



Occasional Paper Series

09-03

# U.S. and Global Economic and Financial Crisis: Prospects, Policies, and Perspectives

## 위기 속의 미국 및 세계 경제와 금융: 전망과 정책대응

---

Allen Sinai

*June 2009*

**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 칭송받고 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.

---

# U.S. and Global Economic and Financial Crisis: Prospects, Policies, and Perspectives\*

*Allen Sinai*

Thank you very much, it is very nice to see you all here again at the beginning of a new year, 2009. I have been coming for years and it has always been a pleasure to speak to many decision makers here in bad times and in good. But we get through the bad times and we will get through this downturn which will be the worst global economic downturn since the 1930s.

In the 1930s we did not have 47 countries which is now the span of our analysis that accounts for over 90% of global output. Fewer countries, but a worldwide recession/depression in the 1930s with a number of characteristics which are disturbing because so many of them exist now in the world economy-including what in the run-up to the 1930s, particularly in the United States, was called the “gilded-age”. The 1990s, part of it for the U.S. even during the Asian crisis and the first five years of this decade were a kind of “gilded-age” in the United States. By “gilded-age” I mean a period of time when huge excesses and imbalances were established and came into place. The similarities between the current situation and the 1930s has bothered me a lot as an analyst, forecaster and historian, because history tends to repeat itself especially for those who do not remember it.

Currently, we are looking at the U.S. and global economy, 47 countries including the U.S. that are in at least a long and deep recession, I might call it long and severe. Severe in the U.S. technically case meaning from peak-

to-trough, the biggest decline since World War II. I think we are in a long and severe downturn in the U.S.

The global economy, long and deep, but at the current time as we track the data and do our forecast, watching plummeting data in Japan, Japanese real GDP, that in 2009, could be down 3-5%, an unusual decline is occurring in South Korea, real GDP that could be down 2-3%. and recession in China 5% or 6% growth compared to 11% before. This would still be positive but it is that change in the growth rate that creates all the difficulties. 11% per year, booming year after year, everybody geared to that boom, when that 11% shifts down to 5 or 6% for whatever reason, the ripples that flow out, the dynamics of the shift from a higher growth rate to a lower growth rate hurt Asia, in particular, and the world, in general. China is now the third largest country in terms of its economy behind Japan and the U.S. Whatever happens, I think China will be the second largest economy in five or six years and will keep on chasing the United States. The seismic shift of the growing relative importance of Asia and the growing relative decline of U.S., North America and Europe as a portion of GDP will not change because of deep cyclical downturn. That, indeed, for this part of the world is a ray of sunshine. When the dust settles, in the longer run, Asia will be dominant and China will be dominant in Asia. That tendency will continue in spite of all the turmoil we have. And, if anything, it will probably be intensified by what we are going through now.

But for the here and now, the length of the recession already in the U.S. and in much of the world beginning last spring and early last summer for many countries, sooner than that for the U.S. The depth and intensity of the downward sweep of economic activity, the collapse in trade flows, export and import flows in Asia and around the world and all of the problems that creates for financial institutions, consumers and businesses in dealing with it is frightening.

You know I have been doing this for a long time. I am like a doctor. I have seen over thirty-five years of professional work with a lot of sick patients. That is, countries with cyclical illness, sometimes a cold. The U.S. has

---

had colds and the rest of the world gets colds. Asia had the flu, a rather severe episode in the late 1990s. The U.S. did not catch that. And, now in the U.S. is very, very sick and as I look at the symptoms, some of what I see is familiar and some of it is not, some of what isn't familiar looks like what I read about in the textbooks in the 1920s and 1930s. I am a doctor who sees a patient with similar symptoms but an illness that isn't easy to define. I carry my medicine bag with me. I have been in and out of Washington I think five times in the last two months, advising Republicans and Democrats and those from the Obama Administration and the Federal Reserve. But much of what I see is unfamiliar and not in textbooks. I am uncomfortable with what I don't know. Too much of what I see, I cannot fully explain. I have not seen it in the complexity that it presents itself. It's almost as if a new virus is running around and we don't know quite how to figure it out. We have not been able to genetically make it that makes it very difficult to know what medicine or policies to use. Then, of course, there are huge uncertainties around those medicines or policies that we do use and what might happen, if we use them.

Most of the time it is garden-variety recessions in one country or another. But here we have a complex global phenomenon, with the global economy as we measure it likely to be down in real GDP terms 1.5% to 1% in 2009. Led by the most severe downturn in the United States since the 1930s, a very big downturn in the Eurozone, similarly so for the UK. What is very scary in the Japanese situation and the third largest economy in the world, China, in some sort of a recession, at 6% or 7% growth, all happening together. All this complicated by a world financial system, particularly the U.S. financial system, that in the sense of credit and intermediation has collapsed.

So, it is fair to say that the global U.S. economy and the global economy are in an economic crisis and we also unfortunately have at the same time a financial crisis. The two are interdependent, the financial crisis and financial factor in my research is always part of the upper turning point of a business cycles. The upper turning point of a business cycle reflects the excesses of the expansion which culminates in the boom along with the

---

financial factor. In this case very complicated instance in bringing down the economy, the financial factor intensified the downturn and then the downturn intensified the financial problems. This represents a toxic mix which ultimately reaches a bottom, typically with help from central banks, sometimes with help from fiscal policy, sometimes mistimed. And, the downturn really is essentially fixed and healed by the private sector itself. As the private sector makes adjustments, it takes down the imbalances and excesses that are part of the cyclical process and the regeneration that leads to an upturn.

We are nowhere near the end of this in our view but we are probably halfway through. It is very difficult to mark an end to the U.S. and global downturn. And when we have a recovery, which we will, as sure as the sun rises each day, we will move from recession to recovery. That recovery and the health of it after it, gets underway, is the big question at this time.

For the U.S. downturn, we are marking real GDP growth at down more than 2% that would be the worst annual result for real GDP in post-World War II history. This is a figure that does not take into account the impact of the Economic Recovery Plan now underway in the United States. We think of it as a baseline rather than a forecast because the Economic Recovery Plan, \$800-900 billion of fiscal stimulus spread over the two years, 3-4% of real GDP each of two years will certainly make a difference in the path of real GDP compared to if we did not do the recovery program.

So there will come a time when I will not give you two tracks. It is a little early in the year. We don't know really how that program will work out. We have analyzed it. We have quantitatively analyzed it in our big model of the U.S. economy but I first want to give you the big picture without it, what is bringing the U.S. economy into such a negative configuration and then say something about the U.S. policy responses, monetary and fiscal, and then give you what we think those policies might do for the U.S. economy. And then in turn for the U.S. economy and for the rest of the world, over this year and the next.

---

Currently, the U.S. economy is being driven down by very weak aggregate consumption. The figures out this past Friday show aggregate consumption (inflation-adjusted) down by about 3.5%. In the third quarter, aggregate consumption was down by about 3.8%. You cannot find two quarters back-to-back with negative real consumption anytime since the 1930s. We did have in the second quarter of 1980, a quarter-on-quarter decline annualized at about 10%. That was when President Carter imposed credit controls and consumer spending shut down. But on almost every down-cycle, consumer spending goes down, not always negative, it goes down relative to its normal behavior. And then after no more than six or eight quarters consumption bounces up again in response to the policy stimulus and the natural exuberance of American consumers in terms of how they spend, how much they borrow, how much debt they take on. There is this almost historically insatiable thirst and demand for consumer goods and services. Of course, that has benefited much of the world. Currently U.S. consumption is about 70.5% of real GDP, two quarters ago, it was 71.5% of real GDP, 10 years ago, two-thirds of real GDP. Over the last ten years, consumer spending moved way up relative to what it had been in the past as percentage of real GDP as the U.S. borrowed, accumulated debt, took on credit and ran a negative personal savings rate for a time.

We are going to have to go back to a normal portion of real GDP and we are in the process of doing that. But the fundamentals around this big aggregate, consumption, over two-thirds of the U.S. economy, therefore a major source of demand of many exports of many exporting countries around the world. That lump is a big deal and as we track the fundamentals around this big aggregate consumption for the first time in decades if not in my professional career, I cannot offer words of encouragement to any business, financial institution or country that is in the game of selling or serving American consumers.

Just the opposite has been theme for year after year, decade after decade, don't worry about the American consumer, we will find a way to spend heavily and we will beg, borrow and steal if necessary. We will make

---

sure we will satisfy our drug habit of heavy-duty consumption. I think just the opposite is happening now. I was so reluctant to strike this theme a year or two ago because it goes so against the grain of the American psyche and history. But I am now old enough, so I don't mind making a forecast that is really a forecast because it has never happened before. And that is really what a forecast is, because it has not happened before.

What we are seeing, we have not seen. That is a trend shift, a seismic shift of the American consumer from on average an incredible pace of spending that lifted the world, those who exported to the American consumer, that is gone. Gone as far as we can see. Why?

Well, the fundamentals of consumer spending as we model and analyze and track it are all negative on a secular and cyclical basis. Cyclically we have an intense downturn in consumer spending in the aggregate. On a long-term basis, we don't think that even when we come out of this there will be anywhere near the average rate of growth of history for American consumption. Up until two years ago, 3.5% trend in growth consumption was a year inflation-adjusted for forty-five years. 3.5% for forty-five years for consumption is a higher rate of growth than the American economy has been in real GDP. So that is the history, the average, in the U.S. two quarters fell by 3.5% to 4%. The fundamentals around the consumers short and long-term say to us that when the U.S. exits the recession growth in consumption spending will be nowhere near 3.5% a year, inflation-adjusted.

If you are a business, financial institution, if you are a country that is used to your end market directly or indirectly, growing at 3.5% a year and that pace of growth shifts to 1.5% a year, your world has changed immensely. It is the change in the growth rate that matters. The "accelerator effects" where growth is all about shifts in growth rates not in levels. The accelerator principle is simple principle but fundamental for all decision makers to understand that.

When China's growth rate shifts from 11% to 6% or 7% a year, that has

---



a much bigger impact than if its growth rate had been 6% a year and had declined to 5% a year. The boom in China and all that went with it becomes in growth terms a recession. The shift in the pace of growth for all those decision makers and activities that have been geared to 11% a year represents a big and decisive change. If you are in business, if you don't gear your plans to 11% a year you will lose out. You have to do it. When that growth rate shifts, the lower pace gets into motion of all kinds of negative effects.

When aggregate U.S. consumption, 9 trillion dollars in real terms maybe a little more-shifts in growth from 3.5%, a year on average, to 1.5% a year. Imagine the ripples going out to U.S. businesses in terms of sales and profits, to U.S. financial institutions who service the American consumer and to countries like Korea for whom so much and so many exports not necessarily directly but indirectly are tied into that economy. 20% of China's total exports go to the U.S., China is the only country of all the countries we, at Decision Economics, have studied whose exports as a percent of total GDP to the United States went up over the last 10 years. South Korea's total number of exports to the United States went down but the South Korean economy is so open and dependent on exports, dependent on China that when the U.S. consumer weakens, China's exports to the U.S. weaken, South Korean exports to the U.S. weakens, South Korean exports to China weaken. And when you throw Japan into that mix, given the trade propensity of exports and imports between South Korea and Japan, you can understand why the business climate in just this part of Asia has plummeted.

The downturn in U.S. consumer spending, both on a longer-term and shorter-term basis, has fallen way behind what went on in history. And my message to you and others is it is excessively negative now but even when we come out of it, the fundamentals around the American consumer and the prospects for the longer run for the U.S. situation and even allowing for the new economic plan that is coming out of Washington, it will not be the same as it was before the downturn. I could be wrong. But I would rather say this

---

to you as a warning so that you can integrate it into your way of thinking about business and finance and be wrong than to say nothing and let it be this way and not sensitize you to it.

Now what are those fundamentals around the American consumer? By the way, at the moment the adjustment is this is at the heart of the U.S. downturn. If consumption goes down, business sales and profits go down, businesses then cuts back, capital spending goes down, people are fired. The unemployment rate goes up, consumer spending goes down, credit risk increases both for the consumer and for business, financial institutions are afraid to make loans because of the cyclical effects, it has nothing to do with subprime anymore, it has to do with the economic cycles. And if they don't make loans, things get worse and then we have to have some of the things that are happening out of Washington.

One is jobs and income, real disposable income up about 2% year-over-year, that is far below what it generally is and that is the number one way of generating spending. Second, household wealth, down \$10 trillion compared with a year ago, by our calculations we lose six cents on a dollar of that \$10 trillion loss in wealth, that is real estate value and that is stock market value. That is \$600 billion dollars of lost consumption in 2009 from this wealth effect alone. There are no capital gains realizations on homes or on the stock market for people who cash in and to spend on our estimate of 25 cents on a dollar, just the other way round. Americans cannot borrow or refinance their homes and get essentially free money out of that because home values are going down and more families' mortgages are underwater than excessive, so they can't tap the housing equity faucet anymore. There is a credit crunch, financial institutions are reluctant to lend to consumers except the most worthy credits and they don't need the money. Consumer psychology measured by surveys are at deep recession low, they have improved a little lately but we think that is an election effect, all spirits were uplifted by this extraordinary election of an African-American. But worse as we measure it, the financial conditions of households are the worst it has been since the 1980s and perhaps the worst it has been since the 1930s.

---

We will see what our index does.

Now we are in the middle of job cuts. We think we are going to lose over half a million jobs in the next report (next Friday) and that is a negative for disposable income. Wages and income are not rising as much, the next inflation numbers will not be negative so we will have real income growing less. The declines in housing prices and in the stock market continue to mean that net worth or wealth will go down, we will lose spending next year because of that. Americans with a rising unemployment rate psychology may improve somewhat but they are going to be afraid to spend.

The household financial position will take years to correct. And, it is no longer the case that we can fix financial positions by refinancing out homes or getting \$100 or \$200 out of an increase of equity. Americans are going to have to save out of income. Americans have not had to do that for decades. Credit cards, borrowing on homes, borrowing on the stock market—no more. I think Americans intuitively understand what I have just said, there is no more easy money or funding, they are going to have to work and get income and save out of that income to replenish their retirement accounts to generate more funds for spending. That takes a long time. And if the policy in Washington is not heavily orientated towards tax cuts for consumers, they won't be getting a lot of money out of Washington either like some people did in the early years of the Bush Administration. We just can't see anything that is going to change or alter those fundamentals for a long time. Hence, the view that for the first time in decades, on a secular basis, American consumers are going to save more. The savings rate will go up, 5% or 6% or maybe even 8%. Spending on average will weaken. And all those businesses, financial institutions and countries that depend on the American consumer better rethink what they are doing.

The hope for the world, of course, is that consumers in other countries will pick up the slack. As a doctor of the U.S. economy, in a way, this is healthy. The spendthrift consumer now can't do it and whether consumers like it or not. They are going to be forced to save. But while we go through that,

---

there is a lot of pains and adjustment and a lot of casualties a long the way on the business side.

For the rest of the outlook on the United States, what we are also seeing is a caving in on capital spending. That is no surprise when expected sales and profits weaken, driven by a bust in housing which is still declining and 70% of the economy going down. Think of the sales and profits growth and lack thereof for companies in the United States and what do they do? They cut back on people, they cut back on production, they cut back on capital spending particularly in technology and equipment because that is easily cut back on, they don't do new business ventures, they try to save all the cash they can, they cut dividends and they try to survive. And that is my view of the mode for American companies these days. The data shows a stunning decline in capital spending in the U.S. in the fourth quarter of almost 20% of an annual rate. We were forecasting 14% or 15%, which was probably the most negative forecast on CAPEX out there, and it was worse.

So, besides the consumer going down, we have a capital spending down cycle, which typically lasts a year in the U.S., and we are in the middle of that. For U.S. exports, given the effects of a weak consumer in capital spending downturns that is a big deal for technology. When consumers and companies cut back, what happens to electronics, what happens to all the South Korean companies that export into that area of technology? It is a very negative part of the outlook and that, in turn, reverberates through the rest of the world. We are now also seeing something that is not unexpected except in how soon we are seeing it, which is a decline in the rate of growth of U.S. exports which was stunning in the fourth quarter as well as imports reflecting what we are seeing all over the world with a global recession, trade flows diminishing and all the business around trade and big exporters and small exporters (the U.S. is a smaller exporter) suffering.

Virtually all of the U.S. private sector is in a vicious downturn at the current time. We are expecting real GDP in the first quarter to be down 5% to 5.5%, down 2% in the second quarter, real GDP around 1% in the second half.

---

And next year without an economic recovery program we would have been saying 1% to 2%.

Now, let me turn to the responses of the doctors. First, the U.S. Federal Reserve, to clarify to you what our central bank is doing. The central bank in the U.S., the Federal Reserve has finally, after missing this for quite a while, understood the viciousness of the downturn in the United States and the global ramifications. And so as you know, the Federal Funds Rate has been taken down to near zero and the U.S. is now involved in a kind of “quantitative easing”.

Japan used “quantitative easing” some years ago when it took its policy rate to near zero, could not take it down anymore, faced with deflation and rising real rates, it went to using its balance sheet to provide funds to the system, mainly to banks but also to some corporations who because of the economy could not do anything, they were called “zombie corporations”. Funding the banks hoping that they would lend and funding some of the private sector and buying along the JGB, buying government securities in order to keep rates low in order to revive the economy. That was the Japanese version of “quantitative easing”.

The U.S. version of “quantitative easing” is similar but is also different, described by Chairman Bernanke as more of a “credit easing” as it is just providing funds to banks. I would describe it just as a different way. That is the U.S. Federal Reserve has now become a bank in the private sector. Central banks are lenders of last resort to banks. That is what the Federal Reserve did first, that didn’t work. It then became a lender of last resort to primary dealers, banks and investment banks, brokerages and insurance companies. That did not work, it worsened the economy and financial markets worsened. And some of those companies including Lehman Brothers are no more.

The credit and the financial system and intermediation system in the United States is broken, you know that and it is also true to some extent

---

here, true to some other parts of the world. Why? Why would a profit maximizing financial institution lend into the kind of environment that I am talking about? It is too risky. You make loans today in the U.S. to consumers or businesses or buy stuff in the capital markets that other people are selling to raise funds through debt issues, and a year from now it may turn sour. A bank or any financial institutions might have to write that down. It's not subprime anymore, it is bad loans and investments that financial institutions make history and live to regret later on. And so the funding that comes in to financial institutions from the Federal Reserve does not go out. There is still a lack of transparency in the financial system in the United States on what the balance sheets are actually like. If I ran one of these financial institutions I would not lend to anyone, I would put it all in cash, which is what investors all around the world are doing right now. To be safe, I want to come back and live another day.

Indeed that is what banks are doing, they have a huge excess of reserves, they are putting it in Treasuries, that is Tier-One capital to hold their capital ratios up and lending is not going on. And so the Federal Reserve because it is fearful that we will have a repeat of the 1930s, and many of us who have studied it, believe it was the banking and credit system that gave us the Great Depression plus mistakes in policy, the monetary and fiscal policy. Credit was at the heart of it, it was not the money supply as the late Professor Friedman used to talk about, it was the credit and the collapse of the banking system. The Fed is doing everything it can to keep credit flowing as much as it can to cushion the downturn in the U.S. economy and even that has not worked.

So here is what the Federal Reserve is doing on American-style "quantitative easing". It has established a facility by which funds go to purchase commercial paper, asset-backed commercial paper of corporations that are good credit risk. That has helped the commercial paper market and reduced commercial paper rates and allowed a number of firms to keep liquid and be able to finance their working capital by going in this direction. It is buying directly from the major mortgage providers, the

---

so-called “government-sponsored enterprises”, their debt directly which lowers the cost of that debt and hopefully lowers mortgage rates. It has a billion dollar expansion of its balance sheet through an entity by itself buying directly mortgage-backed securities conforming loans that are put out by Fannie Mae and Freddie Mac. Hoping to keep credit flowing in the housing market which as you know is bust. And now in February as you know, there will be an entity that will provide term financing to consumers and small-business lenders financed by the Federal Reserve who is given \$20 billion of the TARP money as capital. Levering that up 10 to 1, \$200 billion of lending power will be directly available for lending into the private sector.

And the other day the Federal Reserve told us that if conditions suggest it will be necessary it will directly buy U.S. Treasury Securities. For sure the Federal Reserve will have to buy Treasury Securities because the deficit that the U.S. is going to run and that the Treasury issues of the U.S. government will be a literal flood. I doubt that the world will absorb all those Treasuries at the kind of returns that exist. Somebody will have to buy them, it will be Americans and it will be the Federal Reserve. That will be how U.S. saving is deployed. We are actually going to have to finance ourselves. I don't know where tenure Treasury bills will go in that situation and I am fearful of ultimately what will happen to the U.S. dollar depending on how the sale of these securities go.

We have the Central Bank's balance sheet as another instrument of monetary policy because interest rates won't do the job. The Bank of Japan is in the same situation. It is going to buy corporate debt. The Bank of England is doing the same, using its balance sheet, “quantitative easing”, heading towards near zero interest rates. At the moment the European Central Bank does not appear to be able or willing to do this given sixteen countries in the Euro zone. It's a problem. Coordination is a problem. Other central banks not yet doing this, certainly not yet in the Republic of Korea. 3% could go down to 1%. That would not surprise me at all. And then we will see if Korea does “quantitative easing”.

---

This is an experiment: the doctor running out of medicine in the medicine bag, dealing with an illness that has not been seen before, this is “experimental medicine”. It might work or it might not work. Odds are it will work in one form. The sun always rises.

On the fiscal side we have two actions, one is through the Treasury attempting to deal with the financial crisis and, in turn, helping the economy that is essentially the TARP program. The TARP program was devised in a hurry up fashion by Secretary Paulson. They threatened the House Democratic leadership in Congress that with a lack of action the world will collapse, that is essentially what Chairman Bernanke and Secretary Paulson told them on Thursday night. And people like me who are advising the House Democratic leadership did say you had better hurry and get something done because you have a week to go before the market gets even worse. I now regret having said that as policy, I should have said take your time, hold hearings, don't rush into it. Instead, this is what happens in the heat of the moment with policymaking and why I always tell our clients that you can almost always bet on the government getting it wrong and you will always make more money in times of stress making that bet than betting that they will get it right. And we have seen this first hand in several policymaking situations. Well, we told the House Democratic Congress don't give them all \$700 billion right away and I think I said something like “I wouldn't lend my neighbor \$70 who was in trouble without asking for oversight on what he was going to do with the money.” Secretary Paulson asked for no oversight, he wanted maximum leeway to do anything he and the next Administration wanted to do with the money. That is taxpayers' money. You can't do that. Other people argue that the taxpayers should have a stake. So they fumbled along and finally got a program passed. Although the Speaker Pelosi fumbled in which she contributed and didn't count votes and so it didn't get through the House in the first round and the markets went kind of nutty. But they got it through and then what happened?

This misdirected, strange program that came out of the bowels of the Treasury Secretary and his Goldman Sachs advisers, tried to set up

---



markets for securities for which there were no markets, thousands of complex securities called derivatives sitting on the books of numerous financial institutions where the asset value of collateral housing prices kept going down. Somehow they thought they would have a market for that and they would do an auction market. That did not make any sense. The problem was housing and housing prices and they did nothing for that in the Paulson Plan. And so we got what we should have expected, housing prices kept going down, asset collateral kept eroding, the balance sheets' values of the financial institutions that had this toxic stuff kept going down. The credit agencies said we are going to have to lower your credit rating, the short-seller sold, they had a field day and financial institutions kept getting deeper and deeper into trouble.

Then along came Gordon Brown who used some of the money to recapitalize the banks in the UK. The UK is a little easier with nationalizing banks than the United States is, that is a move in that direction. So Secretary Paulson frustrated by the inability to buy the bad assets off the balance sheets provided funds to the banks and financial institutions that they thought would survive. That capital went in and is it any surprise that none of the financial institutions with those funds did not lend the money? Why would they in the environment that I am describing? Why would a risk averse financial person give any money out to individuals or companies when they were already in trouble? It should be no surprise that where we are on the TARP program right now, is the second tranche \$350 billion. After we have exhausted the first tranche, it will be used more for housing and to mitigate the problems of foreclosure and also used probably to in some form or fashion buy bad assets off the balance sheets. But here is the rub. Americans are furious about it, Congress is feeling this and it is not quite clear if they are able to do this. Why are they enraged?

To Americans all the money from this program appears to be going to banks and financial institutions. And who do they think caused the problem? Wall Street and the financial institutions. So, Senators and Congressmen have never heard the wave of outcry, protest and enragement that they

---

are hearing now. "It is my money and it goes to these institutions, they buy a plane, another company, I am losing my house and job and you are not giving me any money." The political clash over this is very intense and we will see how it plays out.

Finally, the economic recovery plan, the fiscal stimulus, not unlike a number of plans in other countries around the world. A lot of countries around the world are responding to the current situation in terms of increased government spending, some are in better shape to do that than others; the U.S. is not. Its budget exposure is immense. South Korea is in a better shape to do it. Japan is not. China is in better shape to do it, we don't know really what their budget is like but we know their foreign exchange reserves is somewhere around \$2 trillion. We know Korea has ample foreign exchange reserves, plenty of financial room to stimulate.

In the U.S. it will be a \$800-900 billion plan, it looks like 60-65% government spending, that is purchases for infrastructure, roads, highways in a more modern cast of technology orientation. A lot of money in states and localities help handle MEDICAID, that is a health care issue. And to do their projects on state highways, localities and schools. Some for unemployment benefits and health care support for Americans who are out of work. And about 30-35% tax relief, 2-year program for middle and lower income families geared towards social security. A temporary 2-year sense, tax cuts of a \$150 billion and a few other tax cuts to go with it. Both branches of the program are designed to sunset two years down the road and on the outlay side is that it will go back to the baseline.

Our model studies on this plan, allowing for lags of implementation as codified by the Congressional Budget Office (CBO) suggest 1.5% of extra GDP growth after the first year. That would make our forecast of -2% for the year more like flat to down 0.5% in Real GDP. In the second year, one half and one-quarter-percentage points higher growth if nothing else happened. That would make our forecast for 2010 instead of 1.5 to 2%, 2.5% to 3%, recovery for sure in 2010. But what kind of recovery is that?

---

Well, at the moment, the plan is for almost two-thirds of government spending. And it is one-third tax cuts. It is safe to say that the motion of the U.S. in terms of its fiscal policy and new Administration is more for a stronger role of the Federal government and the use of the Federal government to establish goals that are perceived by the Democrats as being assigned to them from an overwhelming election and a rejection of the Bush Administration and the Bush priorities in years. And they are, indeed, moving in that direction. Plenty of money will be spent for construction, plenty of money will be spent for government, federal-state local projects, some will be given to households. We know, we think, our studies show that we will have a big increase in government employment. The question is what will happen to the U.S. private sector, because this recovery will be almost different from any other recovery in the last 35 years. It will be motored by government. Usually it is housing first because of lower interest rates, consumption second, consumers are very springy. It goes down and comes up very sharply, business follows. Government tax cuts and spending have only been used in the last couple of downturns. For quite a while it was only monetary policy but monetary policy can't do the trick now. So we are not going to get the usual pattern as we normally do even if they tweak this program more towards tax cuts and away from government spending which is the motion at the moment in Congress, quite unpredictable, we are not through yet. I can't be precise because I don't have the full program. But that is a big deal because the private sector in the U.S might come on, it might be vibrant but it is not going to lead the charge out of this downturn. You need to think about that as business people, decision makers and observers of the situation. It is different. In fact, in lots of countries around the world, this is the major way.

Maybe there is no other choice, if private sector demand fails and is not adequate, government spending will pick up the slack, it will add up to real GDP. But real GDP for people who make business and financial decisions can be the lousiest, the worst indicator of any to follow with regard to business decisions. Be careful. You can have a recovery in real GDP and your business if it is involved with the U.S. consumer can do very poorly.

---

Well, the situation in the U.S. and the world is unlike any that I have seen. The alternatives to what I have just described, one would be a deflationary world. We are quite convinced that Japan will have another bout of deflation, perhaps a deflationary spiral with a problem of debt to inflation. In the United States, the jury is still out, we don't think that will happen. We think basically for the world given all the stimulus that is coming in will go through a period of deflation and then will reflate. The alternatives are a 1930s Great Depression analogue, 15% odds. I can't say that the odds are tiny, that the U.S. and the world won't have a Great Depression-like situation.

The other side of it is that everyone is cutting back in a hurry. It is a herd instinct. All the adjustments are going to be made very fast. The amount of countries doing fiscal stimulus adds up to a rather substantial size sums of funds and that will lift the world economy. All of the force-feeding of finance into U.S. and other economies, that central banks are doing will save the financial system and they will start to lend sooner, a V-like result.

Here is an issue on the alternatives. It's like Dr. Jekyll and Mr. Hyde, do you know the Robert L. Stevenson book *The Strange Case of Dr. Jekyll and Mr. Hyde*? It's like night and day. If it is a 1930s-like situation which is an alternative to what I said, we have a recovery next year it is led by the government, if it is a 1930s-like situation, how do you run business, how do you make policy? If it is a V-like situation, it is tough to analyze, it is even harder to make policy at this particularly tough time, especially in the United States.

Thank you.

---

---

## Questions & Answers

---

**Q** Thank you very much for sharing your wisdom and insight. I have a question for you about the mid-term outlook for the U.S. dollar exchange rate versus other key trading currencies. And also the status of the U.S. dollar as an exchanging currency in the medium term.

As I see it, America is heavily in debt in both public and private sectors, especially consumers. Now to save troubled financial institutions and to stimulate the economy you have to issue more treasury notes and bonds and more debts, several percentage points of U.S. GDP. Once this financial situation stabilizes I worry there will be a flood of U.S. money all over the world. And there will be no flight-to-quality purchases of U.S. Treasuries. In that case, the U.S. dollar may depreciate and I worry what may happen to the U.S. dollar as a key trading currency.

**A** Thank you for your question. I essentially agree with most of what you said. I would offer you to think about the deficit and debt implications of the U.S. situation at this time if nothing else is done. Nothing else means no more funds for a TARP-like program and nothing on the way of the stimulus side and the \$800 billion or so economic recovery act. Our projections, assuming \$800 billion program or so as the economic recovery program price tag, for the deficit to GDP for this year is \$1.7 trillion. Could be as high as \$2 trillion, could be as low as \$1.5 trillion. In that is the assumption that we will spend and use all the money of the TARP program, up to \$700 billion. If we spend more, the deficit will get worse. And approximately \$400 billion a year out of the economic recovery program.

The U.S. deficit is a high number, of course, because of the downturn, the loss of receipts. All kinds of tax receipts, individual, corporate, capital gains receipts and the automatic stabilizers which means higher government spending gives us a higher cyclical downturn in the deficit. We don't read about that, that is automatic and normally does not cause interest rates

---

to rise and normally does not bring about a decline in the dollar. But a second part of it is structural. That is an aging population, the mandatory entitlements, spending for social security, healthcare, MEDICAID. That is also a state and local problem about MEDICAID and probably the biggest deficit creator of all the items that I have mentioned. And then we have the TARP and the new economic recovery plan.

\$1.7 trillion of GDP as we estimated this year is over 10% of GDP and that will add to the gross public debt, however you measure it. Even if the economic recovery plan goes back to baseline two years hence and even if we stop anymore funding to TARP, the debt that comes from these assets will be there as will be the interest charges from those debts. Debt plus interest charges whether it grows faster or slower than GDP is a financial risk and will be so viewed by financial market participants. The gross GDP-to-Debt ratio will lead to 90% this fiscal year and the next and if nothing happens by 2015 will be near 105% of GDP. The last time we saw that in the United States was in World War II.

10-12% deficit-to-GDP ratio we have never seen, that is more than double the deficit-to-GDP ratio of the Reagan years which was the previous peak. The balance sheet of the Federal Reserve now is well over \$2 trillion, it was \$800 billion a year and a half ago and only 21% of it is U.S. Treasuries. The rest of it is questionable debt. So the U.S. government including the Federal Reserve in terms of its financial exposure and risk is in un-chartered territory if nothing else is done.

I do not see on the part of the Federal Reserve an exit plan from the balance sheet expansion that is being used. In a way, head-over-heels spending but through the Federal Reserve to save the financial system, history will perhaps tell us if there were other options on what they are doing. And in Washington, I can tell you, no one is thinking about fiscal restraint with a view to the economic recovery program. So there is no exit plan. Maybe there is an awareness to the number — maybe I have contributed to this awareness. But there is awareness to the figures but no

---

one in Washington, in the heat of the moment, is dealing with an exit plan to the deficit-to-debt that we will have.

If nothing changes, when the U.S. is no longer the safe haven of currencies as it is now and no longer the leader in perception in terms of who comes out of the downturn first. We went down first and then we are thought to come out first. And when that goes away when the world economy recovers and Asia is better off and the U.S. is saddled with deficits and debt, it is inconceivable that the dollar can stay high.

That is if nothing happens. A lot of the time things happen, there might be changes in policies, there might be exit plans developed, other competitive currencies might have a problem and the U.S. dollar might win by default. But I think what is going on, once this happens and begins to roll is really going to be unsustainable for a ten-year, for long duration Treasury debt and for the dollar. The ultimate restraint on our spending habits at the Federal government level will be the currency, long-term interest rates, the willingness of lender around the world to lend to the United States. Including South Korea who bought a lot of U.S. Treasury debt with their surpluses in previous years. I don't really believe they are going to do that.

So, I'm not sure what you meant about what time horizon you meant for the medium-term, the timing is so hard on these kinds of issues, the kinds of financial disarray and secondary effect on the U.S. on the way we are dealing with the problem lurks out there as a huge negative for the U.S. And the term for that could be six months, could be a year, could be three years, if nothing much else is done, the dollar will have a terrible time at some point.

**Q** I have a question about China's yuan exchange rate versus the U.S. dollar. As you well know a couple of days ago, the new U.S. Secretary of Treasury mentioned that the Chinese manipulate their currency in order to promote more exports especially to the U.S. The Chinese response is quite contrary. They have done their best seeking flexible exchange rates and so

---

on. And there were some comments on this problem, especially by Martin Wolff, who recognized the manipulation inevitably because of their situation. But he suggested that huge domestic spending in China will be very much beneficial and useful for the world. How do you evaluate this situation and how do you foresee this dispute between the U.S. and China?

**A** Thank you for the question. It really is a two-part question. One is in regard to the new Secretary to the Treasury's comments in his confirmation hearings and one is the currency relationship between the U.S and China.

That was a very unfortunate remark. Treasury Secretaries for years have learnt not to say anything about the currency let alone during a confirmation hearing. And I hope he learns not say anything about relative currencies and to say something as innocuous as "a strong dollar is in our interest". That is better than making an inflammatory remark about a country who in their eyes are doing what they are supposed to be doing for their country. And I don't see why we should think that China would do anything other than through their use of foreign exchange keep the currency in a range that will help exports of China, given the Chinese situation where growth is slowing. Nor do I think we should prevent them from doing so. Better to deal with our own currency problems, rather than make comments about the Chinese which might inflame protectionist policies around the world. Of course, it is a big risk, because jobs are being lost everywhere, unemployment is going to skyrocket in all countries. What happens in politics when that happens? It gets very testy, it gets very tough. We have in this economic recovery program a clause that says, "buy America" on iron and steel on any infrastructure spending, the headlines in Canada were \$11 billion in iron and steel exports at risk, that is a big deal. It is a big mistake to put it in.

Now, I don't doubt that Secretary Paulson and Secretary Geithner and I think that China with all their exchange rate reserves can't set that currency anyway they want. So is that manipulation or is that any different from a central bank that sets its interest rates? China in its own situation has to

---



be allowed to be free with regard to what it thinks will work for its economy. Because as the third largest economy in the world, if the Chinese figure out how to get back to 10% economic growth we will benefit. So I think that two points, firstly those remarks were unfortunate, I don't agree with them, I would take the Chinese side, they should be free to make policy that is to the benefit of their country. They are not working for the United States, in terms of what they do in their country. Our problems are our problems, we have generated, we need to devise policies to get out of them.

And I am concerned as an analyst, businessperson, investor about anything that will increase protectionism. Fair trade is one thing. To go hand-to-hand with the Japanese as we did on some things that we felt were unfair or to go hand-to-hand with the Chinese on dumping and copying is ok. But when it gets to the point where you are starting protectionist sentiment, which in some cases the U.S. is doing, it invites retaliatory actions around the world and we know that is counterproductive for trade flows around the world. I hope that stops.

**Q** Thank you Dr Sinai for the most depressing presentation on the state of the world economy that I have ever heard but I don't blame you for the message that you have brought to us. Although in the initial part of your presentation, you admitted some optimism by saying that we are halfway through this crisis. But then you rounded off sounding not so optimistic. What is the key variable that we should be watching in order to bring about a halt to the decline to the consumption in the U.S. Could that be housing prices and when would that come anyway, the bottoming out of the housing market?

Secondly, you talked about the inevitability of the collapse of the dollar or the depreciation of the dollar. I think the greater mystery is what is holding up the dollar at a higher value now and how do you explain this high value that the dollar is maintaining apart from China's yuan policy?

---

Thirdly, President Obama has been talking a lot about “green growth” projects and so on. And we are also talking about the same thing in this country, but I am not sure how much we can expect from that. Could you give some comments on the “green growth” strategy?

**A** I think the infrastructure spending is green as well as technology improvement in lots of public schools in the U.S. And a different infrastructure spending is being vetted in terms of those who ask for money, in a way that they will guide it, almost an industrial policy of the U.S. government to guide it into those polices. I think there is a vagueness about it, I think those who think that you can “green” America, that you can increase the energy efficiency of schools have ways to do it and I suspect that the inventiveness of the private sector of the U.S. will head in that direction. And we think that will be a favored area for investment because a lot of money will be spent on it, much of it wasteful. That always happens when it comes out of government. The amount of that in terms of its GDP impact is impossible to calculate at this point. I don’t think we would hang our hat on any recovery on that but it is a movement around the world. And it does have positive social implications. I am on the side of “greening”, I am not sure I want to design economic policy to achieve social goals. But that is what is happening in the United States and I think that could be quite a good thing.

As for the U.S. recovery and that we are more than half way through. Because we have to do these things, we have marked the length of this downturn minimum 20 months, a maximum 27-28 months. Usually I actually forecast the month. I should tell you we forecasted the month of this downturn before it actually happened, that is amazing. We haven’t missed a turning point in the organizations that I have been with since the middle 1970s. Now I am bragging a bit, which means we will miss this turning point. I am very superstitious, I am very sure we will not get it, it’s very difficult. We said December-January and that is what the National Bureau for Economic Research actually dated it on. And we actually called the equity bear market ahead of it because of our thought of when the U.S.

---

would move into a recession.

So we are in the U.S. now in our 15th month starting December 2007. The longest previous U.S. downturns were 16 months each post-World War II in '81-82, '73-75. So at this point it is easy to say long, we were saying this two years ago, the longest one ever. That is 16 months or more. So the July date, which is 20 months, would be a V-like scenario. If you look at the data now you see very much this pattern worldwide. We were in a mild recession then it turned this way and it looks like a V. Now the adjustments that have to be done in the private sector could get done in a hurry. Half a million job cuts every month for twelve months would be 6 million jobs lost. That is a little more than I think businesses have to cut, it is a bit of herd-like instinct, everybody is cutting like mad, 20% down in capital spending annual rate to current quarter. It could be that the capital spending downturn gets over with in a hurry.

We have huge monetary ease, flooded the system with liquidity and we are about to do a massive fiscal stimulus program. The V is possible. Same odds as in the 1930s, that is the Jekyll and Hyde thing. So if it is a V we could start the next recovery in GDP terms in July. The latest we are saying is February-March 2010 in GDP terms that would be the 1930s-like world. GDP is not the stuff that matters to South Korean exporters. It is to American consumers and American business. GDP is irrelevant if it goes up all from government spending and there is not much spillover into the private sector. South Korean exports to the U.S. will stink and they will be terrible and exports will feel lousy here. As will be the exports from China and the interaction of Japan. So the brightness in GDP terms will be a recovery no later than the first quarter of 2010 and the composition of that.

Finally, you asked about consumers at the heart of it and what we should watch. It is hard to watch only one thing. We are watching these six fundamentals that I mentioned. One that we are watching is real disposable income and, of course, jobs are a big part of that as are wage and compensation payments. In a deflationary spiral, what happens is

---

that business revenues are hurt because there is no pricing power. The central bank can't take interest rates down anymore because it is at the zero bound. And falling prices means real interest rates go up so the cost of money goes up in real terms. And businesses in that world will cut compensation, will cut wages, consumers will spend less, depress prices and will feed on itself and the debt that will exist will become extraordinarily burdensome. So you want to watch disposable income and the components of disposable income or hire us to do that because we do it all the time. The other measures are important as well but not as important as this one.

So much depends on the American. You see now in the United States the great care of executives pay bonuses, that is societal, that is political. No more outrageously high executive bonuses. You see now, for jobs to stay in place, reductions in bonuses and draws and some salary cuts to keep people working. This is how companies are reacting. But you also see massive firings of people particularly in multinational companies because this is global. So when you see mass firing by Sony, GE, Starbucks, you will see a huge consolidation going on as all of global business and finance fit the aftermath of what was probably the most extraordinary global boom and bubble that we have seen.

---

## 위기 속의 미국 및 세계 경제와 금융: 전망과 정책대응\*

*Allen Sinai*

2009년 새해 초에 다시 여러분을 뵙게 되어 반갑습니다. 수년간 한국을 방문하였으며 경기가 좋을 때나 그리고 나쁠 때나 수많은 의사결정자 앞에서 강연을 하게 되는 것은 언제나 즐거운 일입니다. 그러나 우리는 1930년대 이래 세계적으로 가장 악성의 경제적 하락이 될 이 침체기간을 통과하게 될 것입니다.

1930년대 대공황기에는 지금 우리의 분석 범위에 속하는 47개국이 없었으며, 이 47개국은 세계 생산의 90% 이상을 점유하고 있습니다. 1930년대의 경제위기는 소수국에 국한되었으나 여러 혼란스러운 특질을 가진 대공황과의 유사점이 지금의 세계 경제상황에서 나타납니다. 회고해 보면 특히 미국에는 1930년대에 접어들면서 금박시대(gilded age)란 것이 있었습니다. 미국에서는 1990년대와 2000년의 첫 5년 기간, 심지어 아시아 금융위기 기간에도 일종의 금박시대가 있었습니다. 여기서 금박시대란 거대한 과잉과 불균형이 조성되고 정착되는 기간을 뜻합니다. 현상항과 1930년대 대공황 사이의 유사성은 분석가, 경기예측가 및 역사가로서의 본인 자신을 괴롭히고 있는데, 그 이유는 역사는 특히 과거를 망각하는 사람들에게 되풀이되기 때문입니다.

현재 우리는 미국을 포함한 47개국의 세계경제가 적어도 장기적이고 깊은 경기침체에 있음을 보고 있습니다. 이 침체를 길고 심각하다고 부를 수 있습니다. 미국에서 경기침체가 심각하다는 것은 정점으로부터 저점에서의 경기하강을 의미하는 것인데 2차 세계대전 이후 최대의 하락입니다. 미국의 경기침체는 길고 혹독하다고 생각합니다.

세계경제의 위기는 길고 깊습니다. 현재 자료를 추적해보고 예측을 하겠습니다. 추락일로에 있는 일본 경제의 자료를 관찰하면, 일본의 불변가격 GDP는 2009년에

\* 이 글은 2009년 2월 3일 개최된 특별강연회의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둡니다.

3% 내지 5% 하락할 수 있습니다. 한국의 불변가격 GDP의 하락도 2%내지 3% 일 수 있습니다. 이번입니다. 중국의 경우 과거 11%와 비교하면 5% 혹은 6%의 GDP 성장률은 사실 경기 침체입니다. 正의 수치이지만 성장률의 하향적 변화는 많은 어려움을 창출합니다. 연간 11%의 성장률과 매해 계속된 경기 호황에 모든 사람들은 경제 활동의 계획을 맞추었습니다. 어떤 이유이든지 11%의 성장률이 5% 내지 6%로 하락하면 격랑이 일어납니다. 고도성장률로부터 저성장률로의 이동이 야기하는 역학적 관계는 넓게는 전 세계, 특히 아시아에 상처를 줍니다. 중국은 지금 미국과 일본 다음으로 세계 제3위의 경제 대국입니다. 무엇이 일어나던 간에 5년지 6년 내에 세계 제2위의 경제 대국이 될 것이며 미국을 계속 추격할 것으로 생각합니다. GDP에 대비하여 아시아의 상대적 중요성의 증가와 미국, 북미 및 유럽의 상대적 하락을 보여주는 이러한 지각적 변동은 지금의 깊은 경기순환적 침체 때문에 영향 받지 않을 것입니다. 사실 이것은 이 지역에게는 햇빛입니다. 장기적으로 사태가 진정되면 아시아는 경제면에서 위세를 떨칠 것이고 중국은 아시아에서 지배적인 영향력을 발휘할 것입니다. 이러한 추세는 지금 우리가 겪고 있는 혼란에도 불구하고 계속 될 것이며 혼란을 지나가면서 아마도 더 강화될 것입니다.

지금 현재 미국은 경기침체 속에 있습니다. 대부분의 국가들이 미국보다 훨씬 이전인 지난 봄과 지난 여름 초에 경기 침체기에 들어갔습니다. 하향 국면으로 확산하는 경제활동의 깊이와 강렬함, 아시아와 세계 각처에서 붕괴되는 수출입 거래 그리고 이에 대처하려는 금융기관, 소비자 및 기업 등에 일어나는 문제들은 끔찍스럽습니다.

본인은 경기를 진단하는 의사와 같습니다. 여러분이 아시다시피 본인은 이러한 일을 오랫동안 해오고 있습니다. 35년 기간의 전문적인 일을 해오면서 수많은 환자들을 보았습니다. 많은 국가들이 경기순환적인 질병에 감염되어 있습니다. 유행성 감기입니다. 미국이 감기에 걸리면 세계 각국이 감기에 걸립니다. 아시아는 1990년대 말 매우 혹독한 유행성 독감에 걸렸습니다. 그때 미국은 유행성 독감으로부터 모면할 수 있었으나 지금 미국의 병세는 심각합니다. 그 증상을 살펴보면 어떤 것은 눈에 익은 것도 있고 그렇지 않은 것도 있습니다. 눈에 익지 않은 증상은 1920년대와 1930년대에 출간된 교과서에서 읽은 것과 비슷합니다. 이것은 마치 유사한 증후를 가진 환자를 보고도 이 환자가 지닌 병이 어떤 병인지를 쉽게 정의 못하는 의사와 같습니다. 본인은 약 가방을 가지고 다닙니다. 본인의 기억으로는 지난 2개월간 15번이나 Washington, D.C.를 드나들면서 공화당 의원과 민주당 의원 그리고 Obama 행정부와 연방준비은행 사람들에게 조언을 했습니다.

본인의 무지에 불편함을 느끼고 있습니다. 본인은 본인이 관찰한 대부분에 대해서 충분히 설명할 수가 없습니다. 이렇게 복잡하게 일어나는 상황을 본 적이 없습니다. 이것은 마치 신종 바이러스가 번져가는 것과 같은 것으로 이것을 어떻게 확실히 판단해야 하는지 모르겠습니다. 우리는 이것을 유전적으로 식별할 수 없기 때문에 어떤 종류의 약이나 혹은 정책을 써야 하는가를 알기가 매우 어렵습니다. 그리고 물론 우리가 처방하여야 할 약이나 혹은 정책, 그리고 이를 실행한 다음 무엇이 일어날지에 대해 매우 큰 불확실성이 존재합니다.

청중 여러분들께 본인이 알지 못하는 것은 모른다고 솔직히 고백하며 이에 대해 불안감을 떨치지 못합니다. 본인이 경기예측이란 일을 하고 있는 이래 그 어떤 때 보다 미래에 대해서 이렇게 불안했던 적이 없었습니다. 거의 언제나 경기 예측의 주대상 논의는 몇 개국에서 진행되는 극복할 수준의 경기침체였는데 지금은 세계경제가 불변가격 GDP 기준으로 2009년에는 1.5% 내지 1%로 하락할 것으로 추정되는 복잡한 세계적인 사태로서, 이것은 1930년대 이래 가장 혹독한 미국의 경기침체와 EURO 지역과 영국의 깊은 불황에 의해서 주도되었습니다. 매우 두려운 것은 세계 제2위의 경제대국인 일본과 6~7%대의 성장을 보여줄 것으로 기대되는 세계 제3위의 중국경제에서 경기침체가 동시에 일어나고 있다는 점입니다. 신용과 중개기능이 붕괴되고 있다는 의미에서 세계 금융조직 특히 미국의 금융조직은 위기상황을 복잡하게 만들고 있습니다.

그러므로 미국 경제와 세계 경제가 함께 경제위기에 처해 있으며 불행하게도 동시에 금융위기도 같이 겪고 있다고 말해도 무리가 아닙니다. 경제위기와 금융위기는 상호의존적입니다. 본인의 연구에서 금융위기와 금융요인은 언제나 경기순환상 전환점으로 가는 상승국면에 있습니다. 호황국면과 팽창의 과잉 상태를 나타내는 경기순환의 정점에서 금융요인과 함께 호황국면으로 귀결됩니다. 경기순환의 정점을 지나고 경제가 하향국면으로 접어드는 복잡한 경우 금융요인이 하향국면을 가속화 시키며, 이것은 다음으로 금융문제를 악화일로로 치닫게 합니다. 경제에 유독한 요인들의 상호호합 작용을 통해 경기순환은 결국 저점에 도달합니다. 이런 상황이 되면 중앙은행, 어떤 때는 재정정책의 도움으로, 때로는 시기를 놓치지만 기본적으로 민간부문에 의해서 혼란과 하락이 정지되고 치유됩니다. 민간 부문이 조정을 하고 이러한 경기순환 과정상의 불균형과 과잉 요인을 정리하면서 경제는 소생되어 경기 상승국면으로 다시 이어지게 됩니다.

우리(Decision Economics사)의 예측으로는 경기의 바닥이 보이지 않으나 아마도

경기하강 국면(침체기)의 중간쯤은 지나지 않았나 생각합니다. 미국과 세계의 경기 침체의 끝이 언제일 것이라고 표시하는 것은 대단히 어렵습니다. 매일 해가 확실히 뜨듯이 해가 뜰 것이고, 즉 경기는 침체에서 회복으로 움직일 것입니다. 그러나 경기 회복의 정확한 시기, 경제의 건강상태의 여부를 파악하는 것은 현시점에서 큰 과제입니다.

미국의 경기침체에 대해서 말씀드리면 불변가격 GDP 성장률이 2% 이상으로 하락할 것으로 봅니다. 이 같은 수치는 2차 대전 이후의 기록 중에서 가장 혹독한 연평균 성장률의 기록이 될 것입니다. 그런데 이 수치는 현재 미국 정부가 실행에 옮기고 있는 경제회복안이 미칠 영향을 감안하지 않고 있습니다. Decision Economics사는 이것을 예측치라기 보다는 추세로 보고 있는데 그 이유는 2년에 걸친 8,000억 달러 내지 9,000억 달러의 재정 부양책과 이에 따른 2년간 매년 3% 내지 4%의 불변가격 GDP 성장률의 달성을 근간으로 하는 경제회복안은 이러한 정부 시책의 이행이 없는 상황과 비교하여 불변가격 GDP 성장 경로에 확실한 차이를 가져올 것이기 때문입니다.

뒤에서 두 개의 대안이 아닌 Decision Economic사의 종합적인 예측을 말씀드릴 것입니다. 정부의 경제부양안이 어떤 효과를 내면서 진행될 것인지 모르겠습니다. 결론을 내리기에는 아직 시기상조입니다. 하여간 Decision Economic사는 대형 미국 경제모델을 가지고 정책 효과를 계량학적으로 분석해 봤습니다. 우선 정부의 경기부양책이 없는 상황 아래서의 미국 경제의 큰 그림을 보여드리고 무엇이 미국 경제를 이와 같은 부정적인 형태로 끌고 오고 있으며, 금융, 재정정책 등 미국 정부의 대응 정책에 대해서 말씀드리고, 그리고는 이러한 정책들이 미국 경제에 어떤 효과를 낼 수 있는가에 대해 Decision Economics사가 생각하는 바를 말씀드리겠습니다. 마지막으로 2009년과 내년의 미국 경제와 세계경제의 향방에 대해서 언급하겠습니다.

현재 미국 경제는 매우 취약한 총소비지출로 인해 하락하고 있습니다. 지난 금요일 공표된 통계수치는 2008년 4분기 총소비지출(인플레이 조정된)이 약 3.5% 하락하였음을 보여주고 있고 2008년 3분기에는 약 3.8% 하락하였습니다. 1930년대 이후 2분기 연속적으로 負의 실질 총소비지출을 기록한 시기가 어느 때도 없었습니다. 1980년대 2분기에 그 전년 2분기와 비교하여 총소비지출이 연율로 환산하여 하락한 일이 있었습니다. Carter 대통령이 신용통제를 한 시기였는데 소비지출이 하락하였습니다. 거의 모든 경기의 하락시에는 소비지출이 하락하나 언제나 그렇지 않았으며, 다만 정상시의 소비행태와 비교해서 하락하였습니다. 그리고는 6분기 혹은 8분기가 채



안되어 소비지출은 경기부양책과 미국 소비자의 천부적인 지출 성향, 차입능력 등의 활력에 힘입어 다시 움직이기 시작했습니다. 미국 소비자는 역사적으로 상품과 재화에 대한 무한한 갈망과 수요를 보여주었습니다. 물론 이것은 세계 경제에 도움이 되어 왔으며, 현재 미국 소비지출은 불변가격 GDP 대비 70.5%, 2분기 전에는 71.5%, 그리고 10년전에는 3분의 2였습니다. 지난 10년 기간 미국인들은 돈을 빌리고, 빚을 쌓으며, 신용을 담보로 잡고 그리고 負의 개인 저축을 했기 때문에 미국의 소비지출은 불변가격 GDP에 대비하여 과거보다는 상대적으로 크게 상승하여 왔습니다.

미국인의 소비지출은 불변가격 GDP의 정상적인 몫을 찾아야 할 것이며, 그러한 위치로 회복하고 있는 과정에 있습니다. 미국 경제의 3분의 2를 초과하는, 이 거대한 총소비 지출의 특성은 수많은 세계 각국에게 대외수요의 주요 원천이 되어 왔습니다. 그러나 미국의 소비지출 규모는 너무나 큰 비중을 차지하고 있으며 지난 몇 십년 이후 최초로 GDP 대비 소비지출의 특성을 탐색하기 시작했습니다. 그러나 미국 소비자에게 판매하고 봉사하는 직종에 참여한 기업 또는 금융기관에게 미국 소비자의 특성에 대해 격려의 말씀을 드릴 수는 없습니다.

돌이켜 보면 해마다 그리고 수십년간 대형 소비지출이 미국의 성장을 위한 기본요건이었습니다. 미국 소비지출을 우려하지 마십시오. 우리는 엄청나게 소비할 방안을 찾을 것입니다. 소비를 위해 애걸하고 돈을 차입할 것이고 필요하다면 훔칠 것입니다. 소비지출에 중독되어 있는 미국인의 관행을 확실히 지키도록 할 것입니다. 미국인의 소비 욕구는 이렇게 부추겨졌습니다. 지금 정반대 현상이 일어나고 있습니다. 본인은 1년 혹은 2년전 이러한 과소비 중독에 빠진 미국인의 행태를 비판하기를 매우 주저하였는데 그 이유는 미국인의 기호 정서 및 역사를 거스르기 때문입니다. 그러나 지금 본인은 연륜이 들어서 진정한 예측인 예측을 하는 것을 전혀 마다하지 않습니다. 이러한 일이 과거에 전혀 없었기 때문입니다. 사실 이러한 예측이 예측입니다. 과거에 한번도 이러한 일이 일어나지 않았기 때문입니다.

우리가 지금까지 보지 못했으나 우리가 지금 보고 있는 것은 추세의 변화입니다. 세계 경제와 미국 소비자에게 수출해 오던 국가들의 경제를 향상시킨 미국 평균 소비자의 엄청난 지출속도에 지각 변동이 일어나고 있습니다. 미국인의 대형 소비지출 관행은 사라져 버렸습니다. 왜 그럴까요?

Decision Economic사가 구축한 계량 모델을 통해서 미국 소비지출의 특성을 분석하고 검토하여 보면 지금까지 볼 수 있었던 미국인의 소비지출 규모가 축소하는

부정적인 결과입니다. 경기순환적인 기준으로 볼 때 총소비지출에 심각한 하락이 있으며, 장기적으로 볼 때, 이러한 침체에서 벗어난다고 할 때에도 미국은 2년 전까지 45년 동안의 인플레이를 감안한 연평균 3.5%의 소비지출 신장률에 결코 다시 근접하지 못하리라는 것이 Decision Economic의 생각입니다. 연간 3.5% 소비지출 신장률은 45년 기간 미국경제가 기록한 불변가격 GDP 성장률보다 높은 수치입니다. 이것이 미국의 민간 소비지출의 역사이며 평균치입니다. 그런데 미국은 2008년 3, 4분기에 민간 소비지출에서 -3.8%와 -3.5%의 연이어 마이너스 신장률을 기록했습니다. 이 같은 사실은 앞으로 미국의 장·단기 민간 소비지출의 특성은 미국이 경기침체에서 벗어나면 소비지출이 신장할 것이나 과거와 같이 연간 3.5%의 신장률에는 전혀 접근하지 못한다는 기본적 유형을 갖게 된다는 점을 시사합니다.

여러분의 기업, 금융기관 혹은 국가가 연간 3.5%라는 성장률에 직접적으로나 혹은 간접적으로 익숙해져있는데 그러한 성장속도가 연간 1.5%로 하락한다면 엄청난 변화가 전 분야에 일어납니다. 성장률의 변화가 기폭제입니다. 성장률을 연구하는 전문가들은 성장이란 전적으로 성장률의 변화이지 경제활동 수준의 변화가 아니라는 이른바 가속화 효과(accelerator effect)를 알고 있습니다. 모든 의사 결정자는 중국의 성장률이 연간 11%에서 6%나 7%로 변화할 때 연간 6%의 성장률이 연간 5% 성장률로 하락하는 경우 보다 엄청난 충격을 준다는 단순하지만 기본적인 원리를 알고 있습니다. 중국의 호황과 이에 연관된 모든 경제활동이 성장률의 급격한 하락이란 측면에서 경기침체가 됩니다. 연간 11% 성장률에 맞추어진 경제활동과 모든 의사결정자에게 성장속도의 급속한 하락이 경기침체를 유발시킵니다. 기업을 영위하고 있는 경우, 연간 11% 성장률의 기업계획을 맞추지 않으면 손실을 입게 될 것입니다. 그런데 성장률이 큰 폭으로 하락하면 이것은 모든 분야에 여러 형태의 부정적인 효과를 자아냅니다.

불변가격으로 9조 달러 이상인 미국의 총 민간소비지출의 평균신장률이 연간 3.5%에서 1.5%로 하락할 때를 상상해 보십시오. 판매와 수익이란 측면에서 미국 기업에게, 미국 소비자를 고객으로 하는 미국 금융기관에게 그리고 미국 경제에 직·간접적으로 연계된 한국과 같은 대미 수출국에게 심각한 파장이 일어납니다. 중국의 총 무역액의 20%가 미국행이며, Decision Economic사가 조사한 바로는 GDP 대비 미국행 수출액 비중이 지난 10년간 상승한 국가는 세계 각국 중 중국이 유일합니다. 한국의 대미 총수출 품목은 축소하였으나, 한국 경제는 크게 개방되어 있고 수출에 의존하고 있습니다. 한국의 수출이 중국에도 의존하고 있어 미국의 소비지출이 약화되면 중국의 대미 수출이 약화되고, 다음으로 한국의 대미, 대중 수출도 약화됩니다.

그리고 여기에 일본을 포함시키면, 한국과 일본 사이의 수출 및 수입 성향을 보아 아시아 바로 이 지역에서 기업환경이 왜 급속도로 악화하는지를 이해할 수 있을 것입니다.

미국의 민간 소비지출면의 침체는 장·단기간 기준에서 볼 때 역사적 기록보다 하락하고 있습니다. 여러분과 그 외 분들에게 본인이 전달하고 싶은 것은 민간 소비지출이 지금 과도히 소극적이며 미국이 이로부터 떨치고 나온다 해도, 미국 소비자의 특성과 미국의 장기적 상황 전망은 미국 정부가 계획하고 있는 새로운 경제부양책에도 불구하고 침체 이전 상태와 같지는 않을 것입니다. 본인의 견해가 틀릴 수 있습니다. 그러나 하나의 경고로서 이러한 상황의 인식을 말씀드리고 싶은데 이렇게 하여야 여러분이 기업과 금융문제를 검토하는 방법에 본인의 경고를 통합할 수 있을 것입니다. 함구하기보다는 틀리고 싶습니다. 이렇게 되어야 하고 갑작스러운 변화에 여러분이 민감해지지 않습니다.

그러면 미국 소비자의 특성을 구성하는 요건들이란 무엇입니까? 그런데 민간소비지출의 부진이 미국이 겪고 있는 경기침체의 핵심입니다. 소비지출이 하락하면, 기업 판매와 수익이 하락하고, 그러면 기업은 규모를 축소하므로 자본 지출이 하락하며 사람들이 해고되고 따라서 실업률이 상승합니다. 소비지출이 하락하면 소비자와 기업의 신용리스크가 올라가며 금융기관은 경기순환적 효과 때문에 대출하기를 우려합니다. 이와 같은 상황의 전개는 서브프라임과는 더 이상 관계가 없으며 경기순환과 연결되어 있습니다. 금융기관이 대출을 하지 않으면 상황은 더욱 악화되고 그러면 미국은 지금 행정부가 고려중인 구제책 등을 필요로 하게 됩니다.

미국 소비자의 특성 혹은 기본 요건(fundamental)에 영향을 미치는 요인의 하나는 일자리와 소득입니다. 불변가격 개인 가처분 소득이 연간 약 2% 상승(전년대비)했는데 추세치보다 매우 낮습니다. 가처분 소득의 상승이 소비를 창출시키는 첫 번째 방법입니다. 두 번째의 기본 요건인 가계 자산은 1년 전과 비교하여 10조 달러 삭감되었습니다. Decision Economics사의 계산에 따르면 부동산과 주식으로 구성된 자산의 손실 규모가 10조 달러라면 1달러당 6전 가치의 소비지출이 감소합니다. 즉 2009년에 富의 효과로 인한 소비지출의 감소액이 6,000억 달러에 이릅니다. 주택이나 혹은 주식을 현금화 하여 지출하려는 사람들에게 양도소득의 실현도 없습니다. 미국인은 차입도 할 수 없고 주택을 재융자할 수 없습니다. 주택 가치는 하락하여 대부분 가계 부문의 주택저당이 과다하기보다는 손실상태에 있기 때문에 사실상 주택 담보물로부터 공짜 돈을 얻어 낼 수 없습니다. 그러므로 미국인의 주택자산이란 마

치 물 꼭지를 돌려서 더 이상 돈을 뺄 수 없다는 것입니다. 신용경색이 있으면, 금융기관은 가장 신용이 높으며 돈이 필요 없는 차입자를 제외하고는 소비자에게 대출하기를 주저합니다. 설문조사는 소비자 심리가 깊은 침체의 늪에 놓여 있음을 측정하고 있습니다. 최근 약간 개선의 기미를 보여주고 있으나 Decision Economics사는 선거 영향이라고 보고 있습니다. 미국 흑인을 차기 대통령으로 당선시킨 이 놀랄만한 선거가 미국인의 사기를 고양시켰습니다. 그러나 경제상황은 악화되고 있습니다. 가계부문의 재정 상태는 1980년대 이래 최악이며, 아마도 1930년대 이래 최악 상태입니다. Decision Economics사의 지표가 무엇을 나타내는지 보기로 합시다.

미국은 지금 인력 감축의 한 가운데에 있습니다. 발간예정인 보고서(2009년 2. 6 출간)를 보면 미국은 50만 여개의 일자리를 상실하게 될 것이며, 이것은 가처분 소득에 대해 부정적입니다. 임금과 소득이 크게 상승하지 않습니다. 인플레이 수치는 나쁘지 않을 것이므로 실질 소득의 상승은 둔화에 그칠 것입니다. 주택가격과 주가의 하락이 계속되는데, 이것은 순자산 혹은 부가 감소할 것임을 의미합니다. 이 때문에 내년 미국은 지출의 삭감을 기록할 것입니다.

가계 부문의 재정상태가 호전되기 위해서는 시간이 걸릴 것입니다. 미국인이 보유한 주택을 재융자 하든가 혹은 모기지 가치의 증가로부터 100달러나 혹은 200달러를 취득함으로써 재정 상태를 고칠 수 있는 것은 아닙니다. 미국인은 소득에서 일부를 저축하여야 할 것입니다. 미국인은 수십 년간 저축을 할 필요가 없었습니다. 신용카드, 주택담보, 주식담보 차입 등으로 지출을 할 수 있었으나 지금은 더 이상 할 수 없습니다. 미국인은 본인이 방금 언급한 것을 직관적으로 이해한다고 생각합니다. 즉 더 이상 쉽게 얻을 수 있는 돈이나 매우 용이한 자금조달이 없다는 것이며, 일을 해서 소득을 벌고, 그리고 퇴직 계정을 보충하고 미래의 지출을 위해서 보다 많은 자금을 창출하려면 저축을 하여야 한다는 것입니다. 이러한 일은 장시간을 요합니다. 현 행정부의 정책이 소비자를 위한 감세 조치에 크게 치중하지 않으면 Bush 행정부 초기에 일부 사람들이 누렸던 것과 같이 많은 돈을 현 행정부로부터 받을 수 없을 것입니다. 방만한 소비지출의 시대는 지나갔고 소비의 축소와 저축의 필요성을 절감하게 되는 이러한 미국인의 소비 지출의 특성을 변화시킬 수 있는 무엇도 오랫동안 볼 수는 없을 것입니다. 그래서 수십 년 만에 처음으로 미국 소비자들이 장기간 더욱 저축하리라는 견해가 나옵니다. 저축률이 5% 혹은 6%, 심지어 8% 수준으로 상승할 것입니다. 평균 소비지출은 악화될 것입니다. 미국 소비자에게 의존하는 모든 기업, 금융기관, 그리고 국가는 지금 하고 있는 일들과 계획을 다시 생각해 보아야 할 것입니다.

세계경제를 위해서 바람직한 일은 물론 타국의 소비자들이 침체상황을 활성화하는 것입니다. 미국 경제의 의사로서 본인은 어떤 의미에서 이것은 건전한 대안이라고 봅니다. 미국 소비자들같이 낭비벽의 소비자도 이러한 일을 할 수 없게 되었고 소비자들은 좋아하든 혹은 싫어하든 저축이 강제될 것입니다. 그러나 미국은 이러한 과정을 지나는 동안 기업 측은 많은 고통, 조정 그리고 손상을 겪을 것입니다.

미국 경제에 대한 나머지 전망에 대해서 말씀드리면 Decision Economics사가 목격하고 있는 것은 자본지출이 포기된다는 것입니다. 아직도 계속 하락하고 있는 주택가격의 극심한 불황과 전체 경제의 70%가 하락하고 있음을 감안할 때 기대했던 판매와 수익상태가 약화된다는 것은 놀라운 일이 아닙니다. 이러한 상황에서 미국의 기업이 무엇을 하겠습니까? 기업은 인력, 생산, 자본지출, 특히 기술 분야에의 지출 그리고 설비투자를 삭감합니다. 그 이유는 이와 같은 지출 항목을 쉽게 삭감할 수 있기 때문입니다. 기업은 새로운 벤처사업에 진입하지 않고, 할 수 있는 한 모든 현금을 저축하려고 하며, 배당을 삭감하고 생존하려고 노력합니다. 요즈음 이것이 본인이 보고 있는 미국 기업의 행태입니다. 통계자료는 2008년 4분기에 미국의 자본지출이 연율로 거의 -20%라는 매우 엄청난 하락을 보여줍니다. Decision Economics사는 자본지출액이 -14% 혹은 -15%라는 아마도 가장 부정적인 예측을 하였습니다. 그런데 현실은 더욱 악화되었습니다.

그래서 민간 소비지출의 하락 외에 미국은 경기 순환상 자본지출의 후퇴국면에 있습니다. 보통 1년 기간 지속되며 미국은 후퇴국면의 중간지점에 있습니다. 미국으로의 수출에 대해서 말씀드리면 소비가 미약하고 자본지출, 특히 기술 분야로의 지출이 감축되면, 전자제품과 기술 분야에 수출하는 모든 한국 기업에 무엇이 일어나겠습니까? 이것은 경제전망 중 매우 부정적인 부분이며, 이어서 이에 따른 충격은 전세계에 확산됩니다. 또한 미국은 지금 얼마나 빨리 무역규모의 축소를 보게 되느냐 하는 시간상의 문제를 보고 있습니다. 그래서 예고된 결과는 2008년 4분기에 기록된 매우 엄청난 수출신장률의 하락과 글로벌 경기침체를 반영하는 수입신장률의 하락입니다. 무역거래가 축소됨에 따라 대형 및 중소형 수출업체를 포함해서 모든 무역 관련 기업이 고통을 받고 있습니다.

거의 모든 미국의 민간 부문이 현재 악성 침체에 빠져있습니다. Decision Economics사는 2009년 1/4 분기에 불변가격 GDP가 -5% 내지 -5.5%로, 2/4분기에는 -2%로, 그리고 2009년 하반기에는 1%가 하락될 것을 예측하고 있습니다. 그리고

2010년에는 경제부양책이 없을 경우 미국은 1%에서 2%의 성장을 할 것으로 이야기 되고 있습니다.

경기침체를 진단하는 의사들의 처방 안에 대해서 논의하겠습니다. 우선 미국의 연방준비은행의 임무에 대해서 말씀드리겠습니다. 미국의 중앙은행인 연방준비은행은 그동안 자체의 역할로부터 비켜 있다가 마침내 미국이 당면한 경기침체의 심각성과 이것이 세계경제에 미칠 영향을 이해하게 되었습니다. 여러분이 아시다시피 연방기금의 금리가 거의 0으로 내려왔으며, 미국은 지금 일종의 「양적 완화」(quantitative easing) 정책을 필요로 하고 있습니다.

일본은 수년전(2000년)에 정책금리를 거의 0으로 인하하는 「양적 완화」 조치를 취했으나, 더 이상 금리를 인하시킬 수 없었으며, 디플레이션과 실질금리의 인상에 부딪혔습니다. 이를 극복하기 위해 일본의 중앙은행은 자체의 대차대조표를 이용하여 주로 시중은행에, 그리고 경제가 어떻게 손댈 수 없었던 부실기업(zombie corporation) 등에 자금을 공급하였습니다. 일본의 중앙은행은, 저금리를 유지하여 경제를 소생시키기 위해서 시중은행에 자금을 공급하면 시중은행이 다시 민간 기업에 대출을 하고 자금을 공급하며 직접 일본 국채(JGB: Japanese Government Bond)도 매입할 것을 기대했던 것입니다. 이것이 ‘양적 완화’의 일본판입니다.

‘양적 완화’의 미국판은 유사하지만 또한 상이합니다. Bernanke 미국 연준 의장이 서술한 바와 같이 미국의 ‘양적 완화’는 시중은행에 자금만을 공급하기 때문에 「신용 완화」(credit easing)에 보다 가깝습니다. 본인은 미국판을 다르게 설명하고 싶습니다. 미국의 연방준비은행이 위와 같은 조치를 추구하는 이유는 이것을 원해서가 아니라 별다른 선택의 여지가 없기 때문입니다. 연방준비은행은 민간부문의 은행이 되었습니다. 중앙은행은 일반 상업은행의 최종대출자입니다. 이 임무를 연방준비은행이 초기에 하였으나 효력이 없었습니다. 그래서 연방준비은행은 국채전문 달러, 상업은행과 투자은행, 중개업자 그리고 보험회사의 최종대출자가 되었습니다. 이것도 효력을 내지 못했고 경제와 금융시장은 악화되었습니다. 이 와중에 Lehman Brothers사를 포함한 일부 금융기관이 파산했고 더 이상 존재하지 않습니다.

미국의 신용과 금융조직 그리고 중개기능은 붕괴되었습니다. 여러분이 이에 대해 알고 계시며 역시 한국에서도 이런 일이 어느 정도 사실이며 세계의 몇 개 지역에서도 사실입니다. 왜 그럴까요? 왜 이윤극대화를 목표로 하는 금융기관이 본인이 이야

기하고 있는 열악한 상황에서 투자를 하겠습니까? 너무나 위험부담이 큼니다. 예컨대 오늘 미국에서 소비자나 기업에 대출을 한다든가 혹은 사람들이 채권 발행을 통해서 자금을 조달하려고 팔려고 하는 자본시장에서 채권을 삽니다. 지금부터 일년 후에 구입한 유가증권이 무용지물이 될 수 있습니다. 은행이나 혹은 어떤 금융기관은 구입한 유가증권을 상각처리 하여야 할지 모릅니다. 더 이상 서브프라임이 아닙니다. 이것은 부실대출이며 금융기관이 역사에 오명을 남기고 일생동안 후회대상이 되는 투자입니다. 금융기관이 연방준비은행으로부터 받은 자금이 대출되지 않습니다. 대차대조표가 사실 무엇과 같은 것인지에 대해 미국의 금융기관에는 아직도 투명성이 없습니다. 본인이 이러한 금융기관의 하나를 운영했다면 누구에게도 대출을 하지 않았을 것이고 현금 형태로 가지고 있을 것입니다. 이러한 일을 세계 각처의 투자자들이 지금 하고 있습니다. 안전을 위해서 죽지 않고 하루 더 살고 싶은 것입니다.

사실 은행이 지금 하고 있는 일이 이런 것입니다. 은행은 엄청난 규모의 초과지급준비금을 보유하고 있으며, 이를 재무부 채권형태로 가지고 있습니다. 즉 기본 자기자본비율(Tier-One)을 높은 수준에서 유지하려고 있기 때문에 대출행위를 하지 않습니다. 연방준비은행은 1930년대의 대공황이 재연될 것을 우려하고 있습니다. 대공황을 연구한 우리들 대부분은 대공황을 유발시킨 것이 은행 및 신용조직과 금융 및 재정정책상의 오류였다고 믿고 있습니다. 문제의 핵심은 신용이었으며 작고한 Friedman 교수가 자주 언급했던 바와 같이 통화공급이 아니었습니다. 원인은 신용이었고 은행조직의 붕괴였습니다. 연방준비은행은 미국 경제의 침체를 완화하기 위해서 할 수 있는 만큼 신용의 원활한 흐름에 모든 노력을 경주하고 있습니다. 그러나 이것마저도 효력을 내지 못하고 있습니다.

연방준비은행이 취하고 있는 미국형 ‘양적 완화’란 바로 이것입니다. 연방준비은행은 신용 리스크가 좋은 기업의 자산유동화 증권을 구매하기 위한 기구를 설립했습니다. 이러한 제도적 조치는 기업어음시장에 도움이 되고 있으며, 기업어음의 할인율을 인하하고 있고 대다수 기업의 유동성을 호전시키고 있으며 그리고 이렇게 함으로써 기업의 운전자본(working capital)을 조달할 수 있습니다. 이 기구는 이른바 정부지원기관(government-sponsored enterprise)인 주요 모기지 제공자들로부터 직접적으로 그들의 부채를 구입하여 그 부채비용을 인하시키고 있으며 모기지 금리도 인하될 수 있을 것입니다. 연방준비은행은 설립한 기구를 통해 대차대조표를 10억 달러 규모로 확장하여 Fannie Mae와 Freddie Mac이 발행한 주택저당대출 유동화증권(MBS)을 직접적으로 매입하고 있는데, 여러분이 아시다시피 극심한 불황에 있는 주택시장에서 신용의 흐름을 유지하려고 하는 것입니다. 또한 이번 2월에 연방준비

은행은 부실자산구제프로그램(TARP)이 제공한 200억 달러의 자금으로 소비자와 중소기업에 기간별 재원조달을 하는 기구를 운용하게 됩니다. 이것을 기초로 하여 10대 1의 레버리징을 통해 민간부문에 직접적으로 제공될 수 있는 2,000억 달러의 대출능력이 조성됩니다.

며칠 전에 연준은 여건이 조성되어 필요하다고 하면 재무부 증권을 직접 매입할 것이라고 언급했습니다. 확실한 것은 연준이 재무부 증권을 매입하여야 할 것입니다. 미국 정부가 예산상의 적자를 기록할 것이고 미국 정부의 채권발행이 글자 그대로 범람할 것이기 때문입니다. 그런데 현재의 낮은 수익률에 세계 각국이 이 모든 재무부 채권을 흡수한다는 것은 믿기 어렵습니다. 누군가 이것을 매입하여야 하는데, 매입자는 미국인과 연준일 것입니다. 어떻게 미국의 저축을 효율적으로 활용하느냐 하는 문제가 될 것입니다. 미국은 미국 자체가 실질적으로 적자를 보전하여야 할 것입니다. 재무부 채권이 어떤 영향을 미치면서 귀찮을지는 모르겠으나 본인은 어떻게 이 채권의 판매가 이루어지느냐에 따라 중국적으로는 달러화 가치에 미칠 영향을 우려하고 있습니다.

그래서 금리가 제 구실을 못할 것이기 때문에 연준은 대차대조표를 통화정책의 또 다른 수단으로서 사용하게 됩니다. 일본의 중앙은행도 동일한 상황에 처해있습니다. 중앙은행은 기업채권을 매입합니다. 영란은행도 마찬가지로 대차대조표를 사용하여 영(零)에 근접한 금리에 의해서 진화되는 ‘양적완화’ 조치를 취하고 있습니다. 현재 유럽중앙은행은 유로 지역의 16개국을 회원으로 가지고 있어 ‘양적 완화’ 조치를 취할 능력이 없거나 취하지 않을 것으로 보입니다. 이와 같은 상호간 조정이 문제입니다. 다른 중앙은행들도 이러한 조치를 아직 취하지 않고 있으며 한국도 아직은 확실히 ‘양적 완화’ 조치를 도입하지 않고 있습니다. 한국의 기준 금리가 3%에서 1%로 인하되더라도 전혀 놀라울 일은 아닙니다. 한국이 공식적으로 ‘양적 완화’ 조치를 과연 취할 것인지 두고 봐야 하겠습니다.

이것은 일종의 정책 실험입니다. 부연하면, 이전에 보지 못했던 병을 의사가 치유하려는데 약가방에 약이 없어서 극약처방을 하게 됩니다. 효험이 있을 수도 있고 없을 수도 있습니다. 어떤 형태의 효험을 낼 것이라는 가능성을 보는 것입니다. 해는 언제나 뜹니다.

재정측면에는 두 가지의 정책 실행이 있는데, 하나는 재무부를 통해서 금융위기에 대처하는 것으로 기본적으로 TARP 프로그램을 통해 경제를 돕는 것입니다. TARP



프로그램은 Paulson 재무장관이 성급히 고안한 정책조치입니다. 재무부는 정책 실행이 없으면 세계경제가 붕괴할 것이라고 하원 민주당 지도부를 위협했습니다. 이것은 기본적으로 Bernanke 연준 의장과 Paulson 재무장관이 2008년 9월 25일 저녁에 민주당 지도부에 언급한 것입니다. 하원의 민주당 지도부를 자문하는 본인과 같은 사람은 서둘러서 무엇인가 해결하는 것이 좋을 것이라고 이야기 합니다. 그 이유는 일주일정도 우물거리면 악화되기 때문입니다. 지금 본인은 그것을 정책조언으로 언급한 것에 대하여 유감스럽게 생각합니다.

시간을 가지고 청문회를 개최하며, 이런 일에 조급하지 말라고 이야기 했어야 했습니다. 그보다는 정책 입안시 흥분된 분위기에서 정책이 결정되기 쉽습니다. 때문에 본인은 급히 그리고 긴박감에서 입안된 정책은 운용하기보다는 잘못을 저지름 가능성이 많다는 것에 언제나 항상 승부를 걸어야 돈을 언제나 벌 수 있을 것이라고 본인은 본인의 고객에게 말합니다. 이러한 사례는 다수의 정책결정 상황에서 직접적으로 목격할 수 있습니다. Decision Economics사는 민주당이 주도하는 하원에게 정부에게 7,000억 달러 전부를 신속히 주지 말 것을 건의했습니다. 본인은 이와 같이 말했던 것으로 생각합니다. “나는 돈으로 무엇을 할 것인가에 대한 감독을 하지 않은 채 곤란에 빠진 내 이웃에게 70달러를 쥐주지 않을 것입니다.” Paulson 재무장관은 자금운용의 감독을 요청하지 않았습니다. 그는 자신과 차기 행정부가 받은 돈으로 할 수 있는 것은 무엇이든 할 수 있는 최대의 여유를 원했습니다. 그러나 이것은 납세자의 돈입니다. 그렇게 할 수는 없습니다. 납세자도 확실히 이해관계가 있음을 여러 사람들이 주장합니다. 그러므로 정부는 올바른 방법을 추구하는데 실수했으나 결국은 원하는 프로그램의 통과를 이루어 냈습니다. Pelosi 하원의장도 행정부에 동조하면서 실수를 범했습니다. 첫 번째 TARP프로그램은 하원의 찬성을 받지 못했으며, 시장은 요동을 쳤습니다. 정부는 목적인 바를 달성은 했는데 그런데 무엇이 일어났지요?

재무장관과 그의 Goldman Sachs 조언자들로 구성된 모임 속에서 나온 이 잘못된 고 이상한 프로그램은 시장이 없는 증권을 위해 시장을 설립하려고 시도했습니다. 파생금융상품이라 불리는 복잡한 수백, 수천의 증권이 수많은 금융기관의 장부에 남아있는데, 주택 저당물의 가치는 계속 하락하고 있습니다. 아무튼 그들은 이러한 금융상품의 시장이 존재한다고 믿었으며 이것을 경매에 붙이려고 생각했습니다. 말도 안되는 소리였습니다. 문제는 주택과 주택가격이었는데, Paulson 계획에는 이에 대한 대응조치가 전혀 없었습니다. 그래서 미국은 기대되었던 대로 흘러갔습니다. 주택가격은 계속 하락했고, 자산담보물 가치는 계속 잠식되었으며, 그리고 이러한 부

실자산을 보유한 금융기관의 대차대조표의 가치는 계속 하락했습니다. 신용평가기관은 금융기관의 신용등급을 격하할 수밖에 없다고 언급했고, 구매자는 매도하는 등 모두가 한바탕 하고 싶은 일을 했습니다. 한편 금융기관은 어려움 속에 깊이 계속 빠져들었습니다.

이 때 은행의 자본 확충을 위해 자금을 공급하였던 영국의 Gordon Brown 총리가 미국을 방문했습니다. 영국은 미국보다는 은행의 국유화가 약간 쉬운 편이며, 영국에서는 그런 방향으로 움직였습니다. 그러므로 Paulson 장관은 대차대조표로부터 부실자산을 매입/처리시킬 수 있는 능력의 부재에 좌절하면서, 소생시킬 수 있다고 생각한 은행과 금융기관에 자금이란 먹이를 주었습니다. 그 자본이 투입되었는데, 그러한 자금을 받은 금융기관 중 어느 하나도 대출을 하지 않았다는 사실이 놀랍지 않습니까? 본인이 기술하고 있는 이러한 암울한 환경에서 금융기관이 대출을 하겠습니까? 왜 리스크 회피적인 금융인이 이미 곤란에 빠져 있는 개인과 회사에 어떤 자금을 대출하겠습니까? TARP 프로그램이 개시된 후 이번의 할당액 3,500억 달러는 두 번째의 구제금융이란 점에 놀랄 이유가 없습니다. 첫 번째 할당액을 소진한 이후 두 번째 할당액은 주택을 위해 더욱 사용될 것입니다. 즉 주택압류문제를 해소하는데 쓰여 질 것이며 그리고 아마도 대차대조표로부터 부실자산을 매입/처리하는데 어떤 형태로든 사용될 것입니다. 그러나 여기에 문제의 핵심이 있습니다. 미국인은 이러한 조치에 분노하고 있습니다. 의회도 이것을 느끼고 있는데 이에 대해 무엇을 할 수 있는지 그리 확실하지 않습니다. 왜 사람들이 격분하고 있지요?

TARP 프로그램으로부터의 모든 돈이 미국인에게는 은행과 금융기관으로 가고 있는 것으로 보이고 있습니다. 이러한 문제를 야기 시킨 장본인이 누구라고 사람들은 생각하고 있습니까? Wall街와 금융기관입니다. 따라서 상원의원과 하원의원은 지금 듣고 있는 것 같은 비명, 반항과 격분의 물결을 들어본 적이 없을 것입니다. “이것은 나의 돈인데, 이것이 금융기관으로 가고 있다. 그들은 비행기와 다른 회사를 구입하고 있는데 나는 나의 집과 일자리를 잃고 있어도 너희들은 어떤 돈도 나에게 주지 않고 있다.”라는 비명입니다. 이에 대한 정치적 충돌은 매우 격렬한데 이것이 어떤 행동으로 나타나는지 보겠습니다.

마지막으로 미국의 경제회복안과 재정부양책은 세계 각처의 여타국의 계획들과 유사합니다. 세계 각처의 많은 국가들이 강약의 차이는 있으나 정부지출의 확대를 통해서 현 상황에 대응하고 있습니다. 미국의 형편은 그렇게 좋지 않습니다. 미국의 기존 예산 규모는 이미 방대합니다. 한국은 재정지출의 확대를 통해서 금융위기 상

황에 대처할 수 있는 보다 좋은 형편에 있습니다. 일본은 그렇지 않습니다. 중국도 보다 좋은 처지에 있습니다. Decision Economics사는 중국의 예산 내용이 어떤지 잘 모르지만 중국의 외환보유고 규모는 2조 달러에 가깝습니다. 한국도 충분한 외환보유고를 가지고 있어 경기부양을 위해 충분한 여지가 있습니다.

미국의 경기회복안의 규모는 8,000억~9,000억 달러에 이르며, 이의 60%내지 65%가 인프라시설, 도로, 고속도로 등 보다 현대적이고 기술지향적인 구축물 구입에 할당되는 정부지출일 듯 싶습니다. 주와 지방에서는 많은 자금이 의료보험과 관계된 국민의료보조제도(MEDICAID)를 조정하는데 지원됩니다. 지방 고속도로와 학교 건설 프로젝트에도 자금이 배분되며 일부는 일자리 없는 미국인의 의료보험 지출과 실업수당으로 쓰여집니다. 사회보장으로 대부분 생활하는 중소 소득계층 가족에게 2년 기간 약 30%~35% 조세감면이 주어집니다. 또한 1,500억 달러에 이르는 임시적인 2년 기간 일몰제의 세금인하와 여타 세금인하 조치가 이행됩니다. 조세감면과 조세인하 프로그램은 2년이 지나면 그대로 자동소멸되도록 고안되어 있으며, 지출 규모는 추세를 벗어나지 않을 것입니다.

정부의 경기회복안을 감안한 Decision Economics사의 계량모델은 의회예산실이 법문화한 정책 이행 효과의 시간차를 감안하면 경기회복안이 이행된 1년 뒤에 추가적 GDP 성장률이 1.5%일 것을 시사하고 있습니다. 이를 따르게 되면 Decision Economics사는 2009년에 불변가격 GDP 성장률이 -2%에서 -0.5%로 올라갈 것으로 예측합니다. 2010년에는 다른 일이 없다면 0.5%내지 0.25%정도 성장률이 더 높을 것입니다. 이렇게 되면 Decision Economics사는 2010년의 불변가격 GDP성장률이 1.5%에 2% 대신 2.5%에 3%로 예측하는데 이는 확실한 회복입니다. 그러나 어떤 종류의 경제회복이지요?

현재 정부의 경제회복안의 내용은 거의 2/3가 정부지출이고 나머지 1/3이 세율인하입니다. 재정정책과 실행정부의 측면에서 볼 때 미국의 정책 운영의 기초는 연방정부의 보다 강력한 역할입니다. 즉, 그동안 부시 행정부가 지향했던 정책의 우선순위에 중지부를 찍고 민주당이 구상하고 있는 정책을 마련하는데 연방정부의 힘을 활용하는 것은 선거결과가 민주당 정부에 부여한 권한인 것입니다. 사실 민주당은 그러한 방향으로 움직이고 있습니다. 많은 자금이 건설과 연방정부 및 주정부의 프로젝트에, 그리고 얼마는 가게 부문에 지출될 것입니다. Decision Economics사의 연구는 미국은 정부 부문의 고용에서 큰 증가가 있을 것으로 보여줍니다. 문제는 미국의 민간부문의 향방입니다. 그 이유는 이번의 경제회복은 지난 35년간에 있었던 어

면 회복과정과도 다른 것이기 때문입니다. 이번의 회복은 정부가 주도할 것입니다. 낮은 금리 때문에 흔히 주택분야에서 회복이 시작되고 소비가 다음입니다. 소비자는 탄력성을 가지고 있습니다. 소비지출은 하락하기도 하지만 매우 신속히 상승합니다. 그 뒤로 기업이 따릅니다. 정부의 세율인하와 지출은 회복 수단으로서 단지 두, 세 번 정도만 사용되었을 뿐입니다. 대부분의 기간 동안 금융정책만 사용되었으나 금융정책은 지금 더 이상 마술을 부릴 수 없습니다. 그래서 정부가 현재 의회에서 거론되고 있는 정부지출로부터 벗어나 세율감면 쪽으로 정책을 선회한다 하더라도 지금까지 관행적으로 펼쳐오던 통화팽창 같은 전통적 경제회복책의 재연은 없을 것입니다. 본인이 프로그램 내용을 전부 가지고 있지 않기 때문에 정확한 말씀은 드릴 수 없습니다. 그러나 이것은 큰 변화입니다. 그 이유는 활력을 가진 민간 부문이 출현한다고 해도 현재의 침체로부터 벗어나는 돌진력을 주도하지 못할 것이기 때문입니다. 기업인으로서, 의사결정자로서, 그리고 상황의 관찰자로서 이 문제에 대하여 숙고할 필요가 있습니다. 사실 세계 각처의 많은 나라에서 이것이 주요한 방안이 되고 있습니다. 다른 선택이 아마도 없을 것입니다. 민간 부문의 수요가 하락하고 충분치 않다면 정부지출이 이를 대신하여 불변가격 GDP에 가치를 부가시킬 것입니다. 그러나 불변가격 GDP는 기업과 금융에 관한 의사결정을 하는 사람들이 참고하는데 가장 형편없는 최악의 지표입니다. 조심하십시오. 불변가격 GDP와 기업의 회복이 있다고 해도 기업상의 의사결정을 미국의 소비자의 행태와 연계한다면 그 성과가 매우 좋지 못할 수 있습니다.

미국과 세계 경제의 상황은 본인이 지금까지 목격해 온 어떤 상황과도 같지 않습니다. 본인이 지금까지 서술해 온 상황의 대안은 디플레이션 속에서 허덕이는 세계 경제입니다. 일본은 또 다른 한차례의 디플레이션, 부채와 인플레이션이 혼합된 디플레이션의 악순환을 겪게 될 것이라고 Decision Economics사는 확실히 보고 있습니다. 아직 판정을 내릴 배심원은 배석하지 않고 있으나 미국에는 일본과 같은 상황이 일어나지 않을 것으로 Decision Economics사는 생각합니다. 지금 가동 중에 있는 모든 경기 부양책을 두고 볼 때 기본적으로 세계 경제는 디플레이션 기간을 통과한 후 다시 팽창할 것으로 생각합니다. 이의 대안은 15%의 확률을 가진 1930년대의 대공황이 재연되는 것입니다. 그러나 미국과 세계가 대공황과 유사한 상황에 부딪칠 확률이 낮다고 해도 그것이 그렇게 낮다고만 말할 수는 없습니다.

대공황의 대안이 되는 본인의 시나리오에서는 모든 사람들이 부실자산을 신속히 잘라버리는 것입니다. 이것은 무리근성입니다. 모든 조정이 매우 신속히 이루어질 것입니다. 재정부양책을 실행에 옮기는 국가들의 지출 규모는 상당한 크기의 자금을

조성하는데 기여하게 되고 이것은 세계경제를 끌어 올릴 것입니다. 미국과 여타 국가들이 취하게 된 강제 사육화 된 금융, 바꿔 말하면 중앙은행이 모든 금융기관의 최종대출자로서 금융조직을 구제할 것이고, 은행과 금융기관은 곧 대출을 개시하여 V자형의 회복 결과가 나타날 것입니다.

본인이 제시한 두 개의 대안에 대한 과제가 여기 있습니다. 이것은 마치 지킬(Jekyll)과 하이드(Hyde)와 같습니다. 여러분은 Robert L. Stevenson의 소설인 「지킬박사와 하이드」(The Strange Case of Dr. Jekyll and Mr. Hyde)를 알고 계십니까? 두 개의 대안은 밤과 낮과 같습니다. 본인이 제시하는 정부가 주도하여 내년에 보게 될 경제회복의 대안이 1930년대의 상황과 같은 것이라면, 어떻게 기업을 운영하며 어떻게 정책을 입안합니까? 본인은 주장하는 시나리오가 V자형의 상황이라면 강제 사육된 금융을 통해 인플레이션을 겪고 다시 큰 팽창으로 이어질 것입니다. 어려운 세계이며, 예측하기 어렵고, 더욱이 이러한 시점에서 특히 미국에서 정책입안을 위한 분석이 더욱 어렵습니다.

감사합니다.

---

## 질 의 · 응 답

---

**질문** 귀하의 지혜와 통찰력을 저희들과 같이 나누게 되어 매우 감사합니다. 한 가지 질문이 있는데 이것은 여타 주요 무역국의 통화 가치 대비 미국 달러화의 가치에 대한 중기 전망입니다. 그리고 중기 전망에서 주요 교환통화로서 미국 달러화의 위치입니다.

본인이 보기에 미국은 공공 및 민간 부문 모두 특히 소비자 부문에서 큰 부채를 안고 있습니다. 지금 곤경에 빠진 금융기관을 구제하고 경제를 부양하기 위해서 GDP의 몇 %가 되는 규모의 많은 재무부 증권, 채권 등을 발행하여야 합니다. 일단 금융상황이 안정되면 세계 각처에 미국 통화의 범람이 발생할 것을 본인은 우려하게 됩니다. 그리고 미국 달러화로 표시된 재무부 증권은 이러한 기간 동안 안전한 구매대상이 되지 않을 것입니다. 이렇게 될 경우 미국 달러화 가치는 하락할 수 있을 것인데 주요 무역국의 거래결제 통화로서 미국 달러 가치가 어떻게 될지 본인은 우려하고 있습니다.

---

**답변** 질문에 감사드립니다. 귀하가 언급한 것의 대부분에 기본적으로 동의합니다. 이 시점에서 어떠한 조치도 없을 경우 미국이 당면하고 있는 상황에 재정적자와 국채가 미치는 함축성을 생각해 보십시오. 어떠한 조치도 없다는 것은 TARP 같은 프로그램을 통한 구제금융이나 8,000억 달러에 이르는 경기부양책 같은 것이 없다는 뜻입니다. Decision Economics사는 8,000억 규모의 부양책을 전제한다면 2009년의 재정적자는 1.7조 달러에 이를 것으로 보고 있습니다. 높게는 2조 달러 낮게는 1.5조 달러 일 수 있습니다. 여기에 TARP 프로그램의 상한선인 7,000억 달러를 전부 사용한다면 재정적자는 더욱 악화될 것입니다. 연간 약 4,000억 달러 정도가 경기부양 프로그램으로부터 지출될 것입니다.

미국의 재정 적자는 경기침체와 세수의 상실로 높은 수치를 보여주고 있습니다. 개인소득세, 법인세, 양도소득세 등 모든 세수의 상실과 자동안정장치를 통한 높은 정부지출은 경기 순환적으로 심각한 재정적자 확대를 조성합니다. 여기에 정부의 채무를 증가시키는 구조적인 요인들이 있습니다. 인구의 노령화, 의무적인 보상지급, 사회안전보장지출, 의료보험 지출, MEDICAID등은 정부 부채를 최대로 증가시키는 항목들입니다. 이에 더하여 미국은 TARP와 경기부양책을 펼치고 있습니다.

2009년에 예상된 재정적자 규모는 1.7조 달러로서 GDP의 10%를 초과하며, 어떻게 정의하든 총 국가채무를 증가시킬 것입니다. 만약 경기부양책이 정지되고 TARP에 돈이 더 이상 들어가지 않는다 해도 증가된 국가채무와 이자지출은 존재할 것입니다. 이로 인한 부채상환액과 원리금 지급액의 합계가 GDP 보다 빨리 혹은 늦게 신장하든지 간에 금융리스크는 발생하게 되고 금융시장 참여자는 이를 의사결정에 평가하고 반영시킬 것입니다. 2009년 회계년도와 2010년에 GDP 대비 총 국가부채는 90%에 육박할 것이며 어떤 일이 일어나지 않는다면 2015년에 GDP 대비 총부채 규모는 105%에 근접할 것입니다. 미국이 이러한 수치를 마지막으로 기록한 것이 2차 대전 기간이었습다.

미국은 10%에서 12%에 이르는 GDP 대비 재정적자 비율을 기록한 적이 없습니다. 이 수치는 Reagan 행정부 시절 미국이 기록한 최고 기록의 2배 이상입니다. 지금 연준의 대차대조표상의 지출규모는 2조 달러를 초과하는데, 1년반 전에는 연간 8,000억 달러였습니다. 그래서 연준을 포함한 미국 정부가 어떤 조치를 취하지 않으면 금융위험에 대한 노출과 리스크란 측면에서 마치 표식이 없는 영역에 있는 것과 비슷합니다.

지금 연준 측에는 대차대조표상의 지출팽창으로부터 어떤 퇴출계획(exit plan)도 가지고 있지 않습니다. 어떤 면에서 연준은 금융제도를 구제하기 위해 지출에 폭 빠져 있습니다. 연준이 취할 수 있는 다른 대안이 있었는지 역사가 말해 줄 수 있기를 바랍니다. Washington에는 경기부야 프로그램을 염두에 두고 재정 긴축을 생각하는 사람은 아무도 없다고 말씀드릴 수 있습니다. 요약하면 퇴출계획이 없습니다. 높은 적자 및 부채 수치에 대한 경계심은 아마도 있을 것입니다. 본인이 이러한 경계심을 불러일으키고 있을지도 모릅니다. 그러나 수치에 대한 경계심은 있는데 워싱턴에는 이에 자극을 받아 미국이 당면할 재정적자나 국가채무에 대한 퇴출 계획을 대처하고 있는 사람은 아무도 없습니다.

아무런 변화도 없으면, 현재와 같이 미국은 더 이상 통화의 안전지역이 아니며 침체로부터 제일 처음 벗어날 선도국이란 인식을 더 이상 주지 못합니다. 미국이 처음 침체로 빠졌기 때문에 침체에서 가장 먼저 벗어나야 한다는 것이 우리생각입니다. 침체가 가버리고 세계 경제가 회복할 때 아시아는 호전될 것이나 미국은 적자와 채무로 얽혀질 것입니다. 달러화의 가치가 높을 수 있다는 것은 생각도 할 수 없습니다.

속수무책이면 그렇다는 것입니다. 많은 일이 생길 수 있습니다. 정책의 변화도 있을 수 있고, 퇴출계획을 구상할 수 있으며 여타국의 통화에 문제가 있을 수 있습니다. 그러면 미국 달러는 타국의 정책 포기나 불이행으로 어부지리를 피할 수 있습니다. 그러나 연방정부 수준에서의 지출 관행에 대한 궁극적인 제약 수단은 통화 가치, 장기 금리 수준과 미국에 대출하는 세계 각처의 투자가가 지닌 의향입니다. 한국을 포함해서 다수의 국가들이 과거에 기록한 무역흑자로 미국의 재무부 국채를 대량 구입하였는데, 이들 국가들이 계속 미국의 국채를 매입하리라고는 진정 믿지 않습니다.

질문자가 제기한 중기 기간은 시계(時界)가 어느 정도의 기간을 의미하는지 확실치 않습니다. 속도 조절은 매우 어렵습니다. 특히 지금까지 거론된 과제들, 금융혼란, 그리고 미국에 미치는 부차적 영향 등은 미국 경제에 커다란 부정적 요인으로 나타나고 있습니다. 어떤 조치가 크게 취해지지 않으면 이것이 6개월, 1년 혹은 3년이 지속될 수 있습니다. 이 와중에 달러화는 어떤 시점에서 주요 통상거래의 결제 화폐로서 존재하는데 어려움을 갖게 될 것입니다.

**질문** 미국 달러 대비 중국 위안화 환율에 대해서 질문이 하나 있습니다. 귀하께서 잘 아시다시피 이틀 전 내정된 재무부 장관이 중국은 특히 대미 수출을 증진하기 위해서 자



국의 통화를 조작하고 있다고 언급하였습니다. 중국의 대응은 정반대입니다. 중국은 변동 환율제를 모색하기 위해서 최선을 다하고 있습니다. 이 문제에 대해서는 몇 사람들의 논평이 있었는데, 특히 Martin Wolf씨는 중국이 그들의 상황 때문에 불가피하게도 조작을 한다고 하였습니다. 그러나 그는 중국의 거대한 국내소비가 세계경제를 위해서 유익하며 필요하다고 시사하였습니다. 귀하는 이 상황을 어떻게 평가하며 미국과 중국과의 분쟁을 어떻게 예견하고 있습니까?

**답변** 질문에 감사드립니다. 귀하의 질문은 두 개로 구성되었습니다. 하나는 인사청문회에서 새로이 내정된 재무부 장관이 언급한 논평이고 또 다른 것은 미국과 중국과의 통화관계입니다.

매우 적절치 못한 논평이었습니다. 재무 부장관은 인사청문회에서는 말할 것도 없고 통화에 대해서 어떤 것도 언급하지 않는다는 것을 수년간 배웠습니다. 통화가치의 상대적 관계에 대해서 무엇인가를, 그리고 ‘강력한 달러는 우리의 최대 관심사’란 해가 없는 표현같은 것도 언급하지 않기를 본인은 희망합니다. 재무장관의 발언은 어떤 국가의 국민이 그들의 입장에서 자국을 위해서 사실상 하여야 할 일은 무엇인지를 타이르는 등 격앙시키는 언사로 논평하는 것보다는 나은 편입니다. 그러나 중국인이 자국의 성장률이 둔화되고 있는 것에 당면하여 자국의 환율을 수출에 도움이 되는 변동 범위 내에 유지하려고 노력하는 것에 대해 왜 우리가 중국이 무엇인가 다른 것을 해야 한다고 생각하는지 본인은 모르겠습니다. 또한 중국이 그렇게 하는 것을 방지하여야 한다고도 전혀 생각지 않습니다. 전 세계에 보호무역주의적인 정책에 불을 붙일지도 모르는 중국에 대해서 논평하기 보다는 우리 자체의 통화문제에 대처하는 편이 나을 것입니다. 보호무역주의의 등장은 큰 위험입니다. 모든 나라에서 일자리가 없어지고 있고 실업이 급격히 상승할 것이기 때문입니다. 이런 일이 일어나면 정책은 어떻게 될까요? 상황이 매우 어려워지고 험악해집니다. 미국은 경제회복 프로그램 내에 시설투자 지출의 경우 미국의 철강제품을 우선적으로 매입하라고 지시하는 문구가 삽입되어 있습니다. Canada 신문 제1면에 110억 달러의 대미 철강제품의 수출이 위협에 처해있다는 표제가 있었습니다. 이것은 중요한 일입니다. 미국 상품 우선매입 정책(Buy America)의 단서를 삽입하는 것은 큰 잘못입니다.

중국은 자국의 모든 외환보유고를 가지고 그들이 원하는 통화가치를 결정할 수 없습니다. 조작도 마음대로 되는 것이 아닙니다. 금리를 결정하는 중앙은행의 정책과 무엇이 다릅니까? 중국은 자체상황 속에서 무엇이든 경제에 유리하다고 생각하는 것이면 자유롭게 추구할 수 있도록 해주어야 합니다. 세계 제3의 경제대국으로서 중



국민이 어떻게 10% 경제성장률을 회복할 수 있는지를 생각해 낸다면 우리 모두가 혜택을 누릴 것입니다. 본인의 두 개의 답변 중 첫째인, 내정된 신임 재무부 장관의 논평은 적절치 못했습니다. 본인은 동의하지 않습니다. 본인은 중국 측의 입장을 택하겠습니다. 중국은 자국에 유리한 정책을 입안하는데 자유스러워야 합니다. 중국은 자국에서 무엇을 하느냐 하는 측면에서 볼 때 미국을 위하여 일하는 것이 아닙니다. 미국의 문제는 미국의 문제입니다. 미국이 만들어 낸 것입니다. 이런 문제를 해결하기 위한 정책의 입안이 필요합니다.

본인은 분석가로서, 기업인으로서 그리고 투자가로서 보호무역주의를 증가시키는 어느 것에 대해서도 우려하고 있습니다. 공정무역은 다른 별개의 문제입니다. 우리가 불공정하다고 생각했던 몇몇 무역 건에 대응했던 것과 같이 우리가 일본인과 대면하는 일 혹은 덤핑과 불법 복제에 대하여 중국과 대면하는 것은 옳습니다. 그러나 미국이 어떤 경우에도 과거에 했던 것처럼 보호무역주의적 분위기를 조성하는 지경에 오게 되면 이것은 세계 각처에 보복적 행동을 야기하게 되며, 이것은 세계 무역의 원활한 흐름을 위해서 비생산적임을 우리는 알고 있습니다. 보호무역주의는 근절되기를 바랍니다.

**질문** Sinai 박사님, 세계경제의 현황에 대해서 본인이 지금까지 들어본 가운데 가장 암울한 발표에 대해 감사드립니다. 그러나 박사님이 우리에게 전해주고 있는 메시지에 대해서 비판하는 것이 아닙니다. 발표의 첫 번째 부분에서 우리는 경기순환상 위기의 중간정도를 경과하고 있다고 말씀하면서 약간 낙관적 전망을 내뿜었습니다. 그러나 별로 낙관적이지 못한 느낌을 주면서 마무리 하셨습니다. 미국에서 소비지출의 하락에 종지부를 찍기 위해서 우리가 주목해야 할 주요 변수는 무엇입니까? 주택가격입니까? 어쨌든 주택가격의 하락이 멈추는 일이 올 터인데 그때 주택시장이 경기의 바닥을 치고 나오는 것입니까?

두 번째로 박사님은 달러의 붕괴라는 불가피성 혹은 달러화 가치의 하락을 말씀했습니다. 가장 큰 수수께끼는 무엇이 현재 달러의 높은 가치를 유지시키고 있으며 그리고 어떻게 중국의 위안화 정책과는 별도로 달러화가 높은 가치를 유지하고 있는 점을 설명하실 수 있습니까?

셋째로 Obama 대통령은 녹색성장 프로젝트 등에 대해서 많은 이야기를 하고 계십니다. 한국도 역시 같은 것을 이야기하고 있는데 이로부터 얼마만큼 우리가 기대할 수 있는지 확신이 없습니다. 녹색성장 전략에 대해서 논평을 하여 주실 수 있겠습니까?

**답변** 인프라 시설에 관계된 정부 지출이 미국의 많은 공공교육기관의 환경관련 기술발전에 투입되고 있습니다. 인프라 시설 자금을 요청하는 기관이 환경관련 투자에 투입되도록 정부가 유도한다는 뜻에서 거의 산업정책이라고도 할 수 있습니다. 여기에는 모호한 점도 있습니다. 미국을 녹화(green) 할 수 있다고 생각하는 사람은 학교의 에너지 효율을 증가시킬 수 있으리라고 생각합니다. 미국의 민간부문의 창의성이 이러한 방면으로 전진하고 있다고 생각합니다. 상당한 자금이 지출되기 때문에 투자의 선호분야가 있을 것이고 낭비적인 투자도 있습니다. 정부의 지출에는 낭비적인 결과가 언제나 있습니다. 환경투자가 GDP에 미치는 영향은 계산하기 힘듭니다. 환경투자로부터 어떤 경제회복을 기대할 수는 없으나 환경관련 투자는 세계적인 움직임이며 긍정적인 사회적 함축성을 가지고 있습니다. 본인은 녹화사업측을 지지하나 사회적 목표를 달성하기 위한 경제정책을 구상하고 싶지는 않습니다. 그러나 이것이 미국에서 일어나고 있으며, 좋은 일일수도 있습니다.

미국의 경기회복에 대해서 말씀드리면, 미국은 경기순환상 하향국면의 반을 지났습니다. Decision Economics사는 이러한 일을 하여야 하기 때문에 우리는 경기침체의 지속기간을 최소 20개월에서 최고 27~28개월로 표시했습니다. 흔히 본인은 실제 月단위로 예측합니다. 이번 경기침체가 실제로 시작하기 전에 침체가 발생한 시점을 Decision Economics사는 月단위로 예측했음을 말씀드려야 하겠습니다. 실제로 놀라운 일입니다. 1970년대 중반이후 본인과 함께한 Decision Economics사는 경기순환의 전환점을 예측하는데 놓친 적이 없습니다. 지금 본인은 약간 자랑을 하고 있지만, Decision Economics사는 이번 경기침체의 전환점(저점에서 상승국면으로)은 놓칠 것입니다. 본인도 매우 미신적이어서 Decision Economics사도 예측하지 못하리라고 확신하고 있습니다. 결코 쉬운 일이 아닙니다. Decision Economics사는 경기가 2008/12과 2009/1 사이에 바닥을 칠 것을 예측했었으며, 이것이 National Bureau of Economic Research 연구소가 실제로 지정한 기간이기도 합니다.

지금(2009년 2월초) 미국은 2007년 12월부터 시작하여 15개월째로 접어들었습니다. 과거에 가장 길었던 미국의 경기 침체 기간은 2차 대전 후 1981~1982년과 1972~1975년에 있었던 16개월이었습니다. 그러므로 이 시점에서 침체기간이 길 것이라고 말하는 것은 쉽습니다. 어느 때 보다는 침체기간이 길 것이라는 것은 2년 전에 Decision Economics사가 이야기하고 있었습니다. 16개월이든지 혹은 더 이상입니다. 20개월이 되는 2009년 7월에 바닥을 치고 V자형 경기 회복이 된다는 Decision Economics사의 시나리오입니다. 지금 자료를 검토하여 보면 이러한 V자형의 회복

유형은 세계적으로 유사하다는 것을 알 수 있습니다. 처음에는 미약한 경기침체가 현재와 같은 매우 암울한 침체 상태로 악화되었고 V자형으로 회복될 것 같이 보입니다. 이에 따라 민간 부문에서 이루어져야 할 구조조정은 급속히 진행될 수 있습니다. 12개월 기간 동안 매월 60만개의 일자리 감축은 6백만개의 일자리 상실이 될 것입니다. 이것은 본인이 생각하는 기업의 인원 감축 계획보다 약간 상회합니다. 이것은 무리근성 같기도 한데 모든 기업들이 미친 듯 감축하고 있습니다. 2009년 1/4분기 까지 연율로 환산하여 자본지출은 20% 감축 되었습니다 경기 바닥으로 근접하면서 인력 및 자본지출의 감축은 급속히 종지부를 찍게 될 것입니다.

미국은 거침없이 자금을 투입하였고 유동성으로 금융조직을 범람시켰으며 대규모 재정적 경기부양책을 펼치려고 합니다. V자형 경기회복은 가능합니다. 1930년대의 대공황 같이 변화할 확률도 있고, 밤이 가고 해가 뜨면 악독한 Hyde씨가 선량한 Jekyll 박사로 변하듯 경기가 바닥을 찍고 나면 회복이 빠를 수 있습니다. 그래서 경기회복이 V자형이면 2009년 7월에 GDP 상승이란 측면에서 회복이 시작될 수 있습니다. Decision Economics사는 늦어도 2010년 2~3월에 GDP 상승이란 측면에서 경기가 상승국면으로 진입할 것으로 보는데 이것은 1930년대의 세계와 유사합니다. 미국의 GDP는 한국 수출업자에게는 중요한 지표가 아닙니다. GDP 지표는 미국 소비자와 기업에 중요합니다. GDP 상승이 모두 정부지출로 인해 유발되고 민간부문에 그 효과가 그렇게 많이 과급되지 않으면 한국 수출업자에게는 의미가 없습니다. 한국의 대미수출은 형편없을 것입니다. 중국으로부터의 수출이나 일본과의 상호교류도 마찬가지로 형편없을 것입니다. 그러므로 GDP상으로 밝은 전망이란 늦어도 2010년 1/4분기 전에 경기가 회복된다는 것이고 GDP의 구성이 어떻게 되느냐 하는 것입니다.

마지막으로 귀하는 소비자가 문제의 핵심이고 우리가 관찰할 대상이란 것에 대해서 질문하였습니다. 한가지만 관찰한다는 것은 어렵습니다. Decision Economics사는 본인이 언급한 소비지출의 6가지 근본적인 구성 요인을 살펴보고 있습니다. 한가지 우리가 자세히 들여다보는 것은 불변가격 가치분 소득이며, 물론 일자리도 임금과 보상지급과 마찬가지로 중요한 부분입니다. 디플레이션의 악순환 과정에서는 무엇이 일어나느냐 하면 구매력이 없기 때문에 기업수익이 손상을 입게 됩니다. 중앙은행은 금리가 쫓권에 있기 때문에 더 이상 인하할 수 없습니다. 그런데 가격 하락은 실질 금리가 인상된다는 것을 의미하므로 통화비용은 실질가격으로 상승하는 것입니다. 그러한 상황에서 기업들은 보상지급과 임금을 삭감할 것이고, 소비자는 지출을 감축할 것임에 따라 가격 하락을 다시 압박하게 되는 악순환이 조성될 것입니

다. 부채가 있게 된다면 그 상황은 매우 큰 부담이 될 것입니다. 그러므로 가치분 소득과 그 구성 분자를 관찰하여야 하든지 그렇지 않으면 Decision Economics사와 계약하여 그러한 일을 할 수 있게 하면 됩니다. 이것은 Decision Economics사가 항상 하는 일이기 때문입니다. 여타 조치도 중요하지만 이것만큼 중요하지 않습니다.

많은 것이 미국 기업 부문에 달려 있습니다. 기업이 인력을 감축한 뒤에 어떤 대가를 치루고 있는지 보십시오. 지금 미국에서 최고 경영진의 봉급 보너스에 대해서 말이 많습니다. 경영진의 높은 봉급 보너스는 사회적, 정치적 문제가 되고 있습니다. 최고 경영진의 높은 보너스 보다 터무니없는 것은 더 이상 없습니다. 일자리를 그 자리에 유지하려면 보너스, 회사 영업활동비 봉급 등을 감축하고 인하하여야 사람들에게 일을 시킬 수 있음을 지금 우리는 보고 있습니다. 지금 회사들이 이렇게 대응하고 있습니다. 또한 여러분은 특히 다국적 기업에서 대량의 해고가 일어나고 있음을 목격합니다. 글로벌 현상입니다. 그러므로 여러분이 Sony, GE, Starbucks사 등의 대량 해고 조치를 볼 때 모든 글로벌 기업 및 금융권이 우리가 지금까지 목격한 아마도 가장 유별난 글로벌 호황과 불황의 여파에 적응하는 과정에서 일어나는 대규모 합병/통합을 여러분은 보게 될 것입니다.

---

---

## 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>