



Occasional Paper Series

08-02

# The US “Risk” to Asia and Global Expansion

## 2008년 미국경제와 세계금융시장 동향



Allen Sinai

*June 2008*

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.

---

## 요 약

세계 대부분의 지역은 2008년에 미국보다 견고한 성장을 이룰 것으로 보인다. 중국, 인도, 일본, 싱가포르, 한국 등은 어느 정도 성장이 둔화되겠지만 아시아 국가들은 최근의 추세를 계속 유지하면서 매우 역동적인 정장을 이룰 것으로 예상된다.

중국과 관련해서는 미국의 경기하락으로 인한 대미 수출감소와 대일본 수출감소가 중국의 대호황을 둔화시킬 것이다. 중국의 5대 수출국에 대한 수출규모는 GDP의 약 20%이고 중국 대외수출의 20%가 미국시장이므로 미국의 경기하락은 중국 수출의 위험요인이다. 중국의 소비가 불경기를 어느 정도 진작하리라 기대되지만 중국의 경제성장률은 작년도 11.5%에서 10% 미만으로 약간 하강하리라 예측된다. 하지만 중국경제는 여전히 활기차며 2009년도 중국의 경제성장률은 약 9%가 될 것이다.

유로지역 국가의 경제성장률은 2% 수준으로 약간 저조한 편인데 이는 대미수출 약화에 따른 것이다. 그러나 러시아, 체코, 슬로바키아, 폴란드 경제는 계속 견조세를 유지할 것으로 예측되고 있고 이것은 독일경제와, 간접적으로는 프랑스 및 이탈리아 경제에 도움이 될 것이다. 또한 동부 및 북부, 남부 유럽을 아우르는 광의의 유럽지역 역내무역이 증가하고 있어서 유로지역이 미국 경기하락에 대비하는 상당한 대항력이 되고 있으며, 이러한 대항력 중 일부는 러시아와 신흥 유럽 국가들에게서 분출되는 강력한 경기상승세에서 나온다.

아시아 신흥국가들의 경우, 중국과 인도를 비롯한 신흥국가들의 실질 경제성장률이 8.5% 정도로 다소 둔화되었음에도 불구하고 계속 강세를 보이고 있다. 남미 신흥국가들과 관련해서는 멕시코 경제가 취약하다. 멕시코는 미국의 성장둔화세와 밀접히 연계되어 있지만 브라질 경제는 성장이 가속화하고 있고, 칠레는 견고한 성장세를 유지하고 있으며 아르헨티나는 여전히 호황세이다.

영국은 경기상승의 버팀목인 금융부문의 약세와 주택건설의 하락으로 인해 경제상황이 매우 취약해져 2.5% 수준의 경제성장률을 이룰 것으로 예측된다. 캐나다 경제

---

도 미국과 연계되어 둔화될 것으로 보이거나 기본적으로 펀드멘털은 건전하다. 중동과 이스라엘 경제는 여러 가지 문제가 있음에도 불구하고 중동의 석유증산 및 복지지출 증가와 이스라엘의 기술호황에 힘입어 상당한 강세와 확장을 이룰 것이다. 이집트, 요르단, 카타르, 쿠웨이트, 이란 및 발틱 국가들은 고유가 덕분에 꾸준히 이득을 얻고 있으며 유가전망이 계속 좋아진다면 이 지역 전체 경제에 큰 도움이 될 것이다.

이와 같이 많은 국가들의 2008년도 경제전망은 매우 긍정적인데 미국만이 유일하게 낙오자이다. 미국경제는 주택시장 거품 붕괴 여파에서 벗어나지 못하고 계속 하강국면으로 가고 있는 유사침체 상황에 있는 것으로 보인다. 그러므로 2009년도 어느 시점에서 상승국면이 조성될 수 있도록 하기 위해 미국 연준은 연방기금 금리를 3.25%까지 인하할 것이며, 재정정책 측면에서는 모종의 경기 부양책이 있을 것으로 생각된다.

세계 전체를 볼 때 지난 10~15년 동안 비동조화(decoupling) 현상이 크게 증가하였음은 분명하다. 그럼에도 불구하고 규모와 관계없이 세계경제는 미국 경기하락의 영향에서 벗어날 수가 없다. 물론 경기하락이 크면 클수록 타격이 더욱 클 것이다. 따라서 우리 모두는 이러한 가능성을 인식하고 미국의 경기하락으로 인한 잠재적 충격을 예의주시할 필요가 있다.

---

---

## The US “Risk” to Asia and Global Expansion\*

*Allen Sinai*

I want to thank some of you who are here for the second year in a row and even before. That is a great compliment to me to see so many familiar faces that come once a year to hear a few perceptions from this humble economist from the United States.

The global economy is alive and well, now into the sixth year of one of the most robust and extended world economic expansions ever. Led by the United States, the developing world that is emerging Asia, Latin America and emerging Europe, commodity producing country exporters, the recovering Euro Zone and Japan, the global economy has turned in five years of sustained growth in the 3 to 4% range. And is likely to do so in 2008. For this year, the 45 countries that we cover and forecast, about 93% of global output, we are projecting global economic growth at a little over 3% for Real GDP. This follows a little over 3.5% for 2007 and an actual 3.75% for 2006.

The expectation for the global economy is for a weaker prospect than previously but it is still a solid and positive prospect. By comparison, the global economy, as we define it, grew only an average of 2.75% per year for 2000-2005. The global expansion really picked up steam in 2003 along with the US economy, moving up in growth to 3.5% to 4% from an anemic 1.75% in 2001-2002. A very sharp upturn in growth for the whole global economy occurred from 2003-2006, continued in 2007 and will continue in 2008 but at a slower pace. So far as we can tell, of the major countries and global regions

---

\* Transcription of a speech given at the Distinguished Lecture Forum on Tuesday, January 15, 2008

in the global economy, only the United States appears to be in the late stages of its economic expansion. Sliding now into what appears to be at least a recession-like situation, perhaps something worse. That is to say, low positive growth in Real GDP but with many recession characteristics.

A housing downturn, probably a bust in housing, rapidly falling house prices, deteriorating consumer finances, tight credit, weakening consumer spending, declining growth in business sales, profits recession, rising unemployment and less jobs growth, worsening consumer sentiment and disappointments for a lot of businesses in their expectations which will bring cut backs in productions and employment and in capital expenditures. Then higher unemployment, less generation of income less spending, what we economists call “a self-reinforcing cumulative and spreading process” that even if technically not defined as a recession feels like one. Recession-like. Feels like it but you can't technically call it because of the way we define the animal that's called recession.

We think we are there now in a recession-like situation. Fairly early stages of it and there is a risk that US economy could go down even more as we move through 2008 into 2009. One reason is excesses and imbalances of boom and bust, a housing and credit boom and bubble and now the unwinding of these excesses. That is one reason for the risk assessment of the US situation.

A second reason is the rising inflation for crude oil, energy, food, and health care and lately import prices because of a lower dollar. The rise in inflation is curtailing purchasing power, hurting business sales, raising business costs and hurting profits.

A third reason is a negative credit shock, an effect of the housing downturn, falling home prices and the declining value of housing as asset collateral. The Subprime mess that resulted in credit crunch that is causing a contraction of credit within the US financial system in the extending of finance from one

---

financial institution to another, or let's say the lack thereof, and is causing shrinking balance sheets for the huge non-bank financial intermediary institutions sector that provided so much fuel for the US and global expansion of recent years. Those by the way are private equity firms, venture capital firms, leverage buyout firms, investment banking brokerage funds, hedge funds, a huge number of and with unmeasured magnitudes of credit extension, debt financed, levered by balance sheets that added much to the global and US expansion of the past few years. That force is operating in reverse now, it is a significant risk and what is of most concern is our inability to know how much of this is out there and what the fallout effects are going to be as the balance sheets of these institutions contract.

A fourth reason is the inability of the Federal Reserve to aggressively ease monetary policy enough to floor and arrest the downturn, mainly because of a simultaneous rise in inflation that is preventing the Federal Reserve objective of price stability and low inflation from being satisfied. This is a kind of stagflation, relatively mild compared to the late 1970s and early 1980s but stagflation nevertheless is currently characterizing the US, low growth, rising unemployment and rising inflation and all at the same time with inflation above current Federal Reserve's upper bounds of tolerance.

A fifth reason is the underlying long-run context of global imbalances, mainly on trade, the current account, private sector dis-saving and borrowing and most of what I have said in the US and also central government's budgets. The long run global imbalance concern, I am afraid at least for the United States, is coming home to roost in market forces that are going to force American consumers and businesses to cut back to save more, to reduce debt, to shrink balance sheets or lower dollar all part of natural market forces that will enforce discipline in markets and in economies if policymakers don't take appropriate action. And in the United States, and I think we all know this, certainly in Asia in the case of the imbalances that exists in China in part because of a very inflexible exchange rate, those imbalances over time can set up market forces which in turn act to force the private sector to rebalance

---

the imbalances. But of course when this happens it can be painful. In the US, a declining stock market and declining dollar are part of that process. And the very distinct slowdown in the growth of consumption compared to trend, it is very pronounced new trend in aggregate consumption in the United States, below trend growth in spending by the American consumer.

That is something important for the Asian area to pay attention to because American consumers buy a lot of goods from Asia. And I can tell you the fundamentals surrounding the American consumer are virtually all negative now and the numbers tell us that we have a downtrend in aggregate spending by consumers. 2.9%, not a bad number, 2.9% 2007, 3.1% 2006, 3.2% 2005 against the historical trend of 3.5% a year for forty-five years. Consumer spending now has been slipping below its historical trend systematically for the past three years. Our expectation for growth and consumer spending this year is somewhere around 2% that compares with 3.5% trend growth. It's positive and because consumer spending is 71% in real terms of GDP, it is hard to get a negative GDP if 71% of spending goes up by 2% but if you are in business or a country where you are hoping for and expecting American consumers to buy what you produce and sell, aggregate spending of 2% against the historical trend which has probably conditioned your expectations, is a very bad year, 1.5% shortfall. This one is tough, forecasting could be as high as 2.5% it could be as low as 1.5%.

In the United States, aggregate consumer spending almost never goes negative, almost 60% of our spending on services that provides a prop. 16% of consumer spending now is on health care and health care will not go down. Health care is a booming sector industry in the United States. So we have a built-in prop to consumption, up to a point for Real GDP, hence it's one of the reasons why we talk about the US economy and try to get away from technical definition of a recession. It's hard to have that happen. Recession-like conveys the message. We may not have a technical recession but for business and markets in the United States it is behaving as if we are already in one. Without conscious coordinated macroeconomic policies to rebalance

---



imbalances which exist in the US, China, Japan and the oil producing nations, the forces of the economies and markets can enforce such a rebalancing, unfortunately painfully so. For the US we think will go through a painful period of readjustment over the next year or so. For the non-US economic world, a downturn in the US economy is the major downside risk or negative external shock which could otherwise spoil a healthy-looking global expansion that should have a good deal of time to go.

Other risks to the global economy include the negative effects of higher oil prices for oil-producing countries, energy inflation and food inflation, it includes central banks in some parts of the world raising rates as in China or that are hamstrung such as the European Central Bank unable to reduce interest rates on a weakening economy because inflation is too high. And for the United States a problem, it isn't that Federal Reserve can't or won't reduce interest rates the Federal Reserve can do that but the amount of interest rates reduction that is necessary to stop the economy from its downward momentum is very hard for the Federal Reserve to do if at the same time inflation is higher than the goal of price stability will allow.

And then we have the financial market effects of the US downturn, a bearish US equity market. We have declared some four or five months ago the US equity market to be in a bearish configuration. We think it is a bearish market and there could be some other stock markets in the global economy that will turn bearish as well, the effects of that. In Washington, the policies that are likely to be applied to stem the downturn to preempt the US downturn, at least the downturn in growth it maybe in the level of activity, do not seem to us to be coordinated enough, nor able to deal with quickly nor are they being talked about in a big enough size to prevent a worst-case scenario from emerging from the United States.

The worst-case scenario would be full-fledged, well-defined recession as opposed to a recession-like world. For the GDP aficionados, let me define the terms, recession-like corresponds to GDP growth somewhere in the 1s over

---

the next year or so. Recession-like would not necessarily give us a string of negative monthly indicators, for example non-farm payroll jobs. That is what the National Bureau of Economic Research uses to define a recession. By the way, two negative quarters of Real GDP is not the definition of recession, it's the popular definition, it's the media definition. The technical definition of recession in the US, the National Bureau of Economic Research is for a wide range of monthly economic indicators across a lot of activities shows a lengthy string of negative indicators in the level of economic activity. It goes down in absolute terms. The key one is non-farm payroll employment. Non-farm payroll employment has not produced a negative yet. We had one negative and upon revision of the data it went away. The National Bureau will not be able to technically declare a recession until we get a string of negatives for non-farm employment.

On that particular indicator there is something called health care. Health care is an ever-increasing part of the US economy. Every month, health care grinds out thirty to forty thousand jobs a month. I don't think there is anyone in the United States who believes that there will be a recession in health care, it is a booming sector. People like me need a lot of help, doctors, nurses, and wheelchair providers. We are buyers of the technology, heavy consumers of medical care and there is a third party payer so we don't think about what we pay. The costs get passed down through society. It is a booming sector. So, one question we ask is if we going to grind out twenty, thirty, forty thousand jobs a month in non-farm payroll just out of health care alone, can we ever get a negative, so that we can technically define a recession? We might not be able to do so. So technically we will never have a recession but we have a bearish equity market, we have all these things I said, consumer sentiment and business profits decline. Recession-like. Recession would be a string of negatives in monthly indicators like non-farm payroll, industrial production, business sales, personal income less transfers, all of the ISM survey numbers, that would be a recession and that would be associated with declines, they wouldn't have to be real big declines in GDP for a year or at least three or four quarters.

---

For the global economy and let me turn to a quick scan of the global economy for you. Here is what we see, in most global regions relatively stronger growth than the United States is likely for 2008. In Asia we are expecting strong dynamic growth continuing the pattern of recent years although with some slowing in China, India, Japan, Singapore and South Korea. Just a little bit of slowdown in Korea and that is because of the new President is not in office yet and his policies that people tell me about but have not come into effect.

South Korea's outcome later this year and next year does hinge on the new policies of the new President and his administration. The policies appear to be supply side and demand side in orientation, designed to raise the potential growth of the country and allow more demand side growth. And generally tax cuts, deregulation and privatization, the mood and spirit of competitive enterprise, the opening of borders has produced very strong results for countries that have attempted them. So we applaud the expected policies of the new administration, we wish the president and the country well and we think that is a positive direction for the South Korean economy. The results could be better but South Korea is exposed and will be exposed to trouble from the US and particularly trouble from China on the export side and that is a potential negative as we look to the next year or so. But all in all strong growth, slight slowdown.

For China diminished export growth on account of the US slowdown and a similar response to exports from Japan should slow what is an extreme boom. The US and Japan account for nearly 30% of China's exports. China on exports to the top five export customers has about 20% exposure on GDP, it's not trivial though, 20% of its exports goes to the United States and so there is some danger and risk to Chinese exports. We are expecting Chinese consumption to pick up some of the slack but projecting that Chinese economic growth will be down to a little under 10% this year from the 11.5% of last year. That still is a terrific economy, that kind of slow down, 2009 about 9% for China.

---

This by the way is the first time in years that we projected any slow down at all for China. We have never felt it would be a boom bust Chinese situation up to this point and our projection have always been for China on the very high end if not higher than the consensus in what has been an incredible boom for that country with spillover effects for all of Asia that has made Asia, not just China but India, South Korea, Singapore, Malaysia. The growing richness of lots of Asian countries has made Asia and emerging Asia probably the most dynamic force for growth in the global economy in the last couple of years. Initially we thought in 2003 that the US upturn fueled by tax cuts had a major effect on the global economy but since that time the story has been the dynamics of Asia.

For the Euro zone, somewhat slower growth to around 2% or so, that is also a consequence of weaker exports to the United States but we expect continuing strength in the economies of Russia, Eastern Europe and Central Europe, Czech Republic, Slovakia, Poland and that should support the German economy and indirectly France and Italy. There is much intra-Europe trade with the broad notion of Europe to include what we used to call Eastern Europe, Northern and Southern Europe that has made the Euro zone we think quite resistant to trouble in the United States. Not fully so but quite resistant. Part of it comes out of the strong upward force that comes out of emerging Europe and that includes Russia. As long as oil prices stay up, that will be very helpful to the Russian economy. Russia has now close to \$450 billion in foreign exchange. Russia along with lots of other countries is now rich and it will be interesting to see how the other countries, many of which are in Asia, will spend their riches. The richness these huge current account surpluses have created in foreign exchange reserves and spawned this sovereign wealth fund movement where there will be much of the funds that have come from current account surpluses reinvested around the world. Asia, Russia, the OPEC countries, the oil producing and some commodity producing countries they have much of the strength now in the international balance sheets, the US does not.

---

In emerging Asia, continuing strength in developing countries despite some slowing of over 8.5% real growth in emerging Asia including China and India. For emerging Latin America, weakness in the Mexican economy, Mexico is very much tied to the United States and the US downturn in growth, but acceleration in the Brazilian economy, strong growth in Chile and the still booming Argentina.

In the UK we are expecting a significant weaker economy on the decline of housing and residential construction and the weakness in the financial sector, which was a big prop for London, real economic growth should be in the 2.5% range in the UK. Canada, slower growth because it is tied to the United States but basically the fundamentals is healthy for Canada. The Middle East and Israel considerable strength and expansion despite the problems in the Middle East that is fueled largely by the growing largess of Middle East oil producing economies and technology-boom of Israel. And then for Egypt, Jordan, Qatar, Kuwait, Iran and the Baltics solid gains from these countries in part because of the high oil prices that is if the expectations of high crude oil prices stays high and go higher before they go down and that will help the whole region.

In this scan by and large a very positive look for these countries in 2008. The only real downer is the US. So why a downbeat US economic prospect and a corresponding risk to the global economy and Asia of the US situation? The US recession-like, prospect and its risks. How can we characterize the US prospects and risks?

Well, we do this by scenarios. Slowdown is one, recession is another, recession-like is a third picture and then we have another stagflation. You can throw the stagflation with recession-like because stagflation by its very name means weak growth and too high inflation which punishes the economy from a couple of sides. We are centered on recession-like, we think we are there and qualitatively quoted some reasons why recession-like is appropriate. One of them is GDP growth, fourth quarter GDP growth we are estimating at about

---

1%, plus or minus 0.5% and in the first quarter 0.5% growth. And when you get to those kinds of growth forecasts statistical error could put you into negative territory. What is going on is the qualitative side fits the pattern where we expect to see continuing declines in housing and residential construction. Now presenting itself as a classic bust. Few people in the United States use the word bust for housing, except those who are foreclosed, those who try to reset mortgages, those who try to sell their houses in Florida, Nevada and California and a few other places, they call it a bust. The Federal Reserve won't call it a bust, they will call it a consolidation, they call it a correction. That is a very tendered way to talk about something that is a bust.

And housing in the United States we had a huge boom, housing prices went up incredibly. The financial system invented and produced a lot of financial instruments which because of low interest rates and accommodative Fed coerced all of us to try some of those teaser rates, adjustable rate mortgages and to extract equity using the asset value of our housing collateral as a source and the system accommodated that, it invented that and led us all to the water that we Americans love to drink. It is the water that fuels our thirst for spending and for things like housing, conditions and alterations, teardowns and restructuring and that is indeed what we did.

And doing that, plus the invasion of mortgage brokers and the inducements to a lot of low-income families, who otherwise could not buy homes, is what fed that housing boom and the tremendous rise in housing prices which gave everyone some false security that no matter what they did, the rising value of the asset collateral would bail them out. Does that sound familiar? Have you ever been through that here in South Korea or Asia, well of course you have. Of course I am sure you remember that. It goes on in business cycles everywhere.

We often have booms and then we have busts and often in the booms we have asset bubbles and then those bubble burst and I think that is what we

---

have in housing. Housing starts to go down 50% from previous peaks, home sales down 35% or so, housing prices in the various published indices slowing down 5%, 6% and at times down 8 or 9% year on year and still going down because we still have a oversupply of residential real estate compared to demand. It's getting cheaper but the downward movement of prices is now infecting how Americans feel about that real estate asset. It is taking down their real estate wealth and balance sheets and they are getting scared, to belly up to buy, plus it is harder to get credit.

Well, that is because in part all of the new instruments invented using the asset value of housing collateral as ultimately based, the CDOs, the CDSs, the mortgage-backed securities of all kinds that were originated by a lot of mortgage brokers and financial firms but then sold off to investors who felt safe getting a higher return on these things that paid a higher rate until recently four or five months ago. When after almost two years of declines in housing activity and an increasing downward momentum on housing prices, suddenly the financial institutions that owned these things had to belly up and guess what, there wasn't any value. Foreclosures, bankruptcies on the rise, the value of the asset-backed securities for this wonderful thing called residential real estate tumbling. At least four or five of our major financial institutions have taken massive unbelievable write-downs, massive exits of chief executives, fraud and abuse and waking up now in the United States, which always happens, how in the world can we let this happen?

But it always has, and it happens everywhere in the world by the way from time to time, it is part of the animal spirit of private sectors, the greed that goes on in markets, the "get rich quick" mentality of mortgage brokers who operated out of cars in the US and their computer, "no fees, no cost", give you a teaser rate for two years, no transparency on it, it goes up 3% points after two years and no checking of the credentials of people who borrowed because they could never pay if those rates went up. The hope was that the prices would keep going up and up but they did not, they went down.

---

So we are not out of this yet and that is one evolving part of the economy that is going to go down. Developing weakened consumption, later on we expect less business spending that will include reduced capital spending. Less hiring, problems in commercial real estate and in derivatives and securities commercial real estate, a rising unemployment rate, less growth and income because of that and less consumption spending relative to sales and cutbacks in production and financing for business, plans of expansion. All this is a recitation of a classic recession in qualitative terms. We are not sure about the number that goes with it, we are projecting in the 1s but it could be negative, it could be close to 2, but we doubt that it could be more than that. So the odds are on a recession-like situation, we think we are there, 100%. And one question is what will policy in the United States do to in response to what is going on. How about the rest of the world, how much damage will it do. And third, what does all of this mean for some of the financial markets?

In Washington and this is the response that I am familiar with, I am giving some advice and some analysis for both parties as is our nature not to take sides but to try objective evaluation of questions we are asked with regard to policies to do with the economy and when there are times when I am asked what do I think and of course I will have inputs on that.

On monetary policy the Federal Reserve is going to cut interest rates some more, the signal from Chairman Bernanke was very clear, “substance of easing” that probably translates into 50 basis points cut into the Federal Base rate on January 30th. There might be some more injections of liquidity. But our sense is that liquidity strains in the financial system aren’t as bad as they were, there were some kind of yield problems that made them. But nevertheless the options the Federal Reserve have are continuing, they seem to be working well, the spreads have narrowed some in terms of credit within the financial system. I must tell you that financial institutions, the investment brokerage houses, the major banks are very reluctant to lend to one another and they are battenning down the hatches, we are not through yet, we think the write-downs are going to come down on mortgages, it will be significant, we

---



will not be surprised to see squeezing down of the size of some of our institutions, we wouldn't be surprised to see the loss of a major bank or investment banking firm or the absorption, we expect to see more selling of chunks of ownership in return for capital to capital US financial institutions. As part of it, lending will be tougher across the board for Americans and that is pretty well much the whole year.

And we just don't think it is going to end, we have other credit issues to go through if the consumer sentiment weakens and the unemployment rate goes up and consumer credit and the securities that are based on consumer assets will be under pressure and commercial real estate and the financing of it is already in trouble, it doesn't show up in the data yet but leading edge of the period of weakness in commercial real estate seems to be cooking.

So monetary policy the Fed will ease, we think it will take the federal funds right down to 3.25 but as big as that is, 2% points in nine months, we just think it is about too little too late. That interest rates alone and even an injection of liquidity can't turn things around, it can cushion it a little bit and set the stage for the next upturn which would be sometime in 2009 in the interest rate-sensitive areas, the main one being housing.

On the fiscal side, it is looking like we will have some fiscal stimulus. About a hundred billion dollars worth, frankly that is nothing in an economy that is almost a trillion and half in size. And so the timing of it and the amount of it and the nature of the fiscal-stimulus tax rebates, temporary tax cuts, transfer payments like unemployment some increase of government spending, the multipliers aren't all that strong to begin with. It will help temporarily but it will not turn things around. That is our view of the Washington response. It is evolving, it could change, I am an actual participant of some of those conversations but I don't suggest \$300 billion of fiscal stimulus because my fear is that Washington will do it in the wrong way and then we will have longer end consequences. So I am simply making a few comments and evaluating the program, Republicans and Democrats are thinking about

---

running it through our model and they are thinking about a lot of things. But there is consolidation towards a \$100 billion or so of fiscal stimulus. The combination of fiscal stimulus of that size and the rate cuts probably will set the stage for a better US picture by about second half of 2009. It could be sooner but nobody really knows about the private sector. But our sense is that the negatives that come with the private sector that will overwhelm any of the positives that come with the fiscal stimulus.

As far as the rest of the world, there is no doubt, at least from our research, that there is increased decoupling of Asia from the United States that has been occurring for the past ten to fifteen years. You see it in the trade data, you see it in the increased inter-regional trade and the influence of China and the rest of the Asia Pacific rim countries. Now compared to ten or fifteen years ago, it is quite striking, you see it in the financing that goes on and the ability to finance that goes on within Asia. By Asian companies turning to Asian financial institutions, not necessarily having to go elsewhere. And of course policies are decoupled, Japan can run its own economic policy, China can run its own economic policy, South Korea can undertake market-friendly activities and tax cuts that's not so easy in the Euro zone to do all that. And of course every country has its own monetary policy here in Asia and no country has to do it the way the US does it and Asia is in very good shape on current accounts and on foreign exchange reserves and surpluses, frankly rich, relatively speaking. That says to us there will be a lot of resilience to whatever downturn that goes on. Nevertheless there is still exposure and it is non trivial and it is a flag. China as I mentioned, for example, 20% of its exports goes to the United States.

China's economy depending on the numbers you look at could be 40% open, that is 8% of exposure on GDP for the United States. China sells more to the United States than ever before, Japan is the second-largest buyer of Chinese exports and of course Japan's exports sell much less than what they use to in the United States. Nevertheless they still exist, so if the US goes down by whatever, Japanese exports will have some damage and then the

---

Japanese purchases from China will have some damage and China will have some damage of the US purchases from China.

South Korea whose economy now is so much more open now in terms of exports to GDP compared to fifteen years ago, though its trade is much greater intra-regional, which protects it from the US downturn unless China goes down. It is now so much more open that the exposure on GDP from its five major export partners is over 30% on our calculations. There is 15% exposure on GDP to China, the US is a little over 8% exposure. The Chinese exposure on GDP in 1995, which was just 12 years ago, was 1.5%. You are about ten times more exposed to China. So let's hope China, for South Korea's sake does well. But that is quite a change. And of course it is good for South Korea to be more tied to intra-Asia because Asia is the strongest growing region in the world but the bad is that if anything happens to China or Hong Kong or Japan, South Korea's exports will suffer. The US of course as well, the exposure to the US was about double the size it was in 1995. Not because of the percentage of exports that South Korea shifts to the United States compared with ten or fifteen years ago but because the Korean economy has gotten so much open as part of the great success over time of the South Korean economy.

So the message on decoupling is, yes, decoupling has definitely occurred. Around the world you see intra-regional trade of flows that are very much contained. America is contained, Europe is contained, Asia is contained. But there will be damage nonetheless. The world cannot escape from a US downturn of whatever size and of course, the bigger the downturn, and the greater the damage. And all of you in business or government or in the markets need to be aware of that and not get to complacent about potential damage coming from the US downturn.

Well, as far as the damage goes it brings me to a few concluding remarks about financial markets. In the US of course, with this outlook it will not surprise you to hear me say that our view is that US equity market is in a

---

bearish market. It probably started sometime in the second half of last year, these things tend to last about a year, the classic response is lower interest rates, the private sector goes through all of its trouble and later on you start the next bull market. We don't think this one is going to be a "V", nor do we think the downturn in the US in growth or otherwise will be a "V", we think it will be more of a bowl-shaped thing.

We are not calling bearish equity markets anywhere else in the world now, except there is some risk. The US situation is very well much homegrown and we will have to wait to see how much of the US downturn spills over and spreads, how much contagion there is before we go out on a limb on something like Asian stock markets where we remain bullish, strategically bullish. We continue to advise our clients to be overweight in Asian equity markets. South Korea is absolutely in overweight for this next year on our scheme of things. China remains a cautious overweight, we are little concerned about the export risk, China's rising interest rates, the currency is going up, a lot of things are happening that could slow it down. And you know, even a modest slowdown in China even if it were not significant economically, could take the stock market with a very high IP ratio and send it south and so we are a little more cautious. But generally we think that other than the initial perception of US trouble bringing down stock markets everywhere, which is the way we started the year, when the dust settles we do think the performance will reside once again with the Asian stock markets.

And I think it is clear that for the dollar, our perception remains a weaker US dollar against major currencies. This year, once again, we think the dollar will be weak against the Asian currencies, this maybe the weakest area. We are thinking the Chinese are going to let their currency go up 10~15% it went up 7% last year. Other currencies may move in sympathy with that out here in Asia. We are expecting the Euro to rise against the dollar to 1.60. Last year I think we were 1.45 right before the end of the year. The dollar-yen with the trouble of Japanese economy and the low interest rates we think the yen will rise to the low one hundreds by the second half of the year. The dollar

---

downturn on average we don't think is over and I am not quite sure when that downturn ends. At the moment, the longer run picture in the US is not something that I personally am feeling very good about. Let's wait and see how the political season ends, who gets elected, what the policies are. The assumption we are making is that it will be a Democratic President, Democratic Congress and major changes in economic policies and a reevaluation of trade, there is protectionist sentiment in the United States, we are expecting taxes to be raised if the Democrats win on higher income families and we are expecting major programs, health care program spending to be installed if it is a Democratic Congress and Democratic President.

I do not know nor do I have an opinion on whether Mrs. Clinton or Obama. But I will tell you that Obama has caught the fancy of a lot of American Democrats who were previously fans of Mrs. Clinton. It is clear he does not have any experience internationally or domestically but he is very inspirational as a young and very bright man and his oratory is kind of from another planet, it is so good. Mrs. Clinton appears to have the better set of qualifications but there is something about the Clintons that seems to be bothering the Americans and so it is really a toss up at this point. On the Republican side, that is another tough one, my guess is Senator McCain will be the nominee if only because he is one of the few candidates where a lot of Americans, Democrats and Republicans look at and say no matter what he thinks, he is a man of reasonable integrity, relatively speaking, compared to the other politicians and I think this is a year where Americans want to get a straight scoop, where Americans are very much in the mood for change. Being in the mood for change is not always a good thing. I think after twenty-five years, the market policies, laissez-faire, less regulation, I think the US is going to go in the opposite direction that Korea is now going on. So if you are the competitive-sort, I would bet on Korea not on the US. My money is on the Korean stock market not on the US stock market. Thanks very much.

---

---

## Questions & Answers

---

**Q** I have a question about the length of the tunnel in front of us. It was kind of ten years in the 1970s recession. So do you expect such a long tunnel that is standing in front of us or do you expect a shorter tunnel. I would like to hear your opinion.

**Q** Thank you, Dr Sinai. You mentioned slightly that it would be better off for 2009. I went to Stanford in Connecticut last autumn and one of the hedge fund managers came to Korea. He said that the mortgage market will not recover within twenty-four months and Subprime problem despite Fed efforts will last six to eight months. What is your opinion about the recession-like situation will drop and rise and how long does it take?

**Q** Hello Dr Sinai, nice to see you again. Thank you for your timely and excellent presentation on the global economy. Allow me to ask my question on international trade since the breakfast is sponsored by KITA and IGE. How do you foresee or forecast the prospect of KORUS FTA in the United States, when do you think it will be ratified?

President-elect's envoy Mr. Chung Mong-jun, who comes to these meetings quite often, is slated to visit the United States soon, whom do you suggest he should meet and talk to about the ratification of the KORUS FTA by US Congress while he is in the United States?

**Q** I have a question about the policy response. During the build-up to this housing bubble, the argument was that it was very difficult to implement a policy that is targeted to prevent such a bubble because if you an inflation targeting then obviously you are targeting the entire economy. Now the bubble is bursting, do you follow the same argument, which means that we could not introduce a policy that will target to soften the bubble? So there seems to be ambivalence in terms of the monetary policy response, do we now change our attack and now say we have to implement one that will soften this bubble and then get out from the main argument that we have to have a policy that targets the economy. So I wanted to get your idea with

---

respect to the policy responses required.

**A** The length of the recession, the tunnel so to speak, is fairly long from one to as long as three years. The last recovery from what was a mild in GDP terms recession in 2000/2001, the US economy did not get going until 2003. It was basically a 3 year affair and this one is a minimum of one or maybe three years in part because I think that another asset price bubble will burst and what happens is it takes a long time for the investor and public, business to gather enthusiasm around that asset. Even now the US stock market, if you look at the returns of the US stock market in the last five years they are still anemic compared to historical trends, very anemic and we are still lingering on from that.

Second question how long will the mortgage market be depressed into the Subprime problem. Even with the Subprime problem and all those bad loans are written-down, we basically think the credit side is too tight and the overhang of housing supply is not well thought because the price dynamic has taken over and the price dynamic is that you don't want to buy unless you have to because you can get a better price and of course now what is going to happen is worsening economy and employment rate, the affordability from that direction will be much tougher. So the condition that didn't exist when this all started will be occurring over the next year or so and that will continue to depress the mortgage market and keep the fall out on some financial institutions to that affect. I don't disagree with the hedge fund perception and if anything it is a little too short.

Now, in principle if interest rates are taken down low enough they can revive certain parts of the housing sector. Remember this is an interest rate sensitive sector. There are a lot of good credits in the United States, a lot of good balance sheets to arrest the decline in home prices it will probably take, in our work and we are still studying this, Fed Funds Rate of 1.5% to 2%.

On international trade my advice is, I am kidding a little bit, I wouldn't bother taking the trip now, and I would wait until after the election. Because I think

---

nothing will happen this year on this issue. But maybe in Washington they will get together on some fiscal stimulus but the nitty-gritty political election year of getting anything done is very difficult and Congress is leaving early because of the elections. You have a President that will veto lots of stuff. I don't recall the President's stance on this but if Bush were for this he would not be asking the question. It would be something he would do but I don't think it is high on the priority list. If I was going to do a trip I would go see maybe advisers to either Obama or Clinton, one of those two people will probably be the next President, Mr. McCain is an outside shot. The trouble with the Democrats is there is a little bit of a protectionist theme running through and the notion of Mrs. Clinton reevaluate all of our trade arrangements means any new signings or ratifications wouldn't happen until after everything has been looked at, that would be 2010. So I can't say much encouraging on that.

And the last question, which was a very interesting question, is to do with high-ended bubbles in any economy. Chairman Greenspan concluded with the stock market episode that the job of the Federal Reserve is to target or include asset bubbles and what they have to do is that if there is a bubble, is let it happen and then mop up after it. How many of you saw that American movie Pulp Fiction? Remember the guy, the fixer who came to mop everything up afterwards. That is kind what this view is, mopping up after it all collapses. Of course with that gave us 1% interest rates, monetary policy that targeted inflation excluding energy and of course that is the lowest rate of inflation that any measure will give you. So we had an incredibly accommodated monetary policy for a long time that we left the 1%. So that left monetary policy extremely accommodated, John Taylor of Stanford ran a simulation of what if the Fed followed the Taylor-rule, which meant that they would raise rates sooner. We would run that with our big model. And the answer is you would still have nice housing recovery but not the boom. And this past episode, we have a very lax supervisory system and then you have the normal abusers.

So I don't have the same view and there is a growing body of opinion in

---



central banking that says find a way to intervene earlier in that situation where you might have a bubble and take your chances. Better to do that than to wait until afterwards and here we have another example, the real estate example of having waited till after and not being alert and pre-emptive and look what's happened, look at the fallout of that, it's really quite a disaster. So there are ways to intervene before without targeting asset prices.

You know I think no economist thinks that you should intervene in the operation of freely moving prices that are in liquid markets, whether exchange markets or any other asset price markets. However, we all know one way or another in these things, qualitatively we know, people in the Federal Reserve are seasoned people, any monetary policy board. Technically, this is another technical definition that haunts me as an economist. I am sick with all these technical definitions they don't make any sense to me. You know, I have gotten old enough that I don't care anymore about these technical definitions that my profession have or have not signed up to. If it looks like one, feels like one, acts like one, talks like one and all the other antidotal stories are like it is one, then it is one and you might as well raise interest rates early so you can defuse it and rather take chances that way. More bankers are thinking like that, Stanley Fischer, Bank of Israel is thinking this way, Jacob Frenkel, people who have been in central banking are thinking that way. We discussed this at the Jackson Hall symposium about this last year, but they did not think so, Bernanke doesn't think so. But the motion of opinion is moving the other way, which is basically the implication of your question. Simply we know these things happen, we see all the abuses, they happen again and again. It's happened in United States, it's happened in Korea and Japan. Everywhere where you have mixed private enterprise system, it is part of the system, since we know it is going to happen and we know it is going to be all kinds of abuse and selling the snake oil medicine to pour on unsuspecting people, why don't we supervise it better without regulating it, watch it, try to make it more transparent and intervene sooner. That would be my suggestion rather than waiting till Harvey Keitel, who was the actor in Pulp Fiction who mops up the mess made by other people. There has got to be a better way.

---

**Q** This morning Dr Sinai focused on US housing boom and bust, homegrown trouble. We are on the other side of the Pacific Ocean and we have the same problem and people are worried about the equity boom or bubbles in China and housing market in Korea. How do you assess the risk of both markets in accordance with your analysis?

**A** The possibility of boom and bust is greater in China than South Korea in any of the areas of assets. One is because of the incredible boom, it's kind of percolating there and it is extraordinary in so many things. We have not called a bubble, we rejected that for China but we increasingly think it will be there. South Korea's overall growth has been pretty close to its potential growth and though housing market has seen some successes and the central bank has for a while been concerned about it. We really don't think it is, so we don't think it is oversized. Part of the view has to do with the overall economy, how heated it is and our sense in South Korea is that it is not overheated. It is growing at four and half percent, somewhat close to potential. And if the policies can be put into place it could raise potential. Good luck, 5% potential growth is pretty good but some of the history of Korea says it is not good. Then you could have faster growth, rising asset price to go with it. But an economy that grows to 12% where through various methods China is trying to contain it but they can't, that's one that somewhat looks dangerous from the formation of a bubble point of view. The IP ratios of China's stock market are quite daunting. Nevertheless, we have been overweight on China tactically and strategically for quite sometime, we have since taken a strong overweight on the Chinese market to just overweight but a little bit cautious.

**Q** How big a difference would it be if there were a Republican or Democrat President in terms of policy?

**A** It's a question how different the policies would be whether it would be Democrats or Republicans. I can tell you a bit about what is being said now, I don't know if that is what will happen with all these advisers, people change their mind during the heat of the election. But all the Democratic candidates

---

have said they would not extend the Bush tax cuts, particularly the ones for the 35% up brackets and the lower tax on dividend, 15% tax rate on capital gains. That's not market-friendly, the economic implications are different, I think the easiest thing to do is to raise taxes on the 35% higher brackets. Our work suggest that the lower tax rates on dividend and capital gains have been very helpful in terms of energizing the supply side of finance in the economy. I think in Korea you have no capital gains tax so I think that higher capital gains tax rate wouldn't be a competitive advantage to the US. But that is what all Democrats say, they all say that they would cut taxes for the lower income families and middle class. There is a fair amount of spending policies that require a good deal of money and no real financing plan that would contain the budget deficit.

On the Republican side, all the candidates are for extending all the tax cuts, abolishing to one degree or another the death tax. And Senator John McCain is very much for squeezing down government spending. There is no candidate that has come to grips with the biggest budget problem in the United States, which is aging population, same as Japan has and other countries have. It is the drag on social security and pensioners, the funding of that comes out of the government, how you do that, how you handle it and what are the vices that you use. And even more than that it is health care, Medicare and Medicaid, so-called entitlements which are eating up our budget expenditures and outlays massively and require really a full blown attack and none of the candidates on either side the ledger have taken that one on. They just simply want to insure, one way or another, all the uninsured Americans which will cost money. But they are shying away from what we do with the aging population and how do we handle that.

There are differences on energy and differences on global warming of the candidates. But the first ones I mentioned are really bread-and-butter and what I thought from all of that is that a business person and a financial market person who advise companies that move money all around the world is that if we don't come to grips with the fundamental problems in the long-run of the deficit problem, I don't want to allocate as much money to the US Dollar.

---

That's very fundamental. Health care inflation rises faster than other inflation in the United States. You won't see that right away but if you look at what is going on, the dollar is going down, the stock market is down, real estate prices are down, consumer spending growth and prices are down. We will start to save more, trade deficits are improving, and exports are up, other currencies are improving, that is going to hurt those economies. Guess what is happening? Over years, the external deficits on trade current account and the budget deficits are actually affecting US markets and in turn affecting the private sector economy. Doing just what theory says should be happening. It just takes a long time. It is just another pessimistic drop in the bucket I live in the United States but I am a global businessperson and a market person and I can't overweight the United States. I have to underweight it in terms of its stock market and certainly in terms of the currency.

---

## 2008년 미국경제와 세계금융시장 동향\*

*Allen Sinai*

2년 연속, 그리고 그 이전부터 본인의 강연에 참석해주신 여러분께 감사드립니다. 미국에서 온 보잘 것 없는 경제전문가에게서 약간의 경제전망을 듣기 위해 매년 참석해 주시는 닥익은 분들이 많이 계신다는 것은 본인에게 커다란 영광이다.

세계경제는 여전히 활기를 띠고 있다. 세계경제의 확장세가 굳건하게 지속된 것이 올해로써 6년째이다. 미국, 부상하고 있는 아시아 개도국, 남미와 신흥유럽지역, 원자재 수출국, 회복국면에 들어선 유로존(Euro Zone), 그리고 일본에 의해 주도되어온 세계경제는 3~4%에 이르는 지속적인 성장을 5년간 이룩하고 있다. 이는 2008년에도 반복될 것 같다. 우리(Decision Economics)의 경제예측 조사 대상국인 45개국은 금년에 세계생산의 93%를 차지할 것으로 예상된다. 실질 GDP 면에서의 세계경제 성장률은 3%를 약간 웃돌 것으로 보임으로써, 2007년도 성장 전망치인 3.5%와 2006년도 성장 실적치인 3.75%를 쫓아가고 있다.

세계경제에 대한 기대는 전보다 약화되었지만 여전히 견고하며 플러스(+)-적인 것으로 전망된다. 우리가 조사한 바에 의하면, 세계경제는 2000~2005년 기간 중에 연평균 2.75%의 성장을 이루었다. 2001~2002년 기간 중에 1.75%의 무기력한 성장세를 보이던 세계경제는 2003년에 미국경제의 성장과 함께 3.5~4% 대로 성장률이 증가하면서 실질적인 확장을 이루었다. 전체 세계경제 성장률은 2003~2006년 기간 중에 매우 현저하게 증가하여 2007년까지 계속되었다. 2008년에도 이러한 것이 계속되겠지만 그 속도는 둔화될 것이다. 지금으로서 우리가 언급할 수 있는 말은, 세계경제의 주요국 및 주요지역 가운데 미국만 유일하게 경기확장의 마지막 국면에 있는 것 같다는 것이다. 미국경제는 적어도 유사침체상황(recession-like situation) 또는 이보다 나쁜 상황이 될 수도 있는 방향으로 하강하고 있다. 즉, 실질 GDP 성장률이 경기침체 상황의 특징을 많이 가진 낮은 플러스의 성장률을 나타낼 것으로 보인다는 말이다.

\* 이 글은 2008년 1월 15일 개최된 특별강연회의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둡니다.

주택경기 하락, 주택시장 붕괴가능성, 주택가격의 급락, 소비금융 악화, 신용경색, 소비지출 약화, 기업매출 하락, 이윤침체, 실업 증가 및 일자리 증가 둔화, 소비심리 위축, 대다수 기업의 기대심리 하락 등이 생산, 고용, 자본지출의 감소를 유발할 것이다. 실업률 증가, 소득창출 감소, 소비지출 감소 등 경제전문가들이 말하는 이른바 “축적과 확산을 자체적으로 강화시키는 과정”을 경기침체라고 전문적인 정의를 내릴 수 없다면 그것은 유사침체이다. 즉 경기침체처럼 느껴지지만 전문적으로 그렇게 부를 수 없는 이유는 정의하는 방법이 다르기 때문이다.

미국은 지금 유사침체 상황에 처해있는 것으로 생각된다. 이는 매우 초기적인 단계의 유사침체 상황으로, 2008년에서 2009년으로 넘어가면서 미국경제는 더욱 하락할 위험이 있다. 그 이유 중 하나가 주택 및 신용시장의 호황과 불황이 가져오는 초과상태와 불균형인데, 지금은 초과상태가 해소되는 과정에 있다. 이것이 당면한 미국 상황의 위험을 평가해야 할 첫 번째 이유이다.

두 번째 이유는 달러 약세에 기인한 원유, 에너지, 식료품, 의료비, 그리고 최근의 수입가 상승이다. 물가상승은 구매력을 떨어뜨려 기업매출에 타격을 주며, 기업 비용을 증가시키고 이윤을 감소시킨다.

세 번째 이유는 주택시장의 하락과, 주택가격 및 담보자산으로서의 주택가치 하락으로 인한 마이너스(-)적인 신용 쇼크(shock)이다. 서브프라임 시장의 혼란이 신용경색을 유발하면서 금융기관 간의 채원조달 면에서 미국 금융시스템이 신용위축을 빚고 있다. 또한 미국경제와 세계경제 확장에 상당한 유틸리티 역할을 한 대형 비(非)은행 금융중개기관의 손익계산도 위축되고 있다. 비은행 금융중개기관이란 사모펀드, 벤처캐피탈, 차입매수거래기업(leverage buyout firms), 투자은행 중개업 펀드, 헤지펀드 등으로 대차대조표를 근거로 하여 규모를 알 수 없을 정도의 많은 신용 및 상호대출을 함으로써 지난 수년간 세계경제 및 미국경제의 확장에 일조하였다. 그런데 이 제는 이 기관들이 일으킨 확장세가 역방향으로 움직이고 있어 심각한 위험부담이 되고 있다. 가장 중요한 것은 비은행 금융중개기관의 손익계산이 위축되는 과정에서 이 기관들이 창출한 신용의 규모가 어느 정도인지 알 수 없다는 점과, 그 후유증이 어떻게 나타날 것인가 하는 점이다.

네 번째 이유는 미국 연준(Federal Reserve)이 경기하강을 충분히 저지할 수 있을

정도의 완화된 금융정책을 적극 추진할 수 없는 무능력이다. 왜냐하면 경기침체와 물가상승이 동시에 일어나는 관계로, 미국 연준이 금리인하나 통화팽창을 통해 물가안정 또는 경기회복을 달성하기 어렵기 때문이다. 이는 일종의 스태그플레이션(stagflation), 즉 경기침체 속의 인플레이션이다. 1970년대 후반이나 1980년대 초반에 비해 충격이 그리 크진 않지만, 그럼에도 불구하고 현재 스태그플레이션은 미국경제를 저성장과 실업률 증가 및 물가상승으로 특징짓고 있으며, 물가상승률은 지금 미국 연준이 용인하는 한계를 넘어서고 있다.

다섯 번째 이유는 주로 무역, 경상계정, 민간부문 비저축(dis-saving)과 차입, 본인이 미국경제에 대해 앞서 언급한 것, 그리고 연방정부 예산 등 세계적 불균형의 장기적 구성요인이다. 적어도 미국의 경우, 장기적인 세계적 불균형 문제는 정책입안자가 적절한 조치를 취하지 않으면 시장의 규율이 미국 소비자와 기업인으로 하여금 저축을 더 많이 하고 차입을 줄이며 달러약세를 억제하기 위해 지출을 축소하도록 만들 것이다. 매우 경직적인 환율로 인한 부분도 있는 중국의 불균형 또한 시장이 민간부문으로 하여금 불균형을 바로잡도록 만들 것이다. 물론 이러한 균형회복 과정은 매우 고통스러울 수 있다. 미국 주식시장 및 달러가치 하락이 이러한 과정의 일부이며, 미국 소비자의 소비지출 추세치보다 낮은 총 소비증가율의 뚜렷한 둔화 역시 이러한 과정의 한 양상이다. 현재 소비지출은 전체적으로 역사적 추세치 이하로 떨어지고 있는 상태이다. 올해 성장과 소비지출에 대한 우리의 예상치는 약 2%대이다. 이것이 3.5%의 추세치와는 비교되지만 플러스(+의 수치이다. 실질 GDP에서 차지하는 소비지출의 비중이 71%이므로 소비지출이 2%정도 신장된다면 마이너스 GDP를 기록하는 힘들다. 그러나 자신이 생산·판매하는 물건을 미국 소비자들이 구매하기 바라는 국가나 기업들에게는 매우 안 좋은 해가 되겠다. 왜냐하면 2.0%의 총 소비증가율은 그들이 예상했을지도 모르는 역사적 추세치인 3.5%보다 1.5% 감소한 것이기 때문이다. 경기예측을 하는 것은 어려운 일이다. 따라서 소비증가율 전망치가 높게는 2.5%, 낮게는 1.5%가 될 수 있겠다.

미국의 경우 총 소비지출이 마이너스를 기록한 적은 거의 없다. 소비지출의 60%는 대개 성장의 버팀목이 되는 서비스지출로 간다. 현재 소비지출의 16%가 건강·의료 부문에 대한 지출이며, 이 부문은 앞으로도 위축되지 않을 것이다. 미국에서 건강·의료부문은 호황산업 분야이다. 따라서 미국은 1%라도 실질 GDP에 기여할 수 있는 내재된 소비지출의 버팀목이 있다. 이는 우리가 경기침체라는 전문적 용어로부터 벗

어나려고 하는 이유 중 하나이기도 하다. 마이너스의 실질 GDP 성장률로 특징되는 경기침체를 기록하기 어렵기 때문이다. 따라서 유사침체가 경제상황에 대한 올바른 표현이다. 엄밀히 말해 미국이 경기침체에 빠진 것은 아니지만, 미국의 기업과 시장에서는 미국이 이미 경기침체를 겪고 있는 것으로 보이는 것이다. 미국, 중국, 일본, 그리고 산유국들 내에 존재하는 불균형이 다시 균형을 이루도록 만드는 의도적인 거시경제적 조정정책이 나오지 않는다면, 각국 경제 및 시장의 규율은 불행히도 고통스러운 균형복원 과정을 압박할 가능성이 있다. 미국은 내년이나 그 이후에 고통스러운 재조정 기간을 겪게 될 것이다. 미국 이외의 국가들에게는 미국경제의 하락이 매우 중대한 경기하락 위협, 또는 상당히 오래 지속되어야 할 견실한 세계경제의 확장세를 앗아갈 수도 있는 마이너스적 외부충격이 된다.

세계경제에 대한 또 다른 위험요소로는 고유가가 산유국에 미치는 마이너스적 효과, 에너지 인플레이션, 식품 인플레이션 등이 있다. 이러한 위험요소에는 금리를 인상하고 있는 중국 중앙은행이나, 지나치게 높은 인플레이션으로 인해 약체가 된 경제 내에서 더 이상의 금리인하가 불가능해진 유럽중앙은행과 같은 중앙은행들도 포함된다. 미국의 경우는 금리인하가 불가능하다거나 하지 않겠다하는 문제가 아니다. 금리를 인하할 수는 있으나 인플레이션이 가격안정 목표 허용치보다 높을 경우, 연준로서는 경기하강 추세를 저지하는데 필요한 정도의 금리인하가 매우 어렵다는 것이다.

그리고 미국은 주식시장 약세라는 형태로 하강국면의 시장효과를 보이고 있다. 우리는 4~5개월 전에 미국 주식시장이 약세로 진입할 것임을 밝힌 바 있으며, 세계경제와 여타 주식시장들도 약세로 돌아서게 될 것으로 보고 있다. 워싱턴의 경우 미국경제의 하락, 적어도 성장하락을 저지하기 위해 채택할 수 있는 정책들이 서로 충분한 조화를 이루지 못하고 있을 뿐만 아니라, 최악의 시나리오가 미국에서부터 전개되지 않도록 하는데도 충분치 않고 신속하게 대응할 능력도 없는 것 같다.

최악의 시나리오는 유사침체 상황과는 반대인 본격적으로 명확한 경기침체이다. GDP 애호가들을 위해 유사침체 상황을 정의하자면 1년 남짓 동안에 GDP 성장률이 1%대에 있는 것이다. 유사침체 현상은 예컨대 비농업 분야의 봉급직 고용처럼 반드시 일련의 마이너스 수치 지표를 나타내는 것은 아니다. 이는 미국 NBER(National Bureau of Economic Research)이 경기침체를 정의하기 위해 사용하는 방법이다. 그리고 실질 GDP가 2분기 동안 마이너스를 기록하는 것은 경기침체의 정의가 아니다.



이는 통속적인 정의이며 언론의 정의이다. NBER에 의한 경기침체의 전문적 정의는 수많은 경제활동이 폭넓게 포괄된 월별 경제지표가 보여주는 경제활동 수준상의 마이너스 지표군(群)이다. 이는 수치의 절대적 하락이다. 핵심지표는 비농업 봉급직 고용인데, 이것이 아직은 마이너스의 수치로 나타나지 않고 있다. 마이너스 수치가 한번 있었으나 새로운 데이터로 수정된 후 사라져버렸다. 따라서 비농업 고용부문이 마이너스 수치를 기록하기 전에는 NBER이 경기침체를 전문적으로 선언하기란 불가능할 것이다.

특별한 지표로는 건강·의료부문이 있다. 건강·의료부문은 미국경제의 성장부문으로 매달 3만~4만개에 이르는 일자리를 만들어낸다. 건강·의료부문에서 경기침체가 있을 것이라고 믿는 사람은 미국 내에 아무도 없는 것으로 생각될 정도로 팽창하고 있는 부문이다. 본인 같은 사람들은 의료지원, 의사, 간호사, 휠체어 등의 공급자가 크게 필요하다. 우리는 의료지원의 거대한 소비자이며 의료기술의 구매자이지만 정부와 같은 제3자가 있어서 비용지불에 대해서는 생각하지 않는다. 비용이 사회를 통해 전가되기 때문이다. 팽창하는 경제부문인 건강·의료부문에서 제기되는 문제는, 이 부문에서만 매월 2만~3만개 또는 4만개의 비농업 봉급직 일자리가 만들어질 경우 미국경제가 마이너스 수치를 기록하는 것이 가능하고, 그래서 미국이 경기침체에 진입했다고 전문적으로 정의할 수 있는가 하는 것이다. 아마 마이너스 수치를 기록한다는 것은 불가능할 것이며 따라서 미국은 전문적 측면의 경기침체를 절대 겪지 않을 것이다. 하지만 미국경제는 주식시장 하락세, 소비심리 위축, 기업이윤 하락 등 본인이 언급했던 모든 것을 기록할 것이다. 즉 유사침체인 것이다. 경기침체란 비농업 봉급직 고용, 상업생산, 기업매출, 개인소득 등 미국 공급자관리협회 조사보고서(ISM Survey)의 대상항목이 월별 지표에서 마이너스 수치로 기록되는 것을 말하는 것이며, GDP가 반드시 1년 또는 최소한 3~4분기 동안 대폭 감소하는 것일 필요는 없다.

세계경제에 관해 잠시 살펴보겠다. 세계 대부분의 지역은 2008년에 미국보다 견고한 성장을 이룰 것으로 보인다. 중국, 인도, 일본, 싱가포르, 한국 등은 어느 정도 둔화되겠지만, 아시아 국가들은 최근의 추세를 계속 유지하면서 매우 역동적인 성장을 이룰 것으로 예상된다. 한국은 약간의 성장둔화를 겪고 있는데, 이는 새로운 대통령이 아직 취임하지 않아 그의 정책이 효력을 나타내지 못하고 있기 때문이다.

금년 말과 내년의 한국 경제상황은 새로 취임하는 대통령과 행정부의 새로운 정책

에 달려있다. 새 정부의 정책은 한국의 잠재성장률을 제고하고 수요측면의 성장을 더욱 허용하도록 짜여진 공급과 수요 양면을 지향하는 것으로 보인다. 일반적으로 감세 조치, 규제개혁, 민영화, 경쟁력 있는 기업 분위기, 개방 등은 이러한 일련의 정책을 시도한 국가들에게 매우 고무적인 결과를 가져왔다. 따라서 우리는 새 정부가 계획하는 정책을 환영하며 새 대통령과 한국에 행운이 함께하기를 기원하는 바이다. 이는 한국경제에 플러스적인 방향인 것으로 생각된다. 새 정책들은 한층 훌륭한 결실을 이루겠지만 미국에서 발생하는 문제, 특히 수출 측면에서 중국으로부터의 문제에 노출되어 있으며 앞으로도 그럴 것이다. 이러한 것이 우리가 내년도 한국경제에서 마이너스적 요인이 될 가능성이 있는 것으로 보고 있는 것들이다. 하지만 약간의 둔화는 있겠으나 전체적으로는 견실한 성장을 이룰 것이다.

중국과 관련해서는 미국의 경기하락으로 인한 대미 수출감소와, 이와 마찬가지로 대일본 수출감소는 중국의 대호황을 둔화시킬 것이다. 미국과 일본은 중국 수출의 거의 30%를 차지한다. 중국의 5대 수출국에 대한 수출규모는 GDP의 약 20%인데 이는 무시 못 할 수치이다. 그리고 중국 대외수출의 20%가 미국시장이므로 미국의 경기하락은 중국 수출의 위협요인이다. 중국의 소비가 불경기를 어느 정도 진작하리라 기대되지만 중국의 경제성장률은 작년도 11.5%에서 10% 미만으로 약간 하강하리라 예측된다. 하지만 중국경제는 여전히 활기차며 2009년도 중국경제의 성장률은 약 9%가 될 것이다.

그런데 우리가 수년간 경기에측을 한 이래 중국의 경기하락을 예측한 것은 이번이 처음이다. 지금까지 우리는 중국의 경제상황이 호황과 불황을 교차하게 될 것이라고 생각해본 적이 전혀 없었다. 자국뿐만 아니라 인도, 한국, 싱가포르, 말레이시아 등 아시아의 모든 국가에게 플러스적인 파급효과를 가져온 중국의 호황에 대한 공감대가 비록 높지는 않았다 해도, 중국에 대한 우리의 경제예측은 언제나 높은 쪽이었다. 많은 아시아 국가들이 부(富)를 축적함에 따라 지난 2~3년 동안 아시아 및 아시아 신흥 국가들은 세계경제에서 가장 역동적인 세력이 된 것 같다. 당초 우리는 2003년의 감세조치로 점화된 미국의 경기상승이 세계경제에 커다란 효과를 줄 것으로 생각했으나, 그 이후부터는 아시아의 역동성이 이를 대체하고 있다.

유로(Euro)지역 국가의 경제성장률은 2% 수준으로 약간 저조한 편인데 이는 대미 수출 약화에 따른 것이다. 하지만 러시아, 동부 및 중부 유럽의 체코, 슬로바키아, 폴

란드 경제는 계속 견조세를 유지할 것으로 예측되고 이것이 독일경제와, 간접적으로는 프랑스 및 이탈리아 경제에 도움이 될 것이다. 이른바 동부 및 북부, 남부 유럽을 아우르는 광의의 유럽지역 역내무역은 증가하고 있어서, 이것이 유로지역에게는 미국의 경기하락에 대비하여 상당한 대항력이 되고 있는 것으로 생각된다. 이러한 대항력 중 일부는 러시아와 신흥 유럽국가에서 분출되는 강력한 경기상승세에서 나오고 있다. 유가상승은 러시아 경제에 큰 도움이 될 것이다. 러시아는 지금 4,500억 달러에 가까운 외환을 보유하고 있다. 다른 여러 나라들과 마찬가지로 러시아는 지금 부유하다. 아시아의 여러 나라들을 포함한 이와 같은 나라들이 축적된 부를 어떻게 사용할지 관심 있게 지켜보아야 할 것이다. 막대한 경상수지 흑자로 인해 외환보유고가 축적되고 있으며 이로부터 생성된 국부펀드(sovereign wealth fund)가 세계 각지에 재투자되고 있다. 아시아, 러시아, OPEC국가, 그리고 일부 1차 상품 생산 국가들은 현재 국제수지 지표상의 강점을 지니고 있는데 미국은 그렇지 못하다.

아시아 신흥국가들의 경우, 중국과 인도를 비롯한 신흥국가들의 실질 경제성장률이 8.5%정도로 다소 둔화되었음에도 불구하고 계속 강세를 보이고 있다. 남미의 신흥국가들과 관련해서는 멕시코 경제가 취약하다. 멕시코는 미국의 성장둔화세와 밀접히 연계되어 있지만 브라질 경제는 성장이 가속화하고 있고, 칠레는 견고한 성장세를 유지하고 있으며 아르헨티나는 여전히 호황세이다.

영국은 경기상승의 버팀목인 금융부문의 약세와 주택건설의 하락으로 인해 경제상황이 매우 취약해져 2.5%수준의 실질 경제성장률을 이룰 것으로 우리는 예측하고 있다. 캐나다 경제도 미국과 연계되어 둔화될 것으로 보이나 기본적으로 펀드멘털(fundamentals)은 건전하다. 중동과 이스라엘의 경제는 여러 가지 문제가 있음에도 불구하고 중동의 석유증산 및 복지지출 증가와 이스라엘의 기술호황에 크게 힘입어 상당한 강세와 확장을 이룰 것이다. 이집트, 요르단, 카타르, 쿠웨이트, 이란 및 발틱 국가들은 고유가 덕분에 꾸준히 이득을 얻고 있으며 유가전망이 계속 좋아진다면 지역 전체 경제에 큰 도움이 될 것이다.

이 자리에서 검토된 많은 국가들의 2008년도 경제전망은 매우 긍정적인데 미국만이 유일하게 낙오자이다. 미국경제의 전망이 암울한 이유는 무엇이며, 이러한 미국의 경제상황이 세계경제와 아시아경제에 주는 위험부담은 무엇인가? 미국경제의 전망과 위험부담을 우리는 어떻게 특징지을 수 있겠는가?

몇 가지 시나리오를 통해 이를 분석해보기로 하자. 우선 경기둔화(slowdown), 다음으로 경기침체(recession), 셋째가 유사침체(recession-like), 그리고 스태그플레이션(stagflation)이 있다. 스태그플레이션은 유사침체와 같이 취급할 수 있겠는데, 이쯤 그대로 취약한 성장과 높은 인플레이션을 의미하며 국가경제를 양면에서 훼손시키기 때문이다. 따라서 여기에서는 유사침체에 주안점을 두겠다. 미국은 유사침체에 처해 있으며, 유사침체란 표현이 왜 합당한지에 대해서는 8~10가지의 질적인 이유를 언급한 바 있다. 그중 하나가 GDP성장률인데 우리는 4분기 GDP성장률을 약  $1\% \pm 0.5\%$ , 1분기 성장률을 0.5%로 추정하고 있다. 이러한 종류의 성장예측을 할 경우 통계상의 오류가 수치를 마이너스대로 만들 수 있다. 현재의 상황은 주택건설 분야의 지속적인 하락이 예상되는 유사침체의 질적인 유형이다. 그 자체가 전형적인 붕괴로 나타나고 있는 것이다. 미국 내에서 주택시장에 대해 붕괴라는 말을 쓰는 사람은 거의 없다. 주택시장이 악화되면서 담보물에 대한 권리를 상실한 대출자, 주택담보유자를 재협상하고자 하는 사람, 그리고 플로리다, 네바다, 캘리포니아 등지에서 소유주택을 매각하고자 하는 사람들만이 주택시장 붕괴라는 말을 쓴다. 미국 연준도 붕괴라는 말을 쓰지 않고 정리 또는 조정이라는 말을 쓰는데, 이는 붕괴라는 말의 순화된 표현이다.

미국 주택시장은 엄청난 호황을 겪었으며 주택가격은 믿기 어려울 정도로 상승했다. 저금리 및 완화된 연준의 금융정책 기조에 인해 금융권은 미끼금리, 변동금리부 주택대출 등의 금융상품들을 개발함으로써 고객들로 하여금 주택담보물의 자산가치를 원천으로 하여 자금을 인출하지 않을 수 없게 만들었고, 이를 수용했다. 금융권이 이러한 것을 만들어 미국인들을 그들이 즐겨 마시는 물가로 데려 간 것이다. 그 물은 주택의 구매, 개조, 재건축 등과 소비에 목말라하던 미국인들의 열망을 가열시켰으며, 미국인들은 이러한 것들을 실행에 옮겼다.

이와 더불어 주택담보대출 중개인 등장, 허술한 감시, 그리고 건전성 감독없이 주택을 매입할 수 없었던 저소득층 가계에 주어진 유인여건이 주택호황을 조성하였다. 또 이러한 것들은 주택가격의 엄청난 상승이야 어찌되던 상관없이, 자산담보물의 가치상승이 재정상의 어려움도 구제할 수 있을 것이라는 그릇된 안일함을 모두에게 가져다주었다. 이와 같은 사례는 흔히 들어볼 수 있는 것으로, 한국이나 여타 아시아 국가들도 마찬가지로의 경험을 한 경우가 물론 있었을 것이다. 이는 어느 국가나 경기순환과정에서도 겪는 일이다.

우리는 종종 호황과 붕괴를 경험한다. 그리고 호황기에 자산거품이 생겼다가 붕괴하는 경우가 가끔 있는데, 본인은 미국 주택분야가 겪고 있는 현상이 이 경우라고 생각한다. 주택착공은 이전 정점에서 50% 감소하였으며 주택판매는 약 35% 감소했다. 발표된 여러 가지 지표에 따르면 주택가격은 5~6% 정도 하락하고 있으며, 때로는 연간 8~9% 하락하는 경우도 있다. 주택가격은 지금도 여전히 하락추세이다. 그 이유는 미국 내에 수요대비 주택부동산의 과잉공급이 아직도 존재하기 때문이다. 주택가격이 싸지고 있지만, 이와 같은 가격하락 움직임이 부동산에 대한 미국인들의 생각을 나쁜 쪽으로 전염시키고 있다. 이러한 것이 미국인들의 부동산 가치와 수지를 악화시키고 있다. 그래서 미국인들은 선뜻 부동산을 구매하는 것을 꺼리고 있으며, 게다가 대출도 더 어려워진 상태다.

이러한 현상의 부분적인 원인은 주택담보물의 자산가치를 이용해 고안된 모든 새로운 금융상품, 즉 궁극적으로는 자산담보부증권(CDO), 신용부도스왑(CDS) 등 많은 부동산담보대출 중개인과 금융업체들이 내놓은 온갖 종류의 부동산담보증권 때문인데, 그들은 4~5개월 전인 최근까지도 높은 수익을 지불했던 이러한 상품에서 안전하게 높은 수익을 얻을 수 있을 것으로 생각한 투자자들에게 이를 매각하였다. 그런데 약 2년에 걸친 주택거래 침체와 주택가격의 지속적인 하락추세 이후, 이와 같은 금융상품을 소유한 금융기관들은 갑자기 도산할 수밖에 없었다. 생각해보시라. 휴지조각이 되지 않았는가? 담보권리 상실과 파산이 증가하였고, 이른바 주거용부동산이라는 획기적인 자산을 담보로 한 증권의 가치는 급락하였다. 지금 미국에서는 적어도 4~5개의 주요 금융기관이 믿기 어려울 정도의 엄청난 자산상각을 하고 있고, 최고경영진의 대거 퇴출과 사기, 남용 등의 소란이 다반사로 일어나고 있다. 도대체 미국은 어떻게 이렇게 되도록 내버려둘 수 있단 말인가?

그러나 이는 항상 있는 일이며 세계 어느 곳에서나 가끔 일어나는 일이다. 이것은 민간부문의 야성적 충동, 시장에 흐르는 탐욕, 자동차에서 컴퓨터를 이용해 영업하는 주택담보대출 중개인의 한탕주의 속성에서 나온다. 대출수수료도 없고 비용도 없다는 광고, 2년간의 낮은 금리(하지만 2년 후에 3% 포인트 상승하는 미끼금리) 제공, 대출거래에 대한 투명성 부재, 그리고 금리가 상승할 경우 대출자의 원리금 상환이 불가능하다는 것을 알기 때문에 불문에 부친 대출자의 신용상태 등이 위와 같은 일이 벌어지도록 만든 것이다. 유일한 희망은 주택가격이 계속 상승하는 것인데 오히려 하락했다.

이러한 상황에서 벗어나지 못하고 하강국면으로 계속 가고 있는 것이 미국경제 전개과정의 한 단면이다. 소비지출 약화의 지속으로 인해, 추후 미국은 자본지출을 포함한 기업지출 감소에 당면하게 될 것으로 예상된다. 고용감소, 기업 부동산, 파생금융상품과 증권 상의 문제, 실업률 증가, 성장 및 소득 감소와 이에 따른 소비지출 감소, 생산 및 기업금융 감축 등 모든 것이 질적 내용에서 볼 때 전통적 경기침체의 다양한 양상이다. 우리는 이러한 침체를 나타내는 적정수치에 대해서 확신할 수 없지만 1 수준으로 예측하고 있으며, 마이너스 수치나 2의 수치에 근접할 가능성도 있다. 그러나 그 이상은 안될 것으로 본다. 따라서 미국이 유사침체 상황에 있을 확률은 100%이다. 미국이 이른바 전통적 경기침체 상황에 있을 확률은 30~40%이다. 다만 우선적인 문제는 이러한 상황에 대처하는 미국의 정책이 무엇이나 하는 것이다. 그 다음이 여타 국가들은 어떻게 대비할 것이며 경제 전반에 미치는 손실은 어느 정도인가 하는 것이고, 세 번째가 금융시장에는 어떤 영향을 미칠 것인가 하는 것이다.

이러한 것이 미국 정부에 제시한 본인의 대응방안이다. 우리는 근본적으로 초당파적 입장에서 바람직한 경제정책에 대해 제기된 문제를 객관적으로 평가하고자 노력하기 때문에, 양쪽 정당을 위해 조언과 분석을 한다. 물론 경제상황과 합당한 정책에 관해 본인에게 질문할 경우 본인은 그에 대한 의견을 낸다.

통화정책과 관련하여, 미국 연준은 금리를 약간 더 인하할 것이다. Bernanke 미국 연준 의장의 신호는 매우 분명했다. 완화의 요지는 1월 30일에 연준 기준금리가 0.5% 인하 된다는 말로 해석될 수 있을지도 모른다. 유동성의 추가공급이 있을 수 있지만 금융권의 유동성 긴축 상황이 과거처럼 나쁘지 않다는 것이 우리 생각이다. 모종의 수익률 차이가 문제를 조성했으나 그럼에도 불구하고 연준의 금리인하 정책은 계속 잘 작동되고 있는 듯하다. 금융권 내에서의 신용 종류에 따른 수익률 차이가 줄어들고 있다. 본인이 꼭 하고 싶은 말은 금융기관, 투자중개회사 및 대형은행들이 상호간의 대출을 매우 꺼리고 있으며 위기사태에 대비하여 만반의 준비를 하고 있다는 점이다. 위기는 아직 끝나지 않았다. 주택담보대출 분야에서도 상당한 자산상각 조치가 있을 것이다. 따라서 미국 내 다수 금융기관의 규모축소가 당연히 있을 것이다. 또한 대형은행이나 투자은행의 손실과 합병도 나타날 것이며 자본확충을 위한 소유지분의 대규모 매각도 더 있을 것으로 생각된다. 그러므로 미국 전역에서의 대출은 어려워질 것이고 이러한 상황은 오랫동안 지속될 것이다.

경기하강이 끝이라고는 전혀 생각되지 않는다. 소비심리가 약화되고 실업률이 증가하면 우리가 겪어야 할 또 다른 신용경색 문제가 있다. 소비자 자산을 담보로 한 소비자 대출과 증권 발행은 압력을 받게 될 것이고 기업부동산 거래의 재원조달은 벌써 어려움을 맞고 있다. 아직 통계상으로는 나타나지 않고 있지만 기업부동산 거래의 어려움이 조성되고 있는 듯하다.

따라서 연준은 금융정책을 완화할 것인데, 우리는 연준이 연방기금 금리를 3.25%까지 인하할 것으로 보고 있다. 인하폭이 9개월 사이에 2% 정도로 크긴 하지만 인하폭이 너무 적고 시기적으로도 늦은 것으로 생각된다. 금리인하만으로는 유동성이 증가한다 하더라도 상황을 바꾸기 어렵다. 이러한 조치는 약간의 완충작용을 하여, 주로 주택부문처럼 금리조정에 민감한 부분에서 2009년도 어느 시점의 상승국면을 위한 여건 조성을 할 수는 있을 것이다.

재정정책 측면에서는 모종의 재정적 경기부양책이 있을 것이다. 그러나 솔직히 말해 약 1천억 달러 규모의 경기부양책은 거의 1.5조 달러에 달하는 경제규모에서는 아무 것도 아니다. 그리고 경기부양책의 이행 시기와 규모로 볼 때 조세환급, 임시 감세 조치, 실업보험 지급, 정부지출 증가 등 재정적 경기부양책이 가져다주는 승수효과는 그다지 강력하지 못하다. 이러한 조치가 잠정적인 도움은 될 수 있겠으나 상황을 바꾸지는 못한다. 이와 같은 것이 미국 행정부에 대한 우리의 견해이다. 정책이 전개되면서 바뀔 수도 있다. 본인이 이러한 논의에 실제로 참여하고 있지만 3,000억 달러에 이르는 재정적 경기부양책을 제안하지는 않는다. 왜냐하면 미국 정부가 잘못된 방법으로 경기부양책을 집행할 경우 경기회복이 오래 걸리는 결과를 초래하게 되리라는 우려 때문이다. 그래서 본인은 단순히 몇 가지 논평과 경기부양 프로그램에 대한 평가만 하고 있는 것이다. 공화당 및 민주당은 경기부양 프로그램을 Decision Economics사의 거시경제 모형을 이용해 시험·검토해 보았는데, 재정적 경기부양책의 규모는 1,000억 달러 수준으로 정리되고 있다. 이러한 규모의 재정적 경기부양과 금리인하의 결합효과는 2009년 하반기에 이르면 아마도 미국경제의 양상이 보다 나아지도록 하기 위한 준비를 갖추게 할 것이다. 그 시기가 더 빠를 수도 있지만 민간부문의 반응에 대해서는 사실 아무도 모른다. 그러나 우리 생각으로는, 민간부문이 야기할 마이너스적 요인이 재정적 경기부양책의 플러스적 효과를 압도하게 될 것 같다.

세계경제 전반과 관련하여, 우리의 연구조사에 의하면 적어도 지난 10~15년간 아시아와 미국 간 비동조화(decoupling) 현상이 증가하고 있다는 점은 의심의 여지가 없다. 이러한 현상은 무역 자료와 점증하는 역내무역, 태평양 연안 국가들에 대한 중국의 영향력 등에서 확인할 수 있다. 재원조달 면에서도 10~15년 전에 비해 아시아와 미국 간의 비동조화 현상이 뚜렷해져 가고 있으며, 지금 아시아는 자체 재원조달 능력을 갖추고 있다. 아시아 기업들은 재원조달을 위해 다른 지역에 갈 것 없이 아시아의 금융기관으로 가면 된다. 정책도 물론 비동조화하고 있다. 일본이나 중국은 자체적으로 경제정책을 운영할 수 있으며, 한국은 유로지역이 쉽게 집행할 수 없는 시장 친화적 경제조치와 조세감면을 추진할 수 있다. 아시아의 모든 국가들은 자체 금융정책을 가지고 있으며, 어떤 나라도 미국의 방식으로 정책을 시행할 필요가 없다. 아시아의 경상계정과 외환보유고는 매우 양호하다. 솔직히 말해 아시아는 비교적 부유한 편이다. 이는 어떤 경기하강이 계속되던지 간에 상당한 회복력이 있을 것이라는 의미이다. 그럼에도 불구하고 여전히 위험에 노출되어 있음을 간과해서는 안 된다. 예를 들자면, 본인이 앞서 언급한 바와 같이 중국 수출의 20%는 미국으로 가고 있다.

통계에 따르면 중국경제의 대외의존도는 약 40%이며, 중국 GDP에 대한 대미수출 비중은 8%이다. 중국은 과거 어느 때보다 더 많은 대미수출을 하고 있으며 일본은 두 번째로 큰 중국 상품 구매자이다. 물론 일본의 대미수출은 과거에 비해 크게 줄었다. 그럼에도 불구하고 일본의 대미수출은 여전하기 때문에, 미국경제가 어떤 이유에서든 하락할 경우 일본의 대미수출은 타격을 받게 될 것이고 일본의 중국 수출품 구매도 그 영향을 받을 것이다. 중국 또한 미국의 대중국 수입 감소로 인한 타격을 받게 될 것이다.

한국경제는 GDP에서 차지하는 수출비중에서 볼 때 15년 전에 비해 크게 개방된 상태이다. 그러나 한국의 무역은 역내에 상당히 집중되어 있기 때문에 중국경제가 하락하지 않는 한, 미국의 경기하락으로 인한 영향이 그리 크지 않을 것이다. 우리의 계산에 의하면, 현재 한국경제는 5대 주요국에 대한 수출이 GDP에서 차지하는 비중이 30%가 넘는 정도로 크게 개방되어 있다. 여기에서 대중국 수출이 차지하는 비중은 15%이며 대미수출의 비중은 8%를 약간 상회한다. 12년 전인 1995년도의 대중국 수출 비중이 1.5%였던 것에 비하면 10배가 커진 것이다. 이러한 관계로 한국을 위해서라도 중국이 잘되기를 바라는 바이다. 이는 괄목할만한 변화이다. 물론, 아시아가 세계에서 가장 탄탄하게 성장하는 지역이므로 한국이 아시아 지역에 밀접해졌다는 것



은 좋은 일이다. 하지만 불리한 점도 있는 바, 중국이나 홍콩, 일본에 무슨 일이 생기면 한국의 수출은 어려움을 겪게 될 것이다. 미국의 경기하락도 한국의 대미수출에 영향을 미친다. 물론 한국의 대미수출 비중은 1995년에 비해 약 2배 증가했다. 이는 10~15년 전에 비해 한국의 대미수출 의존도가 커져서가 아니라, 그동안 한국이 커다란 경제적 성공을 이룬 여파로 한국경제가 상당히 개방되었기 때문이다.

현재 비동조화 현상이 나타나고 있음은 분명하다. 세계 전체를 보아도 역내무역으로 크게 나누어져 있음을 알 수 있다. 미주 지역, 유럽 지역, 그리고 아시아 지역으로 나누어져 있는 것이다. 그럼에도 불구하고 타격은 받을 것이다. 규모와 관계없이 세계는 미국 경기하락의 영향에서 벗어날 수가 없다. 물론 경기하락이 크면 클수록 타격은 더욱 클 것이다. 업계, 정부, 시장에서 종사하는 우리 모두는 이러한 가능성을 인식하고 미국의 경기하락으로 인한 잠재적 충격을 예의주시할 필요가 있다.

금융시장에 대한 몇 가지를 언급하면서 강연을 마무리하도록 하겠다. 오늘 강연에서 나온 전망과 미국 주식시장이 약세에 있다는 본인의 말을 듣고 놀라는 사람은 물론 아무도 없을 것이다. 작년 하반기부터 시작된 미국 주식시장 약세는 아마 1년 정도 지속될 것이다. 이에 대한 전통적 대응방법은 금리인하이며, 민간부문이 온갖 어려움을 겪은 다음 호황세의 시장이 시작될 것이다. 이러한 것이 갑작스런 하락과 급격한 회복으로 이어지는 “V”자 형은 아닐 것이며, 미국 경제성장 면에서의 하락세도 “V”자 형이 아니라 오히려 사발형(bowl-shaped)이 될 것으로 우리는 보고 있다.

미국을 제외한 세계 모든 주식시장이 약간의 위험에 노출되어 있긴 하지만 약세에 처해 있지는 않다. 미국의 상황은 대부분 국내적 이유에 기인한다. 따라서 미국의 경기하락이 어느 정도 파급·확산되며 얼마나 전염되는지 지켜보고 난 다음 아시아 주식시장처럼 호황세에 있는 시장에 대한 조치를 위해야 할 것이다. 우리는 아시아 주식시장에 투자할 것을 고객에게 권하고 있다. 한국 역시 내년에 절대적으로 투자해야 할 시장이라는 것이 우리의 시각이다. 중국에 대한 주식투자는 약간 조심스러운데, 중국의 대외수출에 대한 약간의 위험요소 뿐 아니라 금리와 환율이 상승하고 있는 등 경기둔화 가능성의 요인이 많기 때문이다. 아시다시피 중국의 경기둔화가 적당한 수준이어서 설사 이것이 경제적으로 심각하지 않다고 하더라도, IP비율이 높아 주식시장 장기투자에 대한 매력을 떨어뜨릴 수 있으므로 약간은 조심스럽다. 그러나 미국의 경제적 혼란이 세계 여타 주식시장을 하락시키리라고 작년에 처음 시작되었던 인식

외에는, 미국 문제가 수습되면 아시아 주식시장이 다시 크게 성과를 내리라는 것이 일반적인 우리 생각이다.

미국 달러화와 관련하여, 주요국 통화 대비 달러화는 분명 약세를 지속할 것으로 보인다. 아시아 지역 통화 대비 달러화는 올해에도 다시금 약세를 보일 것이며 최악세일 가능성도 있다. 중국 정부는 위안화 가치를 10~15% 정도 상승시킬 것으로 생각되는데, 위안화 가치는 작년도에 7% 상승하였다. 다른 통화들도 아시아 통화와 비슷한 방향으로 움직일 것이다. 달러 대비 유로화 가치는 1.60 수준으로 상승할 것으로 예측되며, 작년 말 직전에는 이것이 아마 1.45 수준이었을 것이다. 달러/엔화 가치는 일본 경제의 어려움과 저금리로 인해 금년 하반기에 100엔 이하로 상승할 것이다. 달러화 가치 하락은 끝나지 않았다는 것이 일반적인 시각이며 본인도 이러한 하락세가 언제 끝날지 확실히 알 수 없다. 현재 미국경제의 장기전망은 본인이 개인적으로 느낄 수 있는 것이 아니다. 선거가 어떻게 끝나고, 누가 미국 대통령으로 당선되어 어떤 정책들이 나올지 좀더 두고 보기로 하자. 우리의 가정은 민주당 소속 대통령이 당선되는 것이다. 그럴 경우 미국에는 보호무역주의적인 분위기가 조성될 것이고, 민주당이 의회를 장악하게 되면 고소득층에 대한 세금이 증가할 것이며 의료보험과 같은 주요 정부지출 프로그램이 입안·시행될 것으로 예상된다.

본인은 힐러리(Hilary Clinton) 후보와 오바마(Obama) 후보 중 누가 대통령이 될지 알지 못하고 이에 대한 견해도 없다. 하지만 오바마 후보가 과거 힐러리 후보의 열성 지지자였던 민주당원들의 마음을 사로잡고 있다는 점은 말할 수 있다. 오바마 후보가 국제적으로나 국내적으로 경험이 부족하다는 점은 분명하지만 젊고 매우 명석한 인물인 만큼 영감을 주고 있으며, 그의 연설은 마치 다른 별에서 온 것처럼 상당히 훌륭하다.

힐러리 후보가 보다 나은 배경과 자질을 가진 듯 보이지만, 클린턴가(家)에는 미국인을 괴롭히는 것으로 보이는 무엇인가가 있다. 따라서 지금까지 힐러리 후보와 오바마 후보가 민주당 대통령 후보가 될 가능성은 반반이다. 사정이 어렵기는 공화당도 마찬가지인데, 본인의 추측으로는 맥케인(McCain) 상원의원이 후보지명을 받을 듯싶다. 왜냐하면 맥케인 의원의 생각이 무엇이든지간에, 그는 민주당원이건 공화당원이건 많은 미국인들이 여타 정객들에 비해 비교적 인격이 있는 것으로 평가하는 몇 명의 후보 중 한 사람이기 때문이다. 금년 대선에서 미국인들은 정직하고 곧은 사람을

원하며 변화의 분위기에 크게 휩싸여 있다. 변화의 분위기에 있다는 것이 언제나 좋은 것은 아니다. 시장친화적 정책, 자유방임정책, 규제완화정책 등이 시행된 지 25년이 지난 지금, 미국은 한국이 가는 방향과는 반대로 가고 있는 것으로 생각된다. 그러므로 경쟁을 좋아하는 부류의 사람이라면 미국이 아닌 한국에 승부를 걸 것이다. 본인 역시 자금을 미국 주식시장이 아닌 한국 주식시장에 투자하고 있다.

### 질 의 · 응 답

**질문** 본인의 질문은 우리가 당면하고 있는 경기침체터널의 길이에 관한 것이다. 1970년대 경기침체 때에는 그 기간이 10년 정도였는데, 귀하께서는 이번 경기침체의 기간이 어느 정도 일 것으로 보는가?

**질문** 귀하께서는 2009년에 경제상황이 좋아질 것이라고 잠깐 언급하였다. 본인은 작년 가을 코네티컷(Connecticut)주의 스탠포드(Stanford)를 방문한 바 있으며, 헤지펀드 관리자 중 한 사람이 방한하기도 했다. 그에 따르면, 모기지(mortgage)시장이 24개월 내에 회복되기는 어려울 것이며 서브프라임 문제는 연방준비은행의 노력에도 불구하고 6~8개월간 지속될 것이라고 한다. 유사침체현상의 기복과 지속기간에 대한 귀하는 견해는 무엇인가?

**질문** 세계경제에 대한 귀하의 시의 적절한 탁견에 감사드립니다. 이 강연회가 한국무역협회와 세계경제연구원 공동주관인 관계로 국제무역에 관한 질문을 드리겠다. 미국 내에서는 한-미 FTA의 전망을 어떻게 보고 있으며 이에 대한 비준은 언제쯤 이루어지겠는가? 이 강연회에 자주 참석하시는 정몽준 의원께서 대통령 당선자의 특사로 곧 미국을 방문할 예정인데, 방미시 한-미 FTA의 미국 의회 비준과 관련하여 누구와 만나 협의해야 하겠는가?

**질문** 정책대응에 관한 질문이다. 미국 주택시장에 거품이 형성되고 있는 가운데, 이러한 거품을 막기 위한 목표의 정책은 시행하기 어렵다는 주장이 있었다. 왜냐하면 물가안정목표제도(inflation targeting)를 채택할 경우 그 대상은 경제 전체가 될 것이 분명하기 때문이라는 것이다. 귀하는 거품이 종식되고 있는 지금도 거품진정을 목표로 하는 정책 도입은 어렵다는 주장에 따르겠는가? 통화정책적 대응에는 양면성이 있는 것 같다. 지금 치유방법을 변경하여 거품을 진정시키는 정책을 시행해야 하고, 경제 전체를 대상으로 하는 정책을 집행해야 한다는 주

된 의견에서 벗어나야 하는가? 현재의 상황에서 요구되는 정책대응에 관한 귀하의 견해를 듣고 싶다.

**답변** 경기침체 기간, 즉 터널의 길이는 1~3년으로 상당히 길다. 2000/2001 기간 중에 있었던 약세의 경기침체(GDP 기준)로부터 미국경제가 회복된 것은 2003년이였다. 기본적으로 3년이 걸린 것이다. 이번 경우도 최소한 1~3년이 걸릴 것이다. 왜냐하면 부분적으로 또 다른 자산거품이 붕괴될 가능성이 있고, 그럴 경우 투자자, 정부 및 기업이 자산에 대한 열의를 수습하기까지는 긴 시간이 소요될 것으로 생각되기 때문이다. 지난 5년간의 미국 주식시장을 살펴보면 지금의 미국 주식시장은 역사적 추세와 비교할 때 여전히 미약하다. 미국은 아직도 이로부터 완전히 회복하지 못하고 있는 것이다.

두 번째 질문은 서브프라임 문제로 인해 모기지 시장이 얼마나 오랫동안 침체될 것인가 하는 것이었다. 서브프라임 문제와 모든 부실대출이 대손상각 처리된다 하더라도 기본적으로 신용이 크게 경색되어 있다. 그리고 주택의 초과공급에 대한 고려도 충분하지 못하다. 이는 1990년대 일본에서 나타났던 바와 같이 수요에 따라 변하는 동태적 가격정책(price dynamic)이 작동되고 있어서 보다 나은 가격이 아니면 주택구입을 원치 않기 때문이다. 물론 경제상황과 실업률이 악화되고 있는 지금의 상황에서는 더욱 그러하다. 따라서 주택구입 가능성은 더욱 어려워질 것이다. 전에는 없었던 좋지 못한 상황이 내년에 나타나 모기지 시장을 계속 침체시킬 것이고, 금융기관에도 그만큼 후유증을 남기게 될 것이다. 본인은 헤지펀드 관리자의 견해에 동의하지 않으며, 서브프라임 문제와 관련한 기간도 너무 짧다.

원칙적으로는 금리가 충분히 오랫동안 인하·유지된다면 주택부문을 일부 회생시킬 수 있다. 주택부문은 금리에 민감한 영역이라는 점을 기억하시라. 미국 내에는 주택가격 하락을 억제할 수 있는 훌륭한 대출상품과 건전한 금융기관들이 많이 있으며, 아직도 우리가 연구 중에 있지만 연방기금 금리는 아마 1.5~2% 선이 될 것이다.

국제무역과 관련하여 약간의 농담 섞인 조언을 하자면, 지금으로서는 미국 방문을 고려할 필요가 없고 미국 대통령 선거 이후를 기다리라는 것이다. 금년에는 무역현안으로 떠오를 것이 아무 것도 없다고 생각되기 때문이다. 워싱턴 내에서 경기부양책에 대한 논의가 있을 가능성이 있지만 선거가 치러지는 해에 어떤 정책을 집행하기는 현실적으로 매우 어렵고, 의회는 선거로 인해 벌써부터 자리를 비우고 있다. 대통령은

많은 사안에 대해 거부권을 행사할 것이다. 무역현안에 대한 대통령의 입장에 대해서는 기억이 없다. 그러나 부시 대통령이 이 문제에 대한 입장이 있다면 질문을 하지 않을 것이다. 대통령이 무역현안에 대한 입장을 밝혀야겠지만 정책 우선순위는 높지 않을 것으로 생각된다. 본인이 미국을 방문한다면 오바마 후보나 힐러리 후보를 만나겠다. 두 사람 중 한 사람이 차기 대통령이 될 가능성이 있기 때문이다. 맥케인 후보는 당선 가능성 밖에 있다. 민주당의 문제는 정책에 약간의 보호주의 기조가 흐르고 있다는 것이다. 미국의 모든 무역협정 재평가라는 힐러리 후보의 생각은 모든 것이 재검토되기 전에는 새로운 인준이나 조인이 없을 것이라는 의미이며, 그럴 경우 비준은 2010년에야 가능할 것이다. 따라서 본인은 미국 방문을 크게 권할 수가 없다.

마지막 질문은 매우 흥미로운 것으로, 어느 나라에나 있는 극도로 커져버린 자산거품 규모 문제이다. 미국 연준 의장이었던 그린스펀(Greenspan)은 주식시장 사안에 대해 이렇게 결론내린 바 있다. 즉 연준이 하는 일은 자산거품을 관리하는 것인데, 이들이 해야 할 일은 자산거품이 존재할 경우 이를 내버려두었다가 거품이 붕괴된 후 정리하는 것이라고 한다. “펄프 픽션(Pulp Fiction)”이라는 미국 영화를 보신 분이 있다면 나중에 나타나서 모든 것을 깨끗이 정리하는 해결사를 기억하실 것이다. 거품이 모두 붕괴한 후 이를 깨끗이 정리한다는 것은 이와 같은 시각이다. 이러한 대응책에는 1%의 금리와 목표인플레이션(에너지 제외) 통화정책이 있는데, 물론 이는 인플레이션률을 가장 낮은 수준에 머무르게 하는 조치이다. 그래서 미국은 1%라고 하는 지나칠 정도로 완화된 통화정책을 장기간 유지해왔던 것이다. 스탠포드대학교의 존 테일러(John Taylor) 교수는 연준이 거품을 진정시키기 위해 빠르게 금리를 인상할 경우 어떤 결과가 나올 것인가 하는 의미에서 테일러 준칙(Taylor-rule)을 검증하기 위한 시뮬레이션 분석을 실시하였다. 우리 Decision Economics사에서도 대형 모델을 사용하여 금리인상이 자산거품 진정에 미치는 효과를 검증한 바 있는데, 결과는 주택경기가 크게 회복되겠지만 호황을 이루지는 못할 것으로 나타났다. 과거의 거품 대응책을 살펴보면, 미국의 금융감독 체계가 너무 느슨하여 이를 악용하는 사람들이 많았다. 그래서 본인은 이와 같은 견해에 동의하지 않으며, 연준 내에서도 거품이 발생할 수 있는 있는 상황이 되면 조기에 개입하는 방안을 모색하자는 의견이 커지고 있다. 거품이 붕괴될 때까지 기다리기보다는 선제적 조치가 더욱 낫다. 이번에 부동산 부문에서 나타난 사례는 아무런 경고나 선제적 조치 없이 마지막까지 기다리다가 실로 엄청난 재앙을 초래한 또 다른 사례이다. 자산가격을 목표로 하지 않고도 사전에 개입할 방법은 많다.

아시다시피 환율시장이나 자산시장처럼 가격이 자유롭게 움직이는 유동적인 시장에 개입이 필요하다고 생각하는 경제전문가는 아무도 없다. 그러나 금융정책 당국은 이러한 전문적인 정의에 구애되지 않을 정도로 노련하며, 자산거품이 붕괴되어 경제 전반을 악화시켜서는 안 된다는 점을 알고 있다. 본인은 전문적인 정의나 원론적인 것을 그대로 쫓아가는데 반대하는 입장이다. 따라서 금리를 조기에 인상함으로써 자산거품 붕괴 위험성을 진정시키는 모험을 하는 것이 수수방관하는 것보다는 나은 듯 싶다. 많은 금융전문가들이 이러한 생각을 하고 있으며, Stanley Fischer 이스라엘 중앙은행(Bank of Israel) 총재나 중앙은행에 몸담았던 Jacob Frenkel 교수도 마찬가지로 생각을 가지고 있다. 작년에 개최된 Jackson Hall 심포지움에서 이에 대한 논의가 있었으나 미국 연준이나 Bernanke 의장의 생각은 달랐다. 하지만 의견은 그들 생각의 반대 방향으로 움직이고 있는데, 이는 기본적으로 귀하의 질문에 함축된 것이다. 아시다시피 이러한 상황이 반복되고 있으며 이에 대한 모든 해악도 우리는 알고 있다. 이는 미국에서도 나타나고 있으며 한국과 일본에서도 나타난다. 혼합경제체제를 채택한 모든 나라에서 자산가격 거품과 그 붕괴가 일어나고 있는데, 이는 혼합경제체제의 속성이다. 우리는 악용의 사례가 많이 있음을 알고 있다. 의심 없는 사람들이 사기 행각의 대상이 되어 뺨기름으로 만든 약을 만병통치약으로 사고 있다. 그러니 자산거품을 제대로 감시하다가, 악화될 조짐이 보이면 조속히 개입하는 것이 더 낫지 않겠는가? 영화 ‘펄프 픽션’에서 다른 사람이 조성한 혼란을 정리하는 Harvey Keitel이 등장할 때까지 기다리기보다는 사전조치를 취하자는 것이 본인의 권고안이다. 보다 나은 대안이 나와야 한다.

**질문** 귀하의 오늘 강연은 미국 국내문제인 미국의 주택호황과 거품붕괴를 중점적으로 다루었다. 태평양 건너편에 있는 우리도 같은 문제를 안고 있는바, 중국 주식시장과 한국 주택시장의 호황 및 붕괴가 염려된다. 양국 시장에 대한 위험을 귀하는 어떻게 분석? 평가하는가?

**답변** 무엇보다도 자산 부문에 있어서의 한국 및 중국의 호황 및 붕괴 가능성은 더욱 크다. 중국의 호황은 엄청난 것으로 과열되고 있으며 특이하다. 우리가 중국의 호황을 거품이라고 말하지는 않았지만 점점 거품화되어가는 것이 아닌가 생각된다. 실제로 한국의 전체적인 경제성장은 잠재적 성장에 매우 근접하고 있다. 주택시장이 어느 정도 성과를 거둔 것으로 나타나고 있으나 한국은행은 이 부분에 대해 잠시 우려를 나타내고 있다. 사실 우리는 이것이 그렇게 우려할 단계는 아닌 것으로 보고 있으

며 그 규모도 크지 않다. 이러한 견해를 갖게 되는 근거는 부분적으로 전체 경제가 얼마나 과열되어 있느냐 하는 것인데, 한국경제는 과열되지 않았다는 것이 우리 생각이다. 한국의 경제성장률은 4.5%로 잠재성장률에 어느 정도 근접하고 있다. 운이 좋아 잠재성장률이 5%대가 되면 매우 좋겠지만 한국경제 전문가들은 그것이 좋지 않다고 한다. 왜냐하면 그럴 경우 성장이 가속화되고 그에 따라 자산가격이 상승하기 때문이다. 그러나 12%대의 경제성장을 하는 중국은 여러 가지 방법을 통해 이를 억제하려 애쓰고 있지만 이를 이루지 못하고 있으며, 거품형성이라는 측면에서 다소 위험성이 있는 것으로 보인다. 중국 증권시장의 IP비율이 크게 주춤하고 있다. 그럼에도 불구하고 단순히 지금까지 중시해왔다는 이유로 중국시장에 비중을 두고 있으나 다소 조심할 필요가 있다.

**질문** 공화당 정부가 집권하는 것과 민주당 정부가 집권하는 것에는 정책적인 면에서 얼마나 큰 차이가 있겠는가?

**답변** 민주당과 공화당의 정책이 얼마나 다른지에 관한 질문인데, 본인이 말할 수 있는 것은 지금 나오고 있는 이야기 밖에 없다. 하지만 모든 정책조언자들의 말이 실천될지는 알 수 없으며 선거 열기 속에서 사람들의 마음이 바뀌기도 한다. 민주당 후보들은 모두 부시 대통령의 감세조치를 채택하지 않을 것이라고 한다. 특히 고소득층에 대한 35% 세율, 배당세 인하, 자본소득에 대한 15% 세율 부분에서 그러하다. 본인 생각에 가장 손쉬운 것은 고소득층에 대한 35% 세율을 인상하는 것이다. Decision Economics사의 연구에 의하면 배당소득과 양도소득에 대한 세율경감은 경제 내 금융의 공급측면을 활성화하는데 매우 유리한 것으로 나타난다. 한국에는 증권에 대한 양도소득세가 없는 것으로 생각되는데, 높은 양도소득 세율은 미국에게 경쟁적 우위를 갖지 못하도록 만들 것이다. 이러한 것들이 민주당에서 논의되고 있는 것이다. 민주당은 저소득층이나 중산층의 조세부담을 경감해야 한다고 한다. 민주당에는 상당한 자금이 소요되는 지출정책들은 꽤 있지만 예산적자를 억제하기 위한 재정계획은 없다.

공화당의 경우는 모든 후보들이 상속세 폐지 등 어떤 방법으로든지 조세부담 경감을 확대한다는 주장한다. 맥케인 후보도 정부지출을 축소하는데 열의를 보이고 있다. 일본 등 여타 국가들이 당면하고 있는 것과 같은 커다란 예산문제 중 하나인 인구 고

---

령화에 대해서는 어느 후보도 언급하지 않고 있다. 이는 사회보장 재정과 연금수혜자들에게 부담이 되고 있고, 이에 대한 재원을 정부가 조달하고 있다. 고령화 문제를 어떻게 해결할 것이며 사용할 수 있는 정책수단은 무엇인가? 이보다 더 큰 문제는 이른바 “Medicare” 및 “Medicaid” 등 예산지출을 크게 증가시키고 있는 의료보호 부분이다. 이 부분은 정말 전면적인 검토가 필요함에도 민주당이나 공화당 어느 누구도 언급한 바가 없다. 그들은 단순히 모든 미국인들이 사회보장보험에 가입하기를 바란다 고만 하는데 그러자면 많은 자금이 필요하다.

에너지와 지구 온난화 문제에 대해서는 후보자 간의 차이가 있다. 하지만 본인이 앞서 언급한 문제는 진정 “먹고 사는” 문제이다. 이 모든 것에 대한 본인의 생각은, 이와 같은 장기적인 재정적자 부분의 근본 문제들이 해결되지 않으면 세계적으로 자금을 운용하는 기업인들이나 그러한 기업에 자문하는 금융시장 종사자들이 미국 달러에 많은 투자를 하지 않는다는 것이다. 이는 매우 기본적인 것이다. 미국의 의료보호 지출 증가율은 다른 어느 물가상승률보다 빠르다. 이러한 것을 바로 볼 수는 없지만 현재의 상황을 보면 달러화의 가치, 부동산 가격, 소비지출 신장이 하락하고 있다. 미국은 더 많은 저축을 할 것이며, 무역적자가 감소하고 있고, 수출이 늘어나며, 여타국의 통화가 개선되고 있다. 이러한 통화개선은 그 나라에 어려움을 주게 될 것이다. 수년간에 걸친 대외무역수지 적자와 재정적자가 실제로 미국 시장에 영향을 미치고 있으며, 이것이 다시 민간부문 경제에도 영향을 주고 있다. 이는 본인이 살고 있는 미국에 존재하는 또 하나의 비극일 뿐이다. 하지만 본인은 세계적 기업인이며 시장 종사자이므로 미국에 비중을 둘 수가 없다. 주식시장 측면에서, 분명하게는 통화의 측면에서, 본인은 미국에 대한 투자를 축소할 것을 권하겠다.

---



---

## 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>