



Occasional Paper Series

10-02

# Aftermath of the ‘Crises’: US and Global Prospects, Legacies, Policies

위기 이후 미국 및 세계경제 전망,  
그리고 유산과 정책과제

---

Allen Sinai

*March 2010*

세계경제연구원 · 한국무역협회

Institute for Global Economics / Korea International Trade Association

## *Allen Sinai*

- 현 미국 Decision Economic사 CEO 겸 수석 글로벌 이코노미스트
- Michigan대 졸업, Northwestern대 경제학 박사
- 오랜 기간 월스트리트에서 경기진단의 대가로 인정받고 있을 뿐 아니라, 현재 미국 백악관 및 의회, 연방준비제도이사회(FRB)의 경제정책에도 중요한 자문활동을 하고 있음.
- Data Resources, Inc.(DRI) 수석 금융이코노미스트 겸 부사장, Lehman Brothers 수석 글로벌이코노미스트 등 역임. MIT, New York대, Boston대, Northwestern대에서 교수로도 활동 중임.

---

---

# Aftermath of the 'Crises': US and Global Prospects, Legacies, Policies\*

*Allen Sinai*

Today I would like to divide my remarks into three segments: the first is to give a short version of what happened in the economic financial crisis in the United States and in the World; second is to talk about the policies that have been used in the US and World; and third is to take a look at the prospects, the aftermath, the legacies, the by-products, the problems, and the picture going forward for the world.

## **The Crisis**

The crisis itself and the US as an engine of the economic and financial crisis are over. The look ahead is very different than it was starting four or five years ago as we moved toward the crisis. In the US, for various reasons in asset markets (residential real estate and in the stock market) and in credit and debt we had huge booms long in the making. There are a lot of reasons for it, but those reasons are a subject of another day. Out of the business cycle in the United States – the globalization of economies and financial markets and the policies taken (monetary and fiscal) – came a huge boom in residential real estate as part of the expansion. The use of that asset (residential real estate) as collateral for both borrowers and lenders, leveraging up of that asset, developing a lot of businesses and institutions around the derivatives, businesses and transactions of that asset, and a boom in residential real estate and boom in housing prices – which in turn because of what we think are the natural endogenous forces of the business cycle in any country – was used as a lever for aggressive spending and

---

\* Transcription of a speech at the IGE/KITA Seoul Global Trade Forum on Thursday, January 21, 2010

finance in the United States all contributed to a strong stock market, tremendous growth in credit and credit businesses, and in debt held by American consumers. An unsustainable boom and unsustainably high and rising prices of two key assets for any economy are equity and real estate (commercial and residential).

Now this part is not unfamiliar. Business cycles throughout history – ups and downs in activity in financial markets and in finance, lending and borrowing – have often been accompanied by excessive booms and rising prices of assets (real assets and financial assets). Most typically it occurs in real estate. I need not to belabor this for you here in Seoul or the Asian area of the world because Hong Kong, Japan, Korea, and perhaps China now have gone through the booms and the excesses. The price rises for assets which sometimes get so excessive that they can be called “bubbles.” Then something happens and the prices come tumbling down. That happened in residential real estate in the United States. Some of us picked this up early and some did not, but if you are a student of business cycles and have been studying and analyzing them and doing the kind of work that I have done for almost four decades, it was not unfamiliar. Japan had it in the 1980s and the United States had asset price bubble booms in the 1920s~1930s.

What is unusual is to have two, three or four of them at the same time. In the US, not only did we have a real estate asset bubble, but also there was the ability to fund with innovations in the financial system and to take equity out of residential real estate and then deploy that equity for spending and on investments like buying stocks and buying more real estate. The double boom in residential real estate and in stocks, and in the credit and debt that went along with the spending with those booms, created a multiple set of booms and price bubbles for those assets and liabilities in the US economic and financial system. When interest rates were raised slowly from the chairmanship of Allen Greenspan from very low numbers and got up to 5~6 percent, and the momentum of growth in the housing boom slowed, that triggered a reduction in the ascent of residential real estate prices. Then what clicked in is something we economists call the “accelerator effect.” It is a change in the rate of growth which sets into motion reverse movements in activity and asset prices that occurs at the top of a boom and then sets an economy going down. Of course, along with those booms came excesses in finance, unregulated,

---

unsupervised activities relating to housing and other derivative activities and financial businesses in the US financial system which by this time had blurred the lines between traditional banking, investment bank, and trading so that numerous non-bank financial institutions were engaged in bank-like activities.

Indeed, research is showing that the lending and deposit gathering activities were traditionally in the domain of commercial banks, but in this crisis they essentially resided in the investment banks, the venture capital, private equity, hedge funds, and the financial institutions that grew up around the boom and the price bubbles. Those financial institutions were not transparent. They were outside the net of the regulators within the banking systems. Regulators did not watch very closely. The pursuit of money, greed in the system, and materialism in US society and economy got the better of everybody and a mania turned into a bust. That decline in residential real estate prices, the first in decades, radiated through the financial system and hit and hurt the US equity market, because by that time the financial sector in the US stock market was 25 percent of the market capitalization. Those financial institution stock prices began to come down. Balance sheets of financial institutions, banks, and non-banks, contracted as asset prices came down. The leveraged expansion – debt and capital market finance expansion of the balance sheets for bank and non-bank institutions that had fed the boom – turned around.

Balance sheets contracted, credit contracted, the stock market fell, the decline in the equity market, in turn, took down the wealth of households massively and that, in turn, hurt consumer spending. Because the mechanism of finance for American consumers shut down, namely mortgage refinancing on rising housing prices as an easy way to get funds, we think that the financial factor hit consumption hard for two or three quarters. We had not seen declines like that since the 1930s. Those declines centered around the second half of 2008 and the first quarter of 2009. Interestingly, the economies of countries around the world also plummeted. In one of the handouts given out today you can see startling declines in GDP between the middle half of 2008 and the second quarter of 2009. Those declines at the time looked inexplicable. It is like a sickness that a doctor has never seen before. If you do not know what it is and have not seen it before like the swine flu, then it is hard to deal with that sickness.

---

Of course, stock markets tumbled based on that news. Ultimately, in the US we had the second biggest bear market in our history, second only to 1929 to 1933. On March 9<sup>th</sup> 2009 the US equity market was almost down 57 percent from its previous peak. For stock markets around the world similar results occurred. Then the effects of collapsed stock markets on the real economies interacted to bring the economies down some more. Credit risks became greater. Financial institutions did not want to lend to each other or to anyone outside the financial system. Events like the failure of Lehman Brothers and the AIG problem were examples of the completely uncharted waters that confronted the whole world.

Well, what I have given you is our idea of the genesis of how it arose. It is the result of years of excesses in the US. It has many causes. In my work and research in the business cycle I would say that it was endogenous; it was in the system. The role of the financial factor in the business cycle is nothing new. The financial factor, in one form or another, shows up at every business cycle upturn and downturn. It is absolutely decisive in throwing economies into downturns at the upward turning points. This financial factor was a combination of bursting price bubbles, excesses in credit and debt, excesses in highly leveraged use of debt finance by clever and innovative financial institutions doing what they thought they should do for their shareholders to maximize shareholder value and the whole thing collapsed. We will not see this kind of event again to this degree in our personal or professional lifetimes. We will see another financial crisis and another financial crunch not just in the US, but it will also happen again right here in Asia, because it happens in every business cycle. Price bubbles, bursts, the mania, the psychology around them, and the greed that all societies inherently have in pursuit for more money are all a result of the human condition and human nature.

The puzzle to me is that since it has recurred periodically and regularly in all business cycles that I have studied, and we know that it happens again and again not just in the US (Japan had a similar situation, Asia in the late 1990s had a similar crisis), then why is it that we have not figured out how to deal with it so we can take actions to make it less bad or prevent it from happening much like vaccines and medications that now have made obsolete so many of the illness that used to plague civilization? I think that is part of why, in our own forecasting

---

analysis, we picked it up early and that is part of why policymakers around the world in other states picked it up late. They were late in recognizing what they thought was a rare and unusual event and lost valuable time in policy reactions to prevent further weaknesses and excesses. Then they had to devise policies *in extremis*, and in this case, experimental policies. Of course, there are lags in the formulation of them, the implementation of them, and in the time it takes before they actually have an impact.

By the time the US Federal Reserve, the US Treasury, the administrations in the US (the Bush administration, Congress, and the Obama administration) and policymakers around the world got around to dealing with the problems; the dynamics of the downturns and crises were way ahead of the policymakers much as if I were a medical doctor and took too long to treat a patient. Being early pays when it comes to policymaking. But, I have yet to see any country, any set of policymakers, able to do this given the nature of how policymakers get put into their jobs, because they do not stay that long, because memories are short, and because the agents in private sectors in mixed capitalistic systems will act the same way. When you throw into it a dose of mania and “herd instinct,” you have a recipe for extremely volatile conditions.

The essence, though, of this set of crises came from the US and it was centered around the American consumer. This is how it spread: consumption in the US on average for 45 years up to 2005 had risen inflation-adjusted 3.5 percent a year. That is Asia like in the growth rate. That is a big number, a lot of consumption. By 2006~2007 consumption in the United States was 71 percent of GDP. When the financial factor in the business cycle centered on the consumer and consumer spending collapsed, that was 71 percent of GDP going down. China alone, among the countries that export to the United States, had increased its export exposure to the US as a percent of its total exports at the time to about 20 percent of total Chinese exports. The housing industry does not buy a lot of stuff from China, American consumers do. American consumers buy a lot from South Korea and Japan. Yet, over the last 10~15 years the proportion of total exports from South Korea and Japan to the United States has gone down while the proportion of South Korean and Japanese exports to China has gone up. When American consumer

---

spending went down so did those exports. Then the purchases of China from Japan and South Korea, the purchases of South Korea from Japan and China, and the purchases of Japan from South Korea and China tumbled. Trade fell and levered down the economies all over Asia. Something similar to this happened in the eurozone through Germany and to Canada as well. These along with the financial crisis intensified the downturn and the entire world economy went down.

Now, we think that the American consumer will not spend aggressively for a long time. Last year, I talked to you about the seismic shift of American consumers spending a lot less for a lot longer than ever before in our memory and saving a lot more for a lot longer than ever before. That is the process that goes on now. In the last three and a half years consumer spending in aggregate has grown about 1.25 percent per year. That is nowhere near the historical 3.5 percent a year. For any country exporting to the United States, and particularly the American consumer, the whole business climate changes. What I said last year I will say again now is that that is the way it is going to be for a long time. Consumer spending going forward will be positive but its trend rate of growth will be far below what it was historically. That means the exporters to the American consumer, businesses in the US that sell to the American consumer, commercial real estate that used to have retail consumer space will be much worse business than ever before. It is a very big effect. In the long run, perhaps, it might be healthy because we in America spent too much, borrowed too much, and did not save enough. That has changed immensely and goes on now as we speak. Why do we think it? The six major fundamentals of consumer spending in the US that we watch continue to say negative things about the pace of American consumption. In Washington DC, the policies that are being taken are not consumer-centric and so we do not think that the fundamentals are yet right for American consumers to move back toward the aggressive pace of spending and borrowing that characterized the American economy and society for the past 4~5 decades. Since it has never been that way in any of our memories, it takes time for it to be impressed upon countries and people in the consumer business but it is still going on and it is still a major theme for us.

---



## Policy Reactions

The policy reactions, when they finally came in the United States, were on the monetary policy side aggressive reductions on interest rates by the Federal Reserve. By the time that came, it was too late. The dynamics of the downturn were well in place and the lags in response to those lower interest rates have not even yet begun to run out. In addition, the US Federal Reserve turned to quantitative easing, previously used only by Japan, in a situation of extreme distress. It was first lent to the financial institutions to relieve the crunch within the financial sector and then lent to the corporate sectors, because the financial sector was not putting any money out and markets had shut down, and then finally ended up being the lender of last resort, not just for banks, but for parts of the private sector of the American economy and for the US mortgage market. In addition, the Central Bank and Federal Reserve decided to try to prevent the major US financial institutions from collapsing.

The record is spotty on this: Bear Sterns was a managed bankruptcy, Lehman Brothers was probably an accident and AIG was saved. All of this was at the expense of taxpayer money. The Treasury was part of it. Hand in hand, the Federal Reserve worked with the Treasury to prevent the major US financial institutions from failing. Most of them are now doing fine. Bank of America and Citi Group are still losing money, but all of the other major financial institutions (now called banks because they applied for charters to be banks when the opportunity arose) are earning very good money. The Goldman Sachs results today were absolutely spectacular and JP Morgan Chase has had very good earnings. The funds that all of the financial institutions were given (some of them were forced to take) have been returned to the Treasury and, indeed, the US Treasury is making a little money because asset prices have gone up. “Too big to fail” is exactly what the Federal Reserve signed on to well aware of the risks of insuring that these very institutions that were being saved might again in the future engage in the very same practices that had led us to our problem.

Of the choices available, the US Federal Reserve chose to downplay moral hazard and chose not to let financial institutions fail because the overwhelming view was that what had brought about the Great Depression had been the collapse

---

of credit and the banking system in the US. Whether right or wrong on that view, Chairman Bernanke was determined not to let that happen. There is no longer any crunch in the financial system: plenty of funds available in the overnight market and federal funds market. Banks are not lending because the credit environment tells them that they should not lend, so we still have a crunch in the private sector. We have a tremendous consolidation that is going on in the financial institutions, destination of the private equity and hedge funds. They will come back to live another day and once again seek and gain capital and be aggressive in the deployment of the capital. But, the leveraged finance and leveraged balance sheet expansion that fed the booms and the bubbles in the United States are long gone and will not be back in the US for a long time. The US has entered a recovery. Without the monetary and fiscal policies put into place, our studies say that in 2009, rather than a 2.5 percent decline in real GDP, it would have been minus 6~7 percent.

We did a retrospective look at all the policies that were used in the Great Recession of 2007~2009 asking what would have happened to the US economy if the government or Federal Reserve had done nothing. The results are very interesting. If we had taken all of those out (all of the monetary easing, interest rates, quantitative easing, fiscal stimulus program in 2008, and the Obama \$800 billion program in 2009), the US economy would have been in 2009 4~5 percentage points worse. That would not have merely been a Great Recession; it would have been a mini-depression. The 2010 forecast, if nothing had been done, would have been down 2~3 percent in real GDP growth. In the US we are now forecasting plus 2.5 percent in 2010. That is not so good, but it is better than minus 4~4.5 percent. Think about the whole world economy if the US economy had gone down 6~7 percent last year, where would the stock market be today? What would that mean to financial institutions and your businesses here in Asia? Surely, if we had done nothing, China would have been damaged, trade flows would not be as good as they are emerging here now, there would be stress on the financial systems, and Japan would probably be in a depression (Japan is in a contained depression now). These policies and the policies taken in other countries all over the world (fiscal stimulus in China, Korea, Japan, and German; monetary and quantitative easing in Japan; zero interest rates in the UK and Canada; and the support of the financial system and institutions around the world)

---

have helped these patients get back on their feet. There may have been overkill and we could have done better, but with all that was going on in such a short period of time, the world has come through quite well.

## **The Aftermath, The Future**

The side effects and the by-products of the medicine used in the US and around the world are part of the legacy and the look ahead in the future of what might happen. The initial conditions of the countries coming out of the economic crisis, how spry the patient is after recovering from that cardiac arrest, is important. Of course, the policies going forward that are applied, the use of the medicines, are also very important.

In the US we see a decent recovery, a little bit stronger than the recovery after the recession of 2001 and 1991 but nothing like the V-like recoveries that the United States has typically had after a deep recession. This recession in the US, properly called “the Great Recession,” was the deepest and longest since the 1930s. After deep recessions in the US, the first year of recovery is typically real GDP growth of 6.5~7 percent. We are forecasting 2.5~3 percent. It is better than nothing and better than minus 4 percent.

With that growth rate goes a legacy of high unemployment rate. Now, in the US the unemployment rate is 10 percent. When you add up the unemployed, the underemployed, and discouraged workers, it is around 17 million workers. In addition, with all that slack in the labor market, businesses are pushing wages down. US Businesses, in order to maximize profits, do not really want to rehire people because they are really expensive. Out of this crisis situation, we have a so-called “upturn” that is not great with high unemployment. High unemployment is a huge economic, societal, and political problem in the United States. Washington has to, and is trying to, figure out what to do about it.

Moreover, the US comes out of this with huge deficits. In the fourth quarter of 2009, the deficit was 11 percent of GDP. A gross public debt to GDP growth ratio does not look like it will be very strong. We think it will go over 100 percent

---

in the next 3~4 years given policies as they now exist and the budget plans of the Obama administration. The health care reform, we think, will cost the government more money than they will be able to fund. The US comes out of this with still a large current account deficit. It is better than before: exports are firmer and imports have been down. The supply of treasuries is massive on the deficits, \$1.5 trillion this past fiscal year. This coming year we are estimating \$1.4 trillion. We have \$125 billion dollars of foreign exchange reserves. We are deeply in debt and politically the US is having its difficulties. That is how we come out of this.

When we look at Asia and Asia's performance during the crisis what we see is that China has now become the third largest economy in the world surpassing Germany. According to our numbers, China will be the second largest economy in the world in 2010. China's GDP is six times what it was 12 years ago. Japan's GDP is lower than it was 12 years ago. Yet, Japan has been number two because the gap was that large. The US has a much higher GDP than Japan, China and Germany, but it really is not going anywhere. Where is the dynamism? Where is the growth? Where is the momentum? They are in China. China had what we call a growth recession. At the low, their GDP grew at 6.1 percent year over year. China responded with massive fiscal stimulus, with very easy monetary policy, and guiding lending and investing. We think that the Chinese economy is going to grow 10~11 percent. We think that is too strong, and China is beginning to reign that in. Even though we do not believe those GDP numbers, they are nothing worse than a growth recession. India will have a little slower growth than China with 8~9 percent. As for growth in South Korea, we estimate around 6 percent GDP growth this year and next.

What we are seeing in the high frequency data is quite a rebound in the trade flows around "the Asian loop." It is much the reverse of how the US took Asia down through the American consumer. Once again, trade flows are very tightly knit in the Asian region. Export propensities to one another, import propensities from one another, and the businesses of open economies around one another suggest that those trade flows will begin to move up sharply. That lifts the Asian economies into what I have in the past called "orbit," they lift off because trade is such a big deal and the interactions are so tight. The interactions are tighter

---

now, relatively speaking, than they used to be with the United States. There is a decoupling going on. Business people in this part of the world understand where the dynamics of business and finance is going to be. They are living it and breathing it everyday. Business people go where they can make money, where they can sell goods, and where they can produce at lower costs. So, when we look at the prospect for 2010~2011 we see a V-recovery in much of the Asian world, except Japan. Business here is vibrantly strong and very different in performance from the US, the UK, the eurozone, and the G-7 world.

When we look at the initial conditions of China coming out of the crisis and what do we see? China has \$2.4 trillion of foreign exchange reserves. The US has \$125 billion of foreign exchange reserves. The US does not have enough foreign exchange to intervene on behalf of the dollar if it should collapse for more than a week or two. China can fix its exchange rate to the third decimal point for 18 months with all of those foreign exchange reserves. The Chinese deficit to GDP ratio, even after the fiscal stimulus, is something like 3 or 4 percent and debt to GDP is stable. Chinese consumer spending as a proportion of the Chinese economy is approximately 40 percent. There is a lot of room to rise to 50~60 percent. I believe that will happen as China, understanding that it no longer can sell into the US the way it used to, will take measures to induce its consumers to spend more and to become more consumer-driven. As that happens the standard of living for the Chinese consumer, which is very low in per capita terms, will rise and wealth and well-being will rise in China.

China is not simply an emerging country. There is no way I could describe a country that is about to become the second largest in the world, although still by western standards it is somewhat lawless and a little bit totalitarian in the centralization of some of the functions of what goes on, an emerging country. China, an increasingly responsible global citizen, is part of the G-20. It used to be G-2 and then G-3. G-20 makes more sense. South Korea is the 15<sup>th</sup> largest economy in the world and it is going to grow very fast. It is changing.

The next 5~10 years is not the decade of America or Japan, it is the decade of Asia. The initial conditions put Asian countries in a much better shape. They

---

have been more resilient. We have a view of the world that I had before the crisis hit, the economic geography is shifting and changing under our very feet. It is the decade of China and Asia. Japan, in our view, is left out of that. It is suffering from a significant deflation and there is no easy answer for Japan in terms of the current deflation. Hopefully, Japan can ride the wave of the upturn in Asian economies. So, the outlook for this year in terms of GDP growth is the following: China 10.5 percent, Korea 6 percent, India 8~9 percent, Australia very strong, and Singapore 7~8 percent. This is a return to the dynamic world that Asia has known before. We saw this in the 90's and then we had the Asian crisis, but in the 90's so many exchanges were fixed, the prosperity was false. That is, indeed, a problem for China: a fixed currency, exports doing well, a flood of money coming into the country, and a bidding up of asset prices. The risk is that when someday they let that currency go, they will not be able to manage it and China will undergo a boom-bust and that, in turn, will radiate through Asia and produce difficult times. It is not all hunky-dory. There are plenty of risks out there, but frankly this part of the world is in much better shape than the United States.

Well, for markets, we, in this stage of the upturn in the world recovery, are overweight. In all equity of the global portfolio we certainly would be overweight in non-US, particularly in Asia, and some of the other emerging countries. We do know this is a year of rising interest rates. A number of central banks will start to withdraw the artificial support. We are expecting to see South Korea raise interest rates this year. After all, we have a strong growth forecast for this country, probably stronger than the government. Inflation is beginning to tick up here. Year over year it is about 4 percent – that is a little high. The Korean won is also strong and should be strong with this view that we have on this part of the world. For global investors in the currencies, the economic performance and growth is dominant in Asia except for Japan. Interest rates are likely to rise. China is already starting to tighten its monetary policy. Australia has already been doing it for a while. India will likely do it. That will tend to strengthen the Asian currencies against the US where we are not expecting the interest rates to go up anytime soon. The eurozone will keep its 1 percent rate for a while. In Japan, with deflation, the zero-rate policy looks like it will have to be there forever. On growth and relative interest rates there will be a tendency for Asian currencies

---



to rise. Governments will have to decide on whether to sell Asian currencies because of competitive reasons on trade, not wanting their currencies to get too strong. I think that even if they intervene and sell, they will not be able to stop the movement. Asian international travelers, buyers, and business people will find that their real purchasing power, currency adjusted, is going to get very strong.

To summarize, it is terrific to give an upbeat outlook after many years of being so gloomy when talking to audiences. That is the nature of the world economy in the US: recovery and expansion with risks depending on the part of the world. It follows that earnings and stock prices will rise. We all feel better when stock markets go up than when they go down. Interest rates are going to rise, but they are still going to be pretty low unless inflation gets out of hand. In some countries there are hints that it may come back sooner and get out of hand. Some central banks may be ahead of that and may surprise us with the hikes in interest rates. But even that, in the early stages of recovery, do not really stop the good times from rolling.

It is also a delight to be in the part of the world where the wave is best. I am a fair weather friend. I cannot really do much about the US. I have advised various Republicans and Democrats on policy. 20~25 percent of the time they do some of things that I say but 70~75 percent of the time they do not. I go to Japan and tell them as well what I think they should do. This time I told them to take their currency down. If you have deflation, you need a lower currency. They seem very confused about that, so I do not think that they will do it. I am used to having my advice on policy 75 percent of the time not being taken. On markets and economy, I have a higher batting average. But, it is really a pleasure to be in front of an audience in a country where the future to me looks very bright and is part of the world that is going to dominate in economics and the creation of wealth in the coming years. As an investor, it does not matter where I live, I know I cannot do anything about policy because I am not god. Even if I were, my test-tube results might not be the right results. All economists think that they can solve the problems in their laboratory. As an investor, I can make money anywhere as long as I know the scoop on what is going on roughly speaking. I can invest, move my investments around, sell real estate, buy stocks, and throw a little money out to hedge funds. On that cheery note, let me close and open up the floor to some questions.

---

---

## Questions & Answers

---

**Q** I want to ask a question about the long-term outlook of the Chinese economy. Some people say that China's GDP will be bigger than the United States in 15~20 years. However, other economists say that under China's current regime, China's development will be inhibited and eventually slow down. I would like to hear your thoughts on this.

**A** First, we think that China's GDP will come to or surpass the US GDP sooner than 15~20 years. There will be ups and downs and cycles in the growth rate. But, prospects for future growth in the US suggest, at best, 3 percent a year. Asia, as a geographical unit, will surpass the eurozone and the US. The countries in this part of the world are relatively rich, not in terms of consumer standards of living but as countries they are rich. They do not have the same levels of debt. Those initial conditions could carry Asian countries a long way. But, there could be vicious cycles. The Chinese currency is unsustainably low. We have learned in the past that the longer a currency is fixed, the greater the chance for excesses and imbalances to develop. No matter how a country tries to exit from that fixed rate currency – typically they are forced to exit because they get runaway inflation – the central bank has to raise interest rates and that creates a lot of problems for the economy. They are then forced to let that currency go and that creates even more problems. So, the longer China waits before it starts to adjust the currency and help it get back to where it should be, the more risky it is for a boom-bust scenario in China. That, I think, is not unlikely to happen in China in the next few years. The exchange rate has been fixed for too long in China.

**Q** What do you think China's political system will look like after such economic development? Do you think it will maintain its one-party rule? Or do you think that China will adopt a more Western style democracy?

**A** My guess would be, short of political conflict, that China will be more Western capitalistic like, very influential, and a responsible global citizen. I do

---



not share the view that it is a one-party rule or totalitarian government. It is just too big of an economy not to have a tremendous amount of decentralization. But, on very key policy issues and what is important to the future of China, the Chinese government does step in and tell its people what to do. It just told Google what Google could not do. Now, Google is planning on leaving China. It fixes the currency and nobody can change its mind. It is mixed in the sense that it is not totalitarian or a dominating government. It is an aggressive guider. It is a different kind of system. My guess is the material way of life for a society like that will dominate and they will be more Western like.

The same is true for India. I was recently at a conference in Aspen, Colorado. People from all walks of life were there. There were some business people from India. I got lectured on the materialism of America and how we had wrecked the world and Wall Street had done such terrible damage. I admit that I am a capitalist. And, I do not think that America is spiritual in the same way as India is. I said, "You know what? At the end of the day, you are going to be just like us because you like all those good things in life." Afterwards an Indian gentleman came up to me, who turned out to be a head of a private equity firm, and told me that he and a bunch of his friends had gone to Harvard Business School Executive Session. He said that there they were in middle of class buying and trading stocks on their Blackberries. So, what is new? In America we think that China is very much like us. In one sense I envy the Chinese and in another sense I fear them as a competitor. I do think that they will end up more Western like and responsible in order to make their way in the world and to make money for their people. The standard of living will get to them just like it gets to lots of societies around the world.

**Q** Given your rosy forecast for Asia and not so rosy forecast for the G-7, what can the G-20 do to address some of the imbalances that you talked about earlier and the imbalances between the developed and developing worlds?

**A** The glaring imbalances exist because of the fixed exchange rate in China. The G-20 should encourage China to find a mechanism by which they exit from a fixed exchange rate regime. Clearly, it cannot be a 20 percent upward revaluation.

---

That would be too big of a shock. A gradual movement in allowing the currency to move up is perhaps the best way to do that. That would over time do something about the trade imbalances that are so striking. There are, of course, imbalances relating to trade and currencies in Asia which is part of the reason why so many countries are selling currencies to prevent their currencies from getting too high relative to China. So that stands out as a glaring problem.

For the world as a whole, the movement toward more consumerism in China and Japan should be encouraged. Actually, the weakness of the American consumer in the long run will be healthy in my view because we spent too much and borrowed too much for too long. On imbalances, the US should be encouraged, if not lectured, on the huge deficits that we are running and the debt to GDP ratios that are going on because there are other ways out besides spending and taxing to deal with that. On the financial crisis and the aftermath, the global community, has not yet, and neither has a lot of individual countries, resolved the regulatory and supervisory framework – the rules of the game for what I call the animal spirits of the financial system.

If not set properly and delicately, those animal spirits will run amuck. I am not critical of that. These are bright, well-paid people who know how to make money, know how to get around rules, do not break the law in most cases but walk the fine edge of the line, and use government bail-outs as part of strategy to make sure that they make more money. We should know what the game is of this sector and harness it by setting the rules and regulations. We have not done that yet. I am fearful that in the US they are going to be too punitive and hurt the supply of capital that will energize our country. I have no doubt that capital will flow freely in Asia. The G-20 should get cracking on that so we come to a resolution of the rules and regulations within which the financial spirits can be pinned for good of society rather than what happened in the United States. There are others but we only have a limited amount of time.

**Q** I have a question about the Japanese economy. As you said, the Japanese yen has been appreciating this year despite its slow economic recovery. What

---

do you think are the reasons for the steady appreciation of the yen?

**A** That is an interesting question, why is the yen so strong given the state of the Japanese economy with zero interest rates? Part of the answer, I think, is the diversification of foreign exchange reserves that has been going on all around the world away from the US dollar as a single reserve currency. With the US situation, as I described, you would not want to own only US dollars and US dollar denominated assets. It is too risky. The future of the US is in doubt. Of course, those who have investments all around the world and central banks holding foreign exchange reserves in governments have actually over time been diversifying away from the dollar which is part of the dollar decline. Since there is no other single currency to replace the US dollar as the global reserve currency, diversify toward euros, yen, dollars, and gold. This is not the only reason why we are bullish on gold. We are bullish on gold because we think that the demand will continue to be there for gold as part of a de facto basket of currencies for how countries who have foreign exchange surpluses will invest those monies. The Japanese yen is a recipient of those demands.

The other is Japanese policymaking. There is no signal from Japan that they want a lower currency. It is a puzzle. They are big exporting country. Their businesses should be complaining and pushing the Ministry of Finance. Here is the problem and here is why they do not: the Ministry of Finance, I think, does want to see a lower yen. The new Prime Minister is not clear because he has only been there a short time and the new head of the Ministry of Finance does not have a background in economics and finance. At the Ministry of Finance, the so-called “bureaucrats” do want a lower yen because it is the right economic answer. How do they do that? They can tell the Prime Minister that they think that is what should happen and then he can tell the Bank of Japan to sell yen and buy other currencies. However, no one will join them. The US does not want a stronger dollar. They have their own problems. The eurozone does not want a stronger euro because their inflation is already too low. So nobody will join Japan in intervention. It is one way to take the currency down. They have a trillion dollars in foreign exchange reserve, but they will just waste it. They are not going to do that. What is left? The Bank of Japan is not a leader on the currency. It has been

---

an assistant on currency movements driven by the government of Japan in past years. They are not in the habit of striking out and talking about a lower currency.

Indeed, since Robert Rubin was US Treasury Secretary, central banks have been in the habit of staying out of currency affairs and treasuries have stayed out of central banking affairs. But, the Bank of Japan has a goal of price stability even though they do not have price stability. It is minus one percent year over year. It would be quite appropriate for the Bank of Japan to say; “We think the currency should be lower so we can achieve our goal of price stability.” However, by doing so they would be wearing a different uniform. They have never done that. As we know, this is hard to do in any country. The other advice is to lower its interest rates but they cannot lower interest rates anymore. In time the currency will come down on its own. When interest rates start to go up everywhere else, the yen will come down, but it may be very late. All they have left is expanding the balance sheet and to announce that they are doing it. The market did react when they did it in December. The currency did go down some. So the markets are just waiting to take advantage of Japan when and if they decide to get behind the currency and push it down.

Beyond those explanations I cannot tell you other than there is a home bias in Japan for almost all things Japanese including their own currency and that may explain it partly.

**Q** I have two questions. First, like the coordinated stimulus packages throughout the world, when should countries begin exit strategies and should they be coordinated? When should Korea begin its exit strategy? Secondly, what is your view on the Tobin tax in the redesigning of the financial architecture?

**A** On the first question related to policy and exit strategy, this is difficult territory for policymakers. A number of countries have to deal with exiting from zero interest rate and some form of quantitative easing. In the United States, our Federal Reserve is shutting down quantitative easing in those areas where it is no longer needed. For example, in the financial sector those firms that are left are fine.

---

Two of them reported poor results but in a year from now Citi Group and Bank of America will be reporting profits. They are winding down some of the fund flows into the private sector, but they are not going to immediately wind down the fund flows into the asset-backed securities that go to consumers and small business.

A real problem in our case is what to do about the mortgage supply into the housing market which is now essentially a government owned operation. The Federal Reserve is ending its purchases of mortgage-backed securities, but that is still in debate because we need to have mortgage supply for housing. Then the interest rates will be raised. They will first do it on the rate on bank reserves and then the Federal Funds rate will go up. We think we will be at 0.75 of a percentage point on the Federal Funds rate at the end of this year. It is quantitative easing to be tapered first and then interest rates will still be far below what might normally be required. On the kind of forecast that I gave you for the US, they may do it, but this is very tricky territory. However, Chairman Bernanke and the Federal Reserve have been very genius in this, so I have a lot of confidence that they will invent ways to exit quantitative easing, quantity side, cleverly. Here is the problem: they need to get those excess reserves sopped up out of the banking system which if deployed in credit would lead to inflation. So, how do you sop up those reserves without selling a lot of treasuries and mortgage-backed securities and driving those interest rates up and interfering with the US economy's recovering expansion? They will invent a deposit; pay the banks some interest; the banks will buy them; and the Federal Reserve will sop them up that way. It is a clever alternative.

Exit policy on fiscal is very difficult in America because it is wrapped in politics and societal objectives of the Obama administration: for example, insuring the uninsured on health care. Socially, it is a worthy objective. Most of the world has its citizenry insured. In America, we have 30~40 million people who do not have health insurance. As a social matter, I think that is unacceptable, but now we have this healthcare program that looks very costly and can cause inflation. I think exiting from the deficit and debt, in this case, is next to impossible.

As for Korea and in general, exiting or "getting ahead of the curve" is always too late. It is better to be early and wrong and then reverse it rather than to be too

---

late and get behind the curve. The dynamics of the business cycle overwhelm policymakers. Inherently, it is going to be late anyway. There is a recognition lag, implementation lag, and there are lags in the system. You can never be early enough. In that view, if I were in the Federal Reserve I would be raising interest rates now. Applying that to Korea, I would be arguing for higher interest rates earlier rather than waiting. Looking at our numbers for Asia, I would probably start raising interest rates now, not in big lumps but I would start early. Interest rates are not a very effective instrument in the short run unless you move them up very sharply but that is a shock. This said, I have no thought that policymakers will be preemptive.

On the Tobin tax, it is a concern if it is only done in one or two countries. Most people argue that it should be done everywhere, but I do not think the global community can agree on that. I happen to think that it could be done in a given country. It is being considered in the US Congress. I do not think that it would survive the lobbying efforts of the financial community, so I doubt it will happen. It is a very liberal economic view and I do not think politically that it can fly in our country but I am arguing for it behind closed doors in Congress.

---

## 위기 이후 미국 및 세계경제 전망, 그리고 유산과 정책과제\*

*Allen Sinai*

오늘 내가 할 이야기는 세 부분으로 되어있다. 첫째, 경제·금융위기 때 미국과 세계에서 무슨 일이 일어났는지 간략히 요약해 보고, 둘째, 미국과 세계가 사용한 정책에 관하여 이야기한 후, 셋째, 전망, 여파, 유산, 부산물, 문제점, 그리고 앞으로 세계에 전개될 그림을 살펴보는 것이다.

### 경제위기

경제위기 자체와 미국이 경제·금융위기의 엔진역할을 하던 상황은 지나갔다. 앞으로의 전망은 위기로 치닫기 시작하던 4~5년 전과는 매우 다를 것이다. 미국에서 여러 가지 이유로 자산시장, 즉 주거용 부동산 및 주식시장과 신용 및 부채 부문에서 장기간에 걸쳐 거대한 붐이 조성되었다. 이런 현상이 일어난 데는 많은 원인이 있지만 이 자리에서 다룰 문제는 아니다. 각국 경제 및 금융시장의 세계화와 통화 및 재정정책으로 인한 미국 경기팽창의 한 부분으로, 주거용 부동산부문에서 거대한 붐이 일어났다. 이러한 자산(주거용 부동산)을 차용자와 대출자가 모두 담보물로 사용함으로써 그 자산에 대한 차입이 늘어나고, 그러한 자산에 대한 영업 및 거래와 파생상품을 취급하는 금융기관들이 많이 생겨났다. 주거용 부동산의 붐과 주택가격의 상승은 미국의 적극적인 소비와 금융에 지렛대 역할을 하여 주가상승을 부추겼고, 신용과 신용관련 사업, 그리고 미국 소비자들의 부채를 엄청나게 증가시켰다. 어느 경제에서나 지속 불가능한 붐을 일으키고 지속 불가능한 높은 가격상승을 일으키는 두 가지 핵심자산은 주식과 부동산(주택 및 상업용)이다.

이러한 현상은 생소한 일이 아니다. 역사를 통하여 경기순환(금융시장과 대출, 차입 등 활동의 기복)은 때때로 자산(부동산 및 금융자산)의 과열 붐과 가격상승을 수반해 왔다. 이러한 현상은 부동산 부문에서 가장 대표적으로 일어나고 있다.

\* 이 글은 2010년 1월 21일에 개최된 'IGE/KITA 서울세계무역포럼'의 강연 내용을 녹취하여 번역·정리한 것임.



홍콩과 일본, 한국, 그리고 아마도 중국은 이미 붐과 과열현상을 경험하고 있기 때문에 서울이나 아시아에서 이 부분에 대하여 장황하게 설명할 필요는 없을 것이다. 자산의 가격 상승세가 때로는 너무 과열되어 “거품”이라고 불릴 정도이다. 그런 다음 어떤 문제가 발생하면 가격이 급격히 하락한다. 그러한 현상이 미국 주거용 부동산 시장에서 일어났다. 일부 경제학자들은 일찍이 이를 지적했고, 그러지 않은 사람들도 있지만 경기순환 분야 학자라면, 그리고 본인처럼 거의 4년 동안 이 분야를 연구·분석했다면, 그것은 생소한 현상이 아닐 것이다. 일본이 지난 80년대에 그러한 현상을 경험했고, 미국은 1920~1930년대에 자산가격에 거품 붐이 일어났었다.

두 가지, 세 가지 또는 네 가지 현상이 동시에 일어나는 것은 흔하지 않은 일이다. 미국의 경우, 부동산 가격에 거품이 일어났을 뿐 아니라 금융시스템의 혁신으로 자금조달 능력이 창출되었고, 주거용 부동산을 담보로 대출을 받은 사람은 소비를 늘리거나 주식 및 다른 부동산에 투자를 했다. 주거용 부동산과 주식시장, 그리고 신용과 부채에 이중 붐이 일어나고, 이와 함께 소비가 늘어남에 따라 미국 경제·금융시스템의 자산과 부채에 다중적 붐과 가격거품이 조성되었다. 매우 낮았던 금리를 앨런 그린스펀 연방준비제도이사회(FRB) 의장이 점차 5~6%까지 올리면서 주택시장 붐이 탄력을 잃게 되자 주거용 부동산 가격 상승세가 꺾이게 되었다. 그런 다음 경제학자들이 말하는 이른바 “가속효과(accelerator effect)” 현상이 갑자기 나타났다. 이것은 붐의 정점에서 경제활동과 자산가격에 반전 움직임이 일어나, 경제가 둔화되어 성장률에 변화가 오는 것을 말한다. 물론 이러한 붐과 함께 미국 금융계에 과잉활동이 있었다. 주택과 여타 파생상품 영업 및 금융사업과 관련한 규제와 감독을 받지 않은 영업활동이었다. 미국의 금융제도는 이제 전통적인 은행과 투자은행 및 금융거래 사이의 경계가 희미해져서, 많은 비(非)은행 금융기관들이 은행과 마찬가지로의 활동을 하고 있는 실정이다.

실제로, 조사결과를 보면 대출과 예금활동은 전통적으로 상업은행의 영역이었지만 이번 금융위기에서는 이러한 활동이 투자은행, 벤처캐피탈, 사모펀드, 헤지펀드, 그리고 주택 붐과 가격거품 주변에서 성장한 금융기관을 중심으로 전개된 것으로 나타났다. 이러한 금융기관들은 거래가 투명하지 않았다. 이들 금융기관은 은행제도의 규제망 밖에 있었기 때문에 규제기관들이 면밀히 감시하지 않았다. 이윤추구와 금융시스템 내부의 탐욕, 미국 사회와 경제계의 물질만능주의로 인하여 모든 사람의 생활이 좋아졌으나 지나친 과열은 결국 붕괴를 가져왔다. 그때는 금융부문이 미국 증권시장의 자본총액의 25%를 차지하고 있었기 때문에 몇 십년



만에 처음으로 나타난 주거용 부동산 가격 하락의 영향이 금융계 전반에 걸쳐 확산되어 미국 주식시장을 강타했다. 이들 금융기관의 주가는 하락하기 시작했다. 자산가격이 하락함에 따라 금융기관과 은행 및 비은행들의 재무제표가 위축되었다. 차입에 의한 확장(빚을 부추긴 은행과 비은행 금융기관의 대차대조표상 부채 및 자본시장의 금융확대)이 반전으로 돌아섰다.

대차대조표상의 자산과 신용이 위축되었으며 주가가 폭락하고 자본시장이 하락함에 따라 가계의 부(富)도 함께 무너졌으며, 이 때문에 소비지출이 타격을 받았다. 주택가격이 상승함에 따라 담보대출을 쉽게 받았던 미국 소비자들의 금융구조가 막힘에 따라 금융적 요인이 2~3분기 동안 소비지출에 커다란 영향을 미쳤다. 1930년대 이래 경기가 이처럼 크게 하락한 때는 없었다. 이러한 경기하락 현상은 2008년 하반기에서 2009년 1분기를 중심으로 일어났다. 흥미로운 것은 세계 각국의 경제도 역시 하강했다는 사실이다. 오늘 배포한 자료에 보면 2008년 중반부터 2009년 2분기까지 GDP가 놀랄 만큼 감소했다는 것을 알 수 있을 것이다. 그 당시 경기하락은 불가사의한 것으로 보였다. 그것은 과거에는 전혀 보지 못했던 질병과도 같은 것이다. 신종플루처럼 과거에는 듣지도 보지도 못한 질병이 있다면 그 병을 치료하기는 어려울 것이다.

물론 주식시장은 그러한 뉴스로 인하여 추락했다. 결국 미국에서는 지난 1929년과 1933년에 이어 두 번째로 큰 폭의 주가하락이 있었다. 2009년 3월 9일 미국 주식시장은 종전의 최고치로부터 57% 가까이 하락했다. 전세계 주식시장에서도 비슷한 현상이 일어났다. 증권시장의 붕괴사태는 실물경제에 영향을 미쳐서 경기가 더욱 하락했다. 신용위험이 더욱 커졌다. 금융기관들은 상호 간의 대출이나, 금융시스템 밖의 기관 또는 사람에게 대출을 하지 않으려 했다. 리먼 브라더스의 파산과 AIG 문제는 전세계가 맞이해야 했던 전혀 미지의 바다였다.

지금까지 우리가 본 이번 사태의 전말에 대하여 이야기했다. 이번 사태는 미국에서 여러 해 동안 전개된 과도한 금융활동의 결과이다. 거기에는 여러 가지 원인이 있다. 경기순환 관련 논문과 연구에서 나는 이들 원인이 내생적인 것이고, 제도 안에 내재해있었다고 지적했다. 경기순환에서 금융요소가 수행하는 역할은 새로운 것이 아니다. 금융요소는 모든 경기순환에서 특정 형태나 또는 다른 형태로 나타나서 경기를 상승시키고 하락시킨다. 금융요소는 경제의 상향 전환점에서 경기를 하강시키는데 절대적으로 결정적인 역할을 한다. 이같은 금융요소는 가격거품의 붕괴, 과도한 신용거래 및 부채, 주주들의 가치를 극대화한다는 생각에서 영악하고

혁신적인 금융기관들이 지나치게 많은 부채를 사용한 것 등이 복합적으로 작용한 것이며, 이 모든 것이 붕괴된 것이다. 우리가 향후 개인적으로나 직업적으로 이러한 형태와 수준의 사태를 다시 보게 되기는 어렵겠지만, 다른 형태의 금융위기와 사태를 미국뿐 아니라 아시아에서 다시 보게 될 것이다. 왜냐하면 모든 경기순환에서는 그러한 상황이 벌어지기 때문이다. 가격거품, 거품붕괴, 경기과열과 이들을 중심으로 한 심리상태, 그리고 모든 사회에 내재적으로 있는 더 많은 이익을 올리려는 탐욕은 인간의 조건과 본성의 산물이다.

내가 이해할 수 없는 것은 내가 연구한 모든 경기순환에서 그러한 현상이 주기적으로, 그리고 정기적으로 일어났고, 미국뿐 아니라 다른 지역에서도 되풀이해서 일어난다는 것(일본이 비슷한 상황을 경험했고, 아시아는 1990년대 말에 비슷한 위기를 맞았다)을 알고 있으면서도, 인류 문명을 괴롭혔던 수많은 질병들을 사라지게 만든 백신이나 의약품을 개발했듯이 그러한 위기에 대처하는 방안을 왜 우리가 고안해 내지 못했느냐 하는 것이다. 여기에는 우리가 경제전망을 분석할 때 그 문제를 비교적 일찍 감지했지만, 전세계 모든 나라 정책입안자들의 더딘 대응에 일부 원인이 있다고 생각한다. 정책입안자들은 그것이 드물고 특이한 현상이라는 것을 뒤늦게 이해하여, 경제가 더 크게 악화되고 사태가 악화되는 것을 방지하기 위한 대응조치를 취하는데 필요한 귀중한 시간을 놓친 것이다. 그리하여 그들은 곤경에 처하게 되자 그때서야 대응책을 마련하게 된 것이며, 그것도 실험적인 정책이었다. 물론, 이런 정책을 입안하여 집행하고, 그 정책이 실질적인 영향을 발휘하기까지는 많은 시간이 걸린다.

미국 연방준비제도이사회(FRB)와 재무부, 행정부(부시 행정부, 의회, 오바마 행정부 등) 및 세계 각국 정책입안자들이 경제 문제에 대한 대응조치를 취하는 동안 불경기와 경제위기의 과급력은, 마치 의사가 환자를 치료하는데 너무 오랜 시간을 소요하여 실기(失機)했을 때처럼, 정책입안자들의 조치를 훨씬 앞질러 나갔다. 정책은 서둘러 일찍 마련해야 효과가 있는 법이다. 그러나 대응조치를 미리 취하는 나라나 정책입안자들을 아직 보지 못했다. 정책입안자들의 일하는 방식 자체가 그러하다. 그들은 한 직책에 오래 머물지 않고, 기억력도 오래 가지 않는다. 혼합자본주의체제의 민간부문에서 일하는 방식도 마찬가지다. 이런 관국에 열광과 “군거본능(herd instinct)”을 자극하는 처방이 나오면 상황은 극도로 불안해질 것이다.

이러한 일련의 위기의 핵심은 미국에서부터 시작되었고 미국 소비자들을 중심으로 일어났다. 위기가 확산된 경위는 이렇다. 미국의 소비는 인플레이를 반영했을 때

2005년까지 45년 동안에 연평균 3.5% 증가했다. 그것은 성장률에 있어서는 아시아와 같은 수준이다. 이는 큰 수치이며 소비수준이 높다는 뜻이다. 지난 2006~2007년 사이 미국 내 소비는 GDP의 71%에 달했다. 경기순환에서 소비자와 소비지출에 집중된 금융요인이 붕괴되자 GDP의 71%가 무너져 내린 것이다. 미국으로 상품을 수출하는 국가 중 중국만이 당시 대미 수출비중이 자국의 총 수출액의 약 20%로 증가했다. 주택건설업계는 중국으로부터 많은 제품을 구입하지 않지만 미국 소비자들은 많은 상품을 구입한다. 미국 소비자들은 한국과 일본 상품을 많이 구입한다. 하지만 지난 10~15년 동안 한국과 일본의 대미수출은 감소한 반면 이들 두 나라의 중국에 대한 수출은 증가했다. 미국의 소비지출이 감소함에 따라 이들 나라의 수출도 감소했다. 이에 따라 일본과 한국이 중국으로부터 구입하는 상품, 일본과 중국이 한국으로부터 구입하는 상품, 그리고 한국과 중국이 일본으로부터 구입하는 상품이 급격히 감소했다. 교역이 감소했고, 아시아 전체의 경기가 침체되었다. 이와 비슷한 현상이 독일에서부터 캐나다에 이르는 유럽권 전역에서도 일어났다. 금융위기와 더불어 이같은 교역의 감소가 경기침체를 악화시킴에 따라 전세계 경제가 불황에 빠지게 되었다.

우리는 미국 소비자들이 앞으로 오랜 기간 동안 적극적인 소비활동을 하지 않을 것으로 보고 있다. 작년에 나는 미국 소비자들이 우리가 지금까지 알고 있는 것보다 훨씬 더 오랜 기간 동안 훨씬 더 적게 소비하고, 과거 어느 때보다 훨씬 더 많은 돈을 절약하는 거대한 변혁이 일어날 것이라고 말한 바 있다. 지금 그러한 현상이 진행되고 있다. 최근 3년 반 동안 소비지출 총액은 연간 약 1.25% 증가했다. 그것은 전통적인 연간 성장률인 3.5%에 훨씬 못 미치는 수준이다. 미국과 미국 소비자들에게 상품을 수출하는 나라와 사업환경이 전체적으로 변화하고 있다. 내가 다시 언급하고자 하는 것은 작년에 이미 했던 이야기로 그것은 이러한 추세가 앞으로 오래 지속된다는 것이다. 앞으로의 소비지출은 플러스 성장을 하겠지만 성장률은 과거보다 훨씬 낮을 것으로 예상된다. 이것은 미국 소비자들을 대상으로 하는 수출업체들과 미국 소비자들에게 상품을 판매하는 기업들, 그리고 소비제품 판매점들이 사용하던 상업용 부동산 사업이 과거 어느 때보다 훨씬 악화된다는 것을 의미한다. 그 영향은 매우 크다. 장기적인 관점에서는 이것이 건전한 방향일지 모른다. 그동안 미국 내 소비가 지나치게 많고 부채도 많았으며 충분히 저축하지 않았기 때문이다. 이제 그러한 행태가 크게 달라졌고, 앞으로 우리가 말한 대로 될 것이다. 우리가 그렇게 생각하는 이유는 무엇인가? 우리가 계속 관찰하고 있는 미국 내 소비지출의 여섯 가지 주요 펀더멘탈(fundamentals)은 미국의 소비속도에 대하여 계속 부정적인 지표를 나타내고 있다. 워싱턴에서 취하는 정책들은 소비자 중심이

아니다. 우리는 미국 소비자들이 지난 40~50년 동안 미국경제와 사회의 특징적인 현상이었던 적극적인 소비와 대출활동으로 되돌아 갈 정도로 펀더멘탈이 달라졌다고 보지 않는다. 우리가 기억하는 한 이러한 현상은 과거에 없었기 때문에 세계 각국 및 소비산업 종사자들에게 좋은 시절이 오려면 시간이 걸릴 것이지만, 사태는 진전되고 있고, 또 그것이 우리의 주요 관심사가 되고 있다.

## 정책대응

미국이 내놓은 정책대응은 통화정책에서 연방준비은행이 금리를 크게 인하하는 것이었다. 그러나 이러한 조치를 취했을 때는 이미 늦었다. 경기침체의 동력은 상당히 진전되었으나 금리인하에 대한 반응은 즉각적으로 나오지 않았다. 또한 미국 연방준비제도이사회는 불황이 극히 악화된 상황에서, 과거에 오직 일본만이 실시했던 양적(量的) 완화에 치중했다. 그것은 금융부문이 돈을 풀지 않아 시장이 닫힘으로써 생긴 금융부문 내의 경색을 풀기 위해 우선 금융기관에 돈을 빌려주고, 다음으로 기업부문에 돈을 빌려 주는 것이었다. 마지막으로 은행뿐만 아니라 미국경제의 민간부문 일부와 모기지시장을 위하여 자금을 공급했다. 이와 함께, 중앙은행과 연방준비제도이사회는 미국의 주요 금융기관들의 파산을 막는데 노력하기로 했다.

그러한 노력의 결과에는 오점이 많았다. 베어 스티스는 파산보호에 들어갔고, 리먼 브러더스의 파산은 아마도 우발적이었을 것이며, AIG는 구제되었다. 이러한 모든 조치에는 납세자의 돈이 사용되었다. 미국 재무부도 일익을 담당했다. 연방준비제도이사회는 재무부와 협력하여 미국 주요 금융기관들의 파산을 방지하는데 힘을 기울였다. 이제는 이들 모두가 대부분 잘 하고 있다.뱅크 오브 아메리카와 씨티그룹은 아직 적자 상태에 있지만 다른 주요 금융기관(기회가 있을 때마다 은행으로 전환하려고 정관개정 신청을 했기 때문에 이들 기관들은 은행으로 불리기도 함)들은 모두 많은 수익을 올리고 있다. 최근 골드만 삭스의 경영실적은 굉장히 우수했으며, JP모건 체이스는 수익이 매우 좋게 나타났다. 금융기관에 지원해 주었던 자금은 모두 재무부로 회수되었다(일부는 강제로 회수). 자산가격이 상승했기 때문에 재무부도 약간의 이득을 거두었다. 연방준비제도이사회는 이번에 구제해준 금융기관들이 이번에 문제를 야기했던 것과 같은 사업관행을 앞으로 또 다시 되풀이할 수 있다는 위험을 알면서도 실질적으로 “대마불사”를 인정한 것이다.

과거 미국의 신용 및 은행시스템의 붕괴가 대공황을 불러 왔다는 것이 지배적인



견해이기 때문에, 미국 연방준비제도이사회는 도덕적 해이문제를 덮어두고 금융기관이 도산하지 않도록 하는 방안을 선택했다. 그러한 견해가 옳은 것인지 또는 그런 것인지 상관없이 버냉키 연방준비제도이사회 의장은 그런 사태가 일어나지 않도록 하기로 결정한 것이다. 이제는 금융시스템에 더 이상의 자금경색 현상은 없다. 1일물 대출시장과 연방자금시장에 자금 여유가 많이 있다. 신용거래 환경이 대출을 허용하지 않는 부문에는 은행들이 대출을 해주지 않아서 민간부문에서는 아직 자금부족 현상을 겪고 있다. 하지만 사모펀드와 헤지펀드의 최종목적지인 금융업계에서 대규모 통합이 진행되고 있다. 이들 금융기관은 앞으로 또 다시 활성화되어 자본을 모으고, 모은 자본을 적극적으로 활용할 것이다. 그러나 과거 미국에서 붐과 거품을 일으켰던 차입금융과 차입 대차대조표의 팽창은 오래 전에 끝났고 앞으로 오래 동안 다시 일어나지 않을 것이다. 미국은 회복기에 들어섰다. 우리가 진행한 연구에 따르면, 정부가 금융 및 재정정책 조치를 취하지 않았다면 2009년의 실질 GDP의 감소는 2.5%가 아니라 6~7%에 이르렀을 것으로 나타났다.

우리는 미국 정부나 연방준비제도이사회가 아무런 조치를 취하지 않았다면 미국경제가 어떻게 되었을까 하는 데 주안점을 두고, 2007~2009년에 일어난 대규모 경기침체 기간에 집행된 모든 정책을 소급하여 검토했다. 그 결과는 매우 흥미롭게 나타났다. 만일 그러한 조치들(모든 통화완화 조치, 금리, 양적 완화, 2008년도의 경기부양 프로그램 및 2009년 오바마의 8,000억 달러 지원 프로그램)이 없었다면 미국경제는 2009년에 4~5%포인트 악화되었을 것인데, 이 수준은 대규모 경기침체라기보다는 소규모공황 정도가 일어났을 것이다. 만일 아무런 조치가 없었다면 2010년도 실질 GDP 전망치는 2~3% 감소되는 것으로 나타났을 것이다. 이제 우리는 미국 GDP가 2010년에 2.5% 성장할 것으로 전망하고 있다. 이것이 그리 높은 성장률은 아니지만 4~4.5% 감소하는 것보다는 좋은 일이다. 만일 미국경제가 작년엔 6~7% 감소했다면 세계경제는 어떻게 되었을지 한번 생각해 보자. 또 오늘날 주식시장은 어떻게 되었을까? 그것이 이곳 아시아의 금융기관과 기업들에게는 어떤 의미를 갖는가? 만일 미국이 아무런 조치를 취하지 않았다면 중국경제가 피해를 입었을 것이고 무역의 흐름이 지금처럼 증가하지 않았을 것이며, 금융기관들이 압박을 받고 일본은 아마도 불황에 빠졌을 것이다(일본경제는 현재 억제된 불경기를 겪고 있다). 미국이 취한 이러한 정책과 세계 각국이 취한 조치들(중국, 한국, 일본, 독일이 취한 경기부양 조치; 일본의 통화 및 양적 완화; 영국 및 캐나다의 제로금리; 세계 각국의 금융기관에 대한 지원 등)에 힘 입어 환자들은 다시 제 발로 설 수 있게 되었다. 과도한 희생이 있었을 수도 있고, 더 잘 할 수도 있었을 것이지만 이처럼 짧은 기간 안에 이 정도로 돌아 가는 것을 보면 세계가 위기를 잘 극복한 셈이다.

## 여파와 미래

미국과 세계 각국이 사용한 치료제의 부작용과 부산물이 유산의 일부로 남아 있고 또 앞으로 일어날 변화의 일부가 될 것이다. 경제위기를 탈출한 나라들의 초기상황, 즉 심장미비를 일으켰던 환자가 얼마나 빠르게 회복하느냐 하는 것이 중요하다. 물론, 적용한 정책, 즉 사용한 의약품이 어떻게 추진되고 있느냐 하는 것도 매우 중요하다.

미국경제는 비교적 적절한 정도로 회복하고 있는데, 지난 2001년과 1991년의 불황 때보다 약간 빠르게 회복하고 있지만 미국에서 심한 경기침체 후에 일반적으로 나타났던 V자형 회복은 아니다. “대규모 경기침체”라고 불러 마땅한 미국의 이번 불황은 지난 1930년대 이후 가장 심하고 기간이 긴 경기침체였다. 미국에서 심한 불황이 일어난 후 회복기 1차 년도에는 일반적으로 GDP가 6.5~7% 정도 성장했다. 그러나 우리의 예측은 2.5~3%이다. 이것은 전혀 성장하지 않는 것보다 좋고 마이너스 4% 성장하는 것보다는 훨씬 더 좋은 일이다.

그러한 성장률과 함께 높은 실업률이 유산으로 남았다. 현재 미국 내 실업률은 10%이다. 실업자에 저임금자, 취업포기자를 합하면 그 수가 1,700만 명에 이른다. 또 이같은 노동시장의 부진에 더하여 기업들은 임금을 삭감하고 있다. 미국 기업들은 이윤을 극대화하기 위하여 임금이 높은 경력자를 채용하려 하지 않는다. 이러한 위기상황에서도 미국에서는 고실업률에는 큰 도움이 되지 않는 이른바 “호전(upturn)” 현상이 나타나고 있다. 미국에서 실업문제는 커다란 경제적, 사회적 및 정치적 문제가 되고 있다. 워싱턴은 그에 대한 대책을 마련해야 하고, 또 그렇게 하려고 노력하고 있다.

더구나 미국은 엄청난 규모의 경상수지 적자를 기록하고 있다. 지난 2009년 4분기 경상수지 적자는 GDP의 11%에 달했다. GDP성장률에 대한 총 공공부채비율은 매우 높을 것으로 보이지는 않는다. 현재 오바마 정부의 정책과 예산계획을 감안할 때 그 비율은 앞으로 3~4년 후에 100%를 넘을 것으로 예상된다. 의료보험제도가 개혁되면 정부의 부담능력보다 많은 예산이 필요하게 될 것이다. 미국은 아직 경상수지 적자가 크지만 상황이 과거보다는 좋아졌다. 수출이 더욱 건설해졌고 수입이 감소했다. 지난 회계년도 국채발행규모가 막대한 1조 5,000억 달러 규모에 달하였다. 올해 국채규모는 1조 4,000억 달러에 이를 것으로 예상하고 있다. 미국의 외환보유고는 1,250억 달러이다. 미국은 부채가 매우 많아 정치적으로 어려운 상황에 놓여있다. 이상이 미국에서 지금까지 진행된 상황이다.

경제위기 기간 동안의 아시아의 상황과 실적을 보면 중국이 독일을 제치고 세계 3위의 경제대국이 되었다는 것이 주목할 일이다. 우리의 자료에 따르면 중국은 2010년에 세계 2위의 경제대국으로 올라설 것으로 보인다. 중국의 GDP는 12년 전에 비해 6배 성장했다. 일본의 GDP는 12년 전보다 감소했다. 그래도 일본은 경제규모 격차가 컸기 때문에 세계 2위의 자리를 유지해왔다. 미국은 GDP 규모가 일본이나 중국, 독일보다 훨씬 크지만 실제로는 별 소용이 없다. 역동성이 어디로 갔는가? 성장은 어디로 갔는가? 탄력성은 어디에 있는가? 그것들은 모두 중국에 있다. 중국은 이른바 성장의 침체(growth recession)현상을 겪고 있지만 중국의 GDP는 적어도 연간 6.1%이상 성장했다. 중국은 대규모 경기 부양자금을 투입하면서 금융통화정책을 크게 완화하고 대출과 투자를 유도했다. 중국경제는 10~11% 성장할 것으로 생각된다. 이러한 성장률은 너무 높은 것으로 생각되기 때문에 중국은 이를 관리하기 시작했다. 따라서 이와 같은 중국의 GDP 성장수치를 그대로 믿지는 않더라도 그것은 성장침체보다 나쁘지는 않은 것으로 보인다. 인도의 GDP는 중국보다 약간 낮은 8~9% 성장할 것으로 예상된다. 한국의 경우는 GDP가 올해와 내년에 6% 정도 성장할 것으로 추정되고 있다.

자주 접하는 데이터를 보면 “환(還)아시아”를 중심으로 한 무역거래량이 상당히 회복되고 있는 것으로 나타나고 있다. 이것은 미국 소비시장에서 아시아 상품이 감소한 것과는 반대 현상이다. 다시 말하지만 아시아역내 무역거래는 매우 견실하게 짜여 있다. 지역 내 국가 간의 상호수출 성향과 수입 성향, 그리고 상호 간의 시장개방형 기업활동을 볼 때 이같은 무역거래는 급격히 증가할 것으로 보인다. 이러한 역내무역이 아시아 경제로 하여금 과거에 내가 지칭했던, 이른바 “웨도”에 진입하게 했으며, 역내 교역량이 이처럼 많고 상호협력이 긴밀하게 이루어져서 도약하고 있다. 이들 국가간 협력은 과거 이들과 미국과의 협력보다 비교적 더 긴밀하게 이루어지고 있다. 미국과의 분리현상이 진행되고 있다. 아시아 지역 기업인들은 사업과 금융활동이 어느 지역이 역동적으로 움직일 것인지 알고 있다. 그들은 매일 그와 같은 여건 속에서 생활하고 숨쉬고 있다. 기업인들은 돈을 벌 수 있는 곳과 상품을 판매할 수 있는 지역, 제품을 더 적은 비용으로 생산할 수 있는 지역으로 가게 되어 있다. 따라서 2010~2011년을 전망해 볼 때 일본을 제외한 대부분의 아시아 지역이 V자형 회복을 할 것으로 예상된다. 아시아의 기업들은 활력이 강하고 미국이나 영국, 유럽을 비롯한 G-7 국가들과는 매우 다른 실적을 올리고 있다.

위기를 탈출한 중국의 초기상황은 어떤가? 중국은 외환보유고가 2조 4,000억 달러나 된다. 이에 비해 미국의 외환보유고는 1,250억 달러이다. 만일 달러 가치가 1~2주일 이상 폭락할 경우 미국의 외환보유고는 여기에 개입하기에 충분하지 않다. 중국이 보유하고 있는 외환은 환율을 소수점 이하 세 자리까지 18개월 동안 고정시킬 수 있는 충분한 규모이다. 중국은 경기부양을 위한 자금을 투입하고도 GDP에 대한 경상수지 적자비율이 3~4% 정도밖에 되지 않고 GDP에 대한 부채비율은 안정적이다. 중국의 소비지출 규모는 경제의 약 40%를 차지하고 있다. 이것이 50~60%까지 올라가려면 아직 여유가 많이 남아있다. 중국은 이제 더 이상 과거처럼 미국에 상품을 판매하기 어려울 것이라는 점을 알기 때문에, 국내 소비자들이 더 많이 소비하도록 유도하는 내수중심의 체제로 나갈 것으로 생각된다. 그렇게 되면 현재 매우 낮은 수준에 있는 1인당 국민소득이 올라가서 중국 소비자들의 부와 생활수준이 높아질 것이다.

중국은 이제 단순한 신흥개발국이 아니다. 비록 중국은 서방기준으로 볼 때 어느 정도 법이 없고 일부 기능이 중앙집중적으로 되어 있는 약간 전체주의 사회로 보이지만, 세계 2위의 국가가 되려는 나라를 신흥개발국이라고 말하기는 어렵다. 책임 있는 세계시민으로 떠오르고 있는 중국은 G-20 국가이다. 지금까지 G-2이었다가 이제는 G-3 국가가 되었다. 그러나 G-20 국가라고 하는 것이 더 타당하겠다. 한국의 경제규모는 세계에서 15위이고 매우 빠른 속도로 성장할 것이다. 한국은 변화하고 있다.

향후 5~10년은 미국이나 일본의 시대가 아닌 아시아의 시대가 될 것이다. 경기회복의 초기상황은 아시아 국가들이 훨씬 좋다. 이들 국가들은 다른 나라들보다 더 빠르게 회복했다. 우리는 세계금융위기 도래 이전에 내가 갖고 있던 시각을 갖고 있으나, 세계경제의 판도는 바로 우리 발 밑에서 변모하고 있다. 이제 중국과 아시아의 시대가 열린 것이다. 일본은 이 대열에서 빠진 것으로 보인다. 일본은 심각한 디플레이션에 시달리고 있으며 지금의 디플레이션 상황을 극복할 방안을 내놓기가 쉽지 않다. 희망적으로 본다면, 일본이 아시아 경제의 상승세에 편승할 수도 있을 것이다. 따라서 올해 GDP 성장전망은 다음과 같다. 중국 10.5%, 한국 6%, 인도 8~9%, 호주 매우 건실한 성장, 싱가포르 7~8% 선이다. 이것은 아시아 국가들이 과거의 역동적인 지역으로 복귀하고 있다는 것을 의미한다. 1990년대에 우리는 이를 경험했는데, 이후 아시아 국가들에게 금융위기가 닥쳤다. 그런데 1990년대 위기를 극복하는 과정에서 많은 국가들이 고정환율제를 택했고 이를 통해 이룩한 번영은 실패로 돌아갔다. 실제로 이것은 중국에게 문제가 되고 있다. 중국은



환율을 고정시킴으로써 수출호조로 막대한 자금이 국내에 유입되고, 자산가격이 급등하게 되었다. 문제는, 중국이 고정환율제를 해제하면 이를 효율적으로 조절할 능력이 부족하여 붐-버스트(팽창과 붕괴)를 겪게 될 위험이 있다는 점이며, 그 여파가 아시아 전역으로 퍼져서 위기의 시대가 올 수도 있다는 것이다. 모든 일이 다 잘되라는 법은 없다. 많은 위험요인이 있지만, 솔직히 말해서 아시아 국가들의 상황은 미국보다 훨씬 좋은 편이다.

세계경제가 호전되고 있는 가운데 주식의 투자비중이 높아지고 있다. 전세계 주식으로 구성된 포트폴리오 내에서 미국 이외 지역, 특히 아시아와 다른 신흥시장의 투자비중이 확대될 것이다. 올해에는 각국의 금리가 인상될 것으로 생각된다. 또 많은 나라 중앙은행들이 인위적인 지원을 중단하기 시작할 것이다. 올해 한국의 금리가 인상될 것으로 예상된다. 아마도 한국은 정부의 예상보다도 높은 고성장을 이룩할 것으로 전망된다. 한국의 인플레이션이 고개를 들고 있으며, 매년 4% 상승하고 있는데 이것은 약간 높은 수치이다. 최근 한국 원화는 강세를 보이고 있으며, 이 지역 경제에 대한 전망에 비추어볼 때 한국 원화의 강세는 유지될 것이다. 전세계 금융투자자들의 입장에서 보면 일본을 제외한 아시아 국가들의 경제적 성과 및 성장세가 두드러지고 있다. 이들 국가에서 금리가 인상될 가능성이 있다. 중국은 이미 통화정책을 강화하기 시작했다. 호주는 최근 얼마 동안 이미 그러한 조치를 취했다. 인도도 그렇게 할 가능성이 있다. 이같은 행보로, 당분간은 금리인상이 없을 것으로 예상되는 미국 달러화 대비 아시아 국가들의 통화가 강세를 띠게 될 것이다. 유로존은 당분간 기준금리 1%를 유지할 것으로 보인다. 디플레이션을 겪고 있는 일본은 제로금리 정책을 마치 영원히 지속할 것처럼 보인다. 경제 성장과 다른 국가들과의 상대적인 금리차이로 인해 아시아 국가들의 통화가치가 상승하는 추세를 보일 것이다. 각국 정부는 무역경쟁력의 이유로 자국 통화의 초강세를 우려하기 때문에 아시아 통화 매도여부를 신중하게 결정해야 할 것이다. 정부가 개입해 통화를 내다 판다고 하더라도 전체적인 흐름을 막을 수는 없을 것으로 생각된다. 아시아의 해외여행자와 구매자, 기업인들은 통화할증을 감안한 아시아 국가들의 실질구매력이 매우 강력해질 것이라는 것을 실감하게 될 것이다.

요약하자면, 몇 년 동안의 암울했던 시기를 지낸 참석자 여러분에게 경기 호전 전망을 내놓을 수 있게 된 것은 매우 고무적인 일이다. 이것이 바로 미국 속의 세계경제의 속성이다. 세계적으로 지역적인 차이에 따라 위험성이 존재하지만 경기회복과 시장확대가 일어나고 있다. 그에 따라 수익성이 증가하고 주가가 상승할 것이다. 우리 모두는 주가가 하락할 때보다 주식시장이 강세일 때 안정감을 느끼게

된다. 금리가 상승하겠지만 인플레이션에 대응할 수 있는 한 저금리를 유지하게 될 것이다. 일부 국가에서는 머지않아 인플레이션이 예전 수준으로 상승해 조절하기 어려운 상태가 될 조짐이 나타나고 있다. 일부 중앙은행들은 이보다 앞질러 금리를 대폭 인상해 우리를 놀라게 할지도 모른다. 그럼에도 불구하고 경기회복의 초기단계에는 성장속도를 늦춰서는 안될 것이다.

경제상황이 제일 좋은 지역에 오게 된 것을 기쁘게 생각한다. 나는 공정한 예측을 하는 사람이다. 나는 미국을 위해서 그다지 많은 일을 할 수 없었다. 나는 여러 공화당과 민주당 의원들에게 정책관련 조언을 해왔다. 그들 중 20~25% 정도만 내 조언을 받아들이고 70~75%는 받아들이지 않았다. 나는 일본 정부당국에 일본이 가야 할 방향에 대한 의견을 전달했다. 이번에 나의 조언은 엔화가치의 절하였다. 디플레이션 상황이라면 통화가치를 절하해야 한다. 일본은 이 논리에 대해 매우 혼란스러워 하는 것 같아서 이들이 내 조언을 따를 가능성은 없어 보인다. 지금까지 정책과 관련한 내 조언 중 75%는 받아들여지지 않았다. 시장 및 경제와 관련해서 나는 보다 좋은 타율을 갖고 있다. 나는 앞으로 세계경제를 주도하고 부를 창출하게 될, 미래가 밝은 이 나라에서 여러분 앞에 서게 된 것을 매우 기쁘게 생각한다. 투자가로서 내가 어디에 사는가가 중요한 것은 아니며, 내가 정책수립에 큰 도움이 되지 않는다는 것을 알고 있다. 나는 신이 아니기 때문이다. 설사 신이라 할지라도 시험관에서 거둔 성과는 올바른 성과가 아닐지도 모른다. 모든 경제학자들은 연구실에서 모든 문제를 풀 수 있을 것이라 생각한다. 투자가로서 나는 대체로 돌아가는 상황에 대한 최신정보만 얻을 수 있다면 어느 곳에서나 돈을 벌 수 있다. 투자하고, 투자처를 바꾸고, 부동산을 처분하고, 주식을 매입하고, 약간의 자금을 헤지펀드에 묻어 놓을 수 있다. 이처럼 좋은 기분을 가지고 발표를 마무리하고자 한다.

---

## 질 의 · 응 답

---

**질문** 중국경제의 장기적 전망에 대해 질문하겠다. 일각에서는 중국의 GDP가 향후 15~20년 안에 미국을 추월할 것이라고 전망하고 있지만, 다른 경제학자들은 현 정권 하에서는 중국의 경제발전이 억제되어 결국에는 성장이 둔화될 것으로 보고 있다. 이에 대한 의견을 말해 주기 바란다.

---

**답변** 우선, 중국의 GDP는 15~20년보다 더 이른 시기에 미국의 GDP에 근접하거나 추월할 것으로 생각된다. GDP 성장률에 상승과 하강 국면이 나타날 것이다. 하지만 미국의 향후 성장률은 좋아야 연간 3% 대에 머물 것으로 전망된다. 지리적 경제권역별로 비교하면, 아시아가 유럽과 미국을 능가하게 될 것이다. 국민 생활수준이 아닌 국가 전체의 관점에서 볼 때 아시아 국가들은 상대적으로 부유하다고 볼 수 있다. 아시아 국가들은 각기 상이한 수준의 채무를 지고 있다. 아시아 국가들의 이러한 상황은 오래 지속될 수 있다. 그러나 악순환의 가능성도 있다. 중국의 위안화는 지속 가능할 수 없을 만큼 저평가되어 있다. 과거 경험을 통하여 알 수 있듯이, 고정환율 기간이 길면 길수록 경기가 과열되고 발전의 불균형이 심화되게 마련이다. 국가가 고정환율을 벗어나기 위해 힘을 쏟는 것과는 상관없이(인플레이션의 유발을 막기 위해서는 고정환율을 벗어나야 하는 것이 일반적이다) 중앙은행은 금리를 인상해야 하며 이로 인해 경제에 여러 가지 문제가 발생하게 된다. 그렇게 되면 통화가치의 상승이 뒤따라 부작용이 심화된다. 따라서, 중국이 통화를 조정해 적정선에 도달하게 하는데 시일이 지연될수록 중국의 붐-버스트 시나리오는 위험에 빠지게 된다. 향후 수년 내에 중국에서 이같은 현상이 발생할 가능성이 없지 않다. 중국 위안화의 환율은 너무 오래 동안 고정되어 왔다.

**질문** 경제발전에 따라 중국의 정치제도는 어떻게 변화할 것으로 보는가? 중국은 일당통치체제를 유지할 것으로 보는가? 아니면 보다 서구식 민주주의를 채택할 것인가?

**답변** 중국은 앞으로 정치적인 분쟁이 없는 한 서구식 자본주의화가 가속화되어 전세계에 그 영향력을 크게 미치는, 책임 있는 국제사회의 일원이 될 것으로 보고 있다. 중국이 일당통치체제 또는 전체주의 정권이라는 견해에는 의견을 같이하지 않는다. 중국경제는 너무 거대해서 분권화하지 않을 수 없기 때문이다. 단, 주요정책 및 향후 중국에 중요한 영향을 미칠 사안에 대해서는 중국 정부가 개입해 좌지우지하고 있다. 중국 정부는 구글이 해서는 안될 일을 구글에게 통보했으며 구글은 중국 사업을 철수할 계획이다. 중국은 고정환율제를 고수하고 있으며 어느 누구도 중국 정부의 마음을 돌릴 수는 없을 것이다. 중국은 전체주의 정부라고 할 수도 없고, 지배주의 정부라고 하기도 어렵다. 중국 정부는 적극적인 인도자(guider)이다. 중국은 독특한 체제이다. 중국 사회는 물질적인 생활이 지배할 것이고 그것은 아마도 서구에 더욱 가까운 형태가 될 것으로 생각된다.

인도도 마찬가지이다. 나는 최근 콜로라도주 애스펜에서 개최된 한 회의에

참석하여 각계각층의 인사들을 만났다. 회의에는 인도 기업인들도 참석했다. 이 회의에서 나는 미국의 물질주의와 미국이 전세계 경제를 뒷걸음치게 만든 사실, 그리고 월가가 세계에 끼친 엄청난 손실에 관하여 강연했다. 나는 스스로 자본주의자라는 것을 인정한다. 그리고 정신적인 면에서 미국과 인도는 다르다고 생각한다. 나는 “이 회의가 끝날 때쯤이면 당신들도 우리와 같은 생각을 갖게 될 것이다. 그 이유는 삶의 좋은 것들을 당신들도 좋아하기 때문이다”라고 말했다. 나중에 인도의 한 사모펀드사 사장이 그와 그의 친구들 중 상당수가 하버드 경영대학원의 최고경영자 과정을 수료했다고 말했다. 그는 수업시간에 블랙베리를 이용해 주식을 사고 파는 실습을 했다고 했다. 그럼 무엇이 새로운 것인가? 미국 사람들은 중국이 미국과 비슷하다고 생각하고 있다. 한편으로는 중국을 부러워하지만 또 한편으로는 경쟁상대로서 두려워하고 있다. 결국 중국은 세계화하고 국민들의 소득을 올려주기 위하여 더욱 서구화할 것이고 책임 있는 나라가 되리라는 것이 나의 생각이다. 세계의 많은 나라에서처럼 중국 국민들의 생활수준은 향상될 것이다.

**질문** 아시아 국가들에는 장미빛 전망을, G-7 국가에는 그리 밝지 않은 전망을 내놓았는데, 그렇다면 앞서 밝힌 불균형 요소들과, 선진국과 개발도상국 간의 불균형 문제를 해소하기 위한 G-20의 역할은 무엇이라고 생각하는가?

**답변** 중국의 고정환율제 고수로 인해 불균형 상황이 두드러지게 나타나고 있다. G-20은 중국이 고정환율제에서 벗어날 수 있는 메커니즘을 마련하도록 촉구해야 할 것이다. 분명히, 위안화의 20% 평가절상은 도에 지나치다. 그런 수준의 절상은 엄청난 충격을 가져 올 것이다. 위안화 절상조치를 점진적으로 취하도록 유도하는 것이 최선의 방법이 될 것이다. 그렇게 되면 현저하게 나타나고 있는 무역불균형이 점진적으로 해소될 것이다. 물론, 아시아 국가간에 교역 및 통화 관련 불균형이 나타나서, 여러 나라들이 자국 통화가 중국 위안화 대비 크게 절상되는 것을 막기 위해 통화를 매도하고 있다. 이 부분이 두드러진 문제점이라고 할 수 있다.

전세계 차원에서 볼 때, 중국과 일본이 소비심리를 고취하는 조치를 취할 것을 촉구할 필요가 있다. 사실, 미국의 소비약세가 장기적으로는 건강한 것이라고 본다. 미국 소비자들이 그동안 너무 많은 지출을 했고, 장기간 너무 많은 채무를 졌기 때문이다. 불균형과 관련하여, 현재 미국이 떠안고 있는 막대한 규모의 재정적자와 GDP 대비 부채비율에 대해 혼수는 아니라도 주지시킬 필요는 있다. 왜냐하면 이

문제를 해결하는 데는 소비지출 및 과세 이외에도 다른 방법이 있기 때문이다. 국제사회나 개별국가들은 아직 금융위기와 그 여파를 해결하기 위한 규제 및 감독의 기본 틀(즉, 내가 말하는 금융시스템의 ‘동물적 충동’이라 일컫는 게임의 법칙)을 마련하지 못하고 있다.

만약 적절하고 정교한 게임의 법칙이 마련되지 않으면 이 동물적 충동은 미처 날뛰게 될 것이다. 나는 그러한 충동을 비판하지 않는다. 금융시스템을 움직이는 사람들은 똑똑하고 고액 연봉을 받으며 돈 버는 법을 아는 이들이다. 또한 그들은 대부분의 경우 법을 어기지 않으면서 어떻게 피해갈 수 있는지 알고 있으며, 외줄타기를 하면서 확실하게 돈을 벌어들이기 위해 정부의 규제방안을 전략적으로 활용하고 있다. 우리는 이러한 특성을 갖고 있는 금융분야의 게임법칙을 알고, 법률과 규정을 잘 정비해 이를 활용해야 한다. 하지만 아직 그렇게 하지 못하고 있다. 나는 미국 정부가 금융권을 너무 과도하게 규제하여 경제를 활성화시키는데 필요한 자본의 공급을 저해할 것을 우려하고 있다. 아시아에서는 자본흐름이 자유로울 것이라는 점에는 의심의 여지가 없다. G-20 국가들이 금융권의 ‘충동’이 사회의 이익을 위하여 이용될 수 있게 하는 규칙과 규정을 마련하여 미국에서 일어난 것과 같은 사태가 발생하지 않도록 이 문제를 타결해야 한다. 할 말이 더 있지만 시간이 제한되어 있어서 이상으로 답변을 마치겠다.

**질문** 일본경제와 관련하여 질문하겠다. 앞에서 언급한 것처럼 일본은 경제 회복이 더딘데도 불구하고 올해 엔화가치가 상승하고 있다. 엔화가치가 꾸준히 상승하는 이유가 무엇이라고 생각하는가?

**답변** 흥미로운 질문이다. 제로금리의 일본 경제상황을 감안할 때 어떻게 엔화가 강세를 띠고 있을까? 일본이 단일준비통화로서 지위를 누렸던 미국 달러화 보유고를 줄이고 보유외환을 다양화한 것에서 한 가지 이유를 찾을 수 있다. 앞에서 지적했듯이, 미국의 현 상황을 감안할 때 미국 달러화와 달러화 표시 자산을 보유하려고 하는 나라는 없을 것이다. 그것은 매우 위험하기 때문이다. 미국경제의 미래는 불안하다. 물론, 전세계를 대상으로 투자하고 있는 투자자들과 외환보유고를 조절하고 있는 각국의 중앙은행들은 달러화 보유 비중을 줄이고 외환을 다양화해 달러화의 약세를 부채질해왔다. 아직까지 글로벌 기축통화로서 미국 달러화를 대신할 만한 단일통화가 없기 때문에 보유외환의 다양화는 유로화, 엔화, 달러, 금으로 이루어지고 있다. 그렇다고 해서 금 가격 강세의 이유가 각국 보유외환의



다양화 때문만은 아니다. 금 가격 강세의 또 다른 이유는 금이 잉여외환을 투자하려는 국가들의 투자대상 통화와 사실상 동일하게 간주되고 있어서 그 수요가 지속되고 있기 때문이다. 일본 엔화 또한 이러한 수요의 혜택을 입고 있다.

엔화강세의 또 다른 이유는 일본 정부의 정책방향이다. 일본 정부가 엔화약세를 바라는 징후는 없다. 이것은 알 수 없는 일이다. 일본은 수출대국이다. 기업들은 일본 재무성에 불만을 제기하며 압박을 가해야 할 것이다. 일본 정부가 엔화를 평가절하하지 않는 이유는 이러하다. 일본 재무성은 엔화 약세를 원하고 있는 것으로 판단되나, 신임 총리는 취임한지가 얼마 되지 않아서 입장을 잘 모르겠고 신임 재무장관은 경제·재무분야 출신이 아니다. 재무성의 이른바 “관료들”은 엔화의 약세를 바라고 있다. 경제논리상 그것이 정답이기 때문이다. 그러면 그들은 어떻게 하면 될까? 총리에게 엔화 평가절하의 필요성을 보고하고, 총리는 중앙은행에 엔화를 매도하고 외환을 매입하도록 지시하면 된다. 그러나 이러한 움직임에 동참하려는 국가는 없을 것이다. 미국은 달러강세를 원하지 않는다. 미국이 내부적으로 풀어야 할 문제들을 안고 있기 때문이다. 유로존 또한 유럽 내 인플레이션이 이미 매우 낮은 상태로 접어들었기 때문에 유로화 강세를 원하지 않는다. 따라서 일본의 외환시장에 개입하려는 국가는 없을 것이다. 외환시장 개입은 통화를 약세로 전환시키는 방법 중의 하나이다. 일본의 외환보유액은 1조 달러에 이르지만 이를 효율적으로 활용하지 못할 것이다. 그들은 그렇게 하려 하지 않을 것이다. 그러면 남은 방법은 무엇인가? 일본은행(중앙은행)은 통화관리에 있어서 주도적 역할을 하지 못하고 있다. 일본은행은 그동안 정부 주도의 통화관리에 보조역할을 담당해 왔을 뿐이어서 통화정책을 수립하거나 엔화 평가절하 문제를 거론하지 않아 왔다.

사실, 로버트 루빈의 재무장관 시절 이후 각국 중앙은행들은 통례적으로 통화문제에 개입하지 않았고, 재무부는 중앙은행의 업무영역에 관여하지 않고 있다. 그러나 일본은행은 물가안정을 이룩하지 못하고 있음에도 불구하고 물가안정의 목표를 세워놓고 있다. 일본의 인플레이 비율은 매년 -1%이었다. 일본은행이 “우리의 물가안정 목표를 달성하기 위해 엔화는 약세로 돌아서야 한다”고 밝히는 것이 적절한 처사일 것이다. 그러나 그렇게 하면 일본은행은 다른 기능을 지향하는 것이 된다. 지금까지 일본은행은 그런 행보를 보인 일이 없다. 아시는 바와 같이, 이것은 어느 나라에서나 일어나기 어려운 일이다. 또 다른 조언으로 금리인하를 들 수 있으나 더 이상 금리를 내릴 수 없는 상황이다. 엔화는 시간을 두고 자연스럽게 하락할 것이다. 다른 국가에서 금리가 인상되면 엔화가 하락하겠지만 그 속도는

매우 느릴 것이다. 남아 있는 방법은 은행의 대차대조표(자산-부채)를 확대하고 이를 공표하는 것이다. 일본은행이 지난 12월 대차대조표(자산-부채) 확대를 발표했을 때, 시장이 이에 반응했고 엔화가 약간 조정되었다. 따라서 시장은 일본이 통화문제에 관심을 기울여서 엔화가 하락하면 그 혜택을 보기 위해 때를 기다리고 있다.

지금까지 설명한 이유 외에도 일본은 자국통화를 포함한 거의 모든 것에 대한 홈 바이어스(자국 편향성)가 큰 국가라는 점도 일부 이유라고 할 수 있을 것이다.

**질문** 두 가지 질문을 더 하겠다. 첫 번째는, 각국의 출구전략은 언제 시행될 것이며, 국제적 공조로 경기부양책이 마련된 것처럼 여기에도 공조가 필요한 것인가? 한국은 언제 출구전략을 시작해야 할 것인가? 두 번째 질문은, 금융구조의 재설계의 측면에서 볼 때 토빈세(Tobin's tax)와 관련한 견해는 무엇인가?

**답변** 출구정책과 전략결정에 관한 첫 번째 질문에 대하여, 이 부분은 정책입안자들에게 어려운 영역이다. 많은 나라들이 제로금리에서 벗어나고 어떤 형태로든지 양적 완화를 시행해야 하는 문제를 해결해야 한다. 미국의 경우, 연방준비제도이사회는 양적 완화가 필요 없는 부문에 대해서는 시행을 철회하고 있다. 예를 들어, 살아 남은 금융기관은 상황이 나쁘지 않은 편이다. 이들 중 시티그룹과뱅크 오브 아메리카는 초라한 실적을 발표했지만 1년 후에는 이익을 낼 것으로 예상된다. 이들 은행은 조성된 펀드의 일부를 민간부문에 서서히 풀고 있다. 단 일반 소비자 및 소기업의 자산유동화증권에는 즉각적인 펀드를 투입하지 않을 예정이다.

미국의 어려운 문제는 이제 본질적으로 정부관리체제 아래 놓인 주택시장에 공급된 담보대출의 처리를 어떻게 하느냐에 있다. 연방준비제도이사회는 모기지유동화증권(MBS)의 인수를 마무리하고 있는 상황이지만, 주택시장에 담보대출 공급의 필요성이 있기 때문에 여전히 논란의 대상이 되고 있다. 그렇게 되면 금리가 상승하게 될 것이다. 우선적으로, 금리는 시중은행의 지급준비금 수준에 맞춰 조정될 것이고 이어서 연방자금의 금리가 인상될 것이다. 올 연말에는 연방자금의 금리가 0.75% 수준에 도달할 것으로 예상된다. 먼저 양적 완화 정책이 마무리될 것이며 금리는 여전히 통상적으로 요구되는 수준보다 훨씬 낮은 수준을 유지할 것이다.

미국의 경제정책은 내가 예측한 방향으로 나가겠지만 매우 다루기 힘든 영역이다.

그러나 버냉키 의장과 연방준비제도이사회는 지금까지 매우 훌륭하게 대응해 왔기 때문에 양적 완화 정책을 현명하게 마무리할 수 있는 방안을 모색해 낼 것이라는 확신을 주고 있다. 그러나 여기에는 문제가 있다. 은행권이 과잉보유하고 있는 지급준비금을 신용시장에 투입할 경우 인플레이션을 유발할 것이기 때문에 이를 흡수해야 하는 것이다. 따라서 국채 및 모기지유동화증권을 과도하게 매도해 이자율 상승을 유발시켜 미국경제의 회복팽창 국면에 찬물을 끼얹는 일이 없도록, 지급준비금을 어떻게 효과적으로 흡수하느냐가 관건이다. 이번에는 예금형식의 방안을 내놓아 은행들에게 이자를 지급하고 은행들이 이 상품을 매입하여 연방준비제도이사회가 지급준비금을 흡수하는 방식이 될 것이다. 이는 영리한 대안이다.

미국의 재정부문 출구정책은 오바마 행정부의 정치적 사안 및 사회적 목표와 맞물려 시행이 매우 까다로운 부분이 있다. 건강보험 미수혜자들에게 보험혜택을 부여하는 문제를 예로 들면, 사회적인 측면에서 볼 때 이는 매우 가치 있는 목표이다. 대부분의 국가들은 국민들에게 보험혜택을 주고 있다. 그러나 미국은 건강보험 미수혜자 수가 3천~4천만 명에 달한다. 이는 용인할 수 없는 사회적 문제다. 그러나 이 건강보험 프로그램 시행에는 막대한 비용이 소요될 것으로 보이며 인플레이션을 유발할 것이다. 이럴 경우 재정적자와 부채문제로부터 벗어나는 것은 사실상 거의 불가능하다고 하겠다.

한국뿐 아니라 다른 나라들도 일반적으로 사태의 흐름에서 벗어나거나 “사태에 앞서가는 것”에 항상 뒤져 왔다. 착오를 겪더라도 조기사행한 후 바로잡는 것이 뒤늦은 조치로 시대에 뒤쳐지는 것보다 현명한 일이다. 경기순환의 속도는 정책입안자들을 압도해 왔다. 본질적으로 뒤늦을 수밖에 없는 것이다. 사태를 인식하는데 뒤쳐지고 정책을 시행하는데 뒤쳐지는 것은 물론, 시스템의 여러 가지가 뒤쳐지기 때문이다. 충분히 빠른 조치라는 것은 절대 있을 수 없다. 이러한 관점에서, 만일 내가 연방준비제도이사회 멤버라면 지금 당장 금리를 인상할 것이다. 이 해법을 한국에 적용하여 기다리기보다는 금리를 조기에 인상할 것을 권하고 싶다. 아시아 국가들의 지표들을 살펴볼 때, 나라면 지금 소폭의 금리인상을 시작할 것이다. 큰 폭의 인상보다는 조기인상이 중요하기 때문이다. 단기적으로는 금리를 큰 폭으로 인상하지 않을 경우 별로 효과가 없으며 큰 폭으로 인상하면 충격이 일어난다. 이런 점에서, 정책입안자들이 선제조치를 취할 것이라고는 생각지 않는다.



---

토빈세와 관련해서는, 만약 한 두 나라에서만 이를 도입한다면 우려가 되는 것이 사실이다. 대부분의 사람들이 토빈세를 지역구분 없이 어디에서나 채택해야 한다고 주장하고 있지만, 나는 전세계적으로 받아들여질 것이라고는 생각하지 않는다. 이 제도가 일부 국가에서 시행될 수 있을 것이라는 생각은 든다. 미국 의회는 토빈세 도입을 검토 중에 있다. 그러나 금융계의 로비를 물리치고 채택될 것으로는 보이지 않아, 그 실현 가능성은 회의적이다. 토빈세는 매우 진보적인 경제시각에서 나온 것으로, 정치적인 관점에서 볼 때 미국에서 시행되기는 어려울 것으로 판단되지만 나는 미국 의회의 막후에서 이를 주장하고 있다.

---

---

## 세계경제연구원 후원회 가입안내

---

· 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원

---

· 법인회원에 대한 서비스  
연구원 주최 행사에 우선 초청  
연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능  
연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공  
법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최

---

· 개인회원에 대한 서비스  
연구원 주최 행사에 초청  
행사 참가비 할인  
연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공

---

· 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능

---

· 회원 가입 문의  
551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)  
E-mail : igenet@igenet.com  
<http://www.igenet.com>

---



서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호  
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339  
E-mail : [igenet@igenet.com](mailto:igenet@igenet.com)  
<http://www.igenet.com>