



Occasional Paper Series

11-01

After the Crisis: What Next in 2011 and 2012?

위기 이후의 세계경제와 한국경제: 2011년 및 2012년 전망

Allen Sinai

February 2011

세계경제연구원 · 한국무역협회

Institute for Global Economics / Korea International Trade Association

Allen Sinai

- 현 미국 Decision Economic사 CEO 겸 수석 글로벌 이코노미스트
- Michigan대 졸업, Northwestern대 경제학 박사
- 오랜 기간 월스트리트에서 경기진단의 대가로 인정받고 있을 뿐 아니라, 현재 미국 백악관뿐만 아니라 각국 정부, 금융기관, 기업 등 300여 곳에 대한 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.

After the Crisis: What Next in 2011 and 2012?*

Allen Sinai

This morning I want to look ahead, not behind, at the prospects for increasing growth as we move through the year 2011. While I do not think Korea will grow at 6% again in 2011, the current expectation of 5% real growth still marks an excellent year. With some luck and skill, the application of policies, and an attempt to reduce inflation, the business expansion in Korea should extend into and through 2012. This should also be true for much of Asia and continue for a number of years.

In a way, I am not surprised that Korea surprised on the upside of the expectations last year. The country is very dynamic, productive, and enterprising with a huge cadre of well-educated people. Indeed, Korea did well even during the Great Financial Crisis that started in the United States and spread through the global economy during late 2007 and through 2009, which swept economies down more sharply and more deeply than any business cycle downturn since the 1930s. Korea is one of the few countries that came through that episode relatively well and on an annual average basis real GDP of Korea did not go negative. After a 5% plus growth rate in 2007 there was 2.3% growth in 2008. For Korea, that kind of decline in growth was recession-like, but in terms of how the country did relative to other countries and how Asia did as a whole, excluding Japan, the Asian dynamics carried the region through the crisis in good fashion.

Now the crisis has subsided almost everywhere. There are legacies of the crisis, but as we look ahead to 2011 and 2012, 2010 appears to have been a transition year for the world economy. It was a time of moving out of the Great Recession, out of the financial crisis and collapse in so many markets and, for so many financial institutions around the world, a year that bridged the crisis into 2011 and 2012. This is particularly true for Asia, the most dynamically growing

* Transcription of a speech given at the IGE/KITA Seoul Global Trade Forum on Thursday, January 20th, 2011

area of the world economy.

South Korea and a number of countries in Asia do not have the excesses and imbalances—the sovereign debt problems—that a number of countries in the global economy have. Imbalances and the overhang of deficits and sovereign debt will prevent those countries from achieving the growth of which they once were capable. The absence of those problems will allow countries like South Korea, Singapore, China—though there is a question mark next to China because of inflation—Australia, and the Asia-Pacific to grow faster and more dynamically than almost any other region of the world. Providing a better and improving business climate will bring more prosperity to this part of the world than has ever been seen before.

At Decision Economics we study the business cycle, both in the United States and globally. The business cycle, and where countries are in their business cycle, sets the stage for what happens in business and financial markets, investments, and the achievement of returns. Last year the outlook was one of recovery, the early stage in a business cycle upturn, for most of the economies that we cover and analyze. This year the prospect is one of expansion, the next stage in the business cycle upturn. Expansion is the phase of the business cycle when the previous peak level of real GDP before the recession is surpassed. The United States entered expansion in the 4th quarter of 2010, surpassing the previous peak from the 4th quarter of 2007. Expansion is a safer place than recovery as it is difficult to fall back into recession during the expansion phase of the upcycle.

In the expansion phase the upturn is entrenched, and it is sustainable. Monetary and fiscal policies during this period, because expansion can last for years, move from being supportive to somewhat restrictive, and that is happening at the moment in Korea. However, inflation is not yet a big enough problem for policy makers to clamp down enough to bring the next downturn into sight. Earnings do quite well, and the stock market goes through its most extended bull market run during the expansion. Moving forward in 2011 and into 2012, it is expected that much of the world will see longer dated interest rates begin to rise.

The U.S. recovery began in June 2009, and the time between the recovery and the onset of expansion was about a year and a half. That was longer than many recoveries, and that phase was marked by worries that the U.S. economy might suffer a double-dip. That did not happen, but at times the risk became reasonably high. The odds on this kind of fall back into a downturn are very low because once an economy reaches the expansion stage it is in, process wise, a self-reinforcing upward cyclical move. It is very resilient to shocks and problems. The excesses in balances of the past downturn can be worked out. Disequilibria become equilibria, and the expansion is the longest, best part of the business cycle in an economy.

In the case of Korea the recovery was quick, and expansion began in the 3rd quarter of 2009. The expansion has now been in place for quite some time, and that is why I gave Korea a high-end forecast last year. We are often systematically surprised on the upside during the expansion phase of the business cycle. There are more positive surprises than negative surprises, and growth of 6% for Korea was one of those surprises.

This year Korea should see 5% growth. Given Korea's place in the Asian world, that might be wrong on the downside. The early stages of this year may see some slowdown in growth as the Bank of Korea (BoK) raises interest rates on account of inflation, which is too high relative to the 3% target jointly agreed upon by the government and the BoK. Gentle restraint is being applied through interest rates and monetary policy. Restraint is being applied in China, India, and several other countries as well. So, over the first half of 2011, economies may soften in their growth rates. But I think the inflation problem will pass. It will stay higher than it has been for some number of years, but the economies will then regenerate to a higher pace of growth later in 2011 and through 2012.

In 2011, the United States is expected to grow more than 3%, which is not bad, but not quite as good as what has been achieved in previous expansions. Canada is in expansion, and it is likely to grow 3% or 4% over the next year or two. The OECD region, in which much of Europe is involved, remains in recovery. Italy, Germany, and France all remain in recovery. While France and Germany perform

quite well, 5 or 6 countries in the EU are growing very slowly or, in the case of Greece, in depression. The United Kingdom is now in recovery which began in the 4th quarter of 2009, but its economy is now slowing due to fiscal austerity measures brought on by years of high deficits.

China never suffered a downturn, and neither did India. They both suffered reductions in growth but nothing near recession. Indonesia entered expansion in the 2nd quarter of 2009 and is growing strongly and dynamically. Thailand entered expansion in the 4th quarter of 2009. The Thai economy, despite some of its difficulties, will show over 6% growth in 2010 and 5.5% growth in 2011. In the emerging world, Latin America will continue to grow dynamically, Russia will have a strong year, while in Central Europe the picture is mixed.

That is where we are in business cycle terms. In the case of Asia, aside from Japan which still has major problems, several good years lie ahead for business. There will be good stock markets, and yes, interest rates will rise, but not enough to stop this positive momentum. The Asian currencies will very likely continue to rise against other currencies, particularly against the dollar, the euro, and the yen, but not enough to stall or prevent a very fine business cycle upturn. The dynamics of Asian enterprise from this region will lead the global economy forward making this region the engine of growth for the world economy.

For investment strategy, broad asset allocation favors equities. We are bullish on the U.S. equity market cyclically. We are bullish on Asian equity markets in a secular sense, that is, these equity bull markets will go on longer, not just cyclically. Longer term interest rates will be on the rise and, in some countries, short term rates will move higher. In Korea, the current interest rate of 2.75% could end up as high as 4% over the next 18 months due to inflation. Inflation depends a lot on food and energy so economies around the world need to slow down and ease demand. However, it could be that the BoK will have to hike rates over the next 18 months to dampen the inflation that exists at this time. However, this is standard operating procedure in the expansion stage and should not bring about a recession.

Legacies from the crises remain, and there are risks around a relatively bright picture for the global economy in 2011. For the 47 nations that Decision Economics covers, we are estimating real growth of 3.5% to 4%. That is a very good year and would be similar to the growth rates of 2005 to 2007. It would put the deep declines of the crises behind, and allow other policy issues and problems to be dealt with.

For the United States, 3% plus growth in 2011 and 3.5% for 2012 is what I call a half-speed upturn. But it is good enough that the unemployment rate will gradually decline, and will permit companies to make outstanding profits. The S&P 500 operating earnings will be up in 2011 15% or 16%. That is a high multiple of GDP growth because companies at this stage are very productive. I would expect to see that for Korean companies as well. In a world economy that is much more favorable to the exports of Korea and its basic items—petrochemicals, electronics, and autos—that this country is so strong at producing and selling. The next year to three years will probably be the best that companies in these areas have seen in many years.

Of course, there are risks. One such risk is the eurozone sovereign debt crisis. There are three primary questions revolving around this: When will it end? What will be the economic cost? Can it take down the global economy? The answer is that it is an ongoing crisis, and it is rooted deep in the eurozone arrangement. The struggle in Europe is to figure out the best arrangement to have in this unified set of countries and how to get there. Until that is settled we will continue to see what has emerged as a divergence in the growth rates and performance in eurozone countries. Germany and France will do very well while some other countries do very poorly. This is an inherent problem for a federation of countries that is not politically unified. Having to operate their economies with one exchange rate, one interest rate, and without full control of fiscal policy, particularly if they have made mistakes on sovereign fiscal imbalances in the past, is a very difficult task. This is the position of Greece, Portugal, Spain, and Belgium. I do not see any way for them to get out of it easily.

We expect more countries to fall back on—in terms of their financial

problems—sovereign debt, more countries to seek aid from the EU and IMF, difficulties in getting those funds, and difficulties in getting funds from the markets. We are concerned about the banking systems and the exposures of banks to sovereign debt and, yes, the exposure of the European Central Bank (ECB) as it buys sovereign debt to indirectly shore up the banking system. Of course, this is its job, but in doing that it is buying very weak sovereign debt of a number of countries who do not have the ability to repay. This risk to the world economy is ongoing. We think we will see flare ups in the markets due to crises surrounding the eurozone situation, but we do not think it can do enough harm to endanger the U.S. economy. The trade exposure is simply not that great. However, in Asia, because of the interactions of trade among so many countries in the Asia-Pacific area, this is a significant risk.

A second risk is China's attempt to disinflate. Even though it is dynamically strong, it grows faster than the Chinese government and the People's Bank of China would like. Thanks to its growth, and the strong growth of other countries in the region, commodity prices have risen, and this part of inflation is showing up in the inflation indices of a number of countries in Asia. Countries are well-advised to take policy action to lean against that inflation before it becomes entrenched and requires more punitive medicine later. I applaud the BoK's sooner-than-expected decision to raise interest rates as inflation in Korea, at 3.5%, which is not that high historically, but in terms of the inflation target, which is between 2% and 4%, is moving in that direction. It is better to lean against inflation early by raising interest rates than to wait too long until it is entrenched.

China is also trying to do this, and we applaud the Chinese attempt to slow its economy. I assume that China will be successful, but it is not a foregone conclusion. It is risky business. We have a country that has been trying to drive growth higher without having to worry about inflation now facing that and attempting to disinflate. Essentially, China is attempting a kind of soft landing. It is particularly tricky business if the currency is not allowed to rise to temper exports and, in turn, slow down inflation. At this moment, for understandable reasons to me as an analyst and as an observer of history, I fully understand why China is reluctant to let the markets take the Chinese currency to the levels the

market would if it were not kept in a band. The motives are fully understandable for a country that ten years ago was not in the position that it is in now. But in its own interest, China's policy makers would be well-advised to permit the Chinese currency to move higher and faster as a tool to achieve a soft landing, to preserve and extend the expansion of the Chinese economy, and then to help the other countries in the region through its impact. I would be more confident about the ability to finesse this inflation problem if we saw that happening.

Of course, I might say the same for other Asian countries who, from time to time, have intervened to prevent their currencies from rising. This is totally understandable from the point of view of the companies in the region and the importance of the exchange rate in trade between countries and across the global economy. But when markets want to take currencies up—and let's put aside the trading speculation and froth that goes into these markets—I think policy makers should let that happen and intervene only to prevent destabilization, regulate hot money flows, and non-fundamental dynamics from taking hold of the currency markets. It is easy to say as an analyst and observer but is much harder to do when running a government and dealing with foreign exchange and the dynamics of exchange rate markets.

The Chinese currency will rise, and we are projecting a 10% increase in the currency against the US dollar in 2011. We are also expecting Asian currencies to rise on the order of 10% or more over the next one year reflecting the positive fundamentals in these countries. Yes, that will make some nations exports less competitive from the cost side but, within the region, the currencies will stay fairly well aligned, and the inter-trade dynamics of the Asian region will not be damaged if most Asian currencies move up.

The world financial community is now much more interested in investing in Asia—in both stocks and currencies—than ever before. Money is flowing away from the big three currencies of the dollar, the euro, and the yen into Asian currencies. I do not think that is going to change. However, one thing that has changed immensely is the nations which are strong and the nations which are weak, the nations which are wealthy and the nations which are poor, the nations

which have and the nations which have not. The money flows, as far as currency goes, reflect that. And so, as things now look, it seems to me that the currencies that have been the key reserve currencies of the world for so long—the dollar, the euro, and the yen—are diminishing in importance. The currencies of other countries, reflecting their changing role and position in the world economy and world of finance, are becoming more important. A basket of these currencies are likely to become increasingly important as reserve currencies along with certain commodities that represent stores of value. I call that to your attention because exchange rates and major reserve currencies are important matters in Korea.

A third risk is the rising commodity price inflation. This inflation is due in part to the increased demand for commodities—food, oil, and energy—that comes out of such a strong upturn after a crisis. It also comes indirectly from the printing of money taking place via quantitative easing (QE) in the United States, Japan, and the eurozone to some extent. The market reaction to QE2, the Federal Reserve's latest attempt to stimulate an economy that is far underperforming, is quite understandable. However, the Fed has no other choice. According to the law of the land—The Full Employment and Balanced Growth Act of 1978, the Full Employment Act of 1946, and several other pieces of legislation—the Fed is charged with achieving full employment and price stability. This is called the dual mandate. In South Korea, there is a single mandate, price stability.

In much of the world the price or inflation goal is the key goal of the central bank, but that is not the case in the United States. The Fed has to carry out the law of the land. Of course, it can define what constitutes full employment and price stability. That is, it can choose the numbers and, indeed, a lot of research goes into exactly that. The Fed currently defines full employment as something under 6%, and defines price stability, using the inflation measure called the Consumption Goods Price Deflator, which excludes food and energy, as about 2%. Looking at the performance of the U.S. economy, unemployment is 9.4%. The output gap is minus 6% to 7%. The United States is not growing much above historical potential, which is 2.5% per year, and core inflation is running 0.5% to 0.75% on a year over year basis. The law of the land directs the Fed to achieve full employment and price stability. On performance measures and definitions,

the United States is nowhere near that. The Fed must stimulate, and that is what it has done.

The Fed took interest rates to 0% two years ago, but that did not work. The Fed took extreme actions, things that central banks would never do, to preserve a consolidated financial system, to keep the flow of credit going, and pumped tremendous funds into the banking system which sit there not used. Clearly, the credit channel to the economy did not work. So the Fed is now using its balance sheet, and for the first time in history, actively buying long term Treasury securities and increasing its balance sheet in the market to directly impact the long term rates. If this method does not work they will think of something else. It is very straight forward. Chairman Bernanke has a job to do because the law mandates full employment and price stability. Unless the law is changed, or we redefine the parameters, the Fed will continue to attempt to raise growth, lower unemployment, and raise inflation. In the markets, if the investor knows this, the course of action is clear—buy inflation hedged assets.

If the Fed achieves its goals there will be more demand, and commodity prices will rise. Investors should buy commodities before that happens. The printing of money suggests more dollars in the currency system, so the dollar should be sold and currencies which have promise should be bought. A falling dollar, we think, raises crude oil prices. It is not the demand or supply that has oil in the \$90 per barrel range. It is, in part, a financial asset where countries pay their debts in dollars, but the currency is depreciating so they adjust supply to keep oil prices higher to offset for the declines in the manner in which they pay. In addition, I think crude oil is now in portfolios—the foreign exchange holdings of nations—because crude oil has become a store of value just as gold is. These are very logical things for financial market participants to do. In addition, it is expected that stocks will be an asset of choice. Stocks, in the early stages of expansion, are an inflation-hedged asset. Inflation helps the revenues of companies. If there is slack in the labor market, labor costs fall, profits move higher than they would otherwise, and so the stock market rises.

In the QE of the Fed, explicit recognition is now being paid to what I have just

said. The Fed cannot and will not say that they are purposely trying to lower the dollar. But a lower dollar is a consequence of the actions they are taking in the name of the dual mandate. It is part of the mechanism by which the United States economy will grow faster, and the Fed's objectives will be achieved.

Exports are strong and growing—one of the strongest areas of the U.S. economy at this time—and doubling exports is a goal of President Obama's administration. In the U.S. economy we think we will see very strong exports for some time to come. The United States may compete more with countries on exports than it has in decades. So with QE2 the Fed is on a mission. The bulk of the members of the Fed agree with this and are committed to it in the name of moving toward full employment and price stability. Not until they see significant progress in those directions will they exit from this printing of money, and the dynamic ripples that flow from the printing of money in the United States will continue. One of the consequences is in the inflation of a number of countries in Asia because commodity price inflation shows up more in inflation in Asia than anywhere else. Commodity price content in the U.S. inflation indices is almost nothing. It is a cost, but companies are managing to absorb costs and still be productive and get good profits. Because of QE2 in the United States Japan is undertaking its own QE. Therefore, the lift in commodity prices is likely to continue, and one of the byproducts is that central banks will have to raise interest rates to temper inflation. It would be much better if the Chinese currency were allowed to rise, and the Chinese economy slowed down some of the demand, but that is not what we expect to see happen. We are already out of the consensus in expecting to see the Chinese currency to rise 10% over the next year. The forecast is somewhere around 5%.

The risks to the world economy from the United States itself are much less now than a year ago. The U.S. economy is not going to double-dip. U.S. consumers, though they are not spending the way they used to—they are saving more and paying down debt—they are not going to cave. If the global economy does run into problems it will be due more to problems outside the United States than from the United States. Of course, there are always risks of shocks. Crude oil prices shooting up \$50 a barrel, for example, would be one such shock to

the world economy. There are also geopolitical problems. There are tensions between North and South Korea, as well as between China and the United States. However, I think the supposed tensions between China and the United States are minimal. China is a huge force in the world economy, but I see much more opportunity for collaboration and joint efforts that will benefit the world economy and enhance world peace. Increasingly, China is actively signing on to that kind of approach as opposed to confrontation with the West.

Of course, the United States wants the Chinese currency to appreciate more. However, as an economist, I understand why China does not do this. Until the Chinese economy shifts to becoming consumer driven, from the point of view of China, it is not safe to let the currency rise 30 or 40%, which is what the market would do if the currency were freed. That would be too disruptive. But I am quite optimistic on the direction of this relationship, the world, the world economy, and where we go politically on that. I am much more worried about confrontations and geopolitical events coming out of the Middle East, North Korea, Iran, Iraq, and the conflicts between Israel and the Middle East.

Let me say another word or two about markets and reiterate what I said about this stage of the expansion and what that implies for financial markets and returns on financial investments. It is clear cut. In this stage in the business and financial cycles stocks are the asset of choice. The sharpest gains in stocks markets have already been made in a number of places. That is the part of the recovery when most investors are not in the market. They are scared. The expansion is a safer stage. Expansions in the United States have lasted anywhere from 2 or 3 year to as long as 10 years. We are less optimistic at this time about the length of the U.S. upturn—the main reason being the sovereign debt problems and the huge deficit relative to GDP of the United States. The United States only holds half of its own treasury debt, and right now the U.S. fiscal position looks untenable and irresponsible. These problems are why we think that the U.S. economy will not have as long a cyclical upturn as some other parts of the world. Yet, we are bullish.

Earnings look like they will be terrific, and a 20% year for the U.S. stock

market does not seem to be out of the question. As we move into 2012 it will depend on what happens, particularly with the U.S. sovereign debt situation. But we are even more bullish for the countries in Asia like Korea and Singapore whose expansions will probably last for years unless something happens from outside to derail it. During this stage of the business cycle, asset allocation weighting has to be overwhelmingly in the basic asset classes—stocks. Also, as I mentioned, in the expansion interest rates begin to rise. We are getting a taste of that now in a number of places, and so fixed income allocations should be under-allocated to benchmarks because there is a loss of principal when interest rates rise. Moreover, the returns are higher in stocks. There is a natural switch from fixed income that goes on in the expansion and is part of where we are in the business and financial cycles. In many countries the return on cash and equivalent is essentially zero. So we have allocated nothing in the United States to cash and equivalent.

We are confident that we are in a business cycle that will last so we are not worried about owning cash when the returns are so low. The returns on deposits in South Korea are also very low. Even if the BoK were to take its key rate up to 4%, thus increasing returns on cash and equivalent, we would expect the stock market to produce far greater returns. We would have some allocation to cash and equivalent in South Korea, but it would be underweighted.

We are still, for the 9th year, bullish on gold. Gold is not being bid up because it is a commodity, although that is part of it, but its price is being bid up because it is an alternative store of value in a situation where the major currencies are backed by countries and regions that have tremendous problems. There have never before been such safe alternatives to a currency like the dollar of today—the Singapore dollar, the Australian dollar, the South Korean won. South Korea is a clean country. There is no sovereign debt problem. The country is running a relatively responsible fiscal situation, and the economy grew more than most people expected last year. Earnings are following. As noted earlier, interest rates will rise, but gently so. Among some of our clients the won is a preferred currency because they are looking for alternatives to the dollar, euro, and yen because it is very clear that there is so much uncertainty in each of these areas

that these currencies are tarnished.

In this part of the world, the Chinese currency is yet another sought after currency. Clients who are seeking a diversified alternative to the dollar, euro, or yen are attempting to include Chinese currency as part of a basket. We think the Chinese currency can only go up, and it serves as a protection against the dollar risk of the sovereign debt crisis. The Swiss Franc and Canadian dollar are other alternatives. Investors are diversifying their holdings of foreign exchange in investment portfolios until they see what happens in the United States, the eurozone, and if Japan can ever deal with the structural, economic, and societal problems it has. I note this because it is one of the most striking facets of financial markets going on as we speak and appears to be a seismic shift from which there will be no return. Three to 5 years from now which countries will be the haves and which will be the have-nots? The haves will have strong currencies; the have-nots will have relatively weak currencies. As I look at the parameters—current accounts, fiscal positions, growth rates, monetary and fiscal policies, the fiber of a society, its ambitions, political stability or instability—I am seeing the emerging haves as countries that were have-nots 10 or 15 years ago. It is an extraordinary shift in global economic geography.

As a citizen of the United States I am concerned about the future of my country. The United States, with \$92 billion in foreign reserves, holds about the same amount as Malaysia. South Korea holds something on the order of \$300 billion. Japan has \$1.1 trillion. After the latest fiscal stimulus, which was debt financed, the deficit to GDP ratio is 10%—the highest deficit to GDP ratio of almost any country except one or two. Gross public debt will rise to more than 100% of GDP in the next two or three years. If nothing is done in Washington D.C., these problems could overhang, as it did in Japan, and could compromise the ability to grow and would make the dollar less attractive. As an investor, why do I want to own 100% dollar-based assets in my portfolio? The tides of history are changing. South Korea, while relatively small, is in a very positive position looking ahead. The country is doing many things right. The people are enterprising, hard working, well-educated, and I think the future is very bright.

Questions & Answers

Q Recently, The Economist stated that it a good time for Ireland, Greece, and Portugal to restructure their sovereign debt. What kind of restructuring can they undertake? What are the risks and the effect on the global economy and financial system? Second, Japanese fiscal debt exceeds 200% of GDP. Of course, the country itself is a net creditor, but no borrower can afford to pay interest and principal with that much debt. Do you have any thoughts on this? Why have global credit rating agencies and no global economists expressed concern about this?

A A logical next step, and one that is likely in the debt situation in the eurozone, is the restructuring of the existing debt to a longer-term and lower interest. I think this is bound to happen. This is often the step before default. The countries you named do not have the ability to repay the debt and will, at some point in 2011, run into additional problems of financing. It may be that other countries will end up there too. Portugal has not yet asked for funding, which I personally think is a waste of time. They may as well restructure the debt now, and the policy makers of Europe should allow that to happen and should permit the creditors on the bond side of sovereign debt to take a haircut. The EU has set 2013 as a time when they will permit that to happen. They would be well-advised to let it happen sooner rather than later because it will likely happen anyway. At the moment, I do not see any way out. The euro is too high to help the exports enough of the countries that you named. The interest rate is too high, even in the short-term. The long-term debt interest rate of Portugal is 7%. That is too high. Due to lender conditionality they have no control over fiscal policy, which is one of restraint. How can a country grow out of its situation in such a position? It cannot.

So, if that problem gets worse or does not get healed soon enough, what does that mean for an investor? It means that an investor should not own sovereign debt of any of the countries who have sovereign debt parameters even if terrible things have not yet happened. There are plenty of other fixed income securities to own. Do not own the debt of banks which are exposed to sovereign debt-

ridden countries. If the EU Central Bank had a bond, I would not buy it because they have taken debt on their balance sheet. I would not buy U.S. Treasuries. I certainly would not own any debt of Japan or even short-term government debt of countries that have financial parameters of the countries that I have named. I would rather own, in the United States, top quality corporate debt from a company who is making good money, has a lot of cash, a strong balance sheet, and is running their business wisely. I cannot say that Washington D.C. runs its \$3.5 trillion enterprise wisely. Washington is fiscally irresponsible, no less so in my view than Greece, Hungary to some extent, Portugal, and Spain. Yet, the United States and Japan live on.

In Japan this is because much of the paper is owned by the Japanese themselves. So the Japanese people are sitting with low returns, holding the paper of a government that has a horrible budget situation, and they are suffering because of that. The Japanese economy cannot receive enough stimulus from the government because it has too much deficit and debt. The Japanese economy grows slowly and does not involve a dynamic upturn despite the vibrancy of Asia. Japan is a major exporter, but Japan's economy is now fading. The United States cannot stimulate the economy to grow much faster, and lowering unemployment because it cannot afford it. If the United States continues to deficit finance its economy's fiscal stimulus, the ten year Treasury bond, which has risen in the last year, will be double. The government will be straddled with huge interest payments on huge debt driven by huge deficits. So, neither I nor anyone here can change what countries are doing in their fiscal actions individually. No one of us can do it. But we can move our money, our funds, in the interest of our own balance sheet.

Q The raising of interest rates as a mechanism to stem inflation is a hot topic in Korea. I understand why the same action in China or the United States can have an effect on demand for commodities but, as Korea is not a producer of commodities and is not a major driver of commodity prices globally, I do not understand how raising interest rates in Korea will have any direct effect on reducing inflation in Korea, unless it is to drive up the strength of the currency,

and therefore effectively change the reference price. Of course, that translates into less competitive exports and a slowing economy. So are we basically saying that, by raising interest rates to effect inflation in Korea, we should just slow the economy from 5% to 3%? Can you comment on this?

A If inflation is being driven by food and energy prices and central banks clamp down using interest rates to stem that inflation, but have no or very little effect on the source of that inflation, then that inflation can continue, the economy can weaken, and the interest rate hikes do not do much. But there is not much choice available for a central bank. If the central bank does nothing it loses credibility, and inflation may spread to other parts of the economy. If interests rates are raised too high, and the source is this outside kind of inflation, then the risk becomes overdoing it which is the risk China runs. The preferred strategy is to step out in a gentle way against inflation and to periodically raise short term rates. An obvious implication of interest rate hikes has to be an understanding that the currency of the country may rise but the strategy would be to try to make that a gradual process. The currency does have to go up, and that is part of the gentle braking process. The central bank lets everyone know that it stands against inflation and inflation expectations decrease. If inflation does not fade then the central bank has to devise a different strategy. This is the strategy in Korea, as I perceive it, with one extra dimension which I think is wise. This is to take actions on the supply and demand side in the markets where the inflation is occurring. It is tricky business. History generally does not treat price fixing favorably, but taking actions to induce an increase in supply or to slow down demand is a good medicine to try. The art of economic policy making is a lot like the art of medicine. It is complicated, but so far South Korea and China are attempting the right thing. The problem with China is that the currency is extremely undervalued. The won is not extremely undervalued. It has been kept lower than it would otherwise be through periodic interventions, and it will go higher, but this is a sign of strength not of weakness. The private sector, to be competitive when it is losing competitiveness on the price side, has to become more productive.

Q To what extent is China important to the United States in terms of

economics? Can U.S. politicians influence Chinese leaders on which economic policies to adopt?

A China is now the second largest economy, and we now have the G-20, which reflects the reality of the world. Powers such as the United States and China need to talk, collaborate, and attempt to work together to use their resources and energy to make the world a better place for all global citizens. I know these are idealistic comments, but we Americans are still idealistic. President Obama is the case in point. It is absolutely the right thing to do, to shower President Hu with attention during his state visit. This is not a sign of weakness but rather one of strength. The differences on the currency are not solvable at this time. If the United States tells China that its currency should rise, China will inevitably say that it will not do that because it wants to protect jobs. If I were President Hu I would have the same view. But the dialogue, both friendly and unfriendly, is important so that when something happens in the international forum President Obama can call President Hu for assistance. I do not think we should expect miracles and all differences to disappear, or for China to give up its ambitions in the region and the world. I do not expect everything to go smoothly, but there are certainly opportunities for cooperation.

Q In the future the dollar will depreciate against the currencies of emerging markets, and then Korea's import price will stabilize. Crude oil, as well as gold, will play a role as an alternative asset to the dollar. But I think that, for the time being, hedge funds are playing a major role in the oil market. In this situation, how can crude oil play a role as an alternative asset in the portfolio of investors?

A Let me take oil first. I think it is perfectly fine to not agree with the view that oil prices, to some extent, are reflecting its presence in portfolios as a store of value. And it is arguable and debatable how much of the \$91 per barrel of crude oil is coming from this phenomenon.

The first part of your question was on the improvement in the U.S. economy and the weakening on the dollar. Normally an improving economy would help a

currency do better against other currencies. An improving economy suggests at some point higher interest rates and those are a major fundamental in currency pricing. But the difficulty for the dollar, I believe, lies in its deficit and debt position. Countries that have continued to run huge deficits and growing debt relative to GDP eventually have had declines in their currencies. And so, increased growth in the United States only momentarily helps the currency. If we were to take action to fiscally consolidate in the next 6 or 12 months—and there is a chance of that—I think the dollar will do very well. I am not quite willing to buy the dollar now on the chance that Washington will become fiscally responsible. We have a very poor record on that. It is interesting if you look at the pound sterling and the euro against the dollar. They are doing well. Why is the pound sterling doing well? It is because they are fiscally consolidating in a serious way. They are sacrificing growth but they are getting their fiscal house in order. To some extent the eurozone is doing that as well. The euro has been erratic, but fiscal consolidation is a source of strength. The puzzle in the currency world is why the yen is so strong against the dollar and the euro. I think the consensus is that Japanese hold their currency, keep demand up, and that keeps the yen up. But it is now diminishing in its role as an international currency as is the stock market capitalization weight of Japan in the SCI Global Index. It is just not a place where we can say you should invest in stocks.

위기 이후의 세계경제와 한국경제: 2011년 및 2012년 전망*

Allen Sinai

오늘 아침 나는 뒤를 돌아보기보다는 2011년에 진입하면서 높아지고 있는 앞으로의 성장전망을 살펴보려고 한다. 나는 한국이 2011년에도 또 다시 6%로 성장할 것으로 생각하지는 않지만, 현재의 실질성장률 전망치 5%로도 한국으로서는 훌륭한 한 해가 될 것이다. 행운과 적절한 정책의 시행, 그리고 인플레이 완화시도와 같은 숨씨가 뒷받침된다면, 한국의 경기 확장은 2012년까지 이어질 것이다. 이러한 전망은 아시아의 여러 다른 국가에도 해당되며, 앞으로 수년간 지속될 것이다.

나는 작년에 한국의 성장률 결과치가 여러 전망치들의 상단(上端)을 찍는 놀라움을 선사했다 해도 그다지 놀라지 않는다. 한국은 고도로 훈련되고 고등교육을 받은 거대한 인력집단을 가진 매우 역동적이고, 생산적이며 진취적인 나라이다. 정말로 한국은, 미국에서 시작되고 2007년부터 2009년까지 세계경제를 휩쓴 대금융위기(Great Financial Crisis) 동안에도 잘 해왔다. 이번 금융위기는 1930년대 이후 어느 경기하강보다 급격하고, 깊게 세계경제를 휩쓸었다. 하지만 한국은 실질성장률이 어느 한 해도 마이너스로 가지 않으면서 그러한 사태를 비교적 잘 넘긴 몇몇 국가 중의 하나이다. 2007년에 5% 성장한 후 2008년에는 2.3% 성장을 했다. 한국으로서는 그 같은 성장률의 저하가 불황처럼(recession-like) 느껴졌겠지만, 전세계 다른 국가들과 상대적으로 비교해 보면 얼마나 잘해왔는지 알 수 있고, 또한 일본을 제외한 아시아 전체의 성적을 본다면 모두 아시아의 역동성으로 위기를 훌륭하게 돌파해 왔다고 할 수 있다.

지금은 거의 모든 곳에서 위기가 가라앉았다. 아직 위기의 잔재(legacies)가 남아있긴 하지만, 2011년과 2012년을 조망해 볼 때, 2010년은 세계경제에 있어서 전환기(transition year)였던 것으로 보인다. 2010년은 대침체(Great Recession)에서 탈출하여 금융위기와 수 많은 시장의 붕괴로부터 벗어나는 시기였으며, 또한 전세계 수 많은 금융기관들에게는 2010년이 지난 위기와 2011년 및 2012년 사이에 다리가 되는 한 해였다. 이것은 특히, 세계경제에서 가장 역동적으로 성장하는 아시아에 더

* 이 글은 2011년 1월 20일 개최된 'IGE/KITA 서울세계무역포럼'의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둔다.

잘 들어 맞는 얘기이다.

한국과 아시아의 여러 나라들은 과잉(excesses)과 불균형(imbalance)의 문제, 즉 전세계 여러 나라들이 안고 있는 국가채무 문제를 갖고 있지 않다. 불균형과 적자, 그리고 과도한 국가부채 등은 이들 나라들이 지난날에 가능했던 수준의 성장을 달성하는 데는 방해가 될 것이다. 이런 문제가 없는 한국, 싱가포르, 중국(비록 인플레이 때문에 의문부호가 찍혀있긴 하지만), 호주 그리고 아시아·태평양지역 국가들에게는 세계 어느 다른 지역 국가들보다 더 빠르고, 더 역동적인 성장기회가 부여될 것이다. 그리고 더 나아지고 개선되는 기업환경은 과거 어느 때에도 볼 수 없었던 번영을 이 지역에 가져다 줄 것이다.

저희 Decision Economics 社에서는 미국과 전세계를 대상으로 경기사이클을 연구하고 있다. 경기사이클, 특히 그 나라들이 경기사이클의 어느 단계에 와 있느냐 하는 것은 사업과 금융시장, 투자와 돈벌이, 그리고 수익의 달성 등에 영향을 미치는 중요한 무대를 제공한다. 작년(2010)의 전망은 경기회복(recovery)이었으며, 저희가 분석 대상으로 하는 대부분의 경제가 경기상승의 초기 단계(upturn)에 있었다. 그리고 회복이 실현되었다. 금년(2011)의 전망은 경기확장(expansion)이며, 경기상승의 다음 단계이다. 확장(expansion)은 지난 침체기 직전의 실질 GDP 정점을 넘어서는 시기에 해당하는 경기사이클의 단계를 말한다. 미국에서는 2010년 4/4분기에 확장국면에 진입하였으며, 이 때 2007년 4/4분기의 전고점을 추월하였다. 경기확장기(expansion)는 회복기(recovery)보다는 안전한데, 그 이유는 경기상승이 확장국면으로 들어가면 다시 경기침체로 후퇴하는 것이 어렵기 때문이다.

경기가 확장국면에 들어서면 경기상승이 강화되고, 지속가능한 것이 된다. 이 시기가 되면 통화정책과 재정정책도 경기를 부추기는 쪽에서 약간 억누르는 쪽으로 전환하게 되며, 지금 한국에서 그런 상황이 일어나고 있다. 그러나 정책담당자들에게는 아직은 인플레이가 경기하강을 불러올 정도로 강력히 억제해야 할 큰 문제가 못 된다. 기업의 이윤이 개선되며, 주식시장은 확장국면에서 가장 긴 강세(bull)국면을 이어간다. 2011년과 2012년으로 갈수록, 세계 대부분의 나라에서 장기금리가 상승하기 시작할 것으로 전망된다.

미국의 경기회복은 2009년 6월부터 시작됐으며, 회복의 시작과 확장의 시작 간의 시차는 일년 반이었다. 회복기는 예전의 것들보다 길었는데, 그 기간은 미국 경제가 다시 이중침체(a double-dip)를 겪지 않을까 하는 우려로 점철되었었다.

이중침체는 현실화되지는 않았지만 때때로 그 위험수위가 상당히 높았었다. 이런 경우 하강국면으로 다시 빠지는 확률은 매우 낮는데, 그 이유는 경제가 일단 확장국면에 도달하면, 자기강화적(self-reinforcing) 상향사이클 과정으로 들어가기 때문이다. 그렇게 되면 충격이나 문제에 대한 회복력(resilient)이 매우 강화된다. 또 과거 하방으로 내려 누르던 불균형이 해소되고, 불균형(disequilibria)이 균형(equilibria)으로 돌아서고, 그리고 확장국면은 경제사이클 중에 가장 길고 가장 좋은 단계가 된다.

한국의 경우, 회복은 신속하였으며, 2009년 3/4분기에 확장이 시작되었다. 지금은 확장국면에 들어선지 꽤 오래되었으며, 내가 작년에 것처럼 상단(上端)의 전망치(6%)을 제시한 이유가 바로 거기에 있었다. 우리는 경기사이클의 확장국면에서는 상방으로의 예기치 못한 움직임을 경험하곤 한다. 부정적인 움직임 또는 놀람(negative surprise)보다는 긍정적 움직임 또는 놀람(positive surprise)이 더 많으며, 작년도 한국의 성장률 6%는 그러한 긍정적 놀라움 중의 하나였다.

금년에 한국은 5% 성장을 시현할 것이다. 아시아에서 한국의 위치를 볼 때, 그보다 낮은 쪽은 아닐 것이다. 금년 초반에는 한국은행이 인플레이에 대응하여 금리를 높일 것임에 따라 성장이 약간 둔화되는 것을 경험할 수도 있을 것이다. 정부와 한국은행이 합의한 3% 인플레이션 목표에 비하면 현재 인플레이가 너무 높은 상황이다. 그래서 금리와 통화정책을 통하여 온건한 억제가 시행되고 있다. 인플레이 대책은 중국, 인도, 그 밖의 여러 나라에서도 시행되고 있다. 그래서 2011년 상반기에는 각국 경제의 성장률이 약화될 수 있다. 그러나 나는 인플레이 문제는 극복할 수 있을 것으로 생각한다. 인플레이율은 지난 수년간보다는 높은 수준에 머물겠지만, 그리고 나면 경제는 금년 하반기와 2012년 내내 더 높은 성장세를 다시 만들어 낼 것이다.

2011년 미국은 3% 이상 성장할 것으로 전망되는데, 나쁜 수준은 아니지만 과거 확장국면에서 달성했던 수치만큼 좋지는 않다. 캐나다도 확장국면에 있으며, 향후 1~2년간 3% 또는 4%로 성장할 것으로 본다. 유럽을 포함한 OECD권은 회복기에 있다. 이탈리아, 독일, 프랑스 모두 아직 회복기에 머물러 있다. 프랑스와 독일은 꽤 잘 나가고 있지만, EU의 다른 5~6개국은 성장이 매우 더디며, 그리스의 경우는 침체를 겪고 있다. 영국은 지금 2009년 4/4분기에 시작된 회복국면에 머물러 있는데, 수년간 지속된 대규모 적자에 대처하기 위해서 취해진 재정긴축조치(fiscal austerity measures)로 인해서 경제가 둔화되고 있다.

중국과 인도는 경기하강을 전혀 겪지 않았다. 두 나라 모두 성장률의 하락을 경험하였지만, 결코 불황에 가까운 수준은 아니었다. 인도네시아는 2009년 2/4분기에 확장국면에 진입한 이후, 강력하고 역동적으로 성장하고 있다. 태국은 2009년 4/4분기에 확장국면에 들어섰다. 태국 경제는 약간의 어려움에도 불구하고, 2010년 6% 이상, 2011년 5.5%의 성장을 시현할 것이다. 신흥세계에서는 중남미가 역동적인 성장을 지속할 것이며, 러시아도 강한 성장의 한 해를 갖게 될 것이다. 반면에 중부 유럽의 상황은 반반이다.

이상이 경기사이클 측면에서 우리가 현재 처해 있는 상황이다. 엄청난 문제를 안고 있는 일본을 제외한 아시아국가들의 경우, 향후 몇 년간 호경기가 앞에 놓여있다. 주식시장은 좋을 것이고, 금리가 오르는 하겠지만 긍정적 모멘텀을 멈추게 하는 정도는 아닐 것이다. 아시아국가들의 통화는 여타 국가들, 특히 미국 달러, 유로, 엔화에 대하여 지속적으로 강세화되겠지만, 상방으로의 매우 양호한 경기사이클을 정체시키거나 방해하지는 않을 것이다. 아시아지역 기업들의 역동성이 아시아지역을 세계경제 성장의 엔진으로 만들면서 세계경제를 이끌고 나갈 것이다.

투자전략 측면에서 볼 때, 크게 보아서 자산배분은 주식이 유망하다. 경기순환 측면에서 미국 주식시장은 낙관적이다. 아시아 주식시장은 장기적 의미(secular sense)에서 유망한데, 다시 말씀드리어서 주식시장의 활황이 단순한 경기순환에 관계없이 오래 지속된다는 뜻이다. 장기금리가 상승기조를 탈 것이고, 어떤 나라에서는 단기금리가 더 높이 올라갈 것이다. 한국에서는 현재의 2.75% 금리가 인플레이 억제를 위해서 향후 18개월간 4% 수준까지 올라갈 수 있다. 인플레이는 대부분 식료품과 에너지에 달려있는데, 따라서 세계 각국은 수요를 낮추고, 완화시켜야 한다. 한국은행이 현존하는 인플레이 퇴치를 위하여 금리를 인상시킨다 해도 그것은 경기확장기에 전형적인 통화정책 운용절차이며, 그렇다고 경기후퇴를 가져와서는 안 된다.

하지만 경제위기의 잔재는 여전히 남아있고, 비교적 양호한 2011년 세계경제 전망에도 위험요인이 있다. 우리 회사(Decision Economics)가 대상으로 하는 47개국의 실질 성장률은 3.5%에서 최고 4%가 될 것으로 추정하고 있다. 매우 양호한 한 해가 될 것이며, 2005~2007년의 성장률과 유사한 수준이 될 것이다. 경제위기의 깊은 하강을 뒤로 하면서, 앞으로 대처해야 할 또 다른 정책이슈와 문제가 있겠다.

미국에 있어서 2011년 3% 남짓, 그리고 2012년 3.5% 성장은 느린 속도의

상승이라고 할 수 있다. 그러나 그 정도면 실업률이 점차 내려가고, 기업들이 양호한 이익을 내게 할 것이다. S&P 500 기업의 영업이익은 2011년에 15% 또는 16% 증가할 것이다. GDP 성장률 대비 높은 배수(multiple)를 보여주고 있는데, 이는 지금 단계에서 기업들의 생산성이 매우 높기 때문이다. 나는 한국 기업들도 같은 모습을 보여줄 것으로 본다. 세계경제에서 한국의 수출에 매우 우호적인 여건이 조성되고 있으며, 한국이 생산과 판매에서 강점을 가진 석유화학제품, 전자제품, 그리고 자동차의 수출여건도 좋다. 향후 3년간 이 지역의 기업들은 과거 오랫동안 경험했던 것보다 최상의 성과를 낼 것이다.

물론 위험도 상존한다. 위험 중의 하나는 유로지역의 국가채무위기이다. 세 가지 중요한 질문이 계속해서 제기되고 있다. 즉, 언제 위기가 끝날 것인가? 경제적 비용은 어떻게 될 것인가? 세계경제의 발목을 잡을 것인가? 하는 것이다. 그 대답은, 그 위기는 일종의 지속적인(on going) 것이며, 유로존의 협약(eurozone arrangement)에 뿌리를 두고 있다는 것이다. 유럽은 어떻게 하면 이 단일화된 국가들에게 가장 적합한 협약을 찾아내고, 어떻게 거기에 도달할 수 있을까에 대해 고심하고 있다. 이러한 문제가 해결되기 전까지는 유로존 국가들 간에 성장률 및 경제성과에서 격차가 나타나는 것을 계속 보게 될 것이다. 독일과 프랑스는 아주 잘 할 것이지만, 몇몇 국가들은 곤경을 겪을 것이다. 이것은 정치적으로 통합되지 않은 국가들의 연합이 겪어야 할 태생적 문제(inherent problem)이다. 유로존의 국가들, 특히 과거에 국가재정 불균형이라는 실수를 저지른 국가들이 단일 환율, 단일 금리를 가지면서 한편으로는 재정정책에 대한 완전한 통제가 없는 체제하에서 경제를 운용해나가야 하는 것은 매우 어려운 과제이다. 그리스, 포르투갈, 스페인, 벨기에가 매우 어려운 상황에 놓여있다. 내가 보기엔 쉽게 그런 상황으로부터 탈출할 수 없을 것이다.

우리는 더 많은 나라들이 재정문제의 측면에서 국가부채더미 위에 쓰러질 것으로 예상하며, 더 많은 나라들이 금융시장에서 자금을 구하기 어렵기 때문에 EU와 IMF의 지원을 추구할 것이다. 우리는 은행시스템과 은행들의 국채를 보유하고, 그리고 유럽중앙은행조차도 은행시스템을 간접적으로 떠받치기 위하여 국채를 매입하는 것에 우려를 가지고 있다. 물론 이것이 중앙은행의 임무이긴 하지만, 그러한 임무수행 과정에서 상환능력이 없는 여러 나라들의 신용도가 낮은 국채를 매입하고 있다. 이것은 세계경제에 지속적인 위험이 되고 있다. 우리는 유로존 상황을 둘러싸고 있는 위험 때문에 시장에서 화염을 보게 될 것으로 생각하지만, 그것이 미국 경제를 위험에 빠뜨릴 정도로 해를 끼칠 것으로 생각하지는 않는다. 단순히 상호 무역 규모가 그럴 정도로 크지는 않다. 그러나 아시아에서는 아·태지역의

많은 나라 간의 교역관계로 인해 유럽의 상황은 현저한 위협으로 작용할 수 있다.

두 번째 위협은 중국의 인플레이션 수습시도이다. 비록 중국 경제가 역동적이긴 하지만, 중국 경제는 중국 정부나 인민은행이 바라는 것보다 더 빠르게 성장하고 있다. 중국의 성장과 이 지역 다른 국가들의 강력한 성장 때문에 일차상품 가격이 상승하였으며, 이 부문의 인플레이션이 아시아 여러 국가들의 물가지수에 나타나고 있다. 각국은 인플레이션이 더 뿌리를 내려 나중에 보다 더 징벌적인 조치가 필요하게 되기 전에, 인플레이션에 대항하는 정책을 취하는 것이 좋을 것이다. 나는 한국은행의 예상보다 빠른 금리인상 결정에 박수를 보낸다. 왜냐하면 현재 3.5% 수준의 인플레이션은 역사적으로 보면 그렇게 높은 수준은 아니지만, 2~4%로 설정돼 있는 인플레이션 목표에 비추어볼 때 올바른 방향으로 가는 것이다. 너무 오래 기다리기보다는 인플레이션이 자리잡기 전에 금리를 조속히 인상하여 인플레이션에 대항(lean against inflation)하는 것이 좋다.

중국도 역시 이러한 시도를 하고 있으며, 경제의 속도 조절을 시도하는 것에 찬사를 보낸다. 나는 중국이 성공할 것으로 가정하지만, 그것이 결코 당연한 결론(forgone conclusion)은 아니다. 위협이 따르는 일이다. 중국은 인플레이션을 염려하지 않고, 더 높은 성장률을 위하여 드라이브를 걸어왔지만, 지금은 인플레이션에 직면해 있으며 인플레이션을 수습하려 하고 있다. 기본적으로 중국이 추구하는 것은 일종의 연착륙(soft landing)이다. 만약 수출을 감속시키고 인플레이션을 감속할 수 있도록 통화절상을 허용하지 않는다면, 연착륙은 매우 어려운 과제가 될 것이다. 이 순간, 분석가이면서 역사의 관찰자로서 이해할 수 있는 합당한 이유에서, 나는 중국이 위안화를 일정한 밴드 내에 묶어 놓지 않았을 때 시장에서 결정되었을 수준까지 절상될 수 있도록 허용하지 않으려는 이유를 전적으로 이해한다. 그 동기는 지금과 같지 않았던 10년 전 중국의 상황에 비추어보면 충분히 이해가 된다. 그러나 중국의 정책담당자들은 중국 자신의 이익을 위해서라도 중국 화폐가 보다 빠르게 절상될 수 있도록 허용하라는 권고를 귀담아 들어야 한다. 환율절상은 연착륙을 달성하게 하고, 중국 경제의 지속적인 성장을 가능케 할 뿐 아니라 이의 긍정적 영향을 통해 이 지역 다른 국가들을 도와주는 수단이 될 것이다. 환율절상이 실현된다면, 나는 중국 정부가 인플레이션 문제에 대처하는 능력에 대하여 보다 신뢰를 갖게 될 것이다.

물론 나는 통화가치의 절상을 막기 위해 수시로 개입해 온 다른 아시아국가들에게도 똑같은 얘기를 하고자 한다. 이 지역 기업의 입장이나 역내 국가간 무역이나 세계 무역에 있어서 환율이 갖고 있는 중요성에 비추어볼 때 아시아국가들이 외환시장에 개입하는 것은 충분히 이해가 간다. 그러나 시장이 절상을 원할 때에는, 그리고 외환시장에 투기(speculations)나 거품(froth)이 끼는 것을 제거하자면 정책담당자들은

환율절상을 허용해야 한다. 나는 정책적 개입은 오로지 경제 불안정을 예방하거나 핫머니 유출입을 통제하고, 외환시장에 경제의 근본 체력과 관계없는(non-fundamental) 투기가 일어나지 않도록 할 경우에만 이루어져야 한다고 생각한다. 이는 물론 분석가나 관찰자 입장에서 말하기는 쉽지만, 정부를 운영하고 환율과 외환시장을 둘러싼 역학관계를 다루는 정책담당자들에게는 훨씬 더 실행하기 어려운 일이다.

중국의 통화는 절상될 것이고, 우리는 중국 위안화가 미국 달러에 대하여 10% 절상될 것을 예상하며, 마찬가지로 아시아국가들의 통화도 긍정적인 경제체력을 반영하여 내년까지 10% 수준 또는 그 이상 절상되리라 예상한다. 그렇다. 환율절상은 가격 측면에서 어떤 나라의 수출경쟁력을 떨어뜨릴 수도 있을 것이지만, 대다수 국가의 환율이 절상될 경우, 지역 내 통화간 가치가 잘 정돈된 상태를 유지하고(fairly well aligned) 아시아지역 내의 상호 무역의 동력은 손상되지 않을 것이다.

지금 전세계 금융계는 과거 어느 때보다 주식이나 통화면에서 아시아에 투자하는데 관심을 보이고 있다. 돈은 달러, 유로, 엔화의 3대 통화에서 아시아 통화로 흘러가고 있다. 나는 이러한 추세가 변경될 것으로 생각하지 않는다. 그러나 한 가지 엄청나게 변화한 것은, 강한 국가와 약한 국가, 부유한 국가와 빈곤한 국가, 가진 국가와 갖지 못한 국가의 구성이다. 자금의 흐름은 환율의 방향을 반영한다. 그래서 다른 것들과 마찬가지로 지금까지 오랫동안 주요준비통화(reserve currencies)였던 달러, 유로 그리고 엔의 중요성은 낮아지고 있는 듯하다. 다른 국가의 통화가 세계경제와 금융계의 역할과 위상의 변화를 반영하면서 더 중요해지고 있다. 이들 통화의 바스켓과 가치의 저장 수단화한 어떤 일차산품들의 준비통화로서의 역할이 점차 강화되고 있는 듯하다. 나는 이 변화에 주의를 환기시키고자 한다. 왜냐하면 환율과 주요준비통화는 한국과 같은 나라에는 매우 중요한 사안이기 때문이다.

세 번째 리스크는 일차산품 가격 인플레이의 상승이다. 일차산품 인플레이의 한 요인은 위기 이후 강력한 성장세 때문에 식료품, 석유 그리고 에너지 등 일차산품 수요가 증가한 데 있다. 또한 미국, 일본, 그리고 일정 부분 유로존에서의 양적완화(quantitative easing)에서 오는 통화증발이 인플레이의 간접적인 요인이 되고 있다. 매우 부진한 미국 경제를 부양하려는 미국 연방준비제도이사회(CFR)의 최근 양적완화조치에 대한 시장의 반응은 어찌면 당연한 것이다. 그러나 연준으로서는 다른 대안이 없다. 미국의 법률, 즉 1978년 「완전고용과 균형성장에 관한 법」, 「1946년 완전고용법」, 그리고 여러 가지 법률에 의해 연준은 완전고용과 물가안정을

달성해야 하는 임무를 부여 받고 있다. 이것이 소위 이중임무(dual mandate)이다. 한국은행은 물가안정이라는 단일임무(single mandate)를 지고 있다.

세계 여러 국가에서 물가안정이나 인플레이 억제가 중앙은행의 핵심 목표이지만, 미국의 경우에는 그렇지 않다. 연준은 미국의 법을 집행해나가야만 한다. 물론 중앙은행은 무엇이 완전고용과 물가안정의 구성요소인지를 정의할 수 있다. 즉, 연준은 목표 수치를 선택할 수 있으며, 실제로 이에 대한 많은 연구가 진행 중이다. 연준은 현재 완전고용을 6% 이하 정도로 정의하고 있으며, 물가안정은 식량과 에너지를 제외한 소비재가격 디플레이터(Consumption Goods Price Deflator)라 불리는 인플레이 척도를 써서 측정하는데, 대략 2%이다. 현재 미국 경제의 성적을 보면 실업률이 9.4%이다. 총생산갭(output gap)이 마이너스 6~7%에 이른다. 현재 미국의 성장률은 역사적 잠재성장률 2.5%를 많이 초과하고 있지 않으며, 근원 인플레이션(core inflation)은 연간 기준으로 0.5~0.75% 수준이다. 미국의 법률은 연준에게 완전고용과 물가안정을 달성하라고 요구한다. 완전고용과 물가안정의 정의에 비추어 볼 때, 현재 미국은 그 근처에도 못 와 있다. 그래서 연준은 경제를 부양해야만 하며, 그것이 현재 연준이 처해 있는 상황이다.

연준은 2년 전 금리를 0% 수준으로 인하했지만 효과가 없었다. 연준은 금융시스템의 와해를 막고, 신용 흐름을 유지시키기 위해 미증유의 극단적 조치를 시행하여, 대출활동은 정지한 채 자금을 쌓아 두고 있는 은행시스템에 막대한 자금을 퍼부었다. 분명히 경제에 대한 신용경로(credit channel)는 작동하지 않았다. 그래서 연준은 대차대조표를 활용하기 시작했고, 역사상 처음으로 장기국채를 적극적으로 매입하고, 장기금리에 직접적인 영향을 주기 위하여 장기채권 취득을 증가시키고 있다. 만약 이 방법이 통하지 않으면 다른 방법을 강구할 것이다. 매우 명백한 사안이다. Bernanke 의장은 법이 완전고용과 물가안정을 명령하고 있기 때문에 임무를 수행해야만 한다. 법이 바뀌거나 목표치를 다시 정의하지 않는 한, 연준은 성장률을 높이고 실업을 줄이고 인플레이를 높이기 위해서 계속 밀어 부칠 것이다. 투자자들이 이러한 사실을 안다면, 시장의 반응은 명백하게 인플레이 회피용 자산(inflation hedged assets)을 사게 될 것이다.

만약 연준이 목적을 달성하게 되면, 수요가 늘어나고 일차산품 가격이 상승할 것이다. 투자자들은 그런 일이 일어나기 전에 일차산품을 사야 한다. 돈을 찍어낸다는 것은 화폐시장에 달러가 더 많이 나온다는 얘기고, 따라서 달리는 팔고, 유망한 통화를 사야 한다. 달러 가치가 떨어지면 내가 생각하기에는 원유 가격이

상승한다. 원유를 배럴당 90달러 대에 이르게 한 것은 수요와 공급 때문만이 아니다. 원유는 어느 정도는 금융자산이며, 각국은 부채를 달러로 지불하는데, 달러가 평가절하되면 그들이 지불하는 것이 적어지는 것을 상쇄하기 위해 원유 가격을 높일 수 있도록 공급을 조정하게 된다. 더욱이 나는 원유가 이제 각국의 외환보유고의 한 구성항목(portfolios)이 됐다고 생각하는데, 그 이유는 원유가 금과 마찬가지로 가치의 저장(store of value)수단이 됐기 때문이다. 금융시장의 참여자들이 그렇게 하는 것은 지극히 논리적인 현상이다. 나아가서 주식이 선택해야 할 자산이 될 것으로 전망된다. 주식은 경기확장의 초기단계에서 인플레이션이 헛지되는 자산이다. 인플레는 회사들의 수익증대를 도와준다. 만약 노동시장에 실업이 있다면, 인건비가 낮아지고 이윤은 그렇지 않은 경우보다 높게 증가하고, 따라서 주식시장은 오르게 된다.

연준이 양적완화조치를 하는데 있어서 내가 방금 얘기한 점을 분명히 인식하고 있다. 연준은 그들이 의도적으로 달러가치를 떨어뜨리려 한다는 얘기를 할 수도 없고, 하지도 않을 것이다. 그러나 달러가치의 하락은 그들이 완전고용과 물가안정의 달성이라는 이름으로 하는 행위의 결과이다. 그것은 미국 경제가 빨리 성장하고 연준의 목적이 달성될 수 있는 메커니즘의 일부이기도 하다.

현 시점에서 미국 경제의 중추적 역할을 하고 있는 수출이 더욱 강해지고, 증가하고 있으며, 오바마 정부는 앞으로 수출을 두 배로 늘리는 것을 목표로 삼고 있다. 미국 경제에서 우리는 머지 않아 수출이 급격히 신장하는 것을 보게 될 것이다. 이제 미국은 지난 수 십 년간 어느 때보다 다른 국가들과 수출전선에서 치열하게 경쟁할 것이다. 두 번째 양적완화(QE2)는 그런 사명을 가지고 있다. 연준 멤버의 대다수가 여기에 동조하고 있으며, 완전고용과 물가안정을 지향한다는 미명하에(in the name of) 시행되고 있다. 연준의 멤버들은 완전고용과 물가안정면에서 뚜렷한 성과를 거두기 전에는 돈을 찍어내는 작업을 중단하지 않을 것이며, 미국에서 돈 찍어내는데 따른 역동적 과급효과도 지속될 것이다. 그 결과물의 하나가 아시아 여러 국가에서의 인플레인데, 일차산품 가격상승에 따른 인플레는 어느 지역보다 아시아지역에서 더 높게 나타난다. 미국 물가지수에서 일차산품 요인은 거의 영(零)이다. 일차산품이 원가이지만, 미국의 기업들은 비용을 흡수하도록 관리하고 있으며, 여전히 생산성이 높고 양호한 이익을 시현한다. 미국의 제2차 양적완화 때문에 일본도 그들 나름대로 양적완화를 실시하고 있다. 따라서 일차산품 가격상승은 지속될 것으로 보이며, 그것의 부산물 중의 하나로서 각국의 중앙은행들이 인플레 완화를

위하여 금리를 인상해야만 할 것이다. 만약 중국이 자국 통화의 절상을 허용하고, 중국 경제가 일차산품 수요를 완화시키면 훨씬 나을 것이다. 우리는 그런 상황이 일어나기를 기대한다. 우리 회사는 이미 내년까지 중국 통화가 10% 절상될 것이라 전망하였는데, 그것에서 벗어나는 현상이 벌어지고 있다. 다른 전망치들은 약 5% 수준이다.

미국 자체가 세계경제에 미칠 위험은 일년 전보다 상당히 작아졌다. 미국 경제는 이중침체(double-dip)로 가지 않을 것이다. 미국 소비자들이 비록 과거처럼 소비하지 않고, 더 저축하고, 부채를 갚고 있지만, 동굴 속으로 들어가는 것은 아니다. 만약 세계경제가 문제에 봉착한다면, 그것은 미국에서 기인하기 보다는 미국 밖의 문제 때문일 것이다. 물론 쇼크의 위험은 상존한다. 예를 들면, 원유 가격이 갑자기 배럴당 50달러 솟아오른다면 세계경제에 일종의 그런 쇼크가 될 것이다. 또한 지정학(geopolitical)적인 문제도 있다. 중국과 미국 간에서처럼 북한과 한국 간에도 긴장이 있다. 그러나 나는 중국과 미국 간의 긴장 가능성은 무시할 정도라고 생각한다. 중국은 세계경제에서 엄청난 힘을 가지고 있지만 나는 세계경제에 이익이 되고 세계평화를 증진하는 중·미간 협력과 공동의 노력의 기회가 더 많으리라 생각한다. 중국은 점점 더 서방세계와 대결하지 않고 협력하는 방식을 적극적으로 지지하고 있다.

물론 미국은 중국 화폐가 더 절상되기를 원한다. 그러나 경제학자로서 나는 중국이 왜 그렇게 하지 않는지를 이해한다. 중국의 관점에서 보면, 중국 경제를 소비주도형 경제로 전환하기 위해서 중국 화폐를 30% 또는 40%씩 절상하도록 방임하는 것은 안전하지 않다. 만약 시장에 맡겨놓고 방임하면 것처럼 절상될 수도 있다. 그러나 그것은 너무나 혼란스러울 것이다. 나는 이러한 관계의 방향, 세계, 세계경제와 정치적인 지향점들에 대해 상당히 낙관적이다. 나는 오히려 중동이나 북한, 이란과 이라크에서의 대결이나 지정학적 사건, 그리고 이스라엘과 중동 간의 분쟁을 더 우려한다.

지금의 경기확장 단계가 금융시장과 금융투자의 수익률에 어떤 의미를 주고 있는가에 대하여 한 두 마디 더 반복하여 말씀드리겠다. 분명히 지금 단계의 경기·금융사이클에서는 주식이 선택해야 할 자산이다. 벌써 여러 곳에서 주식시장은 급격히 상승하였다. 경기회복기에 대부분의 투자자들은 시장 내로 들어오지 않았으며, 겁에 질려 있었다. 경기확장기는 보다 안전한 단계이다. 미국에 있어서 경기확장기는 2년 또는 3년에서 길게는 10년까지도 지속되었다. 이번의 경우, 우리는

미국 경기상승이 어느 정도 길게 지속될 것인지에 대해 덜 낙관적이다. 그것의 주요한 이유는 국가채무와 GDP 대비 엄청난 재정적자이다. 미국은 미국 국채의 절반 정도만 보유하고 있으며, 지금의 미국 재정상황은 감당할 수 없고, 무책임해 보인다. 이러한 문제점들 때문에 우리는 미국 경제가 세계 다른 나라들만큼 경기 상승기를 길게 가져가지 못하리라고 생각한다. 그렇지만 우리는 증가전망에 대해서는 낙관적이다.

수익전망이 매우 좋으며, 주식시장의 연간 20% 상승도 불가능해 보이지 않는다. 2012년으로 가면 상황에 따라, 특히 미국 국가채무의 추이에 따라 달라질 것이다. 그러나 한국, 싱가포르 등 아시아국가의 경기확장은 외부적 요인에 의해 탈선되지 않는 한 수년간 지속될 것이며, 더 낙관적이다. 경기사이클의 지금 단계에서 자산배분은 주식 자산에 절대적인 비중을 두어야 한다. 또한 내가 말씀드린 바대로 경기확장기에는 금리가 오르기 시작한다. 우리는 여러 나라에서 금리 상승의 기미를 느끼고 있으며, 따라서 고정소득형(채권형, fixed income) 자산은 기준보다 낮은 배분으로 가져가야 한다. 더욱이 주식의 수익률이 더 높다. 따라서 지금과 같은 경기·금융 순환단계의 확장기에서는 고정소득형 자산에서 빠져 나오는 것이 당연하다. 여러 국가에서 현금성 자산(cash and equivalent)의 수익률은 기본적으로 영(零)이다. 그래서 우리는 미국 시장에서 현금성 자산에는 전혀 배분하지 않았다.

우리는 오래 지속될 경기사이클 가운데 와 있다고 확신하기 때문에 수익률이 이처럼 낮을 때 현금으로 보유하는 것을 우려하지 않는다. 한국의 예금이자율도 매우 낮다. 비록 한국은행이 기준금리를 4%까지 올려 현금성 자산의 수익률이 따라 올라간다 해도, 주식시장이 훨씬 높은 수익률을 낼 것으로 기대한다. 우리는 한국에서 현금성 자산에 약간 배분하고 있지만 비중이 낮아질 것이다.

우리는 금에 대해 벌써 9년째 낙관적이다. 금은 다른 성격도 있지만 기본적으로 일차산품이기 때문에 경매로 가격이 오르지 않는다. 그러나 대부분의 주요통화들이 많은 문제를 안고 있는 상황에서 대체적인 가치의 저장수단이기 때문에 금의 가격은 경매에 따라 가격이 올라간다. 금은 통화바스켓의 대체적 구성자산이다. 지금까지는 오늘날의 싱가포르 달러, 호주 달러, 한국의 원화처럼 달러를 대체할 안전한 자산이 없었다. 한국은 깨끗한 나라이다. 한국에는 국가부채 문제가 없다. 한국은 비교적 책임 있게 재정을 운용하고 있으며, 작년에는 대부분의 예측보다 더 높은 성장을 시현하였다. 기업수익이 이를 따라오고 있다. 앞서 말씀드린 대로 금리가 오르겠지만 완만하게 오를 것이다. 나의 고객 중에는 원화를 선호하는 사람들이

있는데, 그 이유는 달러, 유로 그리고 엔은 많은 불확실성을 가지고 있기 때문에 이들 통화들이 분명히 퇴색되어서 이들의 대체통화를 찾으려고 하고 있기 때문이다.

이 지역에서 또 다른 선호되는 통화는 중국 화폐이다. 달러, 유로 또는 엔화에 대체하는 다각화된 통화를 찾는 고객들은 그 바스켓에 중국 통화를 포함시키려 한다. 우리는 중국 화폐는 올라갈 일만 있다고 생각하며, 국가채무 위험을 가진 달러로부터 보호수단의 역할을 할 것이다. 스위스 프랑이나 캐나다 달러도 또 다른 대체통화가 될 것이다. 투자자들은 미국, 유로존에서의 상황, 일본이 가진 구조적, 경제적, 사회적 문제를 잘 대처해 나가는지의 추이를 관찰하면서 다각화 움직임을 지속할 것이다. 내가 이것에 주목하는 이유는, 이 추세가 지금 금융시장에서 진행되고 있는 변화 중 가장 두드러진 측면이며, 다시는 반전되지 않을 지각변동(seismic shift)이 될 것으로 보이기 때문이다. 지금부터 3년 또는 5년이 지나면 어떤 국가가 부국이고, 어떤 국가가 빈국일까? 부국은 강제 통화를 가지게 될 것이며, 빈국은 약세 통화를 가지게 될 것이다. 경상수지, 재정상황, 성장률, 금융 및 재정정책, 사회의 결속력, 야망, 정치적 안정의 정도 등의 변수들을 살펴보면, 나는 10년 전 또는 15년 전 빈국이었던 신흥부국들이 눈에 들어온다. 이렇게 세계경제 지도상(global economic geography)에 엄청난 변화가 일어나고 있다.

나는 미국 시민의 한 사람으로서 미국의 장래에 대해 걱정을 한다. 왜냐하면 미국의 외환보유고는 920억 달러로서 말레이시아 외환보유고 수준에 불과하다. 한국은 3000억 달러 정도를 보유하고 있다. 일본은 1조 1천억 달러를 가지고 있다. 미국의 경우 최근의 경기부양조치 이후, 그것은 부채로 충당한 것인데, GDP 대비 재정적자는 10%에 달했으며, 세계에서 한 두 나라를 제외하고 가장 높은 재정적자율이다. 총국가부채는 앞으로 2~3년이면, GDP의 100%로 올라갈 것이다. 워싱턴 당국이 특단의 조치를 취하지 않는다면, 이 문제는 일본처럼 위협적 문제가 될 것이며, 성장 능력을 갉아먹고, 달러의 매력을 떨어뜨릴 것이다. 투자가로서 내가 왜 내 투자자산구성에 100% 달러표시 자산으로 채우겠는가? 역사의 조류는 바뀐다. 한국은 비교적 작은 나라지만, 앞으로 미래가 매우 밝은 나라이다. 한국은 여러 가지 면에서 제대로 하고 있다. 국민들은 기업가 정신에 투철하고, 근면하며, 교육 수준이 높다. 정말로 나는 한국의 미래가 매우 밝다고 생각한다.

질의 & 응답

질문 최근 이코노미스트지는 이제 아일랜드, 그리스와 포르투갈이 그들의 국가부채를 재조정(restructure)할 때가 왔다고 언급했다. 어떤 방식의 재조정이 이루어질까? 부채 재조정은 세계경제와 금융시스템에 어떤 위험과 영향을 미칠까? 둘째로 일본의 국가부채는 GDP의 200%도 넘는다. 물론 일본국가 자체는 순 채권국이지만, 어떤 채무자도 그런 엄청난 채무의 이자와 원본을 상환할 수 없을 것이다. 여기에 대한 Sinai 박사의 견해를 듣고 싶다. 도대체 왜 세계적인 신용평가기관들이나 세계적인 학자들이 이에 대해 우려를 표명하지 않는 것인가?

답변 논리적으로 다음 단계는, 유로존의 채무상황이 현재 처해 있는 단계이기도 한데, 기존 채무의 만기를 장기화하고 이자율을 낮추도록 재조정하는 것이다. 나는 재조정이 불가피하다고 생각한다. 이는 흔히 지불불능(default)의 전 단계이다. 지적하신 국가들은 채무를 상환할 능력이 없으며, 2011년 어떤 시점이 되면 또 다시 자금조달의 문제에 직면하게 될 것이다. 다른 국가들도 마찬가지로 그렇게 결말이 날 수 있다. 포르투갈은 아직 자금을 요청하지 않았지만, 내 생각으로는 시간만 낭비하고 있는 상황이다. 그 국가들은 지금 재조정하는 것이 나으며, 유럽의 정책담당자들은 이를 허용하고, 국가채무의 채권자들에게 이자를 탕감(take a haircut)할 수 있도록 해야 한다. EU는 2013년을 그러한 조치를 허용할 시기로 설정하고 있다. 어쨌든 닥칠 일이기 때문에 뒤로 미루기보다는 가급적 빨리 재조정이 시행되도록 하라는 충고를 받아들여야 한다. 지금으로서는 다른 탈출구가 보이지 않는다. 유로화는 너무 고평가 되어서 그 나라들의 수출에 별로 도움이 되지 못한다. 금리는 단기금리조차도 너무 높다. 포르투갈의 장기부채 이자율은 7%로 너무 높다. 이러한 차입조건(lender conditionality) 때문에 해당 국가들이 재정정책에 대한 통제권을 상실했고, 이것이 또한 제약요인이 된다. 이러한 상황에서 어떻게 성장을 통한 국가채무 탈출(grow out)이 가능할까? 불가능하다.

그래서 만약 문제가 악화되고 단시일 내 해결될 수 없다면, 그것은 투자자에게 무엇을 의미할까? 그것은 어떤 투자자도 비록 심각한 사태가 아직 벌어지지 않은 국가의 경우에도 국가채무 변수가 있는 국가의 채권은 보유하지 말아야 한다는 것을 의미한다. 세상에는 투자할 수 있는 다른 고정소득형 증권이 많다. 국가채무에 시달리는 국가에 대출하고 있는 은행의 부채를 소유하지 말라. 만약 유럽중앙은행이

채권을 발행한다면 나는 그것을 사지 않을 것이다. 왜냐하면 그들의 대차대조표 상에 국가채무가 끼어있기 때문이다. 나는 미국 국채도 사지 않을 것이다. 나는 결단코 일본 국채나 내가 지적인 국가들과 금융 관계를 가지고 있는 정부의 단기채권도 사지 않을 것이다. 나는 차라리 돈을 잘 벌고, 현금을 많이 보유하고 대차대조표가 건실하고 기업을 현명하게 운영하고 있는 미국의 최우량 기업의 회사채를 사겠다. 나는 미국 정부가 3조 5천억 달러 사업을 슬기롭게 운영하고 있다고 말할 수 없다. 워싱턴은 재정적으로 무책임하며, 내 견해로는 그리스나 헝가리 못지 않으며 포르투갈과 스페인과 엇비슷하다. 그럼에도 불구하고 미국이나 일본은 살아가고 있다.

일본이 연명하는 이유는, 국채의 대부분을 일본 국민들이 보유하고 있기 때문이다. 그래서 일본 국민들은 끔찍한 예산상황을 안고 있는 일본 정부의 국채를 손에 쥐고, 낮은 수익률을 깔고 앉아 있다. 그들은 그 때문에 고통을 받고 있다. 일본 경제는 정부로부터 경기부양을 제대로 받지 못하고 있다. 왜냐하면 정부의 적자와 부채가 너무 많기 때문이다. 일본 경제는 느리게 성장하고 있으며, 아시아국가의 역동성에도 불구하고 경기상승의 움직임에 동참하지 못하고 있다. 일본은 수출대국이지만, 일본 경제는 시들고 있다. 미국도 경제가 더 빠르게 성장하고 실업을 낮출 수 있도록 경제를 부양할 수 있는 정부의 능력이 없다. 만약 미국이 재정적 경기부양을 위해 부채를 계속 일으킨다면, 10년 만기 국채는 작년에도 증가했는데 배로 늘어날 것이다. 미국 정부는 엄청난 적자에 따라 누적된 엄청난 채무에 대한 엄청난 이자 지급의 책임을 져야 할 것이다. 그래서 본인이나 여기 계신 어느 분도 개인적으로는 정부의 재정운영 형태를 바꿀 수 없을 것이다. 그러나 우리는 우리의 돈, 우리의 자금을 우리 자신의 대차대조표에 유리하게 움직일 수는 있다.

질문 인플레이 억제 메커니즘으로서 금리를 인상하는 것이 한국에서 뜨거운 화제가 되고 있다. 나는 중국이나 미국에서라면 금리인상이 일차산품의 수요에 영향을 줄 수 있다는 이유를 알겠는데, 그러나 한국은 일차산품의 생산국도 아니고 국제적으로 일차산품가격을 좌우할 수 있는 입장도 아닌데, 금리를 인상하는 것이(금리인상이 통화 가치를 상승시켜 결과적으로 원화표시 가격을 효과적으로 낮추지 않는 한) 어떻게 한국에서 인플레이를 억제하는 직접적인 효과를 가질 수 있는지 이해가 가지 않는다. 물론 그렇게 되면 수출경쟁력을 저하시키고 경제성장 속도를 늦추게 될 것이다. 그렇다면 결국 한국에서 인플레이에 영향을 주기 위해 금리를 인상함으로써 5% 경제성장을 3%

낮추어야만 한다는 얘기인가? 이에 대한 말씀을 듣고 싶다.

답변 만약 인플레이가 식료품이나 에너지 가격에 의해 주도되고, 중앙은행이 인플레이 제거를 위해 금리 조정을 통해 단속하려 하지만 인플레이의 요인에 별 영향을 못 미친다면, 인플레이는 계속되면서 경제만 약화되고 금리인상이 별무 소득일 것이다. 그러나 중앙은행으로서는 선택의 여지가 많지 않다. 만약 중앙은행이 손 놓고 있으면, 신뢰를 잃게 되고 인플레이는 경제의 다른 부문으로 퍼질 수 있다. 만약 금리를 과도하게 올리고, 인플레이의 원인이 외부적인 것이라면, 위험은 오히려 지금 중국이 우려하는 것처럼 과잉반응하게 되는 것이다. 선호되는 전략은 인플레이에 부드럽게 대항해 나가는 것이며, 주기적으로 단기금리를 인상하는 것이다. 금리인상의 분명한 함의는 그 나라 통화 가치를 상승시키되 그 과정이 점진적으로 일어나도록 하는 전략을 이해의 바탕으로 하고 있다. 통화는 절상되어야 하며, 그것이 부드럽게 감속시키는 과정의 일부가 된다. 중앙은행은 모든 사람들에게 중앙은행이 인플레이에 대처하고 있다는 것을 주지시키고, 그렇게 해서 인플레이 기대(inflation expectation)는 감소하게 된다. 만약 인플레이가 사라지지 않는다면, 중앙은행은 다른 전략을 강구해야 한다. 내가 알기로 한국이 바로 이런 전략을 채택하고 있는데, 내 생각으로는 현명한 측면도 있다. 그것은 인플레이가 발생하는 특정시장에서 수요와 공급에 영향을 주는 조치를 취하는 것이다. 숨씨가 요구되는 일이다. 역사적으로 보면, 가격통제는 일반적으로 성공하지 못했지만, 그러나 공급증가와 수요감소를 유도하는 조치는 써볼 만한 좋은 약이라고 생각한다. 경제정책의 기법은 약을 쓰는 기법과 매우 비슷하다. 비록 복잡하기는 하지만, 그러나 지금까지 한국과 중국은 올바른 시도를 하고 있다. 중국의 문제는 중국 화폐가 극단적으로 저평가되어 있다는 것이다. 한국 화폐는 극단적으로 저평가되어 있지는 않다. 환율은 주기적인 개입이 없었을 때의 수준보다는 낮게 유지되어 왔으며, 환율은 상승할 것이다. 그러나 그것은 약함의 표시가 아니라 강함의 표시이다. 가격 측면에서 경쟁력이 상실될 때, 경쟁력을 강화하기 위한 민간 부문의 대응은 생산성을 높이는 것이다.

질문 경제 측면에서 중국은 미국에게 어느 정도 중요한가? 미국의 정치인들이 중국의 지도자들에게 특정한 경제정책을 채택하도록 영향을 미칠 수 있을까?

답변 이제 중국은 세계 두 번째의 경제대국이며, 세계는 이러한 현실을 반영하기 위해서 G20라는 것을 만들었다. 미국이나 중국 같은 강대국들은 세계의 모든

시민들을 좀 더 잘 살게 만들기 위해서 자원이나 에너지를 어떻게 사용할 것인지에 대해 대화하고 협력하며 공동작업을 시도해야 한다. 나는 이러한 것이 이상적(idealistic)인 얘기라는 것을 잘 알지만, 우리 미국인들은 아직도 이상주의자이다. 오바마 대통령이 특히 이를 보여주고 있다. 후진타오 주석이 미국을 방문했을 때, 미국이 그런 점에 후진타오 주석의 주의를 집중적으로 환기시킨 것은 절대적으로 잘한 것이다. 이것은 결코 약함의 징표가 아니며, 강함의 징표이다. 환율에 대한 이견이 이번에 해결되지는 않을 것이다. 만약 미국이 중국에게 환율이 절상되어야만 한다고 얘기해도, 중국은 일자리를 지켜야 하기 때문에 그렇게 못하겠다고 얘기할 수 밖에 없을 것이다. 내가 후진타오 주석이라도 같은 견해를 가졌을 것이다. 그러나 우호적이든 비우호적이든 대화가 중요하며, 국제무대에서 중요한 일이 발생했을 때 오바마 대통령이 후진타오 주석에게 협조를 요청하는 전화를 걸 수 있는 것이 필요하다. 나는 우리가 기적을 바라거나 모든 쟁점이 사라지고 중국이 세계에서 그리고 아시아지역에서의 야망을 포기하기를 기대할 수는 없다고 본다. 나는 모든 일이 순조롭게 진행될 것을 기대하지는 않지만 분명히 협력할 수 있는 기회가 있다.

질문 앞으로 달러는 신흥시장국의 화폐에 대해 절하될 것이며, 그렇게 되면 한국의 수입물가는 안정될 것이다. 원유는 금처럼 달러의 대체적 역할을 할 것이다. 그러나 당분간 헷지펀드들이 원유시장에서 중요한 역할을 할 것으로 생각한다. 이런 상황에서 어떻게 원유가 투자자들의 투자자산구성에서 중요한 역할을 할 수 있겠는가?

답변 원유 문제에 먼저 답변하겠다. 원유가격의 형성에 있어서, 원유가격의 상당 부분은 원유의 가치 저장수단으로서 투자상품 구성요소가 되고 있음을 반영한다는 내 의견에 동의할 안 해도 좋다. 또한 지금 배럴당 91달러 중 어느 만큼이 이러한 현상에서 기인하는지는 논란과 토론의 여지가 있다.

첫 번째 질문은 미국 경제의 개선과 달러의 약세에 대한 것이었는데, 통상 경제가 호전되면, 그 나라 화폐가 다른 통화에 대해 강세화되는데 도움이 된다. 경제가 호전된다는 것은 언젠가 금리가 상승할 것을 시사하며, 이것이 환율 결정의 근본적 요소이다. 그러나 내가 보기에 달러의 어려운 점은 미국의 적자와 부채상황에 놓여 있다. 대규모 적자를 계속 시현하고 부채비율이 높아지는 국가의 통화는 궁극적으로 약세가 된다. 따라서 미국 경제 성장률의 상승은 단지 일시적으로만 달러 강세에 영향을 미친다. 만약 미국이 향후 6개월 또는 12개월 이내에 재정건전화 조치를 취한다면, 그렇게 할 가능성이 없지는 않지만, 내 생각으로는 달러가 잘 나갈

것이다. 그러나 나는 지금 워싱턴이 재정운용의 책임성을 높일 가능성을 보고 달러를 사는 것은 맘에 내키지 않는다. 미국은 이 방면에서 역사적으로 나쁜 기록을 많이 가지고 있다. 영국 파운드나 유로 대 달러 환율 움직임을 보면 흥미롭다. 이들 화폐들이 잘 나간다. 왜 영국 파운드가 강세일까? 그것은 영국이 진정으로 재정건전화를 시행하고 있기 때문이다. 그들은 성장을 희생시켜가면서 나라 살림을 정비하고 있다. 유로존도 어느 정도 잘 하고 있다. 유로는 때로 불규칙하게 움직이지만 재정건전화(fiscal consolidation)가 강세의 요인이다. 국제 통화계에서 신기한 현상의 하나는 일본 엔화가 왜 달러나 유로에 대해 강세인가 하는 것이다. 나는 일본 사람들이 자국 화폐를 보유하고, 높은 수요를 유지하고, 이것이 엔화가치를 높게 유지시킨다는 것이 일반적으로 합의된 견해(consensus)라고 생각한다. 그러나 일본 주식시장이 시가총액이 SCI Global Index에서 비중이 낮아지는 것처럼, 엔화는 국제통화로서의 역할이 줄어들고 있다. 일본은 주식을 여기에 투자해야 한다고 말하기 어려운 나라이다.

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
<http://www.igenet.com>