



# 2003 한국경제와 세계경제 전망

## Korea and the Global Economy: The Outlook for 2002-2003

---

**Paul F. Gruenwald**

IMF 주한대표

2002. 10. 30.

## 필자 약력

---

Paul F. Gruenwald

現 IMF 주한대표

Texas대卒, Columbia대 경제학 박사.

IMF 한국프로그램에서 중요한 역할을 해온 IMF의 아태지역 전문가로 London Clubs에서도 활동중임.

World Bank를 거쳐 스페인 Carlos III 대학 교수 등 역임.

# 2003 한국경제와 세계경제 전망\*

Paul F. Gruenwald

본인은 한국경제와 세계경제에 관한 강연을 시작하기 전에 먼저 세 가지 점을 이야기하고자 한다. 첫째, 본인의 강연내용이 독창적인 것이 아니라는 점이다. 이와 같은 종류의 다른 강연들과 달리 이번 강연은 본인 혼자만의 연구결과가 아니며, 본인의 동료인 수많은 IMF 연구진들의 연구결과가 반영된 것이다.

둘째, 오늘 강연이 공식적인 IMF의 경제전망이 아니라는 점이다. IMF는 “세계경제전망(World Economy Outlook)”이라는 보고서를 반년마다 발표하는데, 이 보고서가 조만간 나올 것이다. 그렇지만 이번 강연이 이 보고서의 대응은 분명히 아니다. 보고서 내용에 대해서는 세계 전역에서 공식 기자회견과 발표가 있을 것이다.

셋째, 몇 가지 과제에 대해서는 너무 깊게 언급할 수 없다는 점이다. 정부와 논의해야 하는 민감한 정책들이 있기 때문이다. 이 점은 분명히 인정될 수 있을 것으로 생각된다. 그러나 이러한 논의에는 어떤 것이 있는지, 그리고 협상팀이 살펴보아야 할 것들이 무엇인지에 대해서는 약간 언급하겠다.

## 개 관

먼저 세계경제 회복에 대한 평가와 세계경제가 당면한 주요 위험들에 대한 언급으로 시작하겠다. 또, 세계경제를 생각할 때 고려되어야 할 중요한 여러 가지 이슈에 대해서도 언급할 것이다.

그런 연후에 한국경제에 대해 좀더 자세하게 언급하고자 한다. 여기에는 현재의 정책과제와 한국 정부 당국이 당면하고 있는 도전 몇 가지가 포함될 것이다. 현재 우리는 위기에서 벗어나 새로운 경제모델을 경험하고 있기 때문에, 여타국가 특히 동아시아 국가에 대한 잠재적 교훈이 일부 있다. 따라서 본인은 강연 말미에 이 부분에 대해 몇 가지를 강조하고자 한다.

참고문헌으로는 이번 주에 발표될 “세계경제전망” 2002년도 가을판을 들 수 있겠다. 그리고 “세계 금융안정 보고서(Global Financial Stability Report)”도 있는데, 이 보고서는 국제금융의 추이와 위험들을 조망한 것이다. 이 두 가지 보고서는 IMF의 웹사이트인 [www.imf.org](http://www.imf.org)에서 찾아 볼 수 있으며, 이 사이트에서는 이 보고서들 뿐만 아니라 다른 간행물들도 이용이 가능하다.

\* 이 글은 2002년 9월 24일 세계경제연구원이 개최한 특별강연회의 내용을 번역·정리한 것임.

작년에 IMF는 대외경제정책연구원(KIEP)과 공동으로 “한국, 위기를 극복하기까지(Korea: From Crisis to Recovery)”라는 제목의 학술회의를 개최 하였다. 이 회의의 보고서가 본인의 전임자인 데이빗 코(David Coe)와 KIEP의 김세직 박사가 편집하여 바로 얼마 전에 배포되었는데, 한국경제 대해 좀 더 자세한 내용이나 이론적 개관에 관심이 있다면 이 보고서가 아주 유익할 것이다.

## 세계경제 전망

지난 2년 동안 여러 가지 심각한 충격이 있기는 했지만, 세계경제는 비교적 잘 이루어져 온 편이다. 우선 2000년도 초에 IT 거품이 사라졌으며 그리고 나서 9·11사태가 발생했다. 이 두 가지 사건은 세계경제에 엄청난 불확실성을 가져다 주었다. 이러한 불확실성은 금년에 기업회계부정 사건이 터짐으로써 연이어졌다. 하지만 이번 경제침체는 이전의 경우와 비교해 볼 때 다소 긍정적인 것으로 보인다.

향후를 전망해보면 펀드멘털(fundamentals)이 아주 좋다. 비록 경제회복이 당초 예상보다는 다소 늦어지고 있기는 하지만, 이는 중기적인 경제전망이 상당히 긍정적이라는 점을 암시한다고 하겠다.

또 본인은 “IMF 방식”으로 강연을 할 것인데, IMF는 항상 경제전망을 살펴보고 나서, 이에 대한 위험을 살펴본다.

## 세계경제 침체

먼저, 지난 30년간의 세계 GDP 성장에 대해 좀더 긴 안목에서 살펴보자. 물론 2002년도 자료는 없지만, 2001년도까지의 연간 자료는 살펴볼 수가 있다. 하지만 2002년도가 여러 가지 면에서 2001년과 같은 모습으로 시작하고 있기 때문에 아마도 이를 추정할 수는 있을 것이다.

지난 세대동안에 발생했던 네 번의 주요 세계 경제침체기는 1975년, 1982년, 1991년, 그리고 지금의 2001년도이다. 따라서 앞의 세 번과 현재의 경제침체를 비교해 본다면 이번 경제침체 상황이 더 나은 것인지, 더 나쁜 것인지, 아니면 대략 평균수준인지를 측정할 수 있을 것이다.

두 가지 변수를 살펴보자. 하나는 세계경제 전체의 GDP성장이다. 네 번의 경제침체기 GDP성장률은 모두 1½%에서 2½% 사이였다. 이는 과거 20년간의 세계경제 평균 GDP성장률을 현저하게 밑도는 것이다.

두 번째 변수는 1인당 GDP성장이다. 이를 계산하기 위해서는 GDP성장에서 인구증가를 빼야 한다. 이

러한 방식으로 네 번의 경제침체를 살펴보면 현재의 경제침체는 비교적 좋은 것으로 나타난다. 1975년과 1982년, 1991년의 1인당 GDP성장은 0%이거나 마이너스(-)였다. 그러나 2001년의 1인당 GDP성장은 1%를 상회하여 유지되고 있다. 이 수치가 그리 큰 것은 아니지만, 이는 이번 경제침체가 이전에 비해서 덜 심각하다는 것을 나타낸다.

경제침체를 살펴보는 또다른 방식은 이를 세분하는 것이다. GDP성장은 민간소비, 고정자본, 재고, 순수출 및 정부소비지출로 구성된다. 이러한 것들이 경제침체의 요소들이다. 전형적으로 과거 미국의 경제침체는 GDP가 약 3%까지 감소했다. 하지만 현재의 경제침체는 이러한 감소가 제로(zero)에 가깝다.

또, 현재의 경제침체는 소비행태에서도 차이가 있다. 사실 현재의 경제침체가 이전과 다른 주요 차이점은, 지금은 개인소비가 강세를 유지해왔다는 것이다. 이는 신뢰가 경제성장의 아주 중요한 요소라는 것을 나타낸다. 그러나 신뢰는 깨어지기가 아주 쉬운 것이기도 하다. 경제학자들은 경제전망에 대한 위험을 평가할 때 신뢰부문에 대해 주의를 깊이 기울일 필요가 있다.

## 세계경제 펀드멘털

세계경제의 펀드멘털이 좋다. 당초 생각보다 시간이 걸리고 있기는 하지만, 세계경제는 회복중이다.

펀드멘털이 튼튼하다는 첫 번째 이유는 각국 정부의 정책대응 때문이다. 대부분 국가의 경우 지난 약 1년 반 동안 통화정책이 완화되어온 상태이다. 이는 기본적으로 공식금리가 낮게 유지되어 왔음을 의미한다. 또 많은 나라들이 재정정책도 완화해온 상태이다. 따라서, 각국 정부는 국내 수요와 생산에 보다 많은 지출과 기여를 하고 있다. 이러한 경기부양책의 일부는 아직도 시행되고 있다. 전반적으로 볼 때, 경제침체에 대한 정책대응이 양호하게 이루어져 온 상태이며, 그 효과 중 일부는 아직도 나타나고 있다.

대부분의 국가에서 인플레이션이 낮게 유지되고 있으며 재정포지션(fiscal position)이 개선되었다. 대외취약성(변동이 심한 단기채무, 외환보유고, 시장에 제공되는 경제데이터의 투명성 등) 역시 이전보다 나은 상태이다.

엔론(Enron)과 월드컴(WorldCom) 같은 일부 기업부정 사건의 여파로, 신뢰구축을 위한 조치들이 일부 이루어져 왔다. 기업들은 자체 지배구조를 잘 관리하고 있는 것으로 나타나고 있으며, 기업구조 개선을 위해 노력하고 있다. 최근의 기업부정 사례는 심각하게 다루어져야 할 문제들이다. 그러나 향후전망과 성장잠재력을 평가해 볼 때, 기업공개가 더욱 투명해지고 보다 나은 회계관행을 따르게 되리라는 유인(誘因)이 현재 있는 것으로 생각된다.

## 세계경제 회복에 대한 위험

세계경제는 당초 예상보다 약간 뒤쳐져 있다. 6개월 전 당시, 세계경제는 회복을 시작하고 있는 것으로 생각되었다. 그러나 경제가 회복되지 못한 첫 번째 이유는 미국의 경제상황이 아직도 미묘하기 때문이다. 미국의 신뢰조치 수단들은 변동이 심한 상태이다. 미국 내에 신뢰가 확고해지고 소비 및 투자가 증가 세로 돌아설 때까지, 경제가 성장잠재력을 따라가지 못할 것이라는 점은 지금 현재 꽤 분명하다.

신흥시장, 특히 라틴아메리카에도 많은 어려움이 있다. 라틴아메리카에 대한 우려는 이 지역의 금융위기가 세계 여타지역으로 전염 또는 확산될지 모른다는 것이다. 우리는 이러한 상황을 1997~1998년 러시아에 뒤이은 동아시아 금융위기를 통해 목격했다.

중기적인 관점에서의 우려는 더 많은데, 본인이 역점을 두고자 하는 것은 경상수지 불균형과 이러한 불균형이 환율에 대해 어떤 의미를 갖는가 하는 것이다. 세계경제에는 비교적 큰 불균형이 존재하며, 이는 궁극적으로 해결되어야 할 필요성이 있는 것이다.

또, 전쟁가능성의 위험에 따른 세계 유가와 중동사태에 대한 불확실성도 있다. 문제는 유가인데, 이는 전체 경제성장보다 경상수지에 더 많은 영향을 미칠 것이다.

1990년대의 전염현상은 세상의 주목을 받았다. 이는 세계경제를 주시하고 있는 우리에게 아주 중요한 일이었다. 금융위기 동안에 신흥시장 자산들은 모두가 함께 움직이는 경향이 있었다. 투자자들은 아주 근소한 차이를 가지고 이 나라에서 저 나라로 전면적인 자금이동을 하였다.

때로는 펀드멘털이 좋은 것으로 생각되는 나라들도 어려움을 겪고 있는 나라와 비슷하게 보인다거나 단지 이웃국가라는 이유만으로 금융위기를 맞기도 했다. 그 이후 전염은 다소 감소해왔다. 하지만 아직도 자금이동 간에는 쌍무적 및 지역적 상관관계가 존재한다는 사실을 주목해야 한다. 이러한 것이 가장 잘 나타나는 것이 라틴아메리카이다. 라틴아메리카의 위기는 아르헨티나에서 시작되어 우루과이로 일부 확산되었으며, 지금은 브라질도 마찬가지로 약간의 전염효과를 받고 있다는 주장이 있다.

아시아는 전염의 흔적이 거의 없는 것으로 나타난다. 라틴아메리카 사태에서 발생한 전염효과의 일부로 고통을 겪고 있는 것으로 보이는 나라는 필리핀 한 곳이다. 사실 필리핀을 자세히 보면, 어떤 면에서 아시아경제보다는 라틴경제에 더 가깝다. 따라서 이러한 것이 크게 놀랄 일이 아닐지도 모르겠다.

이와 같은 전염 감소의 이유는 무엇인가? 지금은 위기가 왜 더 이상 확산되지 않고 있는가? 이에 대한 핵심적인 이유는 투자자들이 훨씬 더 많은 차등을 두고 있는 것으로 나타난다는 것이다. 특히 동아시아 금융위기 이후 자료가용이 보다 용이해졌으며 각국 정부도 자료제공을 더욱 충실히 하고 있는데, 이는

IMF 통계공표특별기준(Special Data Dissemination Standard: SDDS)에 따른 것이다. 이 기준은 IMF가 창안한 것으로, 시장이 각국을 식별하는데 이용할 수 있도록 각국들로 하여금 자국의 외환보유고, 채무 및 기타 자료들을 정기적으로 발표하도록 권장하는 것이다.

IMF는 개도국들이 모두 동시에 자산을 움직이는 것을 극히 비효율적인 것으로 생각한다. 왜냐하면 각국의 펀드멘털이 아주 다를 경우도 가끔 있기 때문이다.

1990년대 나타났던 전염효과가 나타나지 않는 또다른 이유는 과거보다 레버리지(leverage)가 더 감소되었다는 것이다. 헷지펀드(hedge fund)도 4-5년 전에 비해 훨씬 줄어들었다.

또한 투명성을 이루고자 하는 보편적인 움직임이 계속되어 왔다. 시장은 충분한 정보를 가지고 결정을 하게끔 시의적절하고 좋은 자료를 소화시킬 수 있을 때 더욱 훌륭하게 작동된다. 만약 신흥시장들 간에 전혀 차등을 두지 않는다면, 자금유출이 한꺼번에 발생할 경우 각국의 자산이 모두 함께 움직이게 될 것이다. 지난 번 위기 시에는 차등의 폭이 줄어들어 투자자들이 같은 방식으로 행동을 하였던 것이다.

1994년도 말과 1995년도에 멕시코 및 아르헨티나에서 발생한 “테킬라 위기(tequila crisis)” 시에는, 자금유출이 동시에 발생했기 때문에 자산이동 간의 상관관계가 큰 폭으로 증가했다. 아시아 금융위기 시에도 같은 현상이 나타났으며, 러시아의 디폴트(default)조치 이후부터 이러한 전염이 감소되어 왔다.

이와 같은 여러 가지 위기이후, 이러한 상관관계는 감소된 상태이다. 보다 시의적절하고 훌륭한 자료를 만들어, 이를 시장에 더욱 자주 제공하자는 제안들이 나오기 시작했다. 레버리지 또한 더욱 감소했다. 이는 지난 3년 남짓동안 상관관계가 감소된 이유이기도 하다. 이 상관관계가 지난 2개월 동안 다소 증가 추세에 있기는 하지만, 그럼에도 불구하고 그 최고점은 1990년대의 테킬라 위기 및 아시아 금융위기 때에 비해 현저하게 낮아지고 있다. 이는 좋은 자료와 투명성의 증가가 세계금융체제의 기능에 큰 도움이 되어왔다는 메시지를 우리에게 준다.

앞서 본인이 위협으로 언급했던 다른 한 가지는 경상수지 불균형이다. 만일 한 나라의 소비가 생산보다 더 많다면 경상수지 적자를 초래하게 된다. 또 세계경제 전체로 봤을 때 경상수지 합계는 반드시 제로가 된다. 즉, 한 나라의 흑자는 다른 나라의 적자인 것이다.

과거 수년동안 미국은 막대한 경상수지 적자를 운영해오고 있는 상태이다. 미국은 기본적으로 세계 여타지역으로부터 자본을 흡수해왔다. 미국은 투자하기 아주 좋은 곳으로 보이기 때문에 이러한 것이 미국 달러의 가치를 상승시킨다. 그래서 대부분의 다른 나라들은 흑자를 유지하고, 미국은 재정적자를 이루고 있는 것이다. 2002년도 자료로는 미국의 경상수지 적자폭이 작년보다 더 커질 수도 있는 것으로 나타나고 있다.

이러한 경상수지 불균형에 대해 어떻게 해야 하는가? 본인이 언급한 바와 같이 이는 단기과제가 아니라 중기적인 과제이며, 시스템 단계에서부터 살펴볼 필요가 있다. 미국 또는 흑자국가 하나를 지적하여 이와 같은 경상수지 불균형이 그 나라 내부사정이라고 말할 수는 없다.

현재의 불균형적인 위치는 지속 가능한 것이 아니다. 이에 대해서는 IMF의 “세계경제전망” 보고서 제 2장에서 좀더 자세히 논의되고 있다. 경제자료의 역사를 보면(현재 IMF는 100년간에 걸친 훌륭한 자료를 가지고 있다) 이처럼 중대한 불균형은 그리 오랫동안 지속되지 않는 것으로 나타난다. 이러한 것이 반드시 재앙으로 끝나는 것은 아니지만, 중국에는 해결되어야 한다. 어떤 면에서 미국은 경상수지 적자를 축소해야 할 것이다. 그것이 정책조정이든 환율조정이든 간에 이러한 조치가 취해질 여지가 있다.

단기적인 정책처방으로, 재정적자 국가들은 공공재정을 더욱 강력하게 운용하도록 해야 한다. 이는 자국의 저축에 기여하고 경상수지를 개선시킬 것이다. 이와 마찬가지로 재정흑자 국가들은 경제성장과 세계 여타지역으로부터의 수입을 더욱 확대하도록 구조개혁을 추진해야 한다. 이는 분열을 일으킬 수도 있는 급격한 방식이 아닌, 순리적인 방식으로 이러한 불균형들은 해소하는데 목적이 있는 것이다.

세계경제는 여러 가지 충격에 아주 잘 견디어왔다. 하지만 경제회복은 지연되고 있는 상태이다. 부분적으로는 정책대응때문이기도 하지만, 세계경제에 대한 전망은 여전히 긍정적이다. 여러 가지 위험에 대한 균형은 현재 마이너스(-)쪽에 있다. 6개월 전, IMF는 플러스(+)-적인 발전과 마이너스적인 발전이 각각 약간씩 있었다고 언급했다. 이는 경제전망이 균형을 이루고 있다고 생각했기 때문이었다. 현재의 위험들(전염위험, 유가위험, 경상수지 위험)이 모두 마이너스쪽에 있는 것이다. 이는 독특한 현상이다.

일부 인사들은 세계경제를 초대형비행기에 비교한다. 지금 당장 그 비행기가 엔진 하나만으로 비행을 해야 한다. 실제로 미국경제는 세계경제를 이끌어야 한다. 이러한 것이 1990년대 대부분에 대한 사례이다. 유럽의 경제성장이 긍정적이기는 하지만 대폭적인 것은 분명 아니다. 일본경제는 지난 10년 동안 성장이 거의 없었다. 중국경제 역시 규모가 크고 성장이 매우 빠르기는 하지만, 혼자서 세계 경제성장을 추진할만한 정도는 되지 못한다. 동아시아를 세계경제에서 따로 분리시키기도 아직까지는 충분하지 못하다. 우리는 아직도 엔진이 하나만 있는 세계에 살고 있다. 지금 현재 그 엔진이 미국인 것이다.

## 한국경제 전망

우리가 세계경제에 대해 먼저 이야기한 이유는 한국이 세계경제 발전에 대한 의존도가 높기 때문이다. 한국은 무역의존도가 매우 높으며, 세계경제발전에 대한 의존도 또한 아주 높다. 중국은 아직까지 혼자서 동아시아를 이끌고 갈만큼 충분한 수요를 창출하지 못하고 있다. 그래서 한국이 아시아 지역이 아닌 세계시장에서 해외수요를 찾는 것이다.



한국은 국내수요가 아주 경기부양적이었으며, 매우 놀라운 정도의 경제실적을 이루어 왔다. 그러나 그 중 일부는 일회성 요인에 의한 것이다. 금융위기 이후 한국의 대외취약성이 계속 감소되어, 외국인 투자자들은 지금 한국을 안전한 곳으로 보고 있다. 한국에 대한 정서는 비교적 높게 유지되고 있다. 신용평가 기관들은 올해 한국에 대해 아주 호의적이다. 한국은 현재 신흥시장채권지수(Emerging Market Bond Index)에서 탈피하는 최초의 나라이다.

2002년과 2003년의 한국경제에 대한 IMF의 전망은 어떠한가? 한국의 경제전망은 금년에 그리 큰 변동이 없다. IMF는 한국경제가 금년에는 6¼%, 내년에는 6%의 성장을 이룰 것으로 보고 있다. 주목해야 할 중요한 것은 이 수치들이 비슷하게 보일지는 모르지만 구성면에서 커다란 변화가 있다는 것이다. 지금 현재에는 민간소비가 경제성장에 크게 기여하고 있다. 하지만 이것이 적당하게 유지되어서 세계경제가 회복되면 성장요인 중의 하나인 순수출로 대체될 것이다. 수출과 밀접한 상관관계가 있는 설비투자도 마찬가지로 증가할 것이다. 앞서 언급했던 위험들을 염두에 두어 만약 세계경제가 기대하는 것처럼 크게 회복되지 못할 경우, 한국의 내년 경제성장은 더 낮아질 수도 있다.

또한 IMF는 한국의 잠재 생산성증가율을 5½%로 보고 있다. 이는 다소 추정적인 수치로 IMF는 이 정도의 범위가 될 것으로 보고 있다. 따라서 향후 2년간 한국의 경제성장률은 잠재성장률을 약간 상회할 것임에 틀림없다.

## 한국경제 전망에 대한 위험

첫 번째의 위험은 비교적 확실한 것이다. 미국의 경제회복이 예상보다 약세를 보임에 따라 한국의 수출 및 성장이 침체되겠다는 것이다. 수치를 제시하고 싶지는 않지만, 세계경제의 약세와 함께 작년 한국의 경제성장률은 3%였다. 강력한 대외수요가 없을 경우 한국의 경제성장은 이와 비슷한 수준이 될 수도 있는데, 특히 소비성장이 완만해질 경우 그러하다.

IMF의 연구에 의하면 유가상승이 한국의 경상수지를 수출입 증가율 만큼 악화시킬 것으로 나타난다. 하지만 유가상승이 경제성장률에 미치는 영향은 그리 크지 않을 것이다.

한국은 가계대출 붐(boom)의 와중에 있다. 이러한 붐이 원활하게 새로운 안정을 되찾을 필요가 있는데, 이와 같은 전환이 순조롭게 이루어지지 못할 위험이 있다. 아시다시피 가계대출 부문에서 상환불능 및 연체 비율이 증가하고 있기 때문이다.

어떠한 이유로 인해 개혁일정에 차질이 생기거나 상황이 반전될 경우 한국내의 정서에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다.

---

한국의 경제성장률이 상당히 높게 유지되어 온 이유는 무엇인가? 한국은 경제침체기 동안에 아시아 지역내 비슷한 그룹을 손쉽게 앞서 왔다. 경제학자로서 우리는 왜 한국이 사례가 되는지를 알아보고자 한다.

지금 한국경제는 위기 직후보다 더 많은 유연성을 가지고 있다. 정말 중요한 것은 이전에는 존재하지 않았던 구조조정과 시장원리가 뿌리를 내리기 시작해 왔다는 점이다. 또, 한국은 보다 다양한 수출기반을 가지고 있기도 하다. IT부문에 주로 집중되어 있는 대만과 같은 나라는 이 부문에 의해 크게 좌우된다. 반면에 한국은 자동차, 선박, IT 및 여러 가지 다양한 상품들을 수출한다. 좀더 다양화된 이와 같은 수출기반은 경제침체기에 완충작용을 하는데 도움이 된다.

소비 붐의 축소는 일회성 조정 방법이다. 우선, 유례없이 은행대출이 용이해진 한국 소비자들은 비교적 상당한 대출을 받아 소비 및 지출을 해왔다. 이러한 것이 세계 경제침체기에 큰 완충역할을 해온 것이다.

금융위기의 한 부분으로서 은행수지가 개선되었다. 부실채권들이 밝혀져서 정리·매각되었다. 지금 현재의 부실채권 비율은 전체 은행대출의 3%이하이다. 중요한 것은 은행대출의 초점이 수익성쪽으로 이동되었다는 점이다. 금융위기 이전에는 수익성이 그리 중요하게 여겨지지 않았지만 지금은 크게 강조되고 있다.

한국의 은행권은 가계대출 부문을 새롭게 찾아내었는데, 이 부문은 수익성이 아주 높다. 그전에는 일반적으로 가계부문의 대출이 용이하지 않았기 때문에 이 부문이 침체되어 있었으며, 대부분의 대출은 대기업으로 흘러 들어갔다. 물론 정부가 가계대출 및 신용카드 사용에 복권제도와 세제혜택을 포함한 약간의 인센티브를 주기는 했다.

그 결과 한국의 가계대출은 폭발적으로 확대되어, 2년 전 은행 대출의 1/3에 불과했던 것이 현재 1/2로 증가했다. 전반적으로 볼 때 이는 건전한 발전이다. 지금은 일반 소비자들의 은행대출이 용이해졌고, 선택의 폭이 넓어졌다. 원활한 소비가 이루어질 수 있게 된 것이다. 이러한 것은 일반적으로 소비자들에게 이로운 것이며 은행은 이 과정에서 많은 이익을 내고 있다. 중요한 것은 은행이 수지를 개선하여 대손충당금을 증가시키고 있다는 점이다. 어떤 경우에는 주주에게 배당금도 지급하고 있다. 이 모든 것들이 건전한 발전이다.

한국정부 역시 재정이 늘어나고 있는데, 복권과 세제혜택에 따른 신용카드 인센티브 제도가 제 역할을 하고 있는 것이다. 한국정부는 이 제도를 3년 더 연장하겠다고 발표한 상태이다.

그 동안 은행에서 어려움없이 자금조달을 하였던 한국의 대기업들은 지금 더욱 강화된 시장원리에 직

---

면하고 있다. 대기업들이 자금을 차입하기 위해서는 시장으로 나가거나, 아니면 자체적으로 이익을 내어 자금을 조성해야만 한다.

따라서 이러한 것은 여러 부문에 유익한 것이다. 즉 새로운 안정으로 가는 움직임인 것이다. 표현이 적절할지 모르겠지만, 우리는 과거의 “침체된” 안정에서 더욱 선진화된 안정 내지는 OECD형의 안정으로 가고 있는 중이다.

부채 및 부채에 따른 서비스(본질적으로는 이자지급)의 수준이 특히 나빠 보이지는 않으며, 선진국의 평균 수준이다. 그러나 그 증가율이 아주 빠르다는 것은 주목된다. 하지만 한국에 있는 본인의 동료들은 한국에서의 1년이 다른 나라의 5년과 맞먹는다는 농담을 한다. 한국에서는 여러 가지 일들이 다른 나라들보다 5배 빨리 일어난다고 볼 수 있는 것이다.

전체적인 가계대출의 연체율은 실제로 아직도 매우 낮아서 미국과 대략 같은 수준이다. 그러나 신용카드의 연체율은 높을 뿐 아니라 계속 증가하고 있으므로, 이 부분을 비교적 세밀히 주시해야 할 것이다.

금융감독기관은 이를 지속적으로 주시할 필요가 있다. 금융감독기관은 신용카드 대출에 대한 대손충당금 조건을 강화하고 있다. 그리고 은행권도 대출위험을 평가하기 위해 외국의 전문가들과 지식을 사용하고 있으며, 채무자들에 대한 정보를 공유하고 있다. 금융감독기관 및 은행권 모두가 합리적으로 업무를 잘 수행하고 있는 것이다.

그러나 소비자들의 행태에 대해서는 크게 알려진 것이 없다. 이러한 행태는 전에 한국에서 한번도 없었던 일이다. 가계대출 붐이 처음 일었던 다른 나라들의 경우에는 그 결말이 항상 원활하거나 순조롭지 못했다. 이러한 상황에서 한국 소비자들에 대한 정보가 없는 것이다. 금융감독기관과 은행이 직무에 충실히 해야 하는 것은 하나의 과정일 뿐이다. 소비자들이 어떻게 차입을 하고 지출예산을 어떻게 짤 것인지 배워서 이 부문이 순조롭게 발전하기를 바란다.

## 정책과제

위와 같은 전망과 위험들에 대한 적절한 조치는 무엇인가? 통화정책과 관련된 인플레이션 지표는 현재 복잡한 양상이다. 모든 평가에 자산가격이 포함될 필요가 있을 것이다. 재정정책에 있어서 한국은 세수 초과와 전통을 가지고 있다. 금년의 경제성장률이 잠재성장률보다 크기 때문에 이러한 전통은 아마 이룰 것이다. 환율정책에 대해서 우리는 한국정부가 제한적으로 개입하기를 바란다. 한국정부는 시장이 작동하도록 내버려두고 위험분산의 풍토를 조성할 필요가 있다. 구조적인 정책에 대해서는, 한국경제가 강세를 보이기 때문에 기회의 문이 활짝 열려 있다는 것이 우리의 생각이다.

## 통화정책

제3자의 입장에서 볼 때, 한국은 아직도 통화정책 체계에 대한 혼란이 있는 것 같다. 기본적으로 한국은행의 목적은 코어 인플레이션율(core inflation rate)의 목표를 설정하는 것인데, 한국은행은 그 목표를 3%에서  $\pm 1\%$ 에 두고자 한다. 그렇다면 코어 인플레이션율은 어떻게 산정되는 것인가? 여기에는 식료품 가격과 유가가 산입되지 않는다. 따라서 이러한 인플레이션율은 한국은행이 영향력을 미칠 수 있는 것으로 생각된다.

사람들은 “식료품 가격이 최고에 다다른다는 것은 한국은행이 금리를 인상해야 한다는 의미이다.”라던가, “유가가 인상되면 한국은행은 금리를 인상해야 한다.”라는 말을 가끔 듣는다. 그러나 한국은행이 이러한 요인들을 직접 살피고 있는 것은 아니다. 한국은행은 단지 코어 인플레이션율을 계정에 투입할 뿐인데, 이는 한국은행이 영향력을 행사할 수 있는 것이기 때문이다.

또 한국의 태풍피해로 인한 기간과 잠재적인 세계 원유시장 전개상황을 산입할 수 있는데, 이 부분에서 코어 인플레이션율과 헤드라인(headline) 인플레이션율이 다르게 나누어 진다. 인플레이션율은 다르게 나누어졌지만 한국은행이 코어 인플레이션율을 목표로 한다는 것을 시장에 분명하게 설명하는 것은 정책당국의 의무가 될 것이다. 헤드라인 인플레이션율은 2%~4% 대를 벗어나지만 코어 인플레이션율은 그 범위 내에 있는 상황이 나타날 수도 있다. 이와 같은 상황은 무방한 것으로 한국은행의 목표에 어긋남이 없는 부분일 것이다.

분명히 한국은행은 단 한 가지 수단밖에 없다. 그것은 콜금리를 조정하는 것이다. 그러므로 한국은행은 코어 인플레이션이라는 한 가지 목표만을 가져야 한다. 한 가지 수단으로 많은 것들을 목표로 할 수는 없다. 이는 그 나라가 곤경에 빠지는 길이다. 경상수지가 한 예이다. 한국은 한 가지 수단으로 코어 인플레이션과 경상수지를 조정할 수 없으며, 코어 인플레이션만을 조정해야 한다.

금리는 민감한 주제임이 분명하므로 오늘은 한국은행에 대한 권고는 하지 않겠다. 하지만 정책입안에 있어서 고려해야 할 사항에 대해서는 언급을 하고자 한다.

잠재적 인플레이션 압력을 살펴보고자 할 경우에 어디를 보는가? 우리는 기준지표를 본다. 먼저 잠재적 GDP를 보고 나서, GDP가 실제 어느 위치에서 생산격차를 나타내는지를 본다. 한국의 경우 여전히 조그만 격차가 있다. GDP 성장이 완만하게 움직이고 있기 때문에, 여기에 큰 인플레이션 압력이 있다고 보이지 않는다. 원화는 금년에 강세를 유지해왔다. 이러한 원화강세는 수입가격을 하락시키는 경향이 있다. 이는 앞으로 인플레이션 압력이 약해진다는 의미이기도 하다. 임금상승률이 높게 유지되어 오기는 했으나, 생산성증가율이 최소한 같은 수준을 이루어 왔다. 따라서 단위 노동비용은 안정된 상태이다. 이 모든 것들로 볼 때 이 부문에서의 인플레이션 압력 근거는 그리 많지 않은 것으로 나타난다.

한국 뿐만 아니라 세계 전역, 특히 미국에서 큰 관심거리가 되고 있는 이슈는 자산가치가 인플레이션에 미치는 효과이다. 우리는 이 점에 대해 여러 가지 의문을 가질 필요가 있다. 목표가 코어 인플레이션이고 자산가치가 앞으로 인플레이션에 영향을 미칠 수도 있다는 점을 염두에 두고, 거품이 존재하는지의 여부에 대한 의문을 가질 필요가 있는 것이다. 그것이 전체 자산가치인가? 주식, 채권 또는 부동산이 포함되어 있는가? 단지 부동산 뿐인가? 일반소비자나 기업들이 과도하게 레버리지되어 있는가? 또 그들이 상승된 자산가치를 기반으로 과다차입을 했는가? 거래에는 무엇이 포함되는가? 과정이 진행되다가 거품이 발생하여 이를 없애야 할 경우 그 비용은 어떻게 되는가? 지금 현재의 거품을 제거하려 할 경우의 비용은 어떠한가? 이러한 종류의 것들은 통화정책을 고려할 때 계정에 포함될 필요가 있다.

### 재정정책

한국은 아주 훌륭한 보수적 재정정책 전통을 가지고 있다. 이는 시장이 인식하고 있는 것으로, 금융위기 기간 중에 이러한 것이 한국에 실질적인 도움이 되었다고 생각된다. 금년 예산은 경제성장을 5%로 가정하여 GDP의 1% 흑자로 구성되어 있다. 태풍피해로 인한 추가예산을 포함할 경우에는 GDP의 약 2%가 되어야 할 것이다. 그러나 경제성장이 5%가 아니라 6%로 될 경우, 목표초과는 충분히 정당화될 것으로 생각된다.

많은 나라들의 경우 중기적인 재정정책을 살펴보고 있지만, 한국의 경우는 아직 그렇지 않다. 매년 목표를 초과달성하는 것이 반드시 좋은 것은 아니다. 하지만 경제성장이 당초계획보다 더 클 경우, 정부가 유사시를 대비한 여유자금을 비축할 수 있기 때문에 목표 초과달성은 좋은 일이다. 그러나 만일 경제성장이 잠재성장이나 기대치보다 약하면, 재정정책이 완화되어야 한다는 것이 본인의 주장이다. 따라서 재정정책은 경기주기와 반대로 되어야 한다. 재정정책은 경제성장이 강세를 보일 경우에는 긴축적으로 운용되고, 경제성장이 약세를 보일 경우에는 팽창적으로 운용될 수 있다.

이 점에 대해서는 경제주거나 중기적 관점 전반에 걸쳐 살펴보는 것이 최선의 방법이다. 매년 일정금액의 예산흑자를 반드시 이루어야 한다고 하는 사람은 없다. 다만 경제주기 동안에, 말하자면 연간 GDP의 약 2%를 목표로 하고자 한다고는 한다. 그럴 경우 경제상황이 좋은 해에는 더 나은 결과가 나오고 경제상황이 좋지 않은 해에는 다소 나쁜 결과가 나올 것이다.

본인이 연간 2%라고 한 이유는 한국이 앞으로의 인구구성비가 전환되는 것에 대비하여 재정비축을 하고 있기 때문이다. 국민연금 기금은 현재 연간 약 2%의 흑자를 내고 있다. 이 금액은 반드시 저축되어야 하며 낭비되어서는 안될 부분이다.

### 환율정책

한국의 외환시장은 폭이 얇고 변동이 심한데, 경제규모에 비해서 보면 특히 그렇다. 예를 들면, 한국의

경제규모는 호주보다 크지만 외환시장의 규모는 아주 작다. 이는 부분적으로 한국이 고정환율제도의 오랜 역사를 가진 탓이기도 하다. 변동환율제도가 최근인 1997년 12월에야 비로소 채택되었기 때문에 시장이 발전할 시간이 충분하지 못했다.

외환시장에 대한 정부개입은 시장이 원활하게 작용하도록 제한되어야 한다. 이는 사례에서 중요하게 나타난다. 외환거래는 상당히 분명하다. 정부가 시장에 개입하게 되면 거래를 위축시키고 이익을 감소시켜 시장발전을 저해한다. 만일 정부가 시장에 대해 방관적 자세를 취한다면 시장은 더욱 변동이 심해질 것이다. 그러나 그래야만 돈을 벌 수 있게 되므로, 사람들이 시장에 진입하여 시장을 더욱 깊이 있게 만들 수 있다.

그리고 정부는 환율보장을 하지 말아야 하며, 기업들은 외환에 노출된 위험을 분산하기 위해 시장을 활용해야 한다. 이러한 것도 역시 시장발전에 도움이 될 것이다. 또한 IMF도 한국정부에게 외환시장에서의 거래자의 수를 늘리도록 권장하고자 한다.

이와 관련해서는 경쟁력의 문제가 있다. 본인이 주목하고자 하는 부분은 금년에 원/달러 환율이 절상되어온 기간 중의 무역상대국들의 바스켓(basket)에 대한 환율을 살펴보면 그 절상 폭이 불과 2~3% 선이라는 점이다. 또한 현재의 수출실적도 원화가 경쟁력이 있다는 것을 보여준다. 따라서 원화가 심각하게 과대평가된 상황은 아니다.

수출분석 자료에 의하면, 미국과 같은 한국의 무역상대국들의 경제성장이 환율수준보다 훨씬 더 중요한 것으로 나타난다. 따라서 비록 환율이 수출실적에서 하나의 중요한 변수이기는 하지만, 무역상대국으로부터의 대외수요가 훨씬 더 중요하다.

한국은 전자, 자동차 등의 틈새시장 진출이 증가하고 있는 추세이다. 이러한 틈새시장은 가격경쟁은 줄어들고 비(非)가격경쟁이 증가하는 곳이다. 따라서 앞으로 한국은 환율에 대한 민감성이 약해질 수도 있다.

#### 거시경제정책에 대한 이해

본인이 한국에서 읽을 수 있는 신문은 단 2부뿐이지만, 사실 본인은 한국이 거시경제에 대한 이해가 비교적 부족하다고 느낀다. 최근에 본인은 한국은행에 금리인상을 요구하는 기사를 매일같이 읽었는데, “인플레이션”이라는 말은 기사에 전혀 없었다. 이는 바로 이해가 부족하다는 점을 말하고 있는 것이다.

한국의 경우, 중앙은행 총재는 “친구”들이 너무 많다. 그리고 통화정책에 대한 온갖 종류의 정부발표가 나온다. 이는 국제적으로 볼 때 좋은 관행이 분명 아니다. 물론 일반인들은 통화정책에 대해 자신이

원하는 바를 얼마든지 이야기 할 수 있다. 하지만 정부 관료들은 일반적으로 그렇게 하지 않는다.

한국에서 발표되는 정책들은 보통 팽창적인 재정정책의 성격을 띠며, 이는 종종 사실로 나타난다. 그러나 작년처럼 전혀 사실이 아닌 경우도 가끔 있다.

이 모든 것에는 언론의 역할도 있다. 언론은 물론 뉴스를 보도하며 경제통계도 보도한다. 하지만 언론은 통계가 나타내는 것과 나타내지 않는 것을 걸러서 분명하게 하는 역할 또한 가지고 있다. 이러한 문제들은 정말 좀더 심도 있게 검토되어야 한다.

### 구조개혁

금융위기 이후 많은 개혁이 이루어져 왔다. 시장원리가 더욱 확대되었고 기업들은 현재 자체 핵심 경쟁 부문에 집중하고 있으며 외국 관행과 사업모델이 많이 도입된 상태이다. 한국경제는 더욱 유연하고 튼튼해졌다.

그러나 “코리아 디스카운트(Korean discount)”는 아직도 존재한다. 투자자들이 한국투자에 대해 완전히 안심하고 있는 것은 아니다. 잔여 기업부문 개혁일정, 시중은행에 대한 정부지분 문제, 금융감독 장치 등 세 가지 분야에 대한 우려는 여전히 남아있다.

한국에는 생존가능성이 없는 기업들이 아직도 많이 있다. 이들은 차입금액에 대한 이자비용을 (자체수입에서) 부담할 수가 없다. 강력한 성장을 이루고 있는 경제에서는, 기업이 저금리 기조 하에서 이자비용을 부담할 수 없게 되면 커다란 문제가 되는 것이 전형이다. 한국기업의 약 25%는 생존이 불가능하다. 어떤 면에서 보면 이러한 기업들은 문을 닫거나 합병되거나 구조조정을 할 필요가 있으며, 채권은행도 조치를 취할 필요가 있다. 또한 파산제도 개혁도 비판의 대상이 되고 있는데, 적절한 인센티브를 부여하는 법적체계가 마련되어야 한다. 한국의 경우 정치적 경제도 한 가지 요인이다. 금년은 선거가 있는 해이다. 이러한 때에 위와 같은 일들을 처리하는 것은 불가능할 것이다.

앞으로도 시장원리를 강화시키기 위해, 한국은 채권자의 권리, 회계 투명성, 기업관리, 기업이사의 독립성 등 “소프트웨어” 적인 과제에 역점을 두어야 한다. 이러한 것들이 순조롭게 진행되지 못하는 것은 문화적인 이유 때문이다. 하지만 한국은 이슈에 따라 다양한 속도에서 옳은 방향으로 가고 있는 것으로 보인다. 물론 항상 순조롭거나 신속하지는 않겠지만, 이러한 것들이 이루어질 것이라는 상당한 확신을 본인은 가지고 있다.

은행 민영화와 관련하여 본인은 시중은행이 이익을 내고 있다는 점에 주목하고자 한다. 이 시점이 정부지분을 매각하기 좋은 때이다. 2002년 1월에 발표된 은행 민영화 계획은 훌륭한 것이다. 정부는 이러

한 지분을 일부 소각하기 위해 시의 적절하고 유연한 방식으로 움직이면서 훌륭하게 일을 처리해 왔다.

그러나 정부가 이와 같은 지분매각에 대한 압력을 받지 않아야 한다는 점에 주의해야 한다. 최악의 상황이 발생할 수도 있는데, 그것은 정부가 자격이 없는 매수자에게 금융기관을 매각하는 일이다. 그렇게 되면, 5년 후쯤 우리는 전체적으로 또다시 똑같은 시련을 겪어야 하며, 심지어 정부는 회생 불가능한 기관에게 더 많은 자금을 투입해야 할 것이다. 이러한 결과는 매우 안 좋은 것이다.

아마 IMF 프로그램에는 없었겠지만, 서울은행 매각은 1998년도의 IMF 지원금에 대한 조건이었다. 현재 이 문제가 마침내 해결되고 있는 중이므로 살펴볼 가치가 있다. 우리는 하나은행에 매각하는 것을 긍정적으로 생각한다. 분명히 서울은행 지분은 50%가 아닌 100% 매각될 것이다. 처음으로, 정부는 보장을 해주는 것이 아니라 실제 보장을 받게 되는 것이다. 이는 긍정적인 발전이다. 왜냐하면 현안으로 떠오른 모든 위협들이 지금 현재 정부쪽에 있기 때문이다.

그러나 서울은행의 실제 순 민영화율은 제로이다. 정부는 서울은행의 지분을 매각하여 하나은행의 지분을 매입했다. 시중은행 부문에 대한 정부지분 측면에서 변한 것은 하나도 없다. 우리는 한국정부가 유연하게 움직여서 시의적절한 방식으로 서울은행의 정부지분을 처리하기 바란다.

## 금융부문에서의 공적자금 사용

이 부분은 대중들이 제대로 이해하지 못하고 있는 분야이다. 정부는 금융부문을 살리기 위해 이 부문에 자금을 투입해야 했기 때문에, 금융위기 이전에는 공적자금 대출이 부실하게 이루어졌다는 점은 논란의 여지가 없는 사실이다. 이 자금은 아마 절대 회수되지 않을 것이다. 그러므로 100%의 자금회수 주장은 아주 잘못된 것이다. 우리는 공적자금이 잘못 사용되지 않았다는 점을 확실히 해야 한다. 그러나 자금의 100% 회수를 주장하는 것은 그리 좋은 생각이 아니다.

현재 금융부문은 안정된 상태이므로 금융권을 공공분야로 되돌려 놓는 것이 목표가 되어야 한다. 물론 이러한 목표 속에는 정부가 매각대상의 가치를 극대화하도록 노력하고 한국 국민의 이익에 부합하도록 성실히 협상해야 한다는 것도 포함된다. 우리는 이러한 전략에 대해 폭넓게 동의하지만, 한국은 금융권과 공적자금에 대한 이해가 충분하지 못하다는 과제를 안고 있다.

## 금융감독

이 부분에 대한 지적은 특히 IMF의 전문가들에게서 나온다. 금융감독위원회(FSC)와 금융감독원(FSS)이 결합된 한국의 금융감독 구조는 세계에서 독특한 것이다. 통상적으로 금융감독기구는 하나이다. 한



국과 같은 종류의 동거관계는 이상한 형태이다.

금융감독은 그 동안 상당히 신속하게 잘 이루어져왔다. 그러나 각종 규정들을 분명하게 할 필요가 있다. 금융감독기관이 A라는 기관에 규제를 가할 경우 B라는 기관에도 똑같은 규제를 가할 필요가 있는 것이다. 이러한 것이 일관성 없다.

한국에서는 법규가 제대로 수립되어 있지 않을 뿐 아니라 가끔은 규정들이 너무 복잡하다는 불만과 우려가 기업들로부터 자주 나온다.

## 한국의 경험으로 얻은 교훈

금융위기를 벗어난 지금, 세계 여타지역은 아닐지라도 아시아 지역이 함께 공유할 수 있는 교훈 몇 가지를 한국에서 얻었다.

한국이 성공하는데 아주 중요한 변수는 개혁과정의 주체였다. 아시아 지역의 다른 나라들은 진퇴를 거듭한 것으로 나타난다. 이들은 당초 IMF 프로그램이 요구했던 근본적인 조치들 중 일부를 아직도 완료하지 못한 상태이지만, 한국은 그렇지 않았다. 한국인들에게는 목표가 한번 정해지면 이를 위해 꾸준히 나아간다는 정신과 집단 의식이 있다. 이는 위기해소에 아주 좋은 것이다. 한국인들은 이 부분에서 높은 점수를 얻고 있다.

본인의 견해로는 보수적 재정정책의 전통이 충분한 평가를 받지 못하고 있는 것 같다. 본인은 금융위기 이후 전체적인 한국의 업적을 평가해 달라는 요청을 사람들로부터 받고는 하는데, 그 평가 중 하나가 보수적인 재정정책이다. 이러한 재정정책이 위기기간 중에 운신의 폭을 크게 넓혀주었다.

한국은 가계대출에 역점을 둔 금융부문 모델을 성공적으로 이루어낸 것으로 보이는데, 이 또한 아시아 지역의 여타국가들이 자세히 주시하고 있는 부분이다.

IMF 프로그램이 종료되고 IMF 지원금이 전액 상환되었음에도, 한국의 각종 정책 추진방향이 큰 변화 없이 유지되어 왔다. 이는 투자자들에게 신뢰를 심어주는데 아주 좋은 일이다. 투자자들은 개혁일정이 어느 정도까지는 내부적으로 이루어져 왔으며, 외부의 강요로 이루어진 것이 아니었다는 점을 알고 있다. 아시다시피 올해는 한국에 선거가 있는 해인데, 거시경제모델을 바꾸자는 논의가 거의 없다. 이는 다른 여러 나라에서는 분명히 없는 사례이다.

이와 같은 보수적 정책의 이점은 정책운용의 여지를 넓혀준다는 것이다. 한국의 경우처럼 예기치 못한

위기를 맞았을 경우 공공부채가 없다면, 정부는 경기주기와 반대되는 정책운영과 더 많은 재정지출을 할 수 있으며, 자원을 은행시스템의 자본 재구성과 신뢰 재구축에 이용할 수 있다. 라틴아메리카의 경우에는 이러한 선택의 여지가 없다. 아르헨티나와 브라질은 극도로 레버리지된 나라들이다. 조지프 스티글리츠(Joseph Stiglitz)의 주장에도 불구하고, 이 두 나라는 지금 당장 자원이 없기 때문에 재정정책을 펼 수가 없으며 은행시스템의 자본을 재구성할 수 없는 것이다.

한국은 가계대출 모델을 실시한 아시아 최초의 나라이다(홍콩과 싱가포르를 염두에 두지 말자). 이 부분에서 확실한 효과가 있었으며, 일차적으로는 좋은 결과가 나타난 것으로 보인다. 물론 소비행태가 중요하지만 현재 상태에서는 이를 알 수가 없으며, 이러한 과정을 충분히 평가하기 위해서는 1~2년을 더 기다려야 한다. 만약 이것이 성공한다면 실제로 이 모델은 아시아 여타지역의 모델이 될 수 있을 것이다.

## 중기적 전망

한국은 금융위기 이후 엄청난 변화를 겪어왔다. 잠재성장을 실현하기 위한 한국의 개혁일정은 분명히 완료되었다. 이러한 것을 고려해 볼 때 본인은 한국을 낙관적으로 보며, 한국인들이 어떤 사람들인지를 생각해 보면 그 잠재력은 아주 크다고 생각된다. 이 훌륭한 결과를 간접적인 방식으로 보고자 한다면 한국의 소득수준이 더욱 더 OECD 수준에 가깝게 지속되던지 해야 한다.

한국이 당면하고 있는 현안들이 다른 OECD국가들의 현안(연금, 노동시장 문제 및 기타 선진국의 문제들)과 점점 더 같아질 때, 한국은 분명히 성공을 이룰 것이다.

---

## 질의·응답

---

[질문] 하나은행에 대해 한 가지 언급을 하겠다. 귀하가 언급했던 바와 같이 하나은행과 서울은행간에는 스왑(swap)거래가 있었다. 하지만 한국정부가 보유하고 있는 하나은행 주식의 60%가 올해 안에 4단계에 걸쳐 하나은행에 매각될 것이며, 나머지 40%는 외국계 투자은행의 지원을 받아 주식예탁증서(ADR) 발행을 통해 매각될 것이다.

[답변] 서울은행의 하나은행 매각은 단지 승인만 난 상태일 뿐이며 세부적인 사항은 지금 나오고 있는 중이다. 주식예탁증서 문제는 이러한 조치의 한 과정이다. 예를 들면 조흥은행도 금년 초에 주식예탁증서를 발행할 것으로 생각되었는데, 그 당시 수요나 관심 부족으로 인해 문제가 있었다. 그러나 하나은행의 경우는 좋은 계획이다.

---

[질문] IMF가 부동산 부문에는 관여하지 않는 것으로 알지만, 본인은 IMF가 한국 부동산시장의 최근 전개상황, 특히 서울 특정지역의 아파트 투기붐과 이에 따른 가격상승을 분명히 우려하고 있다고 본다.

귀하도 아시다시피, 그 원인과 처방에는 두 가지 견해가 있다. 하나는 정부에 의한 것으로, 이러한 것이 부적절한 조세정책으로 인한 지역적인 현상으로 남는다는 견해이다. 다른 하나는 시장에 개인 유동성이 너무 많다는 것이다. 이와 같은 것이 가계부문 차입을 주도하고 있으며, 그 중 절반은 투기성 부동산 매입에 사용된다. 원인뿐만 아니라 처방 양쪽 모두 거시경제적이거나 통화적인 문제가 될 수 있다.

이러한 현상은 심각한 문제라고 생각된다. 과거의 경기침체는 항상 부동산 시장 투기붐에 뒤이어 발생했다. 또 이 현상은 그 자체만으로 매우 중요한 사회적 문제를 안고 있다.

[답변] 이 문제는 최우선 과제 중의 하나이다. 이 문제에 대해서는 다음 달에 방한 예정인 IMF 연례대표단과 한국 정부사이에 논의가 있을 것이다.

시장에 대한 이해가 부족한 본인으로서 이러한 현상이 아마 두 가지 요인의 결합일 것으로 생각한다. 문제는 각각의 구조적 요인과 유동성 요인이 어떠한 비중을 가지느냐 하는 것이다.

시장의 공급 측면에서 반응이 나타나고 있는 것 같다. 아시다시피 위기 이후 주택부문의 “생산”은 거의 절반으로 하락했는데, 새로 건설되고 있는 주택단위로 볼 때 지금 현재 이 부문은 위기 이전의 수준으로 회복되고 있는 중이다. 이와 같은 요인은 앞으로 주택부문의 압력이 완화될 것이라는 점을 나타내는 것이라 하겠다. 현재, 공급단절이 있었던 주택산업이 위기 이전의 공급 수준에서 회복되고 있다.

구조적인 문제도 있다. 귀하는 세제 문제를 언급했는데 본인도 그 점에 동의한다. 또한 예금이나 “보증금” 제도가 잠재적인 투기가능성을 열어두고 있는데, 법규상으로 이 문제를 해결하려는 노력이 이루어지고 있다.

주택가용지수(housing affordability index)라고 하는 것이 있는데, 주택가격이 상승하고 있음에도 불구하고 이 주택가용지수가 그 만큼의 변동이 없다. 본인이 여러 가지 위험들을 무시하고 있는 것은 아니지만, 이와 같은 주장들도 있다.

통화 측면에서의 주장은 시장에 유동성이 과다하다는 것이다. 현재 주식은 그리 좋은 투자로 안 보인다. 그래서 사람들이 자금을 부동산 쪽으로 돌리는 것이다.

이러한 것들이 문제이다. 지금 이 부분을 제대로 움직이게 하거나 혹은 조정한다는 측면에서, 원인이 무엇이고 해결책이 무엇인지에 대한 판단이 있어야 한다.

[질문] 귀하는 경제성장률이 금년에는 6¼, 내년에는 6%가 될 것이라고 하였다. 경제가 침체될 이유는 무엇이며, 그 영향은 어떠한가?

[답변] 본인의 견해로는 이 두 가지 수치는 별 차이가 없다고 생각한다. 경제성장이 건설하여 잠재성

장률을 넘어서고 있다. 우리가 모델링을 하는 방식은 과학이기도 하며 기교이기도 하다. 경제가 잠재성장률에 가깝게 가고 있기 때문에 우리는 금년도 성장률을 가지고 이를 자연스럽게 장기적으로 잠재성장률에 모이도록 한 것이다.

[질문] IMF는 중동전쟁 시나리오에 대해 검토하고 있는가?

[답변] 우리의 예측은 유가 시나리오를 짜는 것이다. 유가는 경제성장보다 경상수지에 미치는 영향이 더 크다. 물론 전쟁 시나리오에서는 모든 예측들을 버리고 다시 만들어야만 할 것이다.

[질문] 현재의 미국 경제팀은 유가가 세계경제에 미치는 영향과 중요성을 과소평가하고 있다. 그들은 심지어 중동에서 전쟁이 일어날 경우에도 세계경제에 미치는 영향은 0.1%가 안 될 것이라고 한다. IMF의 견해도 이와 같은가?

[답변] 본인이 아는 예측가능한 한 가지 시나리오는 전쟁이 단기전으로 예상된다는 것이다. 또한 이는 미국이 대체 석유공급처를 찾는다는 점도 계산에 넣은 것인데, 이 대체 석유공급처에는 러시아도 포함될 것이다. 이러한 가정 하에서 비교적 양호한 시나리오가 나올 수 있다. 그러나 본인의 경험에서 볼 때, 통상적으로 IMF는 재난 시나리오를 세세하게 예측하지 않는다.

[질문] 귀하는 한국경제와 세계경제 전반에 대해 언급하였다. 여기에서 한국 중소기업들의 역할이 아주 중요한데, 특히 이들은 금융위기 극복에도 큰 역할을 하였다. 이러한 중소기업들에 대해 IMF가 언급할 말은 없는가?

[답변] 한국경제에서 중소기업들이 큰 역할을 하고 있음은 분명하다. 많은 기업들과 근로자들이 중소기업에 속해 있으며, 각국에는 대기업들만 있는 것이 아니기 때문에 그 역할은 중요한 것이다. 중소기업들이 활력적인 경제의 한 부분이 되어야 할 필요가 있고, 또 이들이 존속하기 위해서는 은행대출이 용이해질 필요가 있다. 지난 1~2년에 걸친 건전한 발전 중 하나는 중소기업에 대한 대출이 이전보다 대폭 증가했다는 것이다. 중소기업들은 고용과 노동수요의 측면에서 역동적인 부문임에 틀림없으며, 한국경제 내에서 건설하게 유지될 필요가 있는 부문이다.

[질문] 귀하는 한국의 주변국에 대한 언급을 하지 않았다. 중국이나 일본도 한국과 유사한 성장추이를 이룰 것으로 보는가?

[답변] 중국에 관한 일을 한 적이 있는 만큼 중국에 대해 이야기하겠다. 중국이 크고 역동적인 시장임에는 틀림없으나, 여러 가지 도전에 직면해 있다. 이러한 도전 중 일부는 한국도 직면하고 있지만 그 규모가 중국이 훨씬 더 크다.

중국 금융부문의 부실채권 규모는 한국보다 더 크다. 문제는 그 규모가 몇 배나 더 크다는 것이다. 중국 당국은 최근에서야 이러한 문제들을 제기한 상태이며, 심지어 한국의 전문가까지도 활용하고 있다.

금융권 및 금융권의 수지를 개선하기 위한 이러한 노력은 결국 공공자금의 투입으로 귀결된다. 은행수지의 공백이 정부수지로 옮겨 갈 경우, 중국의 공공부채는 지금보다 훨씬 더 증가하게 될 것이다.

국영체제의 경제에서 시장경제로의 전환은 잘 진행되고 있는 중이다. 그러나 국영기업은 사람들이 사고 싶어하는 제품들을 생산하여 이익을 낼 수 있는 기업으로 반드시 전환되어야 하고, 이러한 기업의 사회적 비용(복지, 연금 등)을 제거하여 원래의 자리인 공공부문으로 되돌려 놓아야 한다.

도시와 농촌간 뿐만 아니라 각 지역 주민간의 임금 및 소득 격차는 또다른 중요 과제이다. 게다가 정치적 불확실성도 있다. 마지막으로 중국은 WTO 체제하에서 아무런 문제없이 순조롭게 개방을 해야 한다.

중국은 위험한 곡예를 하고 있는 것 같다. 지금까지는 중국 당국이 거시경제 관리기술에서 높은 점수를 얻고 있다는 것이 IMF의 시각이다. 중국은 1997년 아시아 금융위기 당시 아시아의 중요한 중심축이었다. 중국이 급변하는 단기변동의 흐름을 피하면서 자본계정을 부분적으로 개방한 것은 아시아의 지역안정에 매우 중요한 일이었다.

아시아지역에서 자국 금융부문을 개선해온 나라는 한국이 유일하다. 한국은 금융부문에서 엄청난 문제를 안고 있는 큰 이웃나라를 양쪽에 두고 있는데, 하나는 중국이고 다른 하나는 일본이다.

일본의 문제에 대해서는 이미 잘 알려져 있다. 일본 금융부문은 정리되어야 하므로, 일본 당국은 디플레이션을 종식시키기 위해 플러스(+)의 인플레이션율을 목표로 할 필요가 있다. 무너지지 않는 좀비(zombie) 기업의 경제를 깨끗이 정리하고 1980년대에 일본이 보여 주었던 경제성장을 다시 축적할 구조개혁의 장(場)이 필요한 것이다.

중국과 일본은 양쪽 모두 세계경제의 엔진이 될 수도 있다. 하지만 그렇게 되기까지는 시간이 약간 걸릴 것이다.

[질문] 귀하는 몇 가지 위험에 대해서 언급하면서 이 문제를 간단하게 다루고 넘어갔다. 미국의 무역적자가 4~5%로 지속되고 있는데 이는 실제 엄청난 규모이다. 만일 미국이 세계경제의 유일한 엔진이라면 이는 걱정스러운 일이다.

둘째, 일본과 미국 주식시장의 붕괴는 경제성장에 상당히 부정적인 효과를 야기하고 있어서, 일본 중앙은행은 이에 상응하는 만큼 더 많은 자금을 시장에 투입하기로 결정한 상태이다.

이 두 가지 문제가 단기적인 측면에서 시장에 어떤 영향을 미칠 것으로 보는가?

[답변] 역사적으로 볼 때, 한 나라가 경상수지 적자를 GDP의 4~5%로 운영할 수는 없다. 이 문제는 결

국 해결된다.

경상수지 목표가 순조롭게 이루어질 것인가? 재정정책이 긴축적일 경우 달러에 대한 평가절하가 완만하게 이루어질 것이며, 이는 좋은 현상이다. 그러나 급격한 조정이 이루어질 경우에는 위험하다. 만일 시장이 미국의 이러한 적자에 대한 자금조달을 하지 않으려 할 경우에는 어떠한가? 미국의 자금 및 채권에 수요가 갑작스레 증발될 경우에는 무질서한 상황이 벌어질 것이다.

이로 인한 직접적인 위험은 없다. 그러나 아시다시피 이러한 상황은 지속 불가능하다. 이러한 이유 때문에 우리는 정책처방이 재정을 강화시킬 것으로 생각하며, 또 외환시장 조정이 순조롭게 이루어지기를 바란다.

본인이 일본 전문가가 아니지만, 일본 중앙은행의 조치는 분명히 전통적이지 못한 의례적인 조치이다. 금융권의 주식이 과대평가되는 만큼, 정책전략에 대한 위험이 저변에 존재한다. 본인은 일본의 P/E비율(가격대비 수익률: price to earnings ratio)이나 기타 평가율에 대해서는 모른다.

일본의 경우 눈에 띄는 것은 공공부채가 엄청나게 증가한 상태라는 것이다. 그러나 다른 나라의 경우라면 일어났을 그런 효과는 나타나지 않고 있다. 그 이유는 일본의 엄청난 저축률 때문이다. 그래서 일본은 이와 같은 모든 문제에도 불구하고 여전히 흑자국이며, 세계 여타지역에 자본을 수출하고 있는 것이다. 일본이나 일본과 국제금융시스템과의 관계에서 보면 잠재적 위험은 전혀 없는 것으로 나타난다.

[질 문] 귀하는 IT 거품에 대해 간략하게 언급했다. 세계경제와 한국경제의 IT산업 전망에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

[답 변] IT부문은 여러 가지 문제점을 안고 있다. 스톡옵션(stock option)을 비용으로 간주하지 않을 경우, 기업이 많은 이익을 내는 경제적 잠재력을 가지기는 매우 어려울 것이다. 기업의 추가상승은 산출이익을 기반으로 이루어진다. 이것이 거품에 대한 처방이다. 미국 나스닥(NASDAQ) 시장은 최고점 이후 조정이 이루어져 70%~75% 하락한 상태이다. 이와 같은 주식이치에 배치되는 차입을 할 경우에는 큰 문제가 생길 것이다.

아마도 다음 번에는 비합리적인 과열현상이 줄어들 것이다. 그러나 여전히 모든 국가에서 IT산업은 성장잠재력과 혁신, 그리고 기술적 변화가 전형적으로 가장 높게 나타나는 부문이다. 장기적 측면에서 볼 때 기술변화는 경제성장을 주도하여 그 성장이 잘 이루어지도록 하는 것이다.

회계처리방식과 투명성이 보다 나아져서 더욱 기반이 튼튼해지면 IT부문은 잘 될 것이다. 기술발전과 혁신의 자연발생율을 고려해 볼 때, 과열현상이나 최초주식공모(IPO: Initial Public Offering)시의 내부거래가 대폭 감소한다면 IT부문은 앞으로 잘 이루어질 수 있을 것이다.

---

# Korea and the Global Economy: The Outlook for 2002-2003\*

Paul F. Gruenwald

Before I begin my presentation on “Korea and the Global Economy”, I would like to make three caveats. First, this is not original work. Unlike some of the other presentations in this series, this is not solely my output. This presentation reflects the work of many of my IMF colleagues.

Second, this is not a presentation of the IMF's official economic outlook. There is a semi-annual report from the IMF called the “World Economic Outlook” that is coming out shortly. This lecture is certainly not a substitute for that. There will be a formal press conference and presentations around the world showing that effort.

Third, there are some issues where I cannot go into too much detail. These include sensitive policy discussions with the government. I am sure you can appreciate this. Nevertheless, I would like to give you a flavor of what those discussions would include and some of the trade-offs the team will be looking at. Our annual consultation mission comes to Korea next month.

## Outline

To begin, I will give you an assessment of the global recovery and talk about some of the main risks to the outlook. I will also talk about a number of other issues that are important to consider when thinking about the global economy.

Then I am going to go into more detail about the Korean economy. This will include current policy issues and some of the challenges facing the Korean authorities. Since we are now beyond the crisis and in a new economic model, there are some potential lessons for other countries, particularly in East Asia. So thirdly, I want to highlight some of those lessons towards the end of my presentation.

As to references, the fall 2002 version of “World Economic Outlook” is coming out this week.

---

\* This is a transcription of a speech given at the Institute for Global Economics' Distinguished Lecture Forum on Tuesday, Sept. 24, 2002.

There is also a document called the “Global Financial Stability Report” that looks at trends and risks in international finance. Those two volumes, as well as a many other publications, are available at our website, [www.imf.org](http://www.imf.org).

We hosted a conference last year with the Korean Institute for International Economic Policy (KIEP). It was an academic conference entitled “Korea: From Crisis to Recovery”. The conference volume has just been released; my predecessor, David Coe, and Kim Saejik of KIEP, are the editors. If you are interested in a more detailed and theoretical view of Korea, that is a very good source.

## **Global Outlook**

The global economy has done relatively well, even though there have been a number of serious shocks over the past couple of years. First, the IT bubble burst in early 2000. Then there were the events of Sept. 11, which generated an enormous amount of uncertainty. That was followed this year by a spate of accounting and corporate scandals. But if we compare this slowdown to previous ones, it actually looks positive.

Looking ahead, the fundamentals are very good. That would suggest that the medium outlook is rather positive, although the recovery has been delayed somewhat from earlier expectations.

Also, I will make by presentation in the “IMF style.” We always look at the outlook, and then at the risks to the outlook.

## **Global Slowdowns**

To begin, let us look at a longer view of world GDP developments over the last thirty years. We can look at annual data up to 2001. Of course we do not have annual data for 2002, but 2002 is starting to look like 2001 in many ways, so perhaps we can extrapolate.

The four main slowdowns in the world economy over the past generation occurred in 1975, 1982, 1991 and 2001. If we look at the earlier three years and compare them to the current slowdown, we can gauge whether this one is better, worse, or about average.

---



We look at two variables. One is GDP growth for the global economy. In all these episodes, GDP growth was between 1½% and 2½%. This is significantly below the average growth rate for the global economy over the past thirty years.

The second variable is GDP growth per capita. To calculate this, we subtract population growth from GDP growth. Looking at these four slowdowns in that way, the current slowdown looks relatively favorable. In 1975, 1982 and 1991, per capita GDP growth was zero or negative. In 2001, per capita GDP growth was above 1%. That's not great, but it certainly suggests that this slowdown has been less severe than previous ones.

Another way to look at slowdowns is to study their composition. GDP is composed of consumption, fixed investment, inventories, net exports and government spending. Typically in a US slowdown, GDP shrinks by about 3%. However, in the current slowdown the decline is close to zero.

The current slowdown differs in the behavior of consumption. Indeed, the main difference between the current slowdown and previous ones is that personal consumption has stayed strong. This suggests that confidence is a very important factor in growth. But confidence is also very fragile, and economists need to pay close attention to confidence when assessing the risks to outlook.

## **Global Fundamentals**

The global economy's fundamentals are good. A global recovery is in the works, though it is taking longer to realize than previously thought.

The first reason why fundamentals are strong is the policy responses by country authorities. In most countries, monetary settings have been eased over the last year and a half or so. That essentially means official interest rates have been lowered. Also, fiscal policy has been eased in a number of countries—governments are spending more and contributing more to domestic demand and output. Some of that stimulus is still in the pipeline. Overall, the policy response to the slowdown has been good, and some of the effects are still to be seen.

Inflation is low in most countries. Also, most countries have an improved fiscal position. What

---

we would call external vulnerabilities—volatile, short term debt, foreign reserves, transparency in providing economic data to the market, etc—are also lower than before.

In the wake of some of major scandals like Enron and WorldCom there have been some confidence building measures. Firms are signaling that they are doing well in corporate governance and are trying to improve their institutional framework. Recent corporate corruption cases are a problem to be taken seriously. But looking ahead, and assessing growth potential, we think there is now an incentive now for firms to come out and be more transparent, and to follow better accounting practices.

## **Risks to a Global Recovery**

We are behind our previous time path for the recovery. Six months ago, we thought we would now be in the beginning of an upturn. The first reason why we are not is because the US situation is still delicate. Confidence measures in the US have been volatile. It is now pretty clear that, until confidence takes hold in the US and consumption and investment pick up, the economy will not grow at its potential.

There are also a number of difficulties in emerging markets, particularly in Latin America. The concern there is that there may be some contagion, or spreading, of the financial crisis to other parts of the world. We saw this in 1997-1998 with the East Asia crisis, followed by the Russia crisis.

More of a medium term concern, and one that I am going to focus on, is current account imbalances, and what this could mean for exchange rates. There are some rather large imbalances in the global economy that eventually need to be resolved.

There is also uncertainty about world oil prices and events in the Middle East, with the risk of possible war. Though oil prices matter, they will have a larger impact on current accounts than with overall growth.

During the 1990s the contagion phenomenon came to the fore. This was very important for those of us who watch the international economy. During times of crisis, all emerging market assets tended to move together. You would see investors pulling their money in and out of countries across the board apparently with very little discrimination across countries.

---

Sometimes, countries with supposedly good fundamentals were hit just because they were a neighboring country or they looked similar to a country that was having difficulties. Contagion has diminished since the Asian Crisis. But we should note that there are still high bilateral and regional correlations. The best place to see this is in Latin America. The recent crisis began in Argentina, spread to Uruguay, and now Brazil is having arguably some contagion effects as well.

We see almost no evidence of contagion in East Asia. The one country that appears to be suffering some effects from the events in Latin America is the Philippines. In fact, the Philippines looks, in some respects, more like a Latin economy than an East Asian economy. So that might not be totally surprising.

What are the reasons for this reduction in contagion? Why are crises not spreading more these days? The key reason is that investors appear to be much more discriminating. Particularly since the Asian Crisis, data has become better available and better provided by all governments, adhering to the Special Data Dissemination Standards (SDDS). These standards are an IMF initiative that encourages countries to regularly publish data on their reserves, debt and other data the markets could use to distinguish between countries.

We think it is highly inefficient for all, say, developing countries to have their assets moving together. The countries' fundamentals are often very different.

Another reason why we do not see the contagion that we saw in the 1990s is that there is lower leveraging than in the past. The presence of hedge funds is much less than it was four or five years ago.

There has also been a general move towards transparency. Markets work better when timely and good information can be digested in order to allow them to make informed decisions. If there was absolutely no discrimination between any of the emerging markets, all of their assets would move together as everyone would pull their money out at the same time. In the past, in times of crisis discrimination decreases and investors act in the same manner.

In late 1994 and 1995, during the "tequila" crisis affecting Mexico and Argentina, there was a large jump in the correlation between assets, as everyone pulled their money out of emerging markets at the same time. During the Asian Crisis the same thing happened. There has been a smaller amount of contagion since the Russian default.

---

Since those crises, our correlation measure has gone down. Initiatives have begun to produce better, more timely data, and to release it more frequently to the market. There is also lower leveraging. This explains why the correlation has gone down over the last three or so years. The correlation measure has actually picked up over the last couple of months. But nonetheless, the peak is going to be significantly lower than it was during the “tequila” and Asian Crises during the 1990s. The message is that better data and more transparency has been helping the international financial system function better.

The other issue I mentioned earlier as a risk was current account imbalances. If a country consumes more than it produces, it incurs a current account deficit. Also, when you take the global economy as a whole, current accounts have to sum to zero; one country's surplus is another country's deficit.

Over the past few years, the US has been running an enormous current account deficit. It has basically been sucking in capital from the rest of the world. The US is seen as a very good place to invest, so this drives up the US dollar. Most other countries are essentially running surpluses and financing this deficit. The data for 2002 are going to show that the US current account may actually be bigger this year than it was last year.

What should we make of this current account imbalance? As I said, this is a medium term issue, and we need to look at this from the system level. We cannot point to one country, like the US, and say it is their problem, or point to a surplus country and say it is their problem.

The current constellation of imbalances is not sustainable from a historical perspective. We discuss this in more detail in the IMF's “World Economic Outlook”, in Chapter 2. If you look over the history of economic data—and we have good data for over a hundred years now—you do not see imbalances of this magnitude lasting for very long. It does not necessarily end in a disaster, but eventually it has to be resolved. The US, at some point, will have to run a smaller current account deficit. Whether that is an adjustment in policies or an adjustment in the exchange rate, it remains to be seen.

The short-term policy prescriptions is that deficit countries should generally try to run stronger public finances. That would contribute to their savings and improve their current account. Similarly, surplus countries should push structural reforms in order to boost growth potential and import more from the rest of the world. The objective is to make these imbalances resolve in an

---

orderly manner, not in a sudden violent manner which may be disruptive.

So the global economy has weathered a number of shocks very well. But the recovery has been delayed. The medium-term outlook on global growth is still positive, in part due to the policy responses. The balance of risks is now on the down side. Six months ago, we said there were some positive developments and some negative developments. We thought the risks to the outlook were balanced. The risks now—the contagion risk, the oil risk, the current account risk—are all on the downside.

Some observers compare the world economy to a giant airplane. Right now, the airplane has to fly on one engine. It is really the US economy that has to pull the global economy. This has been the case for most of the 1990s. Growth in Europe has been positive, but certainly not spectacular. Growth in Japan has been largely absent for most of the past decade. Though China is a large economy, growing very quickly, it is not large enough by itself to propel global growth. It is also not large enough yet to make East Asia insulated from the global economy. We are still in a one engine world. For now, that is the US.

## **The Outlook for Korea**

The reason we talk about the global economy first is that Korea is dependent on the global developments. China, is not large enough yet to generate sufficient demand by itself to pull the rest of East Asia along with it. So Korea looks beyond the region to the global economy for foreign demand.

Domestic demand has been very buoyant, and Korea's performance has been surprisingly strong. Some of that, though, is due to one-time factors. External vulnerability has been reduced since the crisis. Korea is now seen as a safe haven by foreign investors. Sentiment remains relatively high. Credit rating agencies have been very favorable to Korea this year. It is the first country ever to graduate from the emerging market bond index.

What is our outlook for Korea for 2002 and 2003? This has not changed very much throughout the year. We see growth at around 6% this year and 6 ¼% next year. The important thing to note is that even though these numbers look similar, there is a large compositional change. Right now, private consumption is contributing strongly to growth. However, consumption is going to

---

moderate, and will be replaced by net exports as a source of growth as the global economy recovers. Facilities investment, which is highly correlated with exports, will pick up as well. Keeping in mind the risks mentioned in the previous section, if the global economy does not recover as strongly as anticipated, growth in Korea might be lower.

Also, our estimate of potential output growth is around 5 ½%. This is a somewhat speculative exercise, and sometimes we see these numbers cited in ranges. So growth should be slightly above potential for the next two years.

## **The Risk to the Outlook for Korea**

The first risk is rather obvious. A weaker than expected US recovery would depress Korea's exports and its growth. I do not want to give you a number, but last year growth was 3% with a weak global economy. Growth in Korea could be like that in the absence of strong external demand, especially if consumption growth moderates.

Our research shows that higher oil prices would make Korea's current account worse as imports rise, but it would have a lesser effect on growth.

We are in the middle of a consumer lending boom that needs to move smoothly to a new equilibrium. There is a risk that this transition will not be smooth. We know that defaults and delinquency rates are rising for consumer lending.

If the reform agenda falters or reverses for any reason, there could be a negative impact on sentiment in Korea.

Why has growth remained so high in Korea? This country has easily outperformed its regional peer group during the slowdown. As economists, we want to ask why this was the case.

The Korean economy is more flexible now. Structural reforms and market discipline, previously absent, have begun to take root. This is important. Korea also has a more diverse export base. A country like Taiwan, which is very heavily concentrated in IT, is very much at the mercy of the IT sector. Korea, on the other hand, exports cars and ships and IT and number of other goods. It is more diversified, which helps cushion against slowdowns.

---

The consumption mini-boom is a one time adjustment. For the first time, Korean consumers have access to bank credit. They have been borrowing rather heavily, spending and consuming. That has provided a cushion against the global slowdown.

As part of the financial crisis, bank balance sheets were cleaned up. The nonperforming loans (NPLs) were taken out of the banks, repackaged and sold. Nonperforming loans are now below 3% of all bank loans. Importantly, the focus of bank lending has shifted toward profitability. Before the crisis there was little emphasis on profitability. But now, there is a very strong emphasis.

Korean banks have discovered consumer lending. Consumer lending is a very profitable business. Formerly the household sector was repressed as households generally did not have access to bank credit. Most credit went to large business conglomerates. The government, though, provided incentives for household borrowing and credit card use, including lotteries and targeted tax breaks.

The result is that consumer lending has exploded in Korea. It now accounts for one half of bank lending, up from only one third a couple of years ago. Overall, this is a healthy development. Consumers now have access to credit. They have more choices. They can smooth their consumption. That is generally good for consumers, and banks are making a lot of profits off this process. They are, importantly, rebuilding their balance sheets, increasing their provisioning, and, in some cases, returning value to share holders. All of these are healthy developments.

The government, too, is “making money.” Credit card incentive schemes for lotteries and tax breaks are paying for themselves. The government has announced it will extend these schemes for another three years.

The large business conglomerates, which used to exclusively go to the banks for financing, are now facing more market discipline. They have to go to the market to borrow, or they have to generate profits and fund themselves internally.

So across a number of sectors, this is a beneficial process. It is a move to a new equilibrium. We are moving from the old equilibrium, which was “repressed”, for lack of a better word, toward a more advanced country, or OECD-type equilibrium.

The level of household debt and debt service—essentially interest payments—does not look

---

particularly bad. They are about average for an advanced country. Of note is that the growth rate is very fast. My colleagues here joke that one year in Korea is equivalent to five years everywhere else. You can expect things to happen five times faster here than in other countries.

Delinquencies for overall household lending are actually still quite low. They are at about the same level as the US. But credit card delinquencies are high and rising. We will have to watch that rather closely.

The regulators at the banks need to remain watchful. The regulators are increasing provisioning requirements against credit card lending. Banks are using foreign expertise and knowledge to assess credit risk. They are pooling information on borrowers. They are doing a reasonably good job.

But the big unknown is the behavior of consumers. A consumer credit boom has never happened before in Korea. In other countries where there was a consumer lending boom for the first time, it did not always end smoothly and in an orderly way. There is no information about Korean consumers in this situation. It is a process where regulators and the banks must do a good job. We want consumers to be educated on how to borrow and how to budget.

## **Policy Challenges**

What is the proper course of action with this outlook and these risks? Concerning monetary policy, inflation indicators are currently mixed. Any assessment would need to include asset prices. On fiscal policy, Korea has a tradition of over-performance. Since growth is stronger than potential this year, over-performance will probably be good. On exchange rate policy, we would ask that the government limit intervention. They need to let the market work and to encourage a hedging culture. On structural policy, we think the economy is strong; the window of opportunity is open to press on.

### Monetary Policy

As an outsider in Korea, I see there is still some confusion on what the monetary policy framework is. Essentially, the Bank of Korea's (BOK) objective is to target the core inflation rate. Their objective is an annual core inflation rate of 3%, plus or minus 1%. How do we define that

---



---

core rate? Food prices are not included and oil prices are not included. The core rate is supposed to be something that the BOK can influence.

One often reads here something like, "The spike in food prices means that the BOK has to raise interest rates." Or, "An increase in oil prices means that the BOK has to raise interest rates." Well, the BOK is not looking at any of those factors directly. The BOK only takes into account the core inflation rate, because that is what they can influence.

We may be entering a period, because of the typhoon damage in the south and potentially because of developments in the global oil market, where the core rate and the headline rate diverge. Then it will be the obligation of the authorities to explain very clearly to the markets that the rates are diverging, but that the BOK targets the core rate. We may see a situation where the headline rate goes outside that band of 2%-4%, but where the core rate stays within the band. That's fine. That would be consistent with the BOK's objective.

Obviously, the BOK has only one instrument. They control the call rate. They should therefore have one objective: core inflation. They cannot be targeting a lot of stuff with one instrument. That is how countries get into trouble. One example is the current account. Korea cannot control the core inflation rate and the current account with one instrument. They should only be trying to control the core rate.

Interest rates are obviously a sensitive topic, and I am not going to give you a recommendation for the BOK today. But let me talk about the considerations that go into monetary policy making.

When we look at potential inflation pressures, where do we look? We look at the standard indicators. We look at potential GDP, and then where GDP actually is to obtain an output gap. We still think there is a small gap in Korea. And growth is moderating, so we do not see much inflationary pressure there. The won has strengthened this year. That tends to make imports cheaper. It also means that inflationary pressures on that front are low. Though wage growth has been high, productivity growth has been at least as high. So unit cost of labor has been stable. All these indicate that there is not a lot of evidence of inflationary pressure from those quarters.

An issue that is very topical not only here in Korea but all over the world, in particular in the US, is the effect of asset prices on inflation. We need to ask a number of questions in this area. Mindful that the objective is core inflation and that asset prices now may have implications for

---

inflation down the road, we need to ask if there is bubble or not. Is it all asset prices? Are equities, bonds or real estate involved? Is it only real estate? Are consumers or firms over leveraged? Did they borrow too much based on those inflated asset prices? What are the trade offs involved? If we let the process run its course, and it's a bubble, and it has to break, what is the cost of that? What is the cost of trying to pop the bubble now? These sorts of things need to be taken into account when thinking about monetary policy.

### Fiscal Policy

Korea has a fine tradition of fiscal conservatism. This is recognized by the markets. We think this tradition helped Korea substantially during the crisis. This year's budget has a surplus of 1% of GDP. That budget assumes 5% growth. Including the supplementary budget, which we think was a good idea given the damage from the typhoon, the surplus should be about 2% of GDP. But given that growth is going to be 6% instead of 5%, we think the over performance is fully justified.

Looking at fiscal policy over the medium term is done in many countries, but not yet in Korea. Overperforming every year is not necessarily good. When growth is stronger than projected, it is great to over perform because then the government takes the extra money and saves it for a rainy day. However, if growth is weaker than expected, I would argue that fiscal policy should be made looser. Thus, fiscal policy should be counter cyclical. When growth is stronger, fiscal policy can be tightened. When growth is weaker, it can be loosened.

The best way to think about this is to look over the economic cycle, or over the medium term. One would not say that in every year the budget surplus has to be a certain amount. One would say that over the economic cycle, we are going to target a surplus of, say, 2% of GDP per year. Then in good years you should do better, and in bad years you can do a little worse.

The reason I said 2% per year is that Korea is saving for the demographic transition. The National Pension Fund is currently running surpluses of about 2% per year. Those should be saved and not spent.

### Exchange Rate Policy

Korea's exchange market is thin and volatile, especially compared to the size of the economy. Korea's economy, for example, is larger than Australia', but its foreign exchange market is a

---

fraction of the size. That is partially because Korea had a longer history of a fixed exchange rate. The exchange rate was only recently floated, in December, 1997. There has not been much time to develop the market.

Government activity in the foreign exchange market should be limited to smoothing operations. That has largely been the case. The trade offs are pretty clear. When government goes into the market, it dampens trading, dampens profit and therefore dampens market development. If the government stays out of the market, it will be more volatile, but then people make money, people can enter the market and make the market deeper.

The government should not be in the business of providing exchange rate guarantees. Firms should use markets to hedge their foreign currency exposure. That will help develop the market as well. We would also encourage the government to increase the number of players in the foreign exchange market.

A related issue is of that of competitiveness. I would note that while the won/dollar rate has appreciated this year, if we look at the won against a basket of trading partners, the appreciation has only been on the order of 2% to 3%. It has not been that pronounced. Also, current export performance suggests that the won is competitive. We are not in a situation where the won is seriously over valued.

The data show that while analyzing exports, growth in Korea's trading partners, namely the US, is much more important than the level of the exchange rate. So even though the exchange rate is an important variable in export performance, foreign demand from trading partners is much more important.

Increasingly, Korea is going into niche markets: electronics, automobiles, etc. These are markets where there is less price competition and more non-price competition. So you may, in the future, see a lessening of sensitivity to the exchange rates.

#### Public Understanding of Macroeconomic Policy

I realize that I can only read a couple of newspapers in Korea, but I really feel that there is a rather poor understanding of macroeconomics here. I read a piece in a daily recently that called for a rise in interest rates by the BOK. The word "inflation" never appeared in the article. This is

---

---

very telling of the lack of understanding.

In this country, the central bank governor has many “friends.” You hear all sorts of government officials talking about monetary policy. This is certainly not best practice internationally. Private citizens of course can say anything they want about monetary policy. But government officials generally do not.

Policy announcements here generally characterize fiscal policy as expansionary. Sometimes that is true. Sometimes, like last year, it is not true at all.

There is also a role for the media to play in all this. The media, of course, reports the news and reports the economic statistics. But it also has a role in filtering and making clear what the statistics are showing and not showing. It should really look a bit deeper into some of these issues.

#### Structural Reform

A lot of progress on reform has been made since the crisis. Market discipline is more prevalent. Firms are now concentrating on their core competencies. Many have imported foreign practices and business models. The economy is more flexible and resilient.

But there is still a “Korea discount.” Investors are not fully comfortable investing in Korea. There are three areas that are still of concern: the remaining corporate sector's reform agenda; the presence of the government in the ownership of commercial banks; and the supervisory apparatus.

There are still a lot of firms in Korea that are not viable. They are unable to cover (from earnings) the interest cost on their borrowing. Typically in an economy that is growing strongly, if a firm cannot cover its interest cost when interest rates are very low, there is a problem. About 25% of Korean firms are not viable. At some point, these firms need to be closed, merged or restructured. The creditor banks need to take action. But insolvency reform is also critical, so that the legal framework provides the proper incentives. The political economy is also a factor here. We are currently in an election year. It would not be politically possible to undertake some of these things at this time.

To strengthen market discipline even further, Korea should focus on the “software” issues: creditor rights, transparent accounting, corporate management, independent corporate directors,

---

etc. The lack of progress on some of these is cultural. But Korea seems to be moving in the right direction, at various speeds depending on the issue. I am pretty confident that we will get there, even though it's not always a smooth or fast moving process.

On bank re-privatization, I would note that the commercial banks are profitable. It is a good time to sell the public shares. There was a plan announced in January 2002, which is a good one. The government has done a good job of being opportunistic, moving in a flexible manner to try to unload some of these shares.

I caution, though, that the government should not be pressured into selling some of these shares. The worst thing that could happen is the government sells an institution to an unqualified buyer. Then, say, five years later, we would have to go through the same ordeal all over again, and the government would have to put even more money into the non-viable entity. That would be a very bad result.

Perhaps it did not belong on the program, but the sale of Seoul Bank was a condition for IMF support back in 1998. It deserves some focus because it is now finally being resolved. We think the sale to Hana Bank is positive. Apparently, 100% of Seoul Bank will be sold, rather than 51%. The government, for the first time, rather than providing a guarantee actually holds the guarantee. That is a positive development. All of the upside risk is now on the side of the government. The actual net privatization of Seoul Bank, however, is zero. The government sold shares of Seoul Bank and acquired shares of Hana Bank. In terms of government ownership of the commercial bank sector, the change was zero. We would hope the government moves flexibly and in an opportunistic manner to unload its shares in Seoul Bank.

## **The Use of Public Funds in the Financial Sector**

This is an area where public understanding is not at the level it should be. The indisputable fact is that, because the government had to inject money into the banking sector to save it, poor loan decisions were made prior to the financial crisis. That money will probably never be recovered. Any insistence on a 100% recovery rate is therefore very misplaced. Of course, we should make sure the funds were not abused. But insisting on 100% recovery is not a very good idea.

Now that the banking sector is stabilized, the objective should be to return the banks to the

---

private sector. Inside of that objective, the government should of course be trying to maximize the value of what it is selling, and negotiate in good faith in the interest of the Korean people. We broadly agree with the strategy, but there is the issue that there is less than perfect understanding about banks and public funds here.

### Supervision

These points come from the technical experts at the IMF. The Korean structure with a combination of the Financial Supervisory Commission (FSC) and the Financial Supervisory Service (FSS) is unique in the world. Normally, there is one supervisor. This sort of co-habitation that takes place in Korea is strange.

Supervision has been pretty good, and has been agile. The rules need to be clear, though. When the supervisors make a ruling on Bank A, that needs to be same ruling they provide for Bank B. That is not always the case.

We hear regular complaints and concerns from companies that the rule of law is not as well established here as it should be, and that regulations are sometimes too complicated.

## **Lessons from the Korean Experience**

Now that we are beyond the crisis, there are a couple of lessons from Korea that can be shared with the region, if not with the rest of the world.

Ownership of the reform process was a very key variable in Korea's success. We can look at other countries in the region that took one step forward and then one step backward. They still have not done some of the fundamental measures that were called for early in their programs. That was not the case in Korea. There is something about the Korean psyche and group mentality that once the goal is fixed, everyone goes for it without asking questions. This is very good for resolving crises. The Korean people get very high marks for that.

The tradition of fiscal conservatism does not get enough credit in my view. People ask me what was overlooked in assessing the success of Korea. The one thing that often gets overlooked is the tradition of fiscal conservatism. This provided a valuable extra degree of freedom during the crisis.

---

The banking sector model emphasizing consumer lending that Korea looks to be successfully embarking upon is also being watched closely by the rest of the region.

The thrust and direction of the policies has remained largely unchanged, even though the IMF supported program is over and the IMF has been repaid in full. This has been very good for investor confidence. They know that the reform agenda has been internalized to a certain extent, and that it was not merely imposed. This also suggests that political risks are minimal. As we all know, this is an election year in Korea and there is very little discussion of changing the macroeconomic model. That is certainly not the case in a number of other countries.

The benefit of fiscal conservatism is that it provides room to maneuver. When a crisis hits, sometimes very unexpectedly as in Korea, if there is no public debt the government can undertake counter cyclical fiscal policy and spend more money, and resources are available to recapitalize the banking system and restore confidence. Latin American countries do not have these options. Argentina and Brazil are very highly leveraged countries. They cannot use fiscal policy, despite what Mr. Stiglitz claims, and they cannot recapitalize the banking system because they do not have the resources.

Korea is the first Asian country—let's forget about Hong Kong and Singapore—to embark on a consumer lending model. There are clear benefits. The initial results seem to be favorable. Consumer behavior, though, is the key and it is currently unknown. We have to wait another year or so to fully assess this process. If successful, this could be a model for the rest of the region.

## **Medium Term Prospects**

Korea has changed enormously since the crisis. The reform agenda must be completed in order to realize Korea's growth potential. On balance, I am a Korea optimist. I think the potential is high, given that Koreans are who they are. If we want an indirect measure of a good outcome, it should be whether Korea's income level continues to converge with the OECD average. As the agenda facing Korea increasingly looks like any other OECD country's agenda—pension issues, labor market issues, and other rich country issues—success will certainly be evident.

Thank you very much.

---

---

## Questions & Answers

---

**Q** I have one comment on Hana Bank. As you mentioned, there was a swap between Hana Bank and Seoul Bank. But 60% of the Hana Bank stock held by the Korean government will be sold back to Hana Bank within the year in four installments. The remaining 40% will be sold later with the assistance of an international investment bank by issuing ADRs.

**A** The sale of Seoul Bank to Hana Bank has only just been approved. Some of the details are still coming out. The ADRs are only one course of action. For example, Chohung Bank was supposed to do an ADR earlier this year. That had problems because of the lack of demand or interest at that time. But the plan for Hana Bank to do so is a good plan.

**Q** I know that the IMF is not in the real estate business, but I am sure that you have been watching with concern recent developments in the real estate market in Korea, particularly the speculative boom and the consequent increase in the price of apartments in certain parts of Seoul.

As you know, there are two views on the cause and remedy. One, held by the government, maintains that this is a local phenomena due to an inappropriate tax scheme. The other view is that there is too much private liquidity in the market. This leads to consumer borrowing, half of which is spent on speculative purchases. The cause, as well as the remedy, can either be macroeconomic or monetary.

We think this could be a serious problem. Past recessions were always preceded by a speculative boom in real estate markets. That also, by itself, has very important social consequences.

**A** That is one of the issues at the top of the agenda. It is something that our annual mission, which comes next month, will be discussing with the government.

Based on my less than perfect understanding of the market, I understand that it is probably a combination of all of these factors. The question is what weight each factor carries, the structural factors and liquidity factors.

The supply side of the market seems to be responding. As you know, following the crisis, the output of the housing sector fell by almost half. Just now, it is getting back to the pre-crisis level in terms of units of new housing being produced. That would suggest that pressures will be mitigated in the future. There was a supply shortage. Just now the industry has recovered its supply level from the pre-crisis period.

---



---

There are also structural issues. You mentioned taxes. I agree with that. Also, the deposit, or “key money”, system is potentially open to speculation. Some regulations have tried to address that.

There is something called a housing affordability index. Even though the price of houses has been rising, the housing affordability index has not moved that much. I am not dismissing the dangers, but there are arguments on both sides.

The monetary argument is that there is excess liquidity in the market. Stocks do not look like such a good investment at the moment. So people channel their savings into real estate.

Those are the issues. A judgment has to be reached about what are the causes and what are the trade offs, in terms of letting it run its course or try to control it now.

**Q** You mentioned that growth would be 6¼% this year and 6% next year. Why will the economy slow down? What will affect this?

**A** In my view, there is not a big difference between these two numbers. Growth is healthy, and above potential. The way we do modeling is part science and part art. Since the economy is running close to potential, we take the current year's growth rate and try to make it converge smoothly with the potential rate over time.

**Q** Do you take into consideration any Middle East war scenarios?

**A** Our predictions incorporate an oil price scenario. The oil price is more of a current account effect than a growth effect. Of course, in a war scenario, all bets are off and we would have to re-do our numbers.

**Q** The current US government economic team downplays the importance and the impact of oil prices on the global economy. They say that even if there is a war in the Middle East, they say that less than 0.1% of global growth will be affected. Does the IMF share that view?

**A** I know that one possible scenario predicts a short war, if one is to take place. This also takes into account the US's work to find alternative sources of oil. That would include the Russians. Under those assumptions, you could have a relatively benign scenario. From my experience, we normally do not do line-by-line disaster scenario predictions, though.

**Q** You talked about the Korean economy and the global economy as a whole. Korean small

---

and medium enterprises (SMEs) play a very important role. They played a particularly strong role in recovering from the financial crisis. Does the IMF have any comments on these smaller businesses?

**A** It is clear that SMEs play a big role in this economy. The largest number of firms and the largest employer are SMEs. The role is important because normally countries do not just exist with large firms. SMEs need to be a vital part of the economy. They need access to credit to survive. One of the healthy developments over the last year or so has been a growth in credit to SMEs, much more than before. It is definitely a vibrant sector in terms of employment and demand for labor. It is a sector that needs to remain healthy in Korea.

**Q** You haven't mentioned Korea's neighbors. Do you see a similar growth trend in China or Japan?

**A** Let me talk about China, as I used to work on that country. China is obviously Asia's big, dynamic market. However, they face a number of challenges. Some of these challenges were faced by Korea. But the magnitudes are much larger in China.

Non-performing loans in the Chinese banking sector are larger than in Korea. The problem is several orders of magnitude larger. The Chinese authorities have just started recently to address those problems. They are even using Korea's government expertise.

This effort to clean up the banks and the balance sheets will ultimately result in some injection of public money. When the hole in bank balance sheets moves on to the government's balance sheet, the public debt in China will be much more than it is at present.

The transformation of the economy from being state-run to market driven is well underway. But state owned enterprises (SOEs) must become profitable firms that produce products that people want to buy. Social costs at those firms—welfare, pensions, etc—must be taken out and placed in the public sector where they belong.

Wage and income disparity between rural and urban dwellers, as well as between provinces, is another major issue. This adds to political uncertainty. Finally, China has to open up under the WTO, but they have to do so orderly.

China is a kind of big juggling act. So far, in the IMF's view, the Chinese authorities get high marks for their skillful management of the macroeconomy. They were an important anchor for East Asia in the financial crisis. The way they partially opened up their capital account, avoiding the short term volatile flows, was very important for stability in the

---

---

region.

Korea is the only country that has cleaned up its banking sector in the region. It is flanked by a huge neighbor on either side, each with enormous bank problems ahead of them. One is China. The other is Japan.

Japan's problems are very well known. Japan's banks need to be cleaned up. The authorities need to target a positive inflation rate to end a period of deflation. There needs to be a round of structural reform to cleanse the economy of its zombie firms and restore the growth rates that were found in the 1980s.

China and Japan could both be engines of the global economy. But it will probably be some time before that happens.

**Q** You mentioned a couple of risks, simply touching on them and then moving on. The US deficit has been running 4% to 5% of GDP, which is very large indeed. If that is the only engine in the world, that is worrisome.

Secondly, the stock market collapse in both Japan and the US is causing a negative growth effect, so much so that the Bank of Japan has decided to pump in more money into the market.

How will both of these affect the market in the short term?

**A** Historically, a country cannot run current account deficit of 4% or 5% of GDP. Those eventually get resolved.

Will the adjustment of the current account come about in an orderly way? If fiscal policy is tightened, there would be a moderate depreciation in the dollar. That would be good. The danger is that the correction will be violent. What if the markets do not want to finance this amount of deficit for the US? If the demand for US assets dries up suddenly, it will be a disorderly situation. There is no immediate danger of that. But we know that this is not a sustainable situation. That is why we think the policy subscription is fiscal consolidation. We would also hope for an orderly adjustment in the exchange market.

I am not an expert on Japan, but the move by the Bank of Japan was certainly a non-conventional, unorthodox move. To the extent that its shares are over valued, there is a down side risk to the strategy. I do not know the P/E ratio, or any of the valuation ratios in Japan.

It is striking, in Japan, that there has been an enormous increase in public debt. But you do not see the same effects that you would in other countries. The reason for that is the Japanese are prodigious savers. It is still a surplus country, despite all of these problems. It is

---

still exporting its capital to the rest of the world. In terms of Japan and its relation with the international financial system, you do not see any potential dangers.

**Q** You mentioned the IT industry bubble in brief. I am very interested in the prospects for the IT industry in both global and Korean economy.

**A** The IT sector has some problems. When you do not count stock options as expenses, you get firms with very little economic potential that are recording a lot of profits. Their shares prices go up, based on those recorded profits. That is a prescription for a bubble. The US' NASDAQ has fallen by something to the tune of 70% or 75% since its peak. If you borrowed against those share values, then you have a big problem.

Maybe the second time will be a less irrationally exuberant process. But still in every country this is the sector that typically has the highest growth potential, the highest innovation and technical change. In the long run, technical change is what drives economic growth and well being.

If the sector is put on a better footing, with better accounting and more transparency, it will do well. Given the natural rate of technical progress and innovation, with a lot less exuberance and a lot less insider trading of IPOs, the sector could do well in the future.

---