. 왜 이것에 대해서는 이야기하지 않습니까? 대

신 우리는 공산당이 공산당처럼 행동하는 것을 지켜보고 있습니다.

사공일 이사장: 짚어주신 부분들은 매우 밀접하게 관련되어 있어 생각해 볼 만합니다. 흥미로운 사건을 하나 말씀드리고 싶습니다. 1929년 미국 주식시장 폭락 3일 전 당시 매우 저명하고 유명한 예일대학교의 경제학 교수였으며 지금도 여전히 많은 존경을 받는 경제학자인 어빙 피셔(Irving Fisher) 박사가 공개 연설에서 “미국 주식시장은 영원한 안정기에 들어섰습니다. 제 생각에 주가는 여전히 과소평가되어 있습니다”고 말했습니다. 그리고 3일 후에 시장이 폭락한 것입니다. 물론 피셔 박사는 그의 다른 기여 덕분에 여전히 존경받고 있습니다. 그러나 미래의 일은 모르는 법입니다. 확률이 크지는 않지만 여전히 발생할 가능성은 존재합니다.



David L. Asher

Dr. David Asher, Principal of the Vital Financial/Vital Venture Capital LLC., is an Adjunct Senior Fellow at Center for a New American Security (CNAS), where he specializes in issues related to economics and security. He leads the CNAS strategic law enforcement initiative, studying the role of law enforcement and financial sanctions in the context of foreign policy and national security strategy. He also is involved in CNAS Asia program research, especially on Korea and Japan. From 2001-2005 Dr. Asher served as Senior Adviser for East Asian and Pacific Affairs and coordinator of the North Korea Working Group at the State Department, where he helped plan and participated in the Six Party Talks. He graduated from Cornell University and received his doctorate in International Relations from the University of Oxford.

The Emerging New Asian Economic Disorder: Fault Lines, Fissures, Fractures, and Failures¹⁾

David L. Asher

Principal, Vital Venture Capital LLC
Senior Fellow, Center for a New American Security

One thing we need to think about is the unthinkable. One of the unthinkable events you have always thought about in Korea is what happens in the North. But you had an unthinkable thing happen before, the Asian financial crisis, which I don't think anyone really expected

1) This is a transcript of the speech by Dr. David L. Asher at the IGE/Samsung Electronics Global Business Forum on September 11, 2015. The views expressed here are the speaker's.

would occur at the level of severity it did. I see the emergence of the type of characteristics in the financial markets, in economies, and in politics and strategies among different states that opens the door to a different and potentially an even complicated, more distressing situation. It is not necessarily a situation that Korea loses out. It is just a situation that if Korea does not have a strategy thinking ahead, then it will be a problem. I think it is a situation where countries that have been relatively quiet in terms of their actions partly shaped by their own economic inadequacies may begin to play a more decisive role. So these are the fault lines. Fault lines are what you have in an earthquake; a fissure is a hole; a fracture is when something breaks; and we know what a failure is.

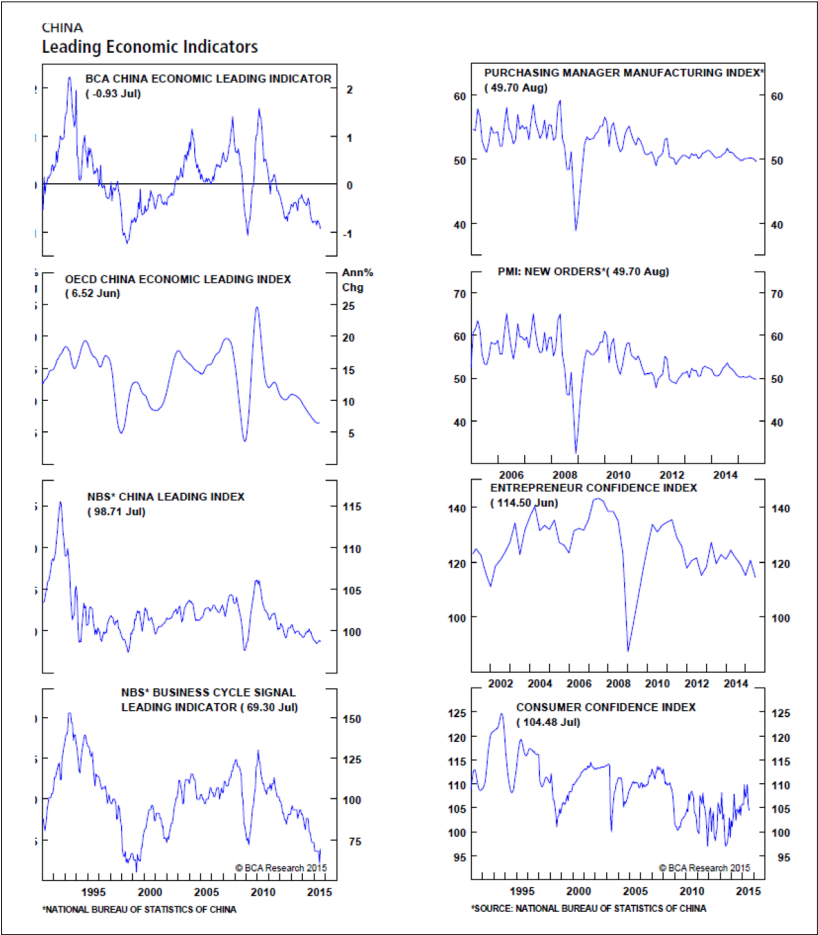
So I am looking at the new Asian economic disorder. But I want to stress that I am speaking strictly personally and thoughtfully and I am not representing anyone. Based on my calculations and those of many other market economists, the true economic growth in China today is less than 3%. 3% is optimistic, actually. Moreover, the renminbi (RMB) is at least 20-25% overvalued according to the IMF's analysis. I think the balance of payments, despite the huge reserves that China has accumulated, could be strained in the coming year. Even without a revaluation, if the Chinese trade keeps defending their currency at this level, they are going to start running out of money. One thing I should point out is China has used its currency reserves as collateral on a lot of other investments, so it does not necessarily own money in the bank that they can just intervene with whenever they want. It is very hard to understand the structure. It is very obvious that China's own internal disorder is impairing its emerging market and developing market trading

partners, including Korea.

I have been very aggressive about trading global commodities on the short side and global oil. I have been extremely short on oil for 9 months. It has been a very profitable trade. I see no reason to stop. I am back planning for the market to fall on a much greater level. Part of that is shaped by geopolitics, i.e. by what is going on with Iran and with Saudi Arabia. The problem is that the new Asian economic disorder can turn into an outright Asian financial and economic crisis unless we get some decisive reflation in China and other economies, structural reform which has been much talked about but not much done, and free trade. Trans-Pacific Partnership (TPP) is critical because it will create an anticipation of greater integration rather than greater disintegration which is where we are going right now.

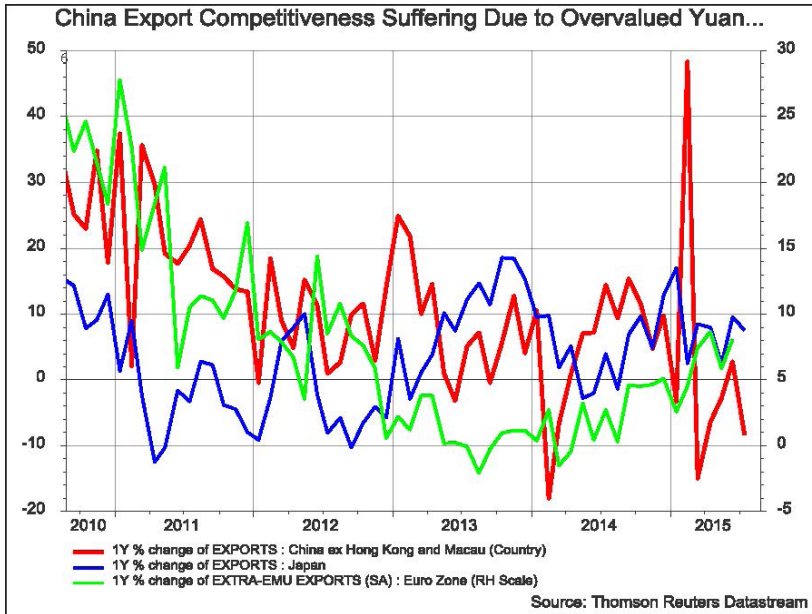
The Chinese economic crisis, moreover, is not necessarily about the economy. It is about the Communist party. It is between capital and labor, except that capital is the Communist party and labor is the people. So it is a very interesting situation for the Chinese. The elites, the capitalists, and the mercantilists are the communists. Based on his current trajectory, my fear is that if President Xi Jinping, does not change his economic strategy in line with his announcements, then they are going to be much more nationalist, mercantilist and expansionist. That is why they are showing all these weapons. They can say everything they want about peaceful intentions which I do not believe. Asia's economic and political disorder is part of a broader decline of hegemonic, political, military, and economic stability globally. I blame the United States in part for this.

Here is the Li Keqiang Index. Before Li became the Premier, he said he had little faith in Chinese official GDP. He preferred, instead, to look at electricity consumption, rail freight values, and credit growth. Accordingly, we constructed our own China Momentum Indicators using these variables estimating appropriate weights and seasonal factors. Based on that, the Chinese growth is 3%.



Look at how low all the leading indicators are, based on China's own statistics including some of China's own statistics from the National Bureau of Statistics that we have constructed. They are at the levels of the crisis in 1997-98 and 2007-09. We are heading right in the exact same direction. This is their data. Now you can say the Purchasing Managers Index (PMI) is a little more optimistic. But I can say also that the problem is that inventory accumulation in China is going through the roof. That is why we are seeing something of the export statistics showing huge volatility. Essentially, they are dumping and it is going to become a big issue in the US Congress soon. Consumer confidence has been the one hold out, but the problem is that when people start losing their jobs, they are going to become less confident. China is faced with an existential crisis due to its own currency policy. Everyone is talking about how the dollar has rallied but look at how much more the RMB has rallied over the last 5 years. Why have the Chinese authorities let their currency go up this much? I think it is because they got a little bit arrogant and they got very full of their economic power. They thought they were the new first largest economy in the world. They wanted to create, as Governor Zhou Xiaochuan of the People's Bank of China outlined, a RMB clearing sphere for currency in Asia. They wanted a strong RMB to be able to project power through the Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB). I think they have been living a dream that will now become a bit of a nightmare.

They will argue today that their currencies remain significantly overvalued and I talked to the Chinese about this. Look at the slide below objectively.



Looking at the beginning of 2015, You get a statistic that jumps like this when somebody is letting massive amounts of excess steel or aluminum hit the market. Since China devalued, the RMB trading band was increased in March 2014 by 2%. As the stock market in Shanghai started to fall, outflow of capital from China started to increase. It became like a waterfall of capital flowing out. There is no way they can maintain this currency level in my mind because they are facing a run on the bank. A lot of Chinese entities are setting up these import-export dummy companies. They are buying stuff, for instance in Singapore, but they are not really buying anything from what I hear. They are just exporting capital to places like Singapore and maybe even to Korea. They are falsely invoicing their imports into China to get the money out. So there is a huge decline in the RMB foreign exchange reserves. This is

extreme. Anytime you see something move that large in one month, i. e. \$97 billion drop, that is bad. Then the question is: “Is this really going to be steady A-shares?” They have just stopped the market from trading in many ways. It is not just price keeping operations, like the Japanese did in the old days. By the way, the Chinese Communist party is threatened by capitalism even though it is a capitalist-communist economy. These contradictions are really important to understand what is going on.

China’s creeping devaluation has led to a collapse in the Morgan Stanley Capital International (MSCI) Emerging Markets Index. This is an absolute collapse, levels in which we have not seen in a long time, since 1997-98. The Shanghai Stock Exchange, which started a year ago, is also backwards compared to KOSPI and TOPIX. In March of last year the Chinese government was facing economic downturn at the beginning of it. They decided, basically, to create a financial bubble of sorts because they allowed incredible amounts of leverage to be used by stocks in Shanghai. What has happened is that the RMB and the Korean won have had to be in a competitive situation because Korea is an exporting state that is very much integrated with China. It has echoed the policies in effect. I do not blame you. But is Korea ready to let its currency drop by 25% more if the Chinese let theirs adjust in October? Korea has to start thinking about that because the economies of Korea and China move hand in hand.

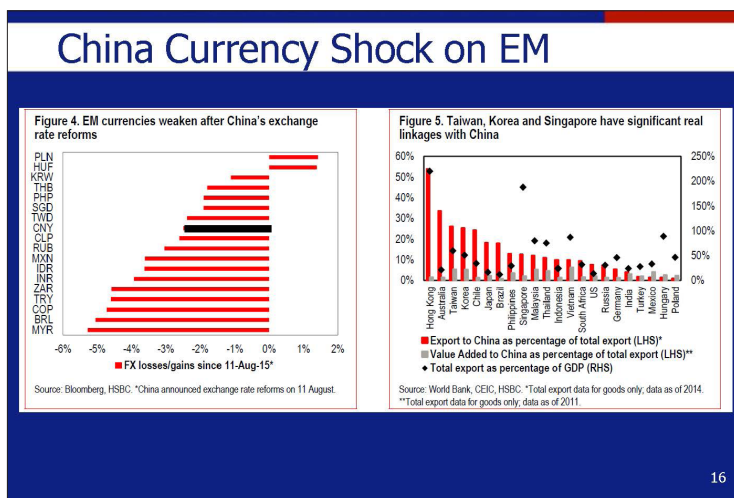
Let’s have a close look at Korean exports to China. The Korean economy basically is being driven by Chinese demand, whether you like it or not. China has been growing, doubling its GDP every 10 years. The problem is it is not doing it now. In fact, import volumes from China

are falling. Import volumes across emerging markets are falling. These are bad leading indicators. Emerging market bank stocks, which I watch very carefully as a leading indicator, are falling at the fastest level since the 2008 crisis. It is just the velocity. What makes this crisis different from 1997-98 is the incredible run-up in the private sector debt and corporate debt across the emerging markets, especially in Asia. A lot of it is people building big, such as a Korean steelmaker building an Indonesian steel plant and lots of mining projects in Australia. The amount of leverage associated with these projects is extraordinary, which is over \$30 trillion.

People ask if an Asian financial crisis and emerging market crisis are going to affect the world economy. Definitely! And you can see that market capitalization in emerging markets has been really collapsing. The interesting thing is that developing markets have been increasing. But the problem is that this is a problem we are going to face again with US leadership, especially at the end of the Obama administration. The US in 1997-98 was growing economically at 4.4% on average. The stock market went way up; inflation went down; and the price of gasoline drove consumption because it collapsed. People were driving like crazy, buying internet stocks and second houses. America did not really take responsibility for the Asian financial crisis.

China's real GDP is falling, but so is US household debt. The interesting thing is China's consumer of last resort is the US. But the US consumers have been remarkably stingy and conservative. They were burned by the 2008 crisis and changed their behavior fundamentally. It is one of the reasons why the US economy is growing not as fast as people have hoped. On one level, that is good. We have no inflation. We have

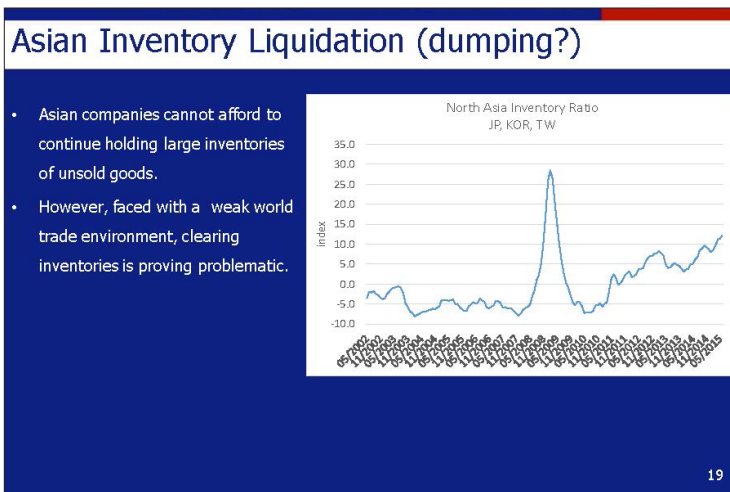
full employment. Emerging market currencies have been dramatically impacted. See the foreign exchange losses and gains since 11 August 2015 in the graph below.



Basically, the trading value of average emerging market currencies is about 4% off, which is in line with where the Chinese are. But everybody has been hit. The share of Australia's exports to China as percentage of its total exports is over 30%; Taiwan, 20%; and Korea, over 20%. But if you look at the value added to China's exports as percentage of the total value added, the exports as total percentage of GDP are much less. In Australia it is about 9%; in Taiwan, 15%; and in Korea, 14%. A lot of what Korea is doing is being imported to China. The first thing that China is doing is not from Korea but it is importing materials from emerging markets. But China imports from Korea a lot of industrial machinery. Energy is the other piece. That is coming from the Middle East and Southeast Asia.

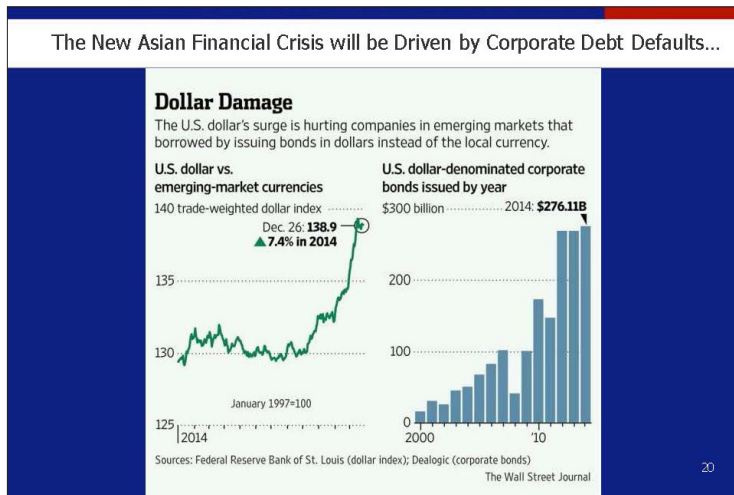
The key thing is that the world economy is very much leveraged to China and China is very much leveraged to the world economy. It is not at all isolated. We see some very disturbing trends. Asian ex-Japan export growth has been falling at a very rapid pace, which is the most rapid pace since the Asian financial crisis. Export volumes are in an absolute contractionary phase. This is especially problematic because the whole world trading system has not recovered from the 2008 crisis. Global trade is still down 12-13% pre-crisis level. I get worried about this because I am going to talk about how this fits in with history, not just with the current data.

Obviously, one of the things going up the fastest is mineral fuels. We are going to see huge bankruptcies in a lot of industries and one of them is going to be the gas and oil industry. What bothers me today is also inventory in North Asia – Japan, Korea and Taiwan.



Although not as massive as 2007-08, a massive inventory increase

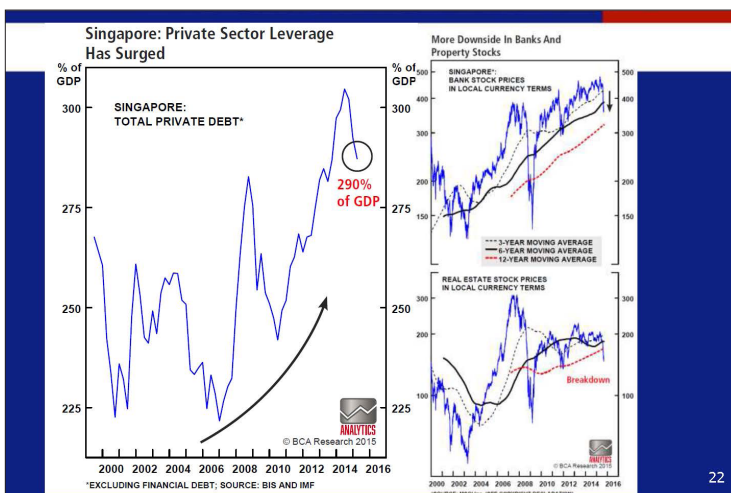
goes all the way back to 2002. 1997 was the last time we had inventory buildup like this. So, the question is what is going to happen with this inventory. I think a lot of it is going to get dumped. And this is why TPP is so important. If we do not get TPP, we are not really going to have a firm, clear global trading order. The rules of the World Trade Organization (WTO) are already broken down. The WTO is becoming increasingly irrelevant to world trade. The whole dispute settlement mechanisms are broken down. When people start dumping, it is going to lead to protectionism.



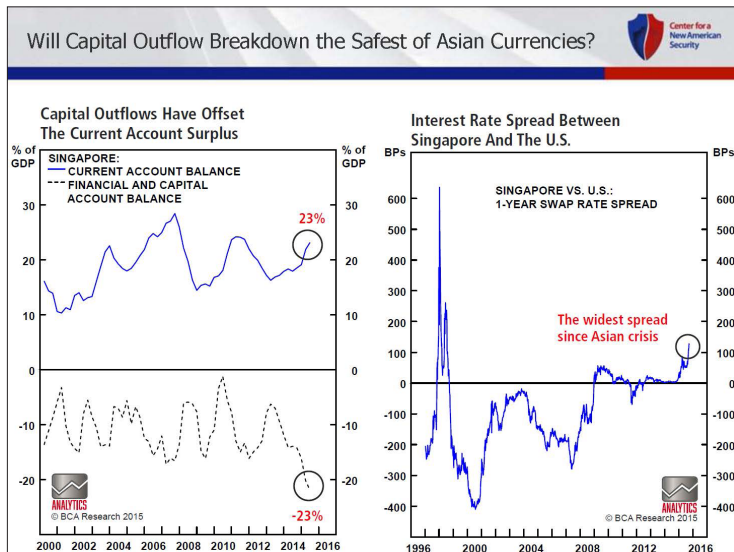
In terms of dollar denominated emerging market debt, we are up over 40% over the 1997 level. There was a 7.4% increase in 2014 alone. Creditors of companies like Asia Pulp and Paper, the biggest bankruptcy in the history of Asia which was a \$14 billion bankruptcy on bond default, were never able to take control of Asia Pulp and Paper's stock. They escaped to China and moved a lot of their money to

China. The emerging market debt market has never got smart. So a lot of people were smart to issue debt but there is just going to be a lot of default. Who holds all this debt? A lot of them are being held by credit linked loans (CLLs) and other structures that are owned by money market funds. So the danger is that when China coughs, we catch avian flu and it affects even our bank accounts. This is just a sign of how much debt there is compared to 1996.

Indonesia is the one that looks different, but that is because it has been borrowing so much in the Singapore banking system and it has been issuing debt to Singapore. Singapore has become a massive financial hub. Singapore's total private debt to GDP is 290%. Singapore bank stocks have gone way up. Is this market going to fall? The real estate price in Singapore is breaking down. Everyone has been putting his/her money in Singapore and Hong Kong as safe havens. These markets are in a bubble. Singapore has been a very stable, important player in Southeast Asia, but they are facing a bubble.



Why is there a reason to think that this can become an outright financial crisis? Asian countries have accumulated huge currency reserves, but now these currency reserves are falling dramatically year-on-year. They are now in negative decline. Unless something changes very soon, we are going to start to reverse the huge buildup in foreign exchange reserves. Moreover, credit growth in Asian and Latin American economies is still increasing. There is a sort of negative cycle in play that I could be worried about.



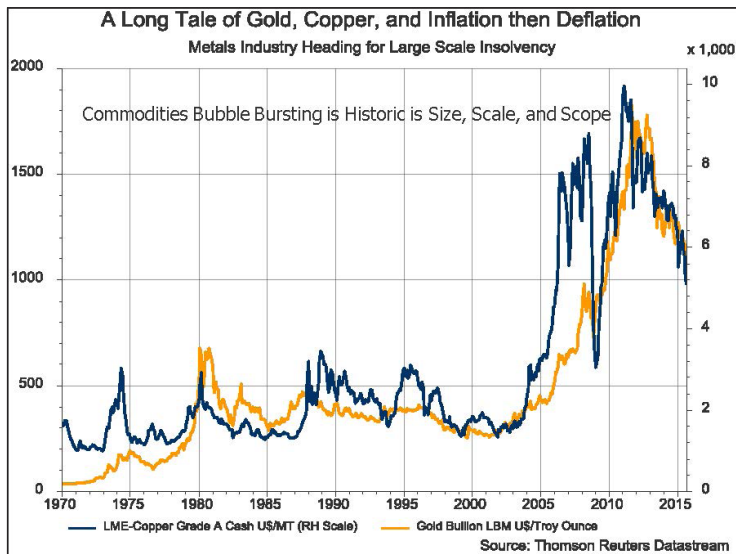
Singapore's current account balance was about 23%. The IMF says: "Oh great, there is no problem". Look at the capital outflow of the financial capital account balance. It is negative 23% of GDP, which is the exact same as the current account surplus. Their current account surplus gives them no security. The one-year swap spread on the

Singapore dollar versus the US dollar stands at the highest level since the Asian financial crisis. Could it go up to the 1997 crisis level? Certainly, if we keep seeing the currency outflow at the level we are seeing here. They are maintaining their currency like the Chinese are maintaining their currency, but there is going to be a breaking point.

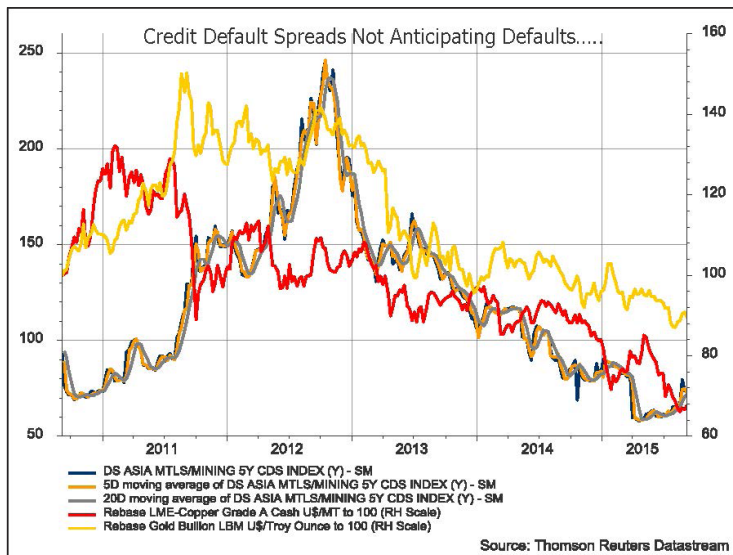
One of the things that are going to break things down is the massive flood of oil. At one level, oil is really good. There are lots of reasons why a country like Korea should diversify its economic strategy a bit and be more consumer-oriented. The price of oil is collapsing and it is unstoppable. It is because of politics. Iran is threatening Saudi Arabia and Yemen. The Saudis are flooding the oil market in retaliation. It is an oil war and economic warfare. We had economic warfare before. Saudi Arabia, in order to try to enforce the sanctions against Iran and to put pressure against the nuclear program, flooded the market and oil prices collapsed in 2011 and 2012. Then you have a huge surge in Iraqi production and a huge surge in Saudi production. At the same time, the light tight oil (LTO) production, i.e. the shale field in the United States, skyrocketed. I am guessing 50-60% of all US shale oil producers will be bankrupt by the beginning of next year. But that does not mean they will stop pumping. These are not major oil producers. They are owned by medium and small companies which are highly leveraged. If they go bankrupt, people who have the credit are going to seize the collateral and pump every drop they can from those oil wells. So the total supply is not going to stop. We are going to see a massive washout. I believe that Brent Crude will be at \$35 by the end of this year and Western Texas Intermediate (WTI) at \$25. Now, gasoline in the United States,

Korea, and Japan is going to be the cheapest in history. Also, in China it will be so to the extent that they let it be unregulated. In that sense, if you can re-orientate to the consumer, it is going to be great. In fact, a lot of industrial production, a lot of the chemical industries, and a lot of people that can win in this scenario are going to make huge profits. But, people who are leveraged to those credits in the oil sector, including some of the oil majors, are going to fail. Their stocks are predicting some sort of problem.

But look at the commodity cycle. This is the tale of gold and copper booming and busting. This is the price level through all the boom and bust cycles in the 1970s, 1980s, 1990s, and today. Today's cycle is not going to last. When that happens, is the Australian gold industry going to survive? I doubt it. It will survive, in that somebody else will buy it.



The point is credit default spreads. This is the credit default spreads (CDS) for Asian metal producers. There was a much higher level of default back in 2012-13. Now it is extremely low. The markets are not pricing this. Even the CDS through Asian super senior credit defaults like in China and in places like Malaysia and Indonesia are about 240% above the 5-year lending rate. The likelihood of defaults in Malaysia is probably twice that. The credit default markets are not deep enough to be giving us accurate predictors. But they are not predicting and the markets are mispriced. Credit ratings are more accurate. The credit rating trends are definitely in the negative direction. There are a lot more downgrades than upgrades emerging.



Why does this matter from a strategic standpoint? The US CIA's National Intelligence Council Report four years ago noted: "A global

multi-polar system is emerging with the rise of China, India, and others. The relative power of non-state actors such as businesses, tribes, religious organizations, and even criminal networks also will increase. Continued economic growth, coupled with 1.2 billion more people by 2025, will put pressure on energy, food, and water resources. That pressure will occur whether there is growth or not, just because of population, so economic growth does not have to occur. There is going to be even more pressure if there is no economic growth. The potential for conflict will increase owing to rapid changes in parts of the greater Middle East and the spread of lethal capabilities.”

2025: Shifting Global Landscape Relative Certainties	Likely Impact
<ul style="list-style-type: none"> • A global multipolar system is emerging with the rise of China, India, and others. • The relative power of non-state actors - businesses, tribes, religious organizations, and even criminal networks—also will increase. • Continued economic growth—coupled with 1.2 billion more people by 2025—will put pressure on energy, food, and water resources. • The potential for conflict will increase owing to rapid changes in parts of the greater Middle East and the spread of lethal capabilities. 	<ul style="list-style-type: none"> • By 2025 a single “international community” composed of nation-states will no longer exist. Power will be more dispersed with the newer players bringing new rules of the game while risks will increase that the traditional Western alliances will weaken. Rather than emulating Western models of political and economic development, more countries may be attracted to China’s alternative development model. • Shrinking economic and military capabilities may force the US into a difficult set of tradeoffs between domestic versus foreign policy priorities. • Unless employment conditions change dramatically in parlous youth-bulge states such as Afghanistan, Nigeria, Pakistan, and Yemen, these countries will remain ripe for continued instability and state failure. • The need for the US to act as regional balancer in the Middle East will increase, although other outside powers—Russia, China and India—will play greater roles than today.
	<p>Source: US National Intelligence Council 30</p>

The spread of lethal capabilities in the Middle East is unbelievable right now, the spread of the actual rise of warfare. “By 2025 a single “international community” composed of national states will no longer

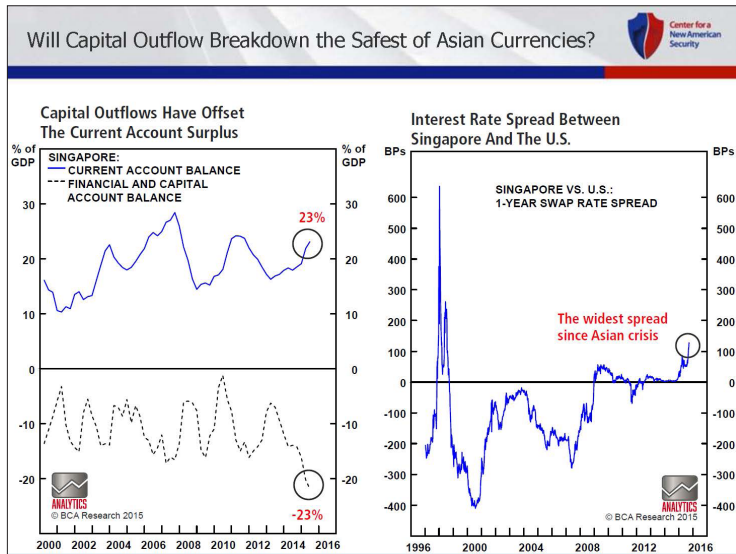
exist. Power will be more dispersed with the newer players bringing new rules of the game while risks will increase that the traditional Western alliances will weaken.” I actually think the alliance with the ROK and the United States is in pretty bad shape right now and getting worse. It continues: “Shrinking economic and military capabilities may force the US into a difficult set of tradeoffs between domestic versus foreign policy priorities. The need for the US to act as a regional balancer in the Middle East will increase, although other outside powers –Russia, China, and India – will play greater roles than today.”

What the report missed is what is going on in Asia today. What is going on in Asia today is not just the Chinese economy booming. The Chinese defense spending has been skyrocketing. China is not a status-quo power. It is going to seek to dominate the South China Sea as the US has dominated the greater Caribbean basin. It is like a Monroe Doctrine. And that is exactly what they just did with the Victory over Japan Day parade on September 3. Did you notice how many steps the soldiers were making? 121 steps. Why? 121 years ago was the end of the Sino-Japanese war. Who lost that war? China. What is China saying to us? They want to change and reverse history back toward the world that existed before the Sino-Japanese war. I am pretty worried about that. Think about how many incidents occurring just on a yearly basis in the South China Sea. This chart is from 2.5 years ago. Now there would be so many more red dots on this chart in terms of maritime incidents between Chinese coastal guards or Chinese naval vessels and other regional vessels.

I am very concerned that this infrastructure will take about two years to finish in terms of full military facilities. I think they will finish it. There is no reason why they spend this much money building it. But they are doing it because as the Chinese economy slips, the mercantile, imperialist side of China is coming out. And look what they are showing us. They are showing us missiles. These missiles here can be launched and can destroy our aircraft carriers. They can also be launched and destroy Yongsan base. These things are extremely fast and accurate and very scary. But then they showed us their new bomber, finally. It can drop nuclear weapons. It can drop massive, conventional payloads, and it is refuellable. It can fly to the United States. What was happening at the same time they were doing their 121-step march? They were sending five-ship flotilla to the Luchuan islands in Alaska, coming into my country's territorial waters. This is the most provocative demonstration of force and a violation of my country's sovereignty ever by the Chinese.

What is even more unwise is that China's cyber offensive operations against all of us, including Korea, are out of control. They are treating the world system as if they can just rip it apart. The thing about cyber security and why it matters is that the world runs on the internet. Globalization and cyber integrity are integrated together. And cyber thievery, cyber espionage, and stealing intellectual property that has taken billions of dollars in investments by Korean companies and American companies to develop and building the exact same thing in China without paying us any royalty will undermine capitalism. If you want to promote a communist or a socialist system, I guess that is one way to do that. Why does this matter? I did my doctorate on economic

history of Japan but had to study all economic history going back to Babylon. I studied the economy of pre-World War I Europe for one of my thesis papers. Pre-World War I Europe is a good analogy as to where we are today. It is not just on the strategic level but it is economic.




Pre World War I, we saw a breakdown in the long cycle and the balance of power in hegemonic stability. That may be repeating itself. What was the breakdown? The period of 1814-1914 was the longest period of prosperity and economic integration in the world history until the period of 1953-today. Moreover, the CIA says there is going to be multi-polarity among competing powers. There is not a single historical precedent in the world history for a stable transition to economic, political and strategic multi-polarity. China is on a course towards militarized hegemony in Asia based on its actions and words, while

America is a reclining power whose actions do not match its rhetoric.

Pivot to Asia? How about retreat to Asia? We are really trying to get out of the Middle East and come here because we do not like the Middle East, but we are stuck there. The dark side of globalization is expanding, i.e. cyber crime. Warfare is getting flat. It is getting very cheap to fight asymmetrically. The balance of power system that we built is very fragile to outside intrusion as we learned 14 years ago today at this time when the World Trade Center and Pentagon were attacked. Much depends on whether the US can become a globalist power. A globalist power does not mean a global power. We are not the only power, but we want to lead the globe and make it a safe place for all to trade and prosper. We need to do that again, but instead our policy is to shield ourselves from a dangerous globe. That is what President Obama is doing.

1870 – 1914: The Era of Convergence 1.0



- 1870 to 1914 represented the high water mark of 19th century globalization. Globalization involved increasing transfers of commodities, people, capital and ideas between and within continents.
- Intra-imperial tariff reduction and the widened use of the gold standard deepened trade
- Intra-European and extra-European trade reached a high point in 1913. European trade roughly quadrupled in real terms between 1870 and 1913
- Prices for everything from commodities, such as wheat, to manufactured goods steadily converged.
- Cross-border capital flows and foreign direct investment boomed. Foreign assets accounted for 7% of global GDP in 1870 but nearly 20% by 1900-1914 (a level of integration not met again until 1970).

Globalization, 1870-1914, Daudin, Morys, and O'Rourke

37

We saw convergence and globalization before. That is what happened in Europe between 1870 and 1914, particularly on the industrial level. There was a massive increase in economic integration and cross-border capital flows. Foreign direct investment boomed. Foreign assets accounted for 7% of global GDP in 1870 and nearly 20% by 1900-1914. We did not reach that level of integration until 1970. That is how long it took to rebuild the global system. When the global system breaks, it really breaks. I am suggesting we are at a breaking point. This is just a great growth wave in the world. Before World War I in 1907 there was the financial crisis in the German economy. The war starts and it gets worse. England was all trending downward. One of the reasons why the British Empire, Germans, even the Russians and the Japanese all started building the ships was because their economies were not doing well. They were trying to use excess steel capacity to build a lot of ships. So they built the big, long-range warships. That helped set the stage for the crisis that occurred with World War I. They built these asymmetrical weapons like the Chinese are building now. When things got economically bad, they decided they had to use them. One of the reasons they had to use them is the great World War I recession. Why did Britain go to war in World War I? It is always a mystery. The Arch Duke Ferdinand got shot, but why did that mean that Germany and England had to go to war? The Brits and the Germans both felt that it was 'use it or lose it'. Interestingly, everyone thought that Germany was the rising economic power. But the bigger rising economic power in 1914 was Russia. 5 years later Russia was destroyed and the communist country was emerging. But that was how quickly things can change. I see

China today a little bit like what Germany was in 1914. It is a 'use it or lose it' type situation. Their hopes and dreams of empire are crumbling.

One of the things that have also been crumbling in the last few years is productivity. Productivity before World War I started to decline after all these years of huge increase. That matters. Because today, productivity of emerging markets and advanced countries is tanking. That matters because when productivity starts to decline, people start to do stupid stuff. It is hard to maintain economic growth when productivity is declining. Literally, it can't be done statistically. It brings out the worst in countries.

American Hegemony is Waning Globally

US Hegemony Under Stress:

- Free trade system in decay
- Global financial status diminished
- Declining use of the dollar
- Bulging fiscal imbalances
- Anemic economic recovery compared to norm
- Involvement in long, costly wars
- Fraying alliance systems in Europe and Asia
- Increased isolationist thinking
- Rising strategic rivals in Asia and Middle East
- Shrinking US naval power



THE SATURDAY
EVENING POST
JULY FOURTH

43

The picture is from July 4, 1924 with the Uncle Sam reclining and a firecracker underneath his butt about to explode. Pretty scary! After the Washington Naval Conference in 1921-1922, the US basically got

out of international relations. Doesn't it sound like today? Free trading system is in decay. Global financial status of the US diminished more or less. We have fiscal imbalances and an anemic economic recovery. These are all classical signs of a hegemonic decline. What happens at the end of hegemonic declines in history? War! I see a lot of potential for war to occur. In fact, I see war has already begun. In the Middle East, Saudi Arabia and Iran are in, what we call, a "Muddle East Meltdown". The Middle East has now been renamed by Mr. Richard Armitage "The Muddle East". It is a mess. Saudi Arabia and Iran are at it. Iran is fighting with the Houthi rebels in Yemen to try to take Saudi's eastern province oil fields. The Houthis in Yemen are related, tribally, to the Eastern Province Shia; they are cousins. They are part of the same tribe. So, from Iran's perspective, this is a fight over the control of oil and Islam. It is a very significant thing, I saw it in Iraq.

Is there a possibility for implosive conflict in the Korean peninsula? I don't know but there is a possibility where you try to do some sort of quiet reunification, a gradual deal like President Park Geun-hye has suggested, and the Chinese and North Koreans take advantage of it. The reason why it matters in the financial markets is war is usually what breaks down the long cycle in financial markets. The war in 1914 war led to a huge implosion, which was rebuilt only after World War I. In 1937 this is also how inflation started. Everyone had been waiting for inflation. We are not going to get inflation unless we get a supply shock. But when we get inflation with this much monetary ease out there and with this much money floating around, it could lead to really huge inflation.

Let me just talk about North Korea. North Korea is a commodities exporting country. The most important military company in North Korea is called KOMID (Korea Organization for Mining and Industrial Development). I am asked very often, “How does North Korea finance its weapons of mass destruction program?” The answer is “Coal and gold.” What has happened to the global coal market? It has collapsed. What has happened to the global gold market? It has collapsed. What is happening to the North Korean GDP? It is collapsing. What does North Korea do when it does not have money from normal sources? It is going to engage in a lot of illegal activities. It is very difficult for North Korea to counterfeit the US dollar today because the US spent a lot of money to redesign it.

What does North Korea really want to do? I think they want to export nuclear weapons to Iran with which they have an agreement. Moreover, they want to deploy and export nuclear capable intercontinental ballistic missiles (ICBMs). There is a missile called the KN-08 which has been talked about in front of Congress by the head of the Defense Intelligence Agency, by the Chairman of the Joint Staff, by Director Clapper of the DNI, and by General Scaparrotti who is the Chief Commander in Korea. They talked about the capability of carrying a nuclear warhead missile and delivering it as far as the United States. If the KN-08 is tested in the next few months and it comes at the United States even in a test, it is going to be a total crisis in our relationship. It is going to be a crisis in our relationship with you and potentially even with the Japanese because the Japanese are about to pass a Collective Self-Defense Law, but that law does not come into force until April 1 of

next year. So there is a big window. So is the US going to use its missile defense with the Japanese, and potentially working with Korea as well, to stop this missile once it is launched? You have to really stop it on the ascent phase. Otherwise, you have about 2 minutes for it to go up. I do not know if we will even technically be able to do it. If we do not and they succeed in testing it, they have that ability to use that data to be able to really perfect their nuclear ICBM capability.

North Korea is a proliferation threat. In September 1, 2012 North Korea signed its first Science and Technology Agreement with Iran. What did that 2002 agreement lead to? It led to the building of a nuclear weapons complex on Al Khabar on the Euphrates river. That was the single biggest active nuclear proliferation in the history of the world. The danger is that the Science and Technology Agreement that Syria signed with North Korea in 2002 could possibly have involved the Iranians, too. We do not think we know, but we have to be suspicious. When Alkabar broke ground in October of 2003, the CIA's National Intelligence estimate, which was declassified in 2005, said that the Iranian nuclear program stopped around October-November 2003. Is that a coincidence? Is it a coincidence that the North Korean HEU program went really active in the fall of 2003 and early 2004 in terms of production? I do not believe in coincidences. But what really bothers me is that North Korea has a market for its nuclear weapons and missiles and it is called the Middle East. What we got is a war in the Middle East between ISIS, the Sunnis, and the Shia in Iran. In World War I they wanted dreadnoughts, tanks, mines, and gas. Today, they want nuclear weapons. My fear is that as much as the world oil markets are collapsing

today, a war in the Middle East involving the Iranians targeting the economic infrastructure of Saudi Arabia, which appears to be what their goal is with the Houthis in Yemen. We have already seen missiles fly into Saudi Arabia from Yemen. The danger is that we are going to see potential targeting of oil.

The world still runs on oil. Oil at \$25 a barrel is a great thing. But oil at \$170 or \$200 a barrel would not be a great thing. The potential for conflict in the Middle East to upset the world economy, which is already in distressed conditions, into an absolute mega crisis can be a total mess because of North Korean nuclear proliferation into the Gulf that leads Saudi to go into nuclear proliferation with the Pakistanis, which leads to actual energy warfare, which I think has already begun in terms of the pricing. I just want to suggest that we need to stop thinking just about peace and start thinking about war. We need to start thinking about World War III and how it can start. It could start in the South China Sea. But if it starts here, it is going to involve all of us.

The Asian economic and financial disorder can turn into an outright global disorder without decisive reflation. Just on the financial level we are facing a big problem. Chinese economic crisis is a Communist Party crisis. China is becoming more nationalist, mercantilist and expansionist. The chances of China turning the 121 step march into a turn back against time and move against Taiwan and liberating the Korean peninsula by 2017 are rising. As a “policing power”, the US is in decline and potentially absolute decline. The world remains leveraged to Gulf oil, and the Middle East is in the first stage of outright Sunni-Shia war that could eventually go nuclear and involve targeting of oil facilities,

which would be very hard to replace. Then the market would go crazy.

There are many internal and endogenous reasons for the long economic growth and financial market cycle, which has existed since 1953. To be peaking out, typically, we have seven-year growth cycles. If you look at the decline of productivity and global trade, these are all classic indicators of a beginning of a hegemonic breakdown and end of a long cycle. A breakdown in the balance of power and multi-polarity is not inherently benign. It is going to be very dangerous. Does a pre World War I-like downturn of an economic long cycle matter to the future of the world system or is this time different? I do not think this time is different. But, a US-led globalization renaissance is possible. TTP can be passed by the Congress. The US could try to engage our Korean and Southeast Asian allies and friends in Australia which are all going to be facing big problems. We need to get ahead of this economic and financial crisis and we need to try to plan, try to balance it out, and try to cut the corporate leverage in economies that are dependent ahead of the curb and not wait for the next big crisis.



Questions
and
Answers

Q You convinced us all for the very decisive need for reflation. How can this be executed in a very broad sense without creating a global crisis or a breakup of the existing paradigm?

A They have a financial crisis in China. There are simple things that they can do. They are going to have to recapitalize their banking system. In the Southeast Asia commodities trading markets and even in Australia, they are going to have to adopt the deleveraging formula. They are going to have to work out these corporate debts, starting now, as if they are already in default. A preemptive formula for restructuring of these debts with credit holders is better than waiting for an absolute crisis. To me, the writing is on the wall. There is no way that the commodities markets are going to surge back to growth. If China stimulates now, it probably has to occur through the devaluation of their currency. That is going to lead to an absolute further crisis in commodities. We can get ahead of the curb and we can have a frank discussion about this stuff or we can stick our heads in the sand. Right now, I think we have our heads in the sand.

Q Everybody worries about the impact of the Federal Reserve lifting the interest rates sooner or later, especially on emerging markets. What is your take on its impact on China and commodities exporting emerging markets and the manufacturing exporting emerging markets, like Korea?

A I think there are going to be a bunch of October surprises. I think in September the Fed will probably delay action. But I think one of the surprises will be that we are going to get some growth in the US economy. Unemployment is already at a level that is consistent with raising interest rates. But because of what is going on in Asia, I think the Fed may well delay the action for one month. But my theory is October surprises might be worse than September expectation. That the Fed raises rates in October and Beijing devalues or re-pegs at a lower level could be another scenario. They may say: "Today the currency is worth X and tomorrow it is worth 20% less than X." They can just declare that. I think that would stem the outflow. Also, they can stop all Chinese tourists from leaving the country and when they come back, they can take away the goods they are bringing in. So there are ways the Chinese can enforce this very draconian thing. I think the Bank of Japan will probably have to ease in October. I think we are going to see massive bankruptcies in the shale producing sector in the United States, which is going to cause credit instability in global credit markets. I think the oil prices could fall below \$35 by then. I think it is a scenario possible in December. I think gold and copper will break the 20-year low very soon, probably in October. So, it is not just what the Fed does but all this other stuff. So the possibility for huge volatility spike in October is huge.

Q I would like to ask about your argument on the growth rate and overvaluation of renminbi. An average 10% growth for 30 years is too much of an exaggeration I think. What is the basis for

the 3% growth rate? Did you look at some accounting system in China? Secondly, do you think China should devalue by 20-25%? If so, why are Chinese products so competitive in the international market? They have a tremendous surplus. Do you think that surplus is possible with 25% overvaluation?

A In terms of Chinese growth rate, we have done a lot of testing using the Granger Causality. We use a lot of the partner country's statistics. We run them against the Chinese statistics and see if they mirror each other and follow each other. We find that they do not really well. Extrapolating from the partner country's trade statistics with China where we have long-time statistics like electricity and production of cement, the Chinese economy is growing at 3% optimistically based on our analysis. Again, the index I created was the same index that Li Keqiang, the Premier, says he uses. Now, it does not include the services sector, but my belief is that the data of the services sector in China is so poor that you cannot really trust it. Based on the Chinese own PMIs and backward data and production, all are heading down decisively now. So a 25% currency devaluation would improve China in terms of trade and it would then put China back in line with the rest of the Asian economies, including Korea, in terms of currency.

Chairman SaKong: According to the IMF, since the start of 2014, Chinese RMB has been appreciated around 30% on a really effective

exchange rate base. Still, Chinese RMB is overvalued. That is the IMF's estimation. The consensus view is that it is a little bit overvalued. Whether China will devalue more or not is a separate question. I think there are different views and because China has so much dollar-denominated foreign debt and therefore devaluation may hurt themselves more in different channels. Also, China is very eager to include the RMB in the Special Drawing Rights (SDR) basket which will be reviewed this year. In fact, the last devaluation was based on this type of strategic grounds. I think David is not the only one who thinks Chinese statistics are flawed. But on the other hand, there are people who are saying that it is not that bad because those who do not trust Chinese statistics use mostly the fiscal data, cement consumption, and oil consumption, mostly the manufacturing related data. Those who oppose this kind of argument say that now the Chinese industrial structure itself is changing towards more services. For example, only 5 years ago, China's service sector was less than 45% of GDP, but now it is already 50%. As the economy shifts towards service, people consume less energy and less physical inputs. So, I do not think we can trust it 100%. Even then, the discrepancy cannot be that high. There is always a time lag in data collection on services. That is another problem. We have to be a bit careful about this number. I am not defending the Chinese, but we should be aware that there are counter arguments. Also, in terms of economic analysis, what is important is trend. If they did not lie before and then all of a sudden they lied, then it can be a problem. But if they lied consistently, then the trend analysis would not be affected. Since it is a controversial issue, I think we have to be careful.

Q You mentioned a possibility of an economic and financial crisis in Asia. What do you think will trigger that?

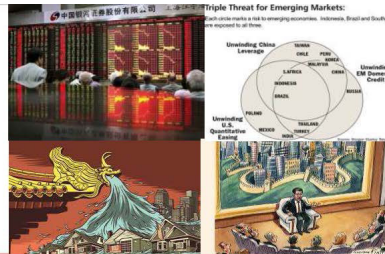
A I think the Chinese allowing their currency to further depreciate would be the most likely trigger. To me, that is the most likely scenario after the Xi-Obama Summit. Again, why devalue? Well, it is not really devaluation. The Chinese I talk to say, “Look, everybody’s devalued against us. We have massively depreciated against the dollar, against the yen, and now against the won. And by the way, Chinese export competitiveness is not as great as it used to be. There is a lot of robotization going on in Korean production in Vietnam and Thailand. China is not as competitive as it was before. Moreover, if they are exporting in dollars, a weaker RMB will earn a lot of dollars. It depends on the volume of trade and competitiveness. I think it is not necessarily negative in terms of their dollar accumulation. I think they can accumulate even more dollars because they will be exporting the same goods and earning more dollars. There is an October 27-28 Federal Open Market Committee (FOMC) meeting. It may be an October surprise, or it may be a December surprise. The thing is we are facing surprises. What is surprising to me is people have forgotten what surprises have done historically in the midst of all these very complicated and fragile conditions. I am not that pessimistic. I just think we need to look at reality and understand history. We should say: “Let’s look at these problems and what are the policies we can enact to avoid this?” And maybe we need to have a talk with the Chinese and say that if they are going to allow their currency

to change, it is going to be based on some formula and be a gradual adjustment strategy. We went through the Plaza Accord in 1985. We used to plan adjustments back then. They still were dramatic, but they had less trauma, less impact in some ways because they were at least planned at a high level. Right now, we are just letting the market run wild. If China wants to open up and liberalize its current capital account, its currency is going to weaken. It is inevitable. Maybe that is good. Maybe then we can all buy Chinese factories that are going to be very cheap and that are going to have a lot of excess supply. China can open up and become a more democratic capitalist country. Why aren't we talking to China about democracy? Korea became a capitalist democracy in a miraculous way in 1987-88. If Korea can become a capitalist democracy and Taiwan can be, then China could be. Why aren't we talking about it? Instead, we are allowing the Communist party to act like a communist party.

Chairman SaKong: The points you are making are very relevant to think about. I just want to remind you of an interesting happening. Just three days before the collapse of the US stock market in 1929, Irving Fisher, then the most distinguished and renowned economist at Yale who is still a very well respected economist, gave a public speech saying: "The US stock market was on a high permanent plateau and in my view the stock is still underpriced." And then three days later it happened. Of course, Irving Fisher is still well-respected because of his other contributions. So we never know. Probability may not be that high, but there is a possibility that can happen.



Center for a
New American
Security



The Emerging New Asian Economic Disorder: Faultlines, Fissures, Fractures, and Failures

Presentation to the Institute for Global Economics
Seoul, Korea
September 11, 2015

THIS PRESENTATION DOES NOT REPRESENT THE VIEWPOINT OF CNAS
(QUOTE/REQUOTE/CITATION/RE-CIRCULATION)

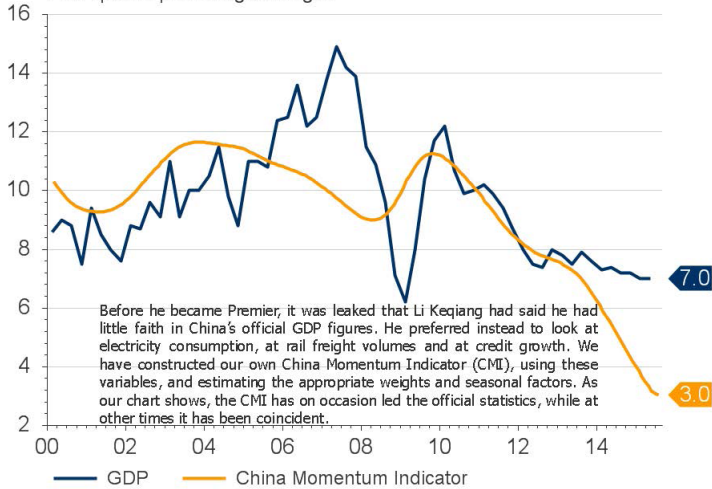


The New Asian Economic Disorder

- China's True Economic Growth Rate is Less Than 3%, China RMB remains 20-25% overvalued, and BOP could become strained in year ahead without revaluation.
- China's disorder is impairing its EM and DM trading partners and will lead to a greater global commodities and energy price collapse.
- New Asian economic disorder could turn into outright Asian financial and economic crisis without decisive reflation, structural reform, and free trade.
- China economic crisis is a Communist Party crisis. China becoming more nationalist, mercantilist, and expansionist.
- Asia's economic and political disorder is part of a broader decline of hegemonic and pol-mil-econ stability globally. 2

China GDP and CMI

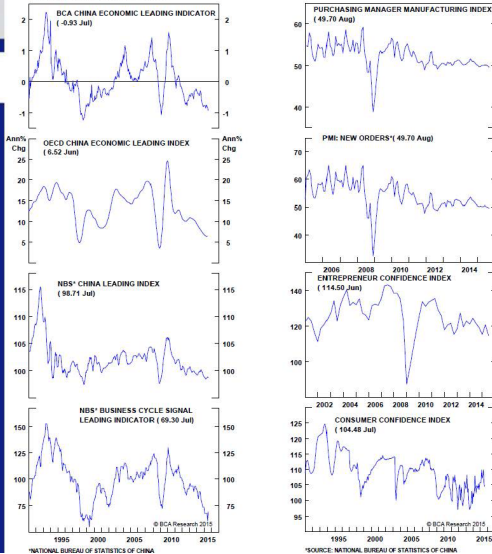
Four-quarter percentage changes



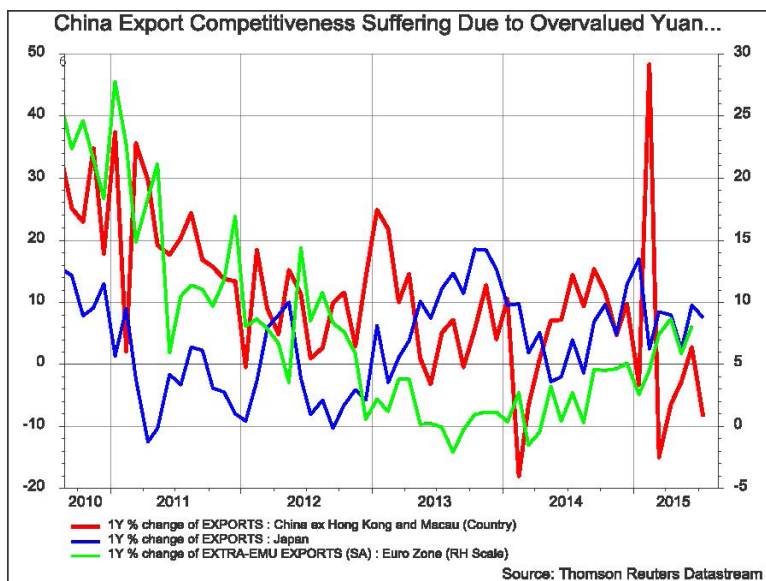
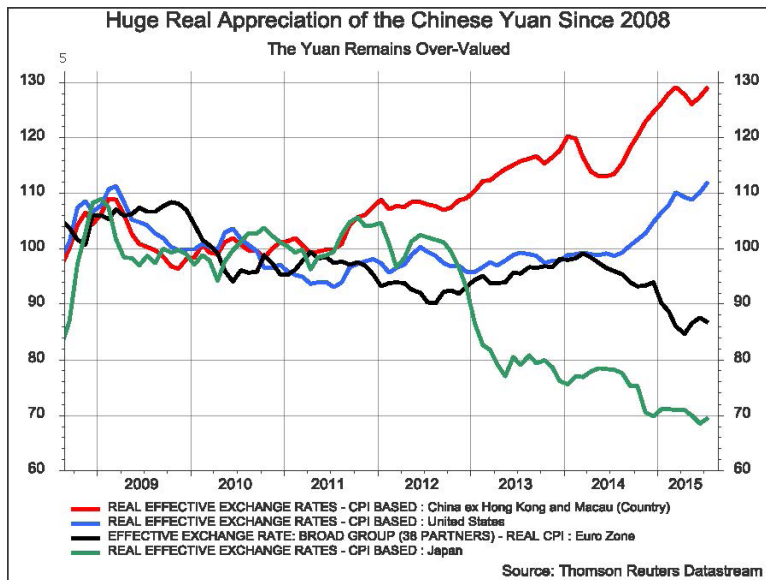
Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

All Leading Indicators Pointing Down!

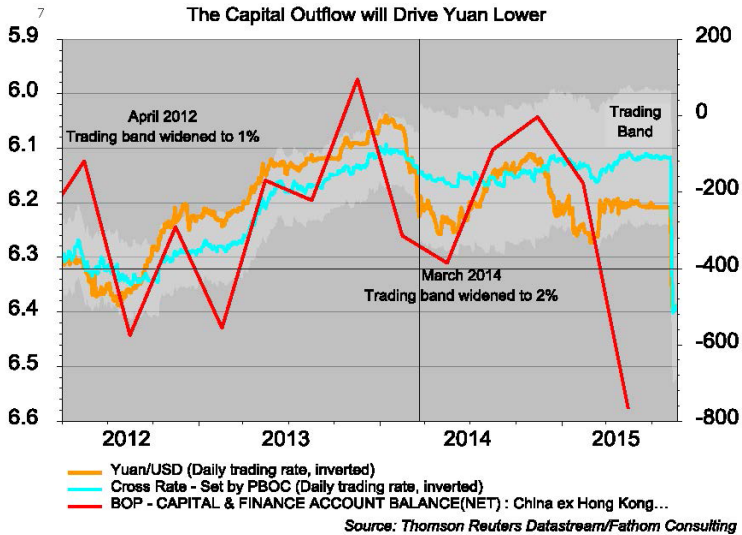
CHINA Leading Economic Indicators



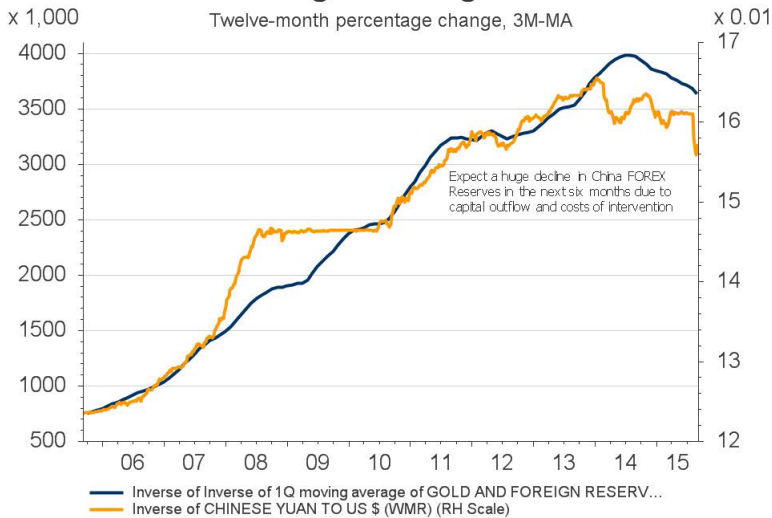
Source:
BCA Research

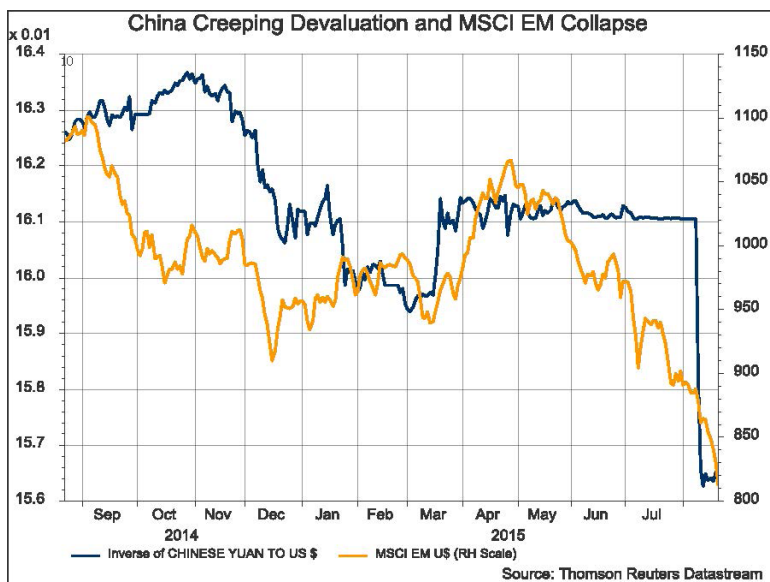
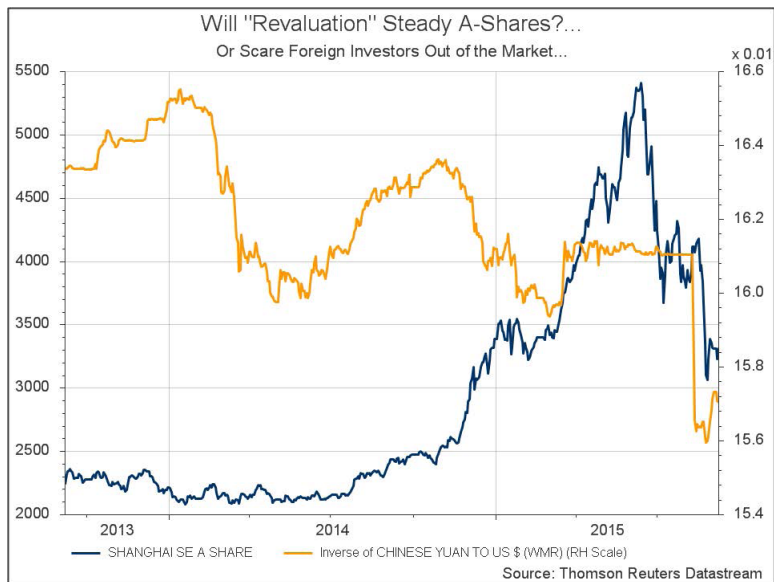


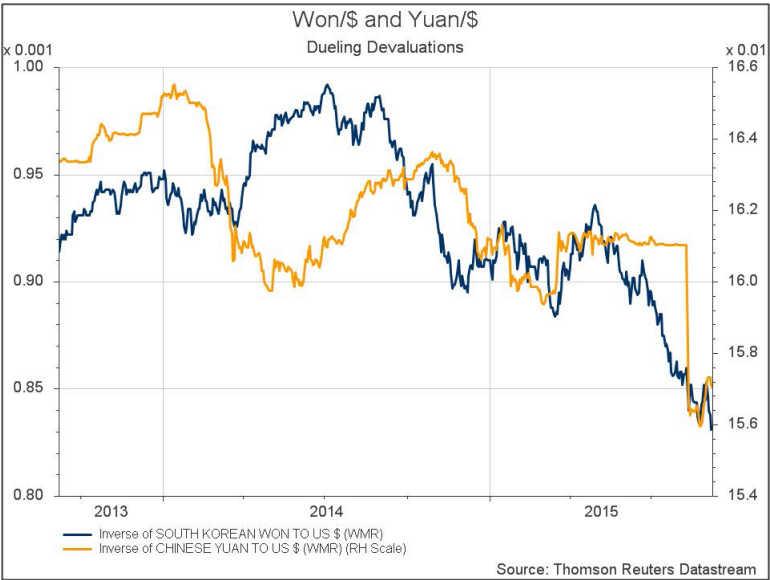
Yuan Devaluation Dynamics

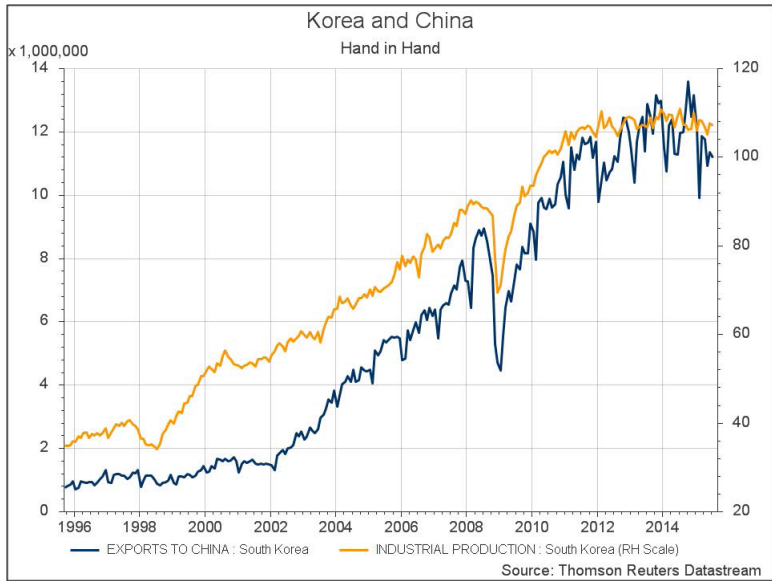


China foreign exchange reserves

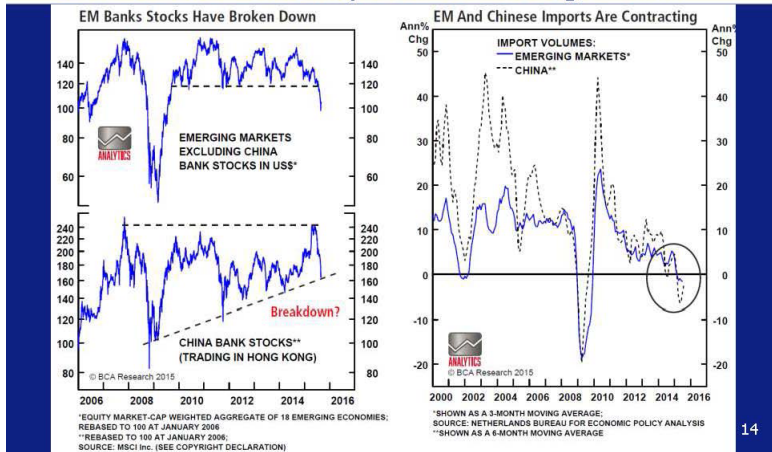








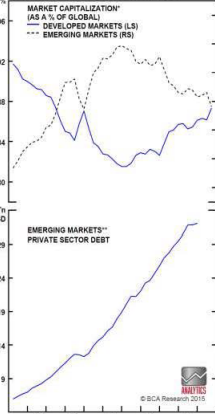
EM Stocks and Imports Breaking Down



EM CORPORATE Financial BOMB: Primed to Explode?

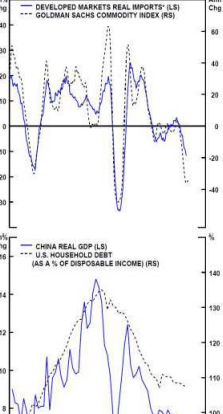


What If EM Assets Are The Bubble?



* SOURCE: MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)
 ** SOURCE: SCA CALCULATIONS BASED ON IMF AND BIS DATA:
 CHINA PRIVATE SECTOR IS CALCULATED AS CUMULATIVE
 TOTAL SOCIAL FINANCING EXCLUDING EQUITY FINANCING BY
 NON-FINANCIAL CORPORATIONS PLUS NON-BANK INTERNATIONAL
 DEBT SECURITIES AND FOREIGN BANK CLAIMS ON
 NON-BANK CORPORATE SECTOR.

Goldilocks Era Is Over For EM



* INCLUDES EURO AREA, JAPAN AND THE U.S.

15

China Currency Shock on EM



Figure 4. EM currencies weaken after China's exchange rate reforms

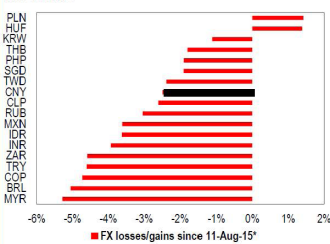
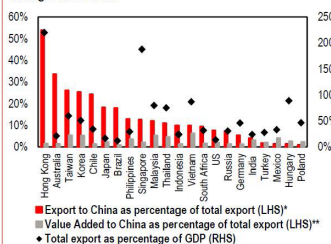


Figure 5. Taiwan, Korea and Singapore have significant real linkages with China



16

China Shock to EM Exports

China's Imports Are Dominated By Commodities And Capital Goods

CHINESE IMPORT COMPOSITION*	
IMPORT ITEMS	% OF TOTAL IMPORT VALUE
MATERIALS (METALS, CHEMICALS AND OTHER CRUDE MATERIALS)	29.4%
INDUSTRIAL MACHINERY	26.3%
ENERGY (COAL, OIL, GAS AND ELECTRICITY)	13.7%
OTHER MANUFACTURED GOODS	8.8%
OFFICE MACHINES AND TELECOM EQUIPMENT	6.6%
ROAD VEHICLE AND OTHER TRANSPORT EQUIPMENT	6.1%
PROFESSIONAL INSTRUMENTS AND WATCHES	5.6%
FARMING AND ANIMAL PRODUCTS	3.1%
TOTAL	100%

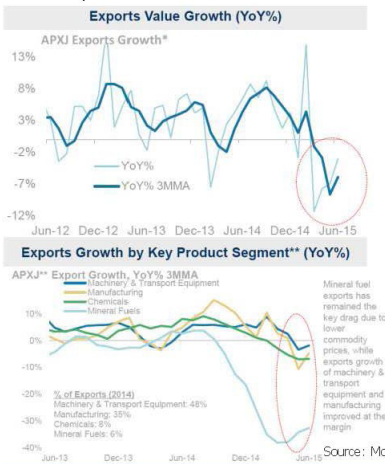
*SHOWN AS A 12 MONTH MOVING AVERAGE, AS OF JULY 2015

17

18

IV. External Demand

Asian Export in Trend Decline...

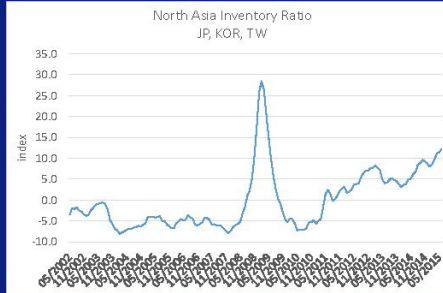


Source: Morgan Stanley, CEIC data



Asian Inventory Liquidation (dumping?)

- Asian companies cannot afford to continue holding large inventories of unsold goods.
- However, faced with a weak world trade environment, clearing inventories is proving problematic.



19

The New Asian Financial Crisis will be Driven by Corporate Debt Defaults...

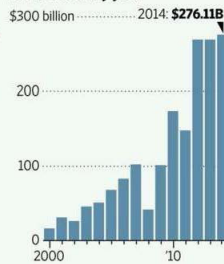
Dollar Damage

The U.S. dollar's surge is hurting companies in emerging markets that borrowed by issuing bonds in dollars instead of the local currency.

U.S. dollar vs. emerging-market currencies



U.S. dollar-denominated corporate bonds issued by year



Sources: Federal Reserve Bank of St. Louis (dollar index); Dealogic (corporate bonds)

The Wall Street Journal

20

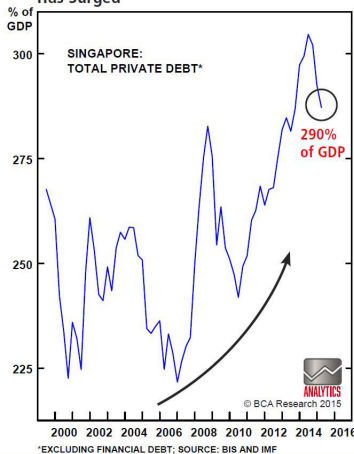
Table 1
EM Private Sector's Foreign Currency Debt

COMPANIES AND BANKS*	AS A % OF GDP	
	1996	CURRENT (AS OF END OF MARCH 2015)
MALAYSIA	27.7%	32.4%
CHILE	19.9%	31.1%
TURKEY	13.7%	26.8%
BRAZIL	10.5%	24.3%
RUSSIA	12.5%	23.6%
SOUTH AFRICA	10.9%	22.1%
PERU	10.5%	19.7%
TAIWAN	8.7%	19.7%
KOREA	24.2%	19.2%
THAILAND	59.1%	17.8%
MEXICO	14.0%	16.5%
COLOMBIA	10.5%	14.5%
PHILIPPINES	16.9%	12.7%
INDIA	6.5%	12.4%
INDONESIA	26.0%	11.3%
CHINA	9.3%	10.9%

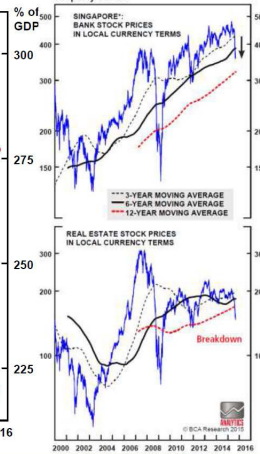
* INCLUDES NON-FINANCIAL COMPANIES' AND FINANCIALS' FOREIGN SECURITY DEBT AND LOANS; SOURCE: BIS

21

Singapore: Private Sector Leverage Has Surged

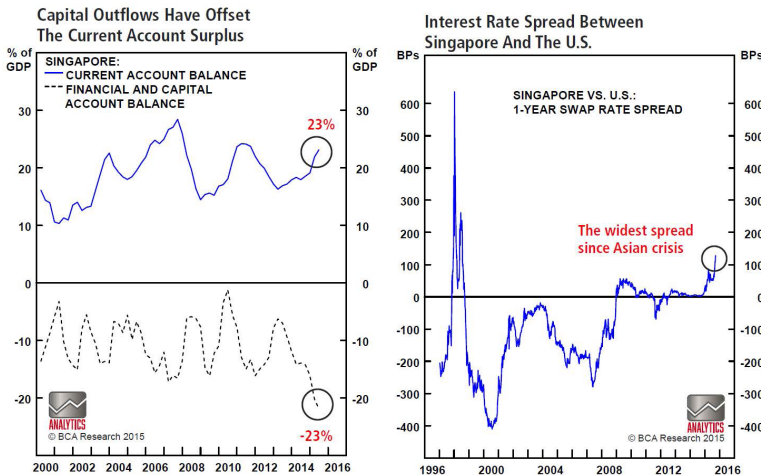


More Downside In Banks And Property Stocks



22

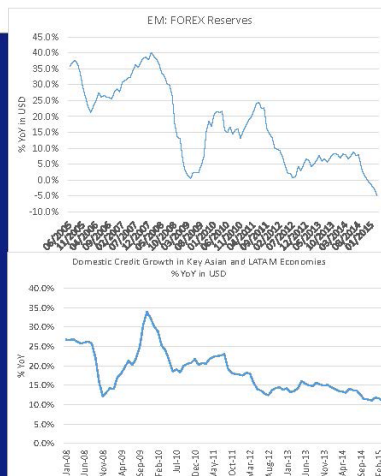
Will Capital Outflow Breakdown the Safest of Asian Currencies?



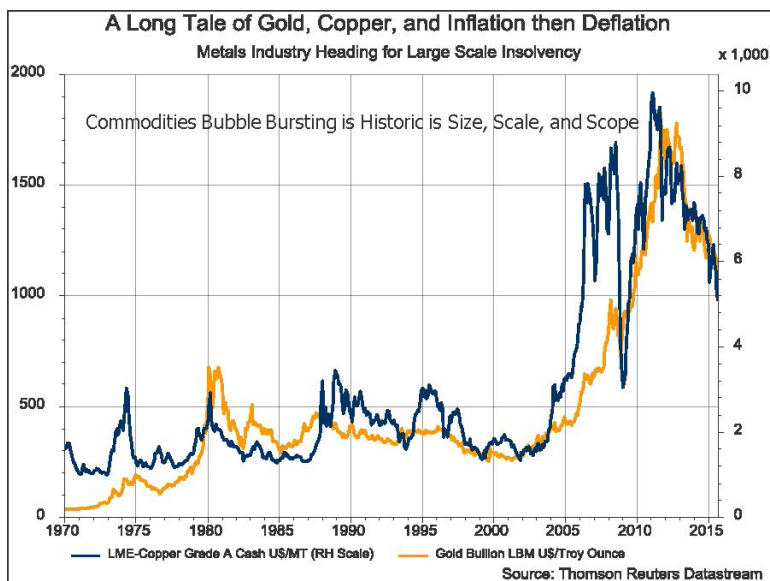
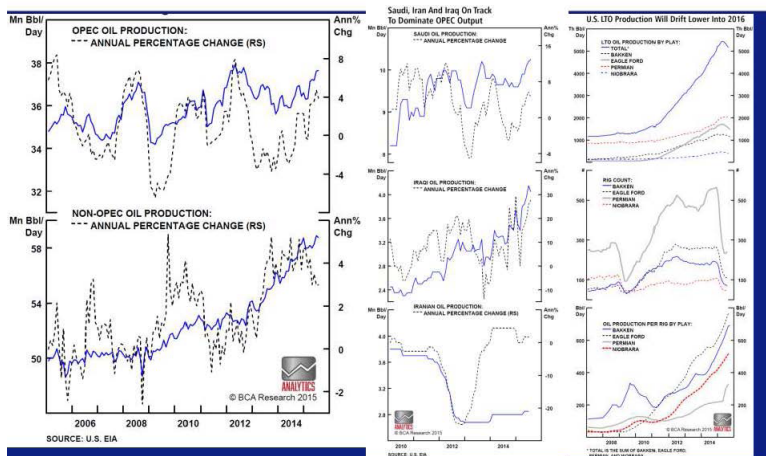
But Surpluses Not Large Enough

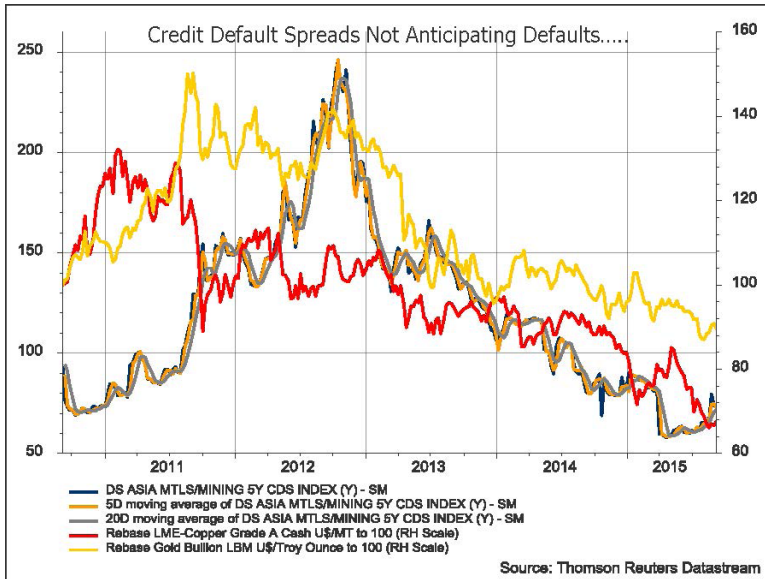


- Asian nations have accumulated huge currency reserves as a buffer against a repeat of the previous Asian financial crisis.
- However, even these mammoth surpluses are not large enough to fund all of the credit outflows.
- Hence, the countries are losing FOREX reserves.
- Lower reserves imply lower rates of reserve money growth and therefore a (deflationary) cooling in their domestic credit cycles.

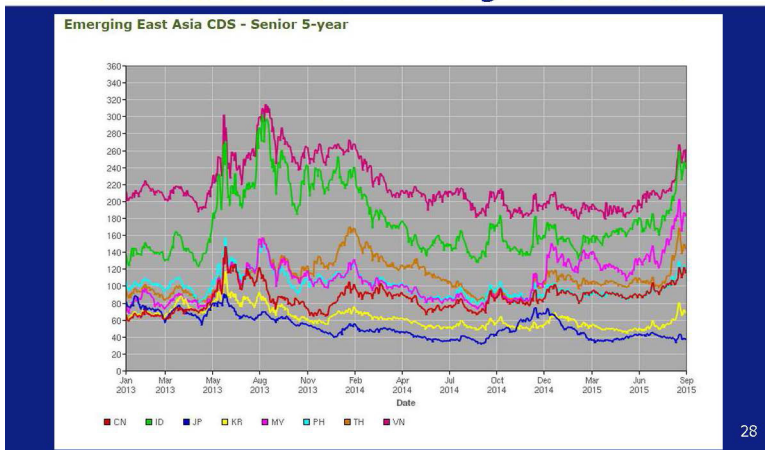


Oil Bubble has Burst OPEC Flood Continues





Asian CDS Still Not Predicting Credit Crisis

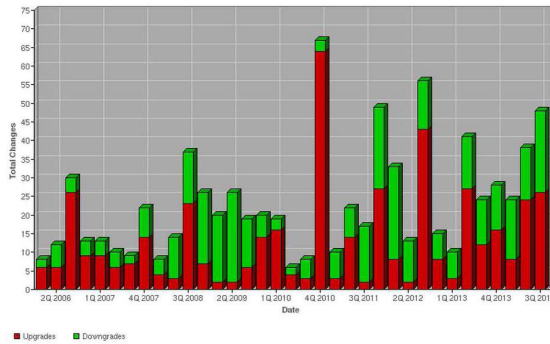


EM Credit Ratings Deteriorating

Credit Rating Trends

Data vary across markets. For details download spreadsheet.

[Downloadable Spreadsheet](#)



29

2025: Shifting Global Landscape

Relative Certainties

- A global multipolar system is emerging with the rise of China, India, and others.
- The relative power of non-state actors - businesses, tribes, religious organizations, and even criminal networks—also will increase.
- Continued economic growth—coupled with 1.2 billion more people by 2025—will put pressure on energy, food, and water resources.
- The potential for conflict will increase owing to rapid changes in parts of the greater Middle East and the spread of lethal capabilities.

Likely Impact

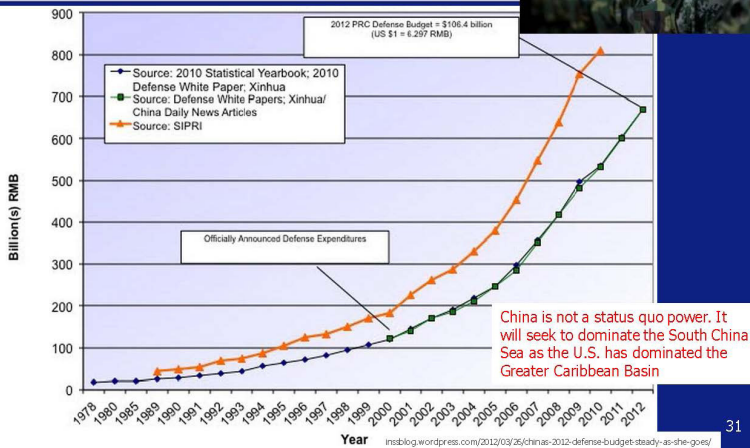
- By 2025 a single "international community" composed of nation-states will no longer exist. Power will be more dispersed with the newer players bringing new rules of the game while risks will increase that the traditional Western alliances will weaken. Rather than emulating Western models of political and economic development, more countries may be attracted to China's alternative development model.
- Shrinking economic and military capabilities may force the US into a difficult set of tradeoffs between domestic versus foreign policy priorities.
- Unless employment conditions change dramatically in parlous youth-bulge states such as Afghanistan, Nigeria, Pakistan, and Yemen, these countries will remain ripe for continued instability and state failure.
- The need for the US to act as regional balancer in the Middle East will increase, although other outside powers—Russia, China and India—will play greater roles than today.

Source: US National Intelligence Council

30

"For the first time, in modern history at least, Asia's military spending is poised to overtake Europe's... China is doubling its defence budget every five years and India has just announced a 17% rise in spending this year, to about \$40 billion." *Economist*, March 24, 2012

Chinese Defense Spending



31



South China Sea Incidents Rising



32

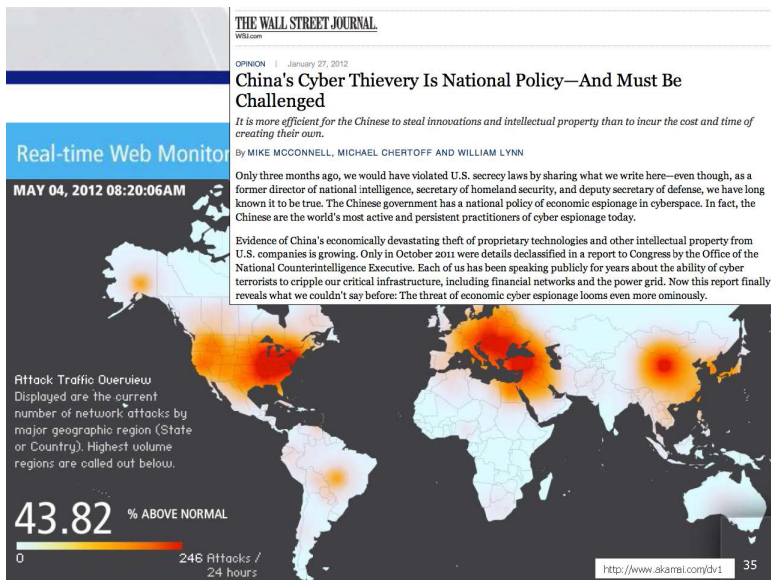
Reefer Madness?



During the anti-Japanese military parade, national flag guards walked a total of 121 steps, symbolizing 121 years of the Chinese people's fight against aggression since 1894, when the Sino-Japanese War of 1894-1895 began.

China Militarizing for "121 Steps" War?





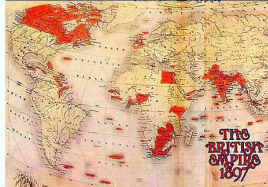
Center for a New American Security

Why be worried about the global system?

- The pre-WW I breakdown in the long cycle, balance of power, and hegemonic stability may be repeating itself.
- There is no historical precedent for a stable transition to multi-polarity among competing powers.
- China is on course toward a "militarized hegemony" in Asia, while America is a "reclining power" whose actions don't match its rhetoric.
- The dark side of globalization is expanding.
- The world of warfare is flattening.
- Much depends on whether the US can become a "globalist power" again and not just a power trying to shield itself from a dangerous globe...

36

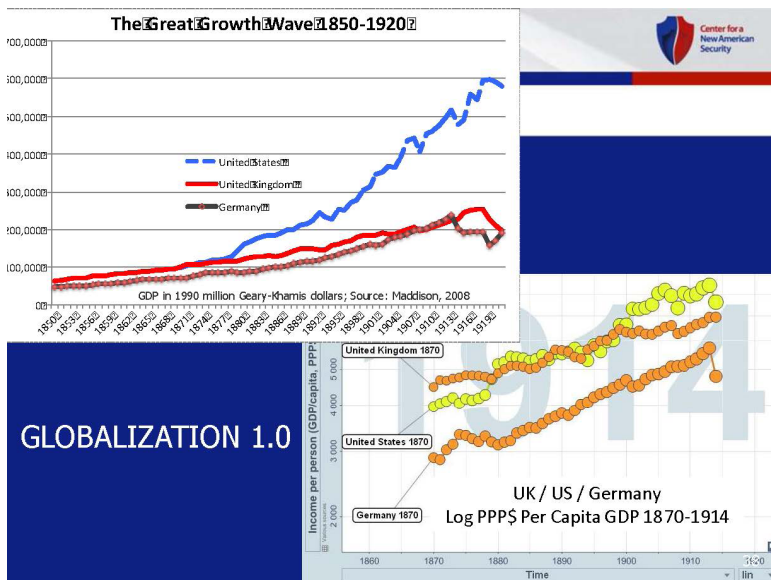
1870 – 1914: The Era of Convergence 1.0



- 1870 to 1914 represented the high water mark of 19th century globalization. Globalization involved increasing transfers of commodities, people, capital and ideas between and within continents.
- Intra-imperial tariff reduction and the widened use of the gold standard deepened trade
- Intra-European and extra-European trade reached a high point in 1913. European trade roughly quadrupled in real terms between 1870 and 1913
- Prices for everything from commodities, such as wheat, to manufactured goods steadily converged.
- Cross-border capital flows and foreign direct investment boomed. Foreign assets accounted for 7% of global GDP in 1870 but nearly 20% by 1900-1914 (a level of integration not met again until 1970).

Globalization, 1870-1914, Daudin, Morys, and O'Rourke

37



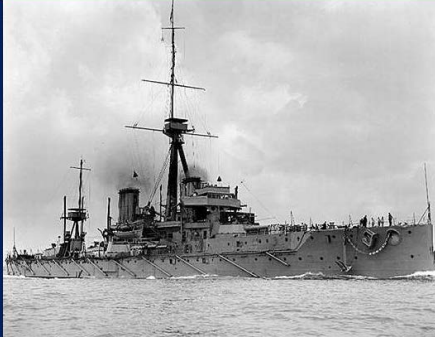
Anglo-German Naval Race, 1904-1914

"It is generally admitted that the present rivalry in armaments in Europe— notably such as that now in progress between England and Germany—cannot go on in its present form indefinitely." Norman Angell, *The Great Illusion*

Summary - Dreadnought Class Ships Completed or Completing by August 1914

Countries in order of first dreadnoughts - totals exclude German Blücher, French Danton, and Russian Black Sea Fleet dreadnoughts building.

Britain	34	5 lost
Germany	24	(Blücher lost)
Japan	8	1 lost
U.S.A.	8	-
Austria	4	2 lost
France	4	(Danton lost)
Italy	4	1 lost
Russia	4	(1 Black Sea ship lost)
Total	90	9 (plus 3)
(50 Allied, 28 Central Powers, 12 later Allies)		



HMS Dreadnought, 1906

39

British Growth Before and After the Great War

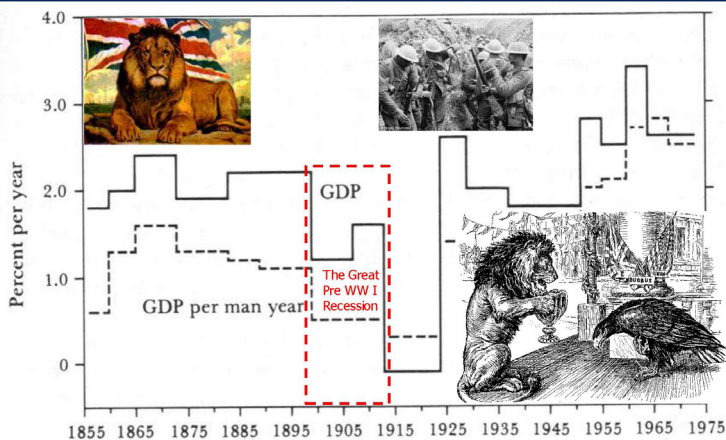


Fig. 2.1. Growth of gross domestic product and gross domestic product per man-year between cycle peaks, 1856-1973

Matthews, Feinstein, and Odling-Smee. *British Economic Growth, 1858-1973*.

40

The Decline in British Pre WWI Productivity and Growth

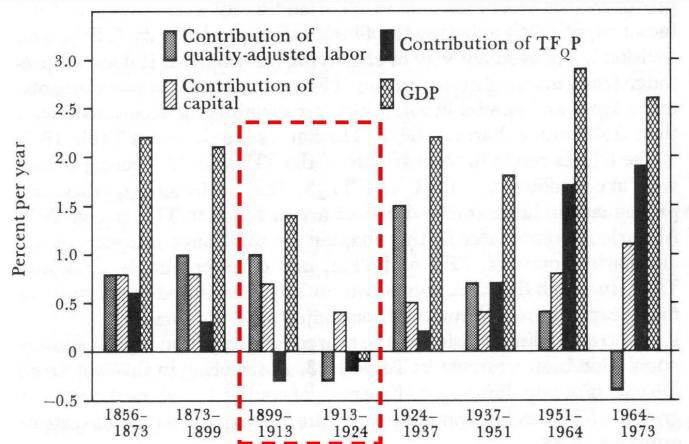


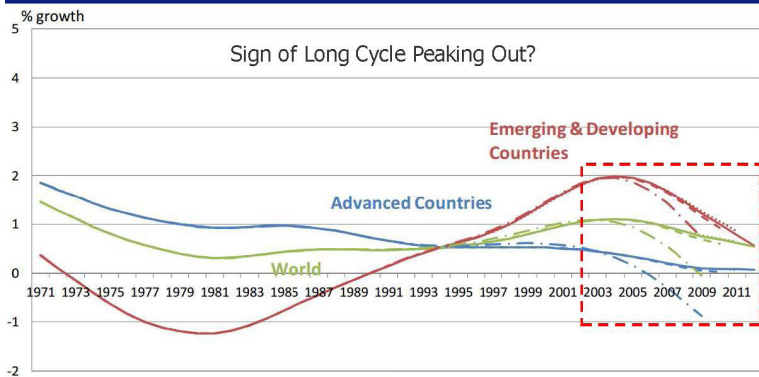
Fig. 16.1. Growth of gross domestic product and its sources by period, 1856-1973

Matthews, Feinstein, and Odling-Smee. *British Economic Growth, 1856-1973*.

41



Trend growth of total factor productivity



Source: The Conference Board Total Economy Database™, January 2012.

42

American Hegemony is Waning Globally

US Hegemony Under Stress:

- Free trade system in decay
- Global financial status diminished
- Declining use of the dollar
- Bulging fiscal imbalances
- Anemic economic recovery compared to norm
- Involvement in long, costly wars
- Fraying alliance systems in Europe and Asia
- Increased isolationist thinking
- Rising strategic rivals in Asia and Middle East
- Shrinking US naval power



43



What forces and scenarios could set the free world back?

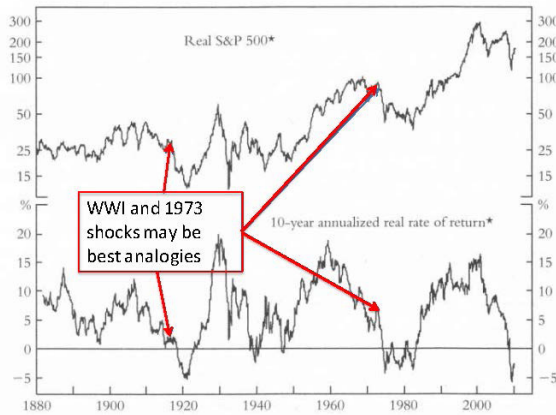
War

- Historically wars have had the greatest impacts on global economic conditions and broken long cycles
- War is the most likely of the most impactful forces but often most difficult to foresee.
- Potential scenarios:
 - Saudi vs. Iran – Gulf Conflict = “Muddle East Meltdown”
 - “Implosive Conflict” on the Korean peninsula
 - South China Sea - Chinese “Monroe Doctrine” vs. US/Japan
 - India vs. Pakistan nuclear war
 - India vs. China conflict
 - Catastrophic cyber attack



44

Previous War Shocks to the Long Financial Cycle



*Deflated by consumer prices.

Source: Chart courtesy of BCA Research Inc.

Source: Anthony Boeckh, *The Great Reflation*

45

Asia Flashpoints

North Korea: Global Menace

- North Korean government becoming a problem for both ROK and China. Is forced reunification ahead?
- North Korea is determined to test and deploy a nuclear capable ICBM (ICBM): KN-08
- North Korea is the #1 proliferation threat in the world
- North Korea's stockpile of enriched uranium is sufficient to manufacture dozens of weapons in the coming years
- There is no internal need for HEU bombs, there is a sufficient plutonium bomb arsenal. NK HEU is for sale...
- How much would Iran pay for a nuclear arsenal?
- Why did Iran and DPRK sign a Science & Technology Agreement on Sept 1, 2012 (ala 2002 S&T Agreement with Syria that led to Al Kibar?).



46



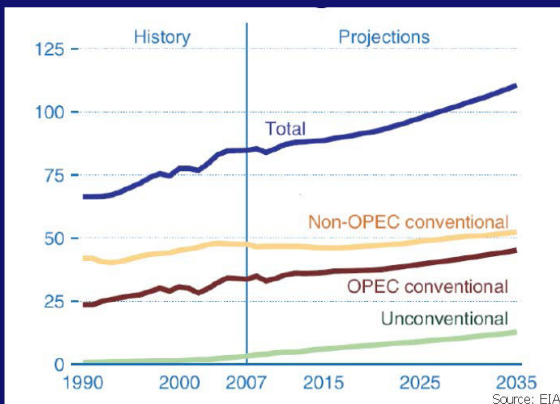
Flash Points: The New “Muddle East”

- Despite the promise of democratic reform, the “New Middle East” has gone from miracle to muddle in the last 36 months.
- ISIL is ascendant across Sunni-Caliphate.
- Iran/Hezbollah and Saudi/UAE are at WAR. Saudi using oil as a weapon – expect Iran (backed by Russia to fight back). Energy War?
- P5+1 with Iran is likely to trigger a nuclear arms race, not stop one!
- Further Middle East instability poses a major geo-strategic stability threat.
 - The world economy runs on Middle East oil and spiking gasoline prices—driven by ME instability—impact consumer confidence globally.
 - Middle East economies are broke, broken, or breaking down.
 - Potential for intra-state conflict over oil and water is growing.
 - Growing danger of trans-regional conflict.
 - Potential for breakdown/breakup of Syria, Iraq, and Libya is growing
 - The US broke the Middle East balance of power but isn’t “owning up”

47



Dependence on Middle East Oil Rising



48

Where the World Could End...



- The US has propelled regime failure in the Middle East but is not actively supporting new regime construction for fear of being perceived as interventionist...
- We've created two major pockets of geo-political instability at central crossing points for rising powers in SW Asia and the Middle East and are retreating...Our pivot to Asia is perceived as more of a retreat to Asia.

Conclusions: History doesn't repeat itself, it just rhymes



- Asian economic disorder could turn into outright Asian financial and economic crisis without decisive reflation.
- China economic crisis is a Communist Party crisis (one that Lenin would recognize as the contradictions between Communist Capitalists and the people). China becoming more nationalist, mercantilist, and expansionist.
- Chances of China turning 114 step march into a turn back the time move against Taiwan and liberating Korean peninsula by 2017 rising...
- As a "policing power," the US in decline, potentially in decline.
- The world remains leveraged to Gulf oil and the Middle East is in the first stage of outright Sunni-Shia war that could eventually go nuclear.
- There are many endogenous reasons for the long economic growth and financial market cycle to be peaking out – an Asian economic and financial crisis followed by a major oil shock could cause much more rapid decline.
- A breakdown in the balance of power/ multi-polarity is not inherently benign
- Does a pre WWI-like downturn of an economic long cycle matter to the future of the world system or "is this time different?"
- A US-led globalization renaissance is possible (America's economy remains resilient and technologically dynamic) but would require an unprecedented political, economic, and cultural shift outward ala post-WWII.

50