



Occasional Paper Series

12-01

US and Global Economy and Financial Markets in Turmoil: What Lies Ahead?

혼돈 속의 세계경제와 금융시장:
분석과 2012년 전망

Allen Sinai

Allen Sinai

- 현 미국 Decision Economic사 대표 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.

혼돈 속의 세계경제와 금융시장: 분석과 2012년 전망*

Allen Sinai

오늘의 주제에 대한 질문은 많지만 답을 하기란 쉽지 않다. 향후 전망을 하기 앞서 격동의 2011년을 먼저 간단히 정리해보자. 2011년은 미국뿐만 아니라 전세계 경제 및 금융시장이 거둬진 충격에 요동친 한 해였다. 정치적, 지정학적 불안이 만연했고, 전세계적으로 주식시장이 대부분 급락했다. 2007년을 제외하면 과거 수십 년 동안 주식시장이 최악의 실적을 보인 해이기도 하다. 연초에는 인플레이가 높았지만, 나중에는 원유와 에너지를 포함한 원자재 가격이 하락했다. 미연준(FRB), 일본은행, 그리고 영란은행 등이 양적완화를 통해 보유자산을 확대하면서 G-7은 저금리기조를 유지했지만, 국채상환능력이 의문시된 국가들의 장기금리가 급상승했고, 유로존의 경제적, 금융적 위기가 악화되면서 더욱 치솟았다. 유럽 각국 및 유럽중앙은행의 대책은 너무 소극적이고 늦었다. 높은 실업률에 시달리고, 금융기관 및 금융중개기관이 어려움을 겪는 나라도 많았다. 특히 유럽의 경우 여러 국가에서 은행들이 엄청난 재정난을 겪었다.

2011년 리뷰

2011년 미국과 세계경제는 전반적으로 경제회복과 확대를 이어갔다. 2009년부터 시작된 회복세가 이어지기는 했으나 회복의 속도는 상당히 둔화되었다. 세계 GDP의 93%를 차지하는 47개국을 기준으로 하는 우리 회사의 세계경제총량분석을 보면 2011년 실질경제성장률은 3%로서, 2010년의 4.3%에 비해 감소했다. 세계경제의 경기침체와 확장을 구분하는 기준선은 실질GDP성장률 2%이다. 4%를 넘던 성장률이 3%로 내려앉은 것은 상당한 둔화이다. 작년은 경기회복과 확장의 2년째였는데, 회복기의 초기에는 성장률이 둔화되지 않는 것이 보통이다. 우리의 분석결과는 세계은행이나 IMF의 결론과 정성적으로 크게 다르지 않을 것이다.

미국경제는 2010년 3%에 불과한 2011년 4.0%의 성장률을 기록한 반면, 회복 경험에 비추보면 회복 첫해에 3%의 성장률도 매우 실망스럽지만, 회복 2년차 성장률도 보통 5~6%에 달하곤 하였다. 회복이 이루어지기는 했지만, 일반적인 수준을 밀도는 맥 빠진 성격이다. 앞으로도 이런 추세는 계속될 것으로 예상된다. 어떤 상황에서든 미국은 과거 좋은 시절의 성장률을 회복하기는 어려울 것이다. 단기로 보나, 중장기로 보나 미국은 더 이상 고성장을 할 수 있는 국가가 아니다.

일본경제는 2010년 4%의 강한 회복에 이어, 작년에는 마이너스 0.5%의 성장을 기록한 것으로 추산된다. 물론 대지진의 영향이 반영된 것이지만, 올해도 일본은 1% 정도 성장할 것으로 예상된다. 2010년의 강한 회복세에서 이탈한 것이 대지진만의 영향은 아니었다.

중국의 2011년 성장은 9%를 약간 밑돈 것으로 보인다. 2010년의 11.3% 성장에서 하락한 것이다. 한국은 2011년 3.8% 성장했는데, 작년에 내가 예측한 5%를 훨씬 밑도는 것이다. 나중에 세계경제의 부진을 설명하면서 한국이 왜 내 예측치를 달성하지 못했는지 함께 이야기하겠다. 2011년의 상황 속에서 4%에 가까운 성장을 나쁘다고 볼 수는 없지만, 한국은 더 빠른 성장을 원하고, 그렇게 될 수도 있다. 그러나 수출 의존도가 크고, 개방된 경제인 한국의 성장률은 대외 경제상황에 의해 큰 영향을 받을 수밖에 없다.

지난 1년간 경기침체에 다시 빠진 국가가 여럿 있는데, 경기회복의 2년 혹은 3년차에는 좀처럼 나타나지 않던 현상이다. 특히, 그리스, 포르투갈, 아일랜드의 경제가 급격히 위축되었고, 최근에는 이태리, 스페인, 벨기에, 네덜란드가 다시 경기침체에 빠졌다. 영국, 독일, 프랑스의 성장세도 상당히 약화되었다. 중국을 비롯한 개도국은 성장세가 둔화되기는 했지만, 여전히 좋은 실적을 보였다. 그룹별로 보면, 남미가 2010년 6%, 2011년에는 4%의 성장률을 기록했고, 아시아 신흥국도 2010년 9.3%의 호황에 이어 2011년에는 7.5% 성장했다. 유럽신흥국도 6%의 강하고 안정된 성장을 했다. 중동의 성장률은 약 4%였다.

세계경제를 보면 분명한 패턴이 나타난다. 아시아와 개도국은 성장세가 둔화되기는 했지만, 여전히 강하고 긍정적인 성장을 이어갔다. 성장률 둔화를 좋아하는 사람은 특히 기업 쪽에서는 없지만, 여전히 뛰어난 성장을 이어갔다. 성장세가 다소 약화되더라도 세계 다른 지역에 비해서는 전망이 밝다. 아마 한국도 여기에 포함될 것이다.

경제성장 실적 격차의 원인

국가별, 지역별로 경제성장의 실적이 갈리는 이유는 크게 4가지이다. 첫째, 2011년에는 충격이 난무했던 1970년대보다도 거시경제적 충격이 많았다. 둘째, 2011년은 1930년대 대공황 이후 가장 깊고, 길었던 침체를 가져왔던 2007~2009년 동안의 경제적, 금융적 위기의 후유증이 아직 채 가시지 않은 상태였다. 2011년 각국 경제와 금융기관들은 2007~2009년 동안의 경기 대침체에 발생한 과잉과 불균형을 아직 시정하는 중이었다. 셋째, 정책적 오류와 비효과적 정책운영으로 경기변동의 기복이 많은 영향을 받았다. 정책은 경제활동의 증감과 금융시장의 행동에 큰 영향을 주었다. 마지막 원인은 정치적 변화와 불안정이다.

충격에 대한 자세한 설명은 나중에 하겠지만, 우선 작년엔 있었던 모든 충격에 대해 몇 가지만 간단히 언급하겠다. 2011년은 연초의 예상을 크게 벗어난 한 해였다. 1년 전을 되돌아 보면, 아직 아랍의 봄도 없었고, 유가폭등도 없었으며, 일본 대지진도 없었다. 중국은 인플레이 억제노력을 하고 있었고, 유로존의 위기는 계속되고 있었다. 미국은 당시 소비에 대한 우려가 있었고, 미연준은 양적완화로부터 출구전략을 검토하고 있었다. 물론 2011년 중반 들어 미국 경제가 부진하자 양적완화 중단을 포기했다.

2007년에서 2009년까지의 위기가 남긴 영향은 과잉과 불균형 해소 과정에서 나타난 디레버리징 혹은 일명 재액화(deliquetation)이다. 수 년에 걸쳐 쌓인 부실을 정리하고 가계의 재무상태와 대차대조표를 다시 정상화시키는 순환의 한 과정이다. 금융기관은 자본을 확충하는 동시에 리스크 상승으로 자금조달이 어려워진 신용환경에도 적응해야 한다.

국가부채가 과도한 국가들에게 채권기관과 유럽연합이 징벌적 긴축 조치를 강요함에 따라 정치적 반발이 나타나면서 상황이 악화되었다. Joseph Stiglitz 교수를 비롯하여 나를 포함한 일부 경제학자들은 징벌적 성격의 조건을 자금지원에 포함시키는 것에 항상 비판적인 입장을 견지해 왔다. 이론적으로는 이런 조건을 채무국에 부과하여 재정상태를 정상화시키도록 보장해야 한다고 볼 수도 있지만, 요구되는 조건이 지나치게 엄격하고 가혹하다. 그 결과 상황이 개선되기도 전에 먼저 악화되는 과정을 겪게 되는데, 그 과정에서 이번처럼 정치적 반발이 일어나면 민간부문 전체가 불확실해지면서 경기 사이클 자체의 무제로 비화될 수 있다. 어떤 정책을 취하던, 부

인구노령화 정도가 높은 국가가 더 빨리 더 크게 늙어갈 것으로 예상되고, 노령화
되는 경우가 더 많다. 부채가 건잡을 수 없게 되면 아예 상환을 포기하거나, 화폐절
하를 단행하는 것이다. 화폐절하는 해당 국민에게 너무나 가혹한 조치이다. 대외부
채 때문에 민간부문이 궁핍해진다. 상환능력이 없기 때문에 결국 부채는 탕감되고,
몇 년이 지나면 다시 자금이 흘러 들어오면서 성장이 재개된다. 브라질이나 아시아
일부 국가에서처럼 이 과정을 신중하게 잘 처리하면 향후 전망이 밝아질 수도 있다.

이런 충격과 함께 정책적 오류도 많이 범하게 되었다. 물론, 여러 가지 충격 때문에
정책입안은 더욱 어려웠다. 뿐만 아니라, 미국과 일본경제는 부진하였고, 중국은 경
기감속을 시도하는 와중에 원활한 경제운용을 위한 정책을 고안하기가 그리 쉽지 않
았다. 재정적 압박에 시달리는 미국과 일본은 더 이상 경기부양성 거시정책을 펼칠
수 없었다. 과거와는 정책의 맥락이 크게 다를 것이다. 경제성장, 실업률 인하, 재정
적자의 축소를 모두 동시에 어떻게 달성할 수 있을까? 정치적 해법을 찾기 매우 어려
운 문제들이다.

통화완화정책은 미국뿐만 아니라 일본도 적극적으로 취하고 있다. ECB도 이제는
은행들을 지탱하기 위해 은행권에 자금을 지원하고 금리 인하를 단행할 수 있다. 하
지만 재정적으로 무책임한 국가의 국채를 직접 인수하지는 않을 것이고, 그렇게 할
수 있는 중앙은행도 없다. 대신 은행들이 유지될 수 있도록 은행에 자금을 지원할 것
이고, 사실 이것이 중앙은행의 진정한 역할이기도 하다. 모기지 대출과 주택시장을
통한 통화정책과 경제 간의 전통적 관계는 제 기능을 못하고 있다. 아주 최근까지도
소비자지출이 회복되는 기미는 없었다.

여러 가지 악재들이 미국경제의 성장을 제약했다. 작년의 충격들이 없었다면, 미국
은 2.75% 정도의 성장을 했겠지만, 충격 때문에 결과적으로는 1.8%의 성장에 그쳤
다. 작년의 여러 가지 충격에도 세계경제가 무너지지 않고 계속 성장했다는 것이 놀
랍다.

한걸음 물러나서 세계를 보면 거대한 유동성 함정이 도사리고 있다. 소비자들은 엄
청난 부채를 해결하고 있고, 소비를 줄이면서 두려움에 떨고 있다. 미국, 일본 등 여
러 지역의 소비자들은 현금을 움켜쥐고 노후를 걱정하고 있다. 예금금리는 거의 0%
에 가깝지만, 보유현금을 투자하거나 소비하는 것을 꺼리고 있다. 뿐만 아니라, 금융
중개기관도 리스크 감수나 여신에 대해 매우 보수적인 자세를 취하면서 현금보유와
과도한 준비금을 늘리고 있다. 금융기관도 관련규제가 아직 미정인 상태에서 얼마만

크의 자본이 필요한지 확실히 모르고 있다.

미국의 기업부문은 아주 뛰어난 실적과 우수한 재무상태를 보이고 있다. 그러나, 기업도 보유현금의 지출을 꺼리고 있고, 이제 막 채용을 재개했지만, 인력채용보다는 기술투자를 선호한다. 기업들이 당분간 이런 입장을 고수할 것이기 때문에, 새로운 정보기술업체의 입장에서는 좋은 기회를 찾을 수 있다. 미국 기업들이 정보기술에 돈을 쓰고 있기 때문이다. 왜 그럴까? 수익을 내기 위해서이다. 신규채용은 정말 싫어한다. 사람은 비싸기 때문이다. 신규인력을 채용하느니 차라리 로봇이나, PDA 등 기술을 통해 인건비를 절감하려고 한다. 그래서 미국 기업은 보유현금의 일부를 위와 같은 기술투자에 사용하겠지만, 대체로는 엄청난 현금을 쌓아 놓고 있다.

이미 언급했듯이, 과거 몇 년 간 그리고 특히 2011년은 전세계적으로 정치적 불안이 심했다. 아랍의 봄으로 인해 중동지역의 오래된 지도자들이 물러났고, 일본은 지난 5년간 총리가 6명이었다. 워싱턴 정계도 파행과 결단력 부재를 거듭했고, 2008년과 2010년 선거에서 큰 변화가 있었다. 유럽도 여러 지도자의 교체가 있었는데, 모두가 잘 된 경우만은 아니었다. 이태리의 Mario Monti 총리는 전임자 Berlusconi에 비해 훨씬 좋고, 신정부 출범을 통해 이태리는 희망을 얻고 있지만, 이미 위기가 너무 깊어서 헤어나오지 못할 수 있다는 우려도 있다.

언젠가는 실질적인 회복세로 세계경제가 돌아서겠지만, 그래도 개도국이 선진국을 훨씬 앞설 것이다. 리스크가 충분히 감소하면, 개도국과 선진국 간의 근본적인 디커플링 현상은 주식시장에 그대로 반영될 것이다. 선진국에 비해 개도국은 높은 수준의 성장을 유지할 수 있을 것이다. 실적의 디커플링이 계속되면, 선진국의 주식시장이 폭등할 것이다. 한국은 이미 선진국이지만, 한국의 주식시장도 여기에 포함된다.

2011년의 충격들

작년의 부정적 충격들을 살펴보면 앞으로의 의미를 생각해보자. 첫째, 아랍의 봄과 중동의 정치적 소요 때문에 원유공급 차질의 두려움이 커지면서 원유와 에너지에 대한 투기세력이 일어났었다. 원유가격 상승으로 미국의 심리가 크게 악화되어 경제성장률이 0.5~0.75% 포인트 정도 감소하는 효과가 있었다. 작년과 같은 유가상승은 무가사스균 경기치체트 모두 가져올 수 있다. 무가사스에 대해 대체로 아시아에서

중동의 격동은 분명 2011년 세계경제 실적에 영향을 미쳤다. 그러나, 이제는 안정적인 외부충격 수준으로 정리가 되었기 때문에, 아랍의 봄이 계속된다고 해도 세계경제에 지장을 주지는 않을 것이다. 중동의 여러 국가에서는 지도자 교체가 있었는데, 내 생각엔 시리아의 아사드도 올해가 끝나기 전에 물러날 것 같다. 중동지역의 리스크는 이란이다. 즉, 이란과 이스라엘 혹은 이란과 미국 간의 갈등 가능성이 있는데, 중대한 갈등으로 비화되면 원유공급 우려 때문에 원유와 에너지 가격상승과 전세계적인 물가상승으로 이어질 위험이 있다. 갈등의 지속기간과 해결방식에 따라 강력한 물가상승 및 경기침체 압박이 나타날 수 있다. 오일쇼크는 언제나 악재이지만, 아직 그런 상태는 아니다.

일본 대지진은 아무도 예상치 못한 사건이었다. 지진, 홍수, 그리고 원전 사고 모두 끔찍한 비극이었다. 일본의 심리적 충격도 컸고, 정책입안에도 상당한 도전이 되었다. 결국 대처과정에서 적자가 커져서 현재 일본의 부채 대 GDP 비율은 200%정도이다. 방금 일본을 방문하여 고위 정책입안자들을 만났었는데, 재정적자에 대해 걱정이 매우 많았다. 자칫 심각한 사태로 번질 수 있는 재정적자를 해소하겠다는 의지가 강했다. 재정적자가 계속되면, 지금부터 5년 뒤 일본은 파산지경에까지 갈 수 있다. 과거의 부와는 무관하게 현재 상태는 지속이 불가능하다.

최선을 다해 대지진의 영향을 분석한 결과, 그 충격이 컸다는 것을 확인했다. 일본은 2011년 마이너스 0.5%의 성장을 했는데, 이는 공급망 전체에 여파를 미쳤다. 아시아도 그 충격을 받았고, 아마 세계경제 성장률도 0.25%정도 낮아지는 효과가 있었다. 하지만, 100년에 한 번 정도 일어나는 사건이고, 그 충격도 이제는 지나갔다.

그 다음 외부충격은 중국의 물가억제 정책이었다. 2011의 큰 악재는 중국이 연착륙 시도의 일환으로 성장률을 11%대에서 7~8%로 일부러 낮추고 물가상승을 4%대로 안정시키려는 노력이었다. 중국의 2011년 성장률은 약 9%였고, 2012년은 약간 더 하락할 것으로 예상된다. 여전히 매우 좋은 성장이지만, 중국과 관련된 다른 국가들의 경제에 부정적으로 작용할 수 있다. 중국의 물가억제 노력은 성공적이었으며, 이제는 마무리 된 것 같다. 물가상승률도 5개월 전의 6.6%에서 이제는 4.1%로 내려왔다. 중국의 성장률 완화정책과 유럽의 침체가 수출에 미치는 영향 때문에 중국도 이제는 성장률이 목표보다 아래로 내려갈 것을 우려하여, 다시 부양책을 쓰기 시작했다.

1년 전만 해도 중국이 언제 물가억제책을 중단하고 다시 부양 쪽으로 돌아설지 알 수 없었다. 물론 중국의 물가상승률이 계속 안정되고, 다시 과열되지 않으면 중국은 긍정적인 외부요인으로 작용할 수 있을 것이다. 중국의 안정적 성장은 한국과 일본에게도 도움이 되고, 향후 6개월, 12개월, 18개월 후에는 중국경제의 하강이 끝나고, 다시 성장률이 증가한다고 전망할 수 있다. 중국과 거래를 하는 사람이나 한국경제 입장에서는 작년과는 크게 다른 맥락이 된다.

전세계에서 대체로 적절한 정책운용에 성공했다고 볼 수 있는 유일한 경우가 중국이다. 물론 중국은 투명성이 적어서 정확히 알 수 없고, 중국의 부동산 시장, 금융기관, 정부의 운영방식, 심지어 데이터에 대해서까지 모두 의심을 하지만, 그럼에도 불구하고 현재 중국의 정책입안가들은 성공한 것으로 보인다. 7~8% 성장의 연착륙이나 심지어 6% 성장의 경착륙조차도 유사한 상황에 직면한 다른 국가들에 비해 우수한 정책적 결과이다. 중국이 현재의 성장률 구간을 유지할 수 있을지 지켜보아야 한다.

유로존의 문제는 경제적, 재정적, 정치적 및 사회적 성격을 모두 갖고 있다. 역사적 갈림길의 순간이다. 역사적 갈림길을 지켜보는 입장에서 어떻게 결말이 날지 알 수 없다. 유로존 문제는 올해에도 여전히 거시적 리스크로 남아 있다.

2011년 초에는 미국 소비자에 대해 우려했었지만, 이제는 그럴 필요가 없다. 미국의 소비심리가 되살아나고 있다. 과거 호황기만큼은 아니지만, 총소비가 증가하고 있다. 한국, 일본 그리고 대미수출이 많은 기업에게는 호재이다. 올해 미국의 경제성장률은 2.5%에서 3%가 예상된다. 이전의 회복기에 비해서 볼 때 회복 4년차 혹은 5년차의 성장률치고는 작지만, 1.8%에 비해서는 나아진 것이다. 미국과 직간접적으로 관련된 기업들은 그 차이를 체감할 것이다.

미국도 재정적자 문제가 있고, 2012년에는 선거도 있다. 작년 워싱턴의 파행은 경제에 거시적 충격을 주었다. 장기화된 재정적자에 대한 정책이나 단기적 부양정책은 전혀 예측가능하지 않았고, 이해할 수도 없었다. 집행부와 입법부에 대한 민심은 완전히 돌아섰다. 워싱턴 식으로 기업을 경영했다가는 남아나지 않을 것이다. 미국인들은 워싱턴의 정치인들에 대해 그런 생각을 많이 한다. 이런 민심이 2012년 대선에 어떻게 작용할 지는 알 수 없다. 재정적자는 당연히 큰 문제다. 부채상한선을 놓고 지켜볼 이기가 아니라 저기까지 자기저고로 레킷하기 위한 인의하기 드 버히나

는 단기간에 회복될 것으로 보인다. 미국의 4분기 성장률은 3.5%였다. 미국 소비자들이 부채를 많이 줄였기 때문이다. 가계채무가 완전히 해결된 것은 아니지만, 가계 재정상태가 개선되었고, 그래서 이제는 지출을 늘릴 수 있게 되었다. 소비심리, 소매매출, 수요에 따른 기업의 지출증가, 고용시장 모두에서 이런 조짐을 확인할 수 있다. 덕분에 소득창출이 증가하고, 심리가 개선되면서 미국경제의 70%를 차지하는 가계소비에 의해 근본적으로 지탱되는 자립적 상승이 시작되었다. 미국의 총소비는 한국, 일본, 중국에게는 상당히 중요하지만, 유럽에게는 상대적으로 의미가 적다. 지난 8년간 전세계 경제성장의 물결을 분석하면 소비지출의 변화와 연관성이 강하다. 소비의 증가가 그리 큰 필요도 없다. 연중 약 2.5%의 실질 소비지출증가로도 경제성장의 흐름을 바꿀 수 있다. 미국의 일반적인 소비성장률은 3.5%이지만, 2.5%만 해도 전년도의 0%나 1% 성장보다는 훨씬 좋다. 우선 긍정적인 방향으로 움직이기 시작했다는 것이 중요하다.

향후 전망

2012년 초 현재의 큰 그림상으로는 세계 3대 경제권 중 2곳이 비교적 양호하다. 작년 이맘때에는 그렇지 않았다. 소비심리 회복으로 미국의 4분기 성장률은 3.5%였다. 미국 소비자들이 부채를 많이 줄였기 때문이다. 가계채무가 완전히 해결된 것은 아니지만, 가계 재정상태가 개선되었고, 그래서 이제는 지출을 늘릴 수 있게 되었다. 소비심리, 소매매출, 수요에 따른 기업의 지출증가, 고용시장 모두에서 이런 조짐을 확인할 수 있다. 덕분에 소득창출이 증가하고, 심리가 개선되면서 미국경제의 70%를 차지하는 가계소비에 의해 근본적으로 지탱되는 자립적 상승이 시작되었다. 미국의 총소비는 한국, 일본, 중국에게는 상당히 중요하지만, 유럽에게는 상대적으로 의미가 적다. 지난 8년간 전세계 경제성장의 물결을 분석하면 소비지출의 변화와 연관성이 강하다. 소비의 증가가 그리 큰 필요도 없다. 연중 약 2.5%의 실질 소비지출증가로도 경제성장의 흐름을 바꿀 수 있다. 미국의 일반적인 소비성장률은 3.5%이지만, 2.5%만 해도 전년도의 0%나 1% 성장보다는 훨씬 좋다. 우선 긍정적인 방향으로 움직이기 시작했다는 것이 중요하다.

그 외에도 일본을 제외한 아시아지역의 전망도 좋다. 중국의 수치는 상반기 중에는 계속 악화되겠지만, 시장관점에서 보면 물가상승도 잡혔고, 경기부양을 시작했기 때문에 중국의 경제는 좋아질 수밖에 없다. 주식시장은 기대치를 반영하여 더 빨리 움직이겠지만, 기업들은 아시아의 매출이나 전망이 개선될 때까지 좀 기다려야 할 것이다. 일본정부와 중국인민은행 모두 부양책을 쓰고 있는데, 이것 역시 작년 초와는 다른 점이다.

올해 전세계의 경제성장에도 작년의 영향은 남아 있을 것으로 보인다. 현재는 부정적 수치가 많이 나오고 있다. 2012년 전세계 경제성장률은 2.5%에서 2.75%로 예상되는데, 이는 작년의 3%보다도 낮고 2010년 4.3%보다 훨씬 낮다. 경기침체의 기준인 2% 성장과 별로 떨어져 있지 않다. 그만큼 세계경제가 취약하다는 뜻이다. 그럼, 가장 취약한 곳은 어디인가? 일본을 꼽을 수도 있지만, 가장 취약한 곳은 올해 마이너스 1% 성장이 예상되는 유로존이다.

유로존에서는 공황과 파산 그리고 그리스의 디폴트가 예상된다. 포르투갈, 아일랜드, 이태리, 스페인은 경기침체에 접어들것이고, 독일과 프랑스의 성장률도 둔화될 것이다. 작년 4분기 마이너스 성장을 기록한 독일이 계속 마이너스 성장을 할 것 같지는 않지만, 그럴 가능성을 배제할 수 없다. 유로존이 경기침체에 들어갈 것은 분명하고, 그것이 얼마나 오래가고, 얼마나 심할 것인가가 문제이다.

작년 4분기에 시작된 경기침체는 2012년 3분기까지 계속될 것으로 예상된다. 경기침체가 이보다 길어질 수는 있어도 짧아질 것 같지는 않다. 경기침체 뒤 유럽의 모습에 대해서는 많은 질문이 있다. 유로화를 사용하는 국가의 수가 줄 것인가? 유로화가 살아남기는 할 것인가? 몇 개 국가가 탈퇴할 것인가? 자발적으로 나갈 것인가? 디폴트와 국가파산이 몇 건이나 발생할 것인가? 국채를 보유하고 있는 금융기관의 피해는 어느 정도일까? 향후 신용경색은 어느 정도로 심할 것인가? 여기에 ECB가 투입할 수 있는 자금은 어느 정도인가? 유로존의 추락이 세계에 미칠 영향은 무엇인가?

유럽의 경기침체에 미국은 별로 노출되어 있지 않다. 미국의 수출 중 유로존은 13.5%를 차지하고, 수출 대 GDP비율은 약 13% 정도이다. 따라서 유로존에 대한 노출은 비교적 적다. 한국의 수출 대 GDP 비율은 약 50%이며, 유럽에 대한 직접적 노출뿐만 아니라 중국을 통한 간접적 노출까지 합하면, 한국은 유럽에 상당히 노출되어 있다.

미국은 세계에 도움이 될 수 있다. 미국의 캐나다, 멕시코와의 무역규모는 상당하며, 캐나다, 멕시코는 무역 면에서 아시아나 유럽과 별로 연관되어 있지 않다. 미국 경제는 어느 정도 자립성을 갖추고 있으며 상대적으로 보호되어 있다. 미국 경제가 되살아나면, 그 수요는 유럽에 노출되어 있는 다른 국가로 흘러갈 수 있다. 물론, 유럽의 침체가 심하고 장기화되면, 한국은 3.5%~3.75%의 경제성장을 달성하기 어려워진다. 미국이 예상보다 높은 경제성장을 하면, 한국은 예상보다 더 성장할 가능성은 있지만, 어쨌든 4%의 경제성장은 어려울 것으로 보인다.

현재의 여러 가지 문제가 해결되면, 성장세가 강해질 것이다. 한국의 국내경제 상황을 잘 모르기 때문에 주로 거시적 관점에서 무역을 통한 영향을 이야기하는 것이다. 물론 금융시장도 한국에 영향을 준다. 전체적으로는 한국의 전망이 긍정적이다.

하되었고, 이에 대해 일본은 별로 반가워하지 않고 있다. 그러나, 원화가 여전히 달러 대비 일부 절상될 것을 예상하고 있다. 다른 아시아 통화에 대한 원화의 가치 변화를 예상하기는 어렵다. 아시아는 수출경쟁이 매우 치열하기 때문에 수출에 유리한 환율정책을 실시하는 경우가 드물지 않다. 특히, 개방된 경제일수록 그럴 가능성이 높다.

남미는 작년의 4.25% 성장에 비해 올해는 3.5%에서 3.75%의 성장이 예상된다. 중동도 3.5%에서 4% 사이의 안정적 성장이 예상되고, 캐나다는 작년과 비슷한 성장을 하고, 내년에 더 좋아질 것이다. 영국은 올해, 내년 모두 거의 성장하지 못할 것이다. G-7국가는 느린 성장이나 경기침체를 보이고 있다.

이런 경제성장 전망에 따라 대부분 국가들의 물가상승률은 하강세를 그릴 것이고, 중앙은행도 지원적인 기조를 보일 것이다. 현재 금리가 0%인 곳은 계속 그 선을 유지할 것이고, 일본, 미국, 영국 등은 양적완화를 추가로 할 수 있다. 통화정책은 보류되면서 저렴한 자금이 넘쳐날 것이기 때문에 언젠가는 경기순환이 상승세로 돌아설 것이다.

유로존의 시나리오

유로존 위기에 대한 전세계의 거시경제적 노출은 무시하기에 너무 크며, 전세계적 경제침체를 가져올 수 있는 가장 큰 위험요소가 바로 유로존이다. 유로존의 미래에 대해서는 3가지 시나리오를 생각해 볼 수 있는데, 이 중 어느 것이 현실화될 것인지는 아직 알 수 없다.

첫 번째 시나리오는 유럽이 어떻게든 상황을 헤쳐나간다는 것이다. 지금까지는 문제가 나타나면 사후적으로 대처했다. 그 결과 구제노력은 너무 약하고, 너무 늦은 감이 있으며, 애널리스트들은 필요하다고 생각하는 제도를 도입하지 않았다. 정책 입안자들이 해법을 마련하면, 상황의 역학이 이미 바뀌어져 있어 항상 한걸음 늦게 된다. 유로존의 경우 이런 상황이 반복되었다. 첫 번째 근본적 실수는 그리스의 탈퇴를 허용하지 않은 것이다. 그리스가 채무를 상환할 수 없음은 분명하고, 문제 국가들의 자금조달을 위해서 마련된 구제기금의 대부분을 그리스가 독식할 것이지만, 그리스는 여전히 채권국이 요구하는 개혁을 실시하지 않고 있다. 그저 돈만 낭비한 것이다.

언제 어떤 일이 벌어질 지 알 수 없는 상황이지만, 어떤 형식으로든 그리스가 디폴트할 것이라고 나는 생각한다. 그 다음은 포르투갈의 차례가 될 테니까, 포르투갈 국채를 갖고 있는 것도 좋은 생각은 아니다. 스페인 국채도 마찬가지이다. 이태리의 경우에도 올해 만기 도래하는 국채를 어떻게 해결할지 아직 유로존 차원의 해법이 나오지 않았기 때문에 주의해야 한다. 이태리는 채무상환능력이 있지만, 세계에서 국가부채 3위이며, 만기도래 규모가 엄청나다.

근근히 버티는 것이 지금까지 유럽의 입장이었는데, 그 결과를 보면 엄청난 변동성과, 경기침체 악화, 부채 대 GDP비율 목표 달성 실패, 이로 인한 긴축조치 강요, 경제 악화, 금융경색으로 이어지고 있다. 일반인들도 자금을 구할 수 없어 경제가 악화되고, GDP가 하락한다. 그러면 재정적자를 줄이더라도 적자 대 GDP 비율은 내려가지 않기 때문에 결국 유로존 탈퇴를 할 수밖에 없다.

두 번째 시나리오는 유로존 분리이다. 어떤 식으로든 그리스는 유로존을 떠날 것이라고 믿는 사람이 많고, 디폴트를 향해 움직이는 포르투갈이 그 뒤를 따를 수 있다. 이 시나리오에 의하면 유로존의 회원국 수는 줄지만, 역사에 대해 찬양적 시각을 갖고 과거의 비극과 갈등이 재현되지 않도록 보장하는 사명을 띤 유로화와 유럽연합은 유지된다. 이 경우, 초기에 다소 혼란은 있겠지만, 유로화는 더욱 강해질 것이고, 나는 이런 유로화를 매수할 의향이 있다. 소수정예가 되는 것이다. 약체국이 떠나면, 남은 유로화는 더욱 강해진다. 그리스가 유로화를 포기하고 신규화폐를 만들면, 사태가 진정된 뒤 투기목적으로 그리스 주식시장에 투자해 볼 수도 있다. 그리스가 유로화를 포기하더라도, 그리스에서 많은 돈을 벌 수 있다. 자국통화를 확보하면 필요에 따라 통화가치를 조절할 수 있고, 절하를 통해 수출을 도울 수 있다. 개인적으로는 그리스가 유로화를 떠나는 것이 그리스에게 유리하다고 생각한다.

세 번째 시나리오는 유럽이 정치적, 재정적 통합으로 발전하는 것이다. 유럽 지도자들이 항상 원했던 것이다. 이것이 가능하다고 생각하는 사람이 있을까? 가능하다고 생각만이라도 할 수 있었으면 좋겠다. Merkel 총리, Sarkozy 대통령, Jean-Claude Trichet ECB 전임총재가 정치, 재정통합 달성을 위해 열심히 노력했고, 재정통합 쪽에서 일부 진전이 있었지만, 너무 진행 속도가 느려서 그들이 마무리하기 전에 이미 3~4개국에 더 파산할 지경이다.

잘 알려져 있지는 않지만 워싱턴에서 매우 흥미로운 일이 벌어지고 있다. 법을 개정하지 않는 한 미국은 2013년부터 10년간에 걸쳐 6조 달러의 재정적자 축소계획을 이행해야 한다. 작년 8월에는 정부지출 중 9천억 달러를 삭감하기로 합의가 이뤄졌고, 그 외에 추가로 최소 1조 2천억 달러의 적자감축 조치를 협상하기 위한 슈퍼위원회가 구성되었으며, 이 위원회가 합의에 도달하지 못하면 국방과 국내지출에서 반반씩 모두 1조 2천억 달러를 자동삭감한다는 조항이 있었다. 결국 슈퍼위원회는 합의도달에 실패했고, 따라서 현재법상으로는 10년에 걸쳐 총 2조 1천억 달러의 정부지출 삭감을 해야 한다. 부시의 세금감면혜택도 2012년 말에 만료되기 때문에 향후 10년에 걸쳐 3조 5천억 달러의 세수증가가 예상된다. 의회가 매년 해왔듯 세제변경을 하지 않는 한 미국 국민들은 대안적 최소세로 5천억 달러의 추가세금을 부담해야 한다.

적자감축 중 60% 이상은 세금인상이며, 지출감소는 40%가 안 된다. 재정적자 축소에 있어 이 비율을 권장하는 사람은 아무도 없다. 수 개월 동안 이 문제를 고민한 위원회들은 정부지출을 3달러 줄일 때마다 세금을 1달러 인상해야 한다고 주장하지만, 현재는 세금인상의 비중이 더 크다. 우리 모델에 의하면, 재정적자 축소의 60%를 세금인상으로 달성하면 경기침체가 나타난다. 지금까지 제안된 최대의 적자감소는 4조 달러이지만 이런 결과가 나왔다. 미국 정부가 우연히 이런 일을 하고 있다고 믿기는 어렵다. 재정적자 축소와 관련된 법이 그대로 시행될 것 같지는 않지만, 워싱턴이 바보 같은 일을 저지르지 않는다고 확신하긴 어렵다.

2012년 대선에 관해 살펴본다면, 일단 오바마 대통령은 부시 세금감면의 연장과 중·저소득층에 대한 자본소득 우대세율의 연장을 내세울 것이다. 가계 연소득 25만 달러 이상인 부유층에 대해서는 부시 세금감면을 연장해서는 안 된다고 오바마는 주장할 것이다. 법인세 인하, 세제상의 헛점 제거를 포함한 법인세 개혁, 과세대상 확대 등을 주장할 것이다. 세계 시장에서 경쟁력 유지를 위해 필요하다는 점에 양당 모두 합의하고 있다.

공화당 후보로는 Mitt Romney가 지명될 가능성이 있는 것으로 보인다. 그는 유능한 기술관료로서 사업가로도 성공했고, 민주당 성향이 강한 메사추세스에서 공화당 주지사를 역임했었다.

Obama와 Romney가 대선에서 맞붙으면 정부의 역할과 규모, 규제와 성격,

국가부채에 대한 대책, 세계에서 미국의 역할, 무역정책 등 굵직한 사안에 대해 명확하고 깊이 있는 토론을 기대해 볼 수 있다.

현재 나의 전망은 신중한 낙관론이다. 미국이 현재 직면한 문제를 헤쳐가면서 합리적인 해법을 찾을 것이라고 생각한다. 한 걸음 물러나서 보면 민주당과 공화당 간에 합의하고 있는 점도 많다는 것을 발견하게 된다. 대선 외를 보면, 우리는 수 년 만에 처음으로 미국을 MSCI지수 대비 약간 비중 확대 쪽으로 보고 있다. 미국 주식에 투자 할만하다는 뜻이다.

결론적 시각

올해는 작년보다 충격이 적을 것으로 예상되기 때문에, 낙관할 수 있다. 하지만, 작년에 배운 교훈은 이어지는 리스크와 예상치 못한 사건은 언제든지 튀어날 수 있다는 것이다. 작년의 충격 중 여전히 영향을 끼치고 있는 것에 대해서도 그 영향을 더 잘 이해하게 되었다.

일단 이번 경제 사이클의 최악의 고비는 넘긴 것으로 생각되며, 작년에 비해서는 향후 전망이 훨씬 밝다. 2011년에는 여러 가지로 상황이 안 좋았다. 우리는 현재 주식에 대해 낙관하면서 보유비중을 늘렸고, 채권을 적게 가지고 가고 있다. 유가도 10~20% 상승할 것으로 낙관을 하고 있다. 금도 기준보다 많이 보유하고 있고, 통화대안으로 권장하고 있다.

미국, 유로존 일본을 둘러싼 불확실성이 너무 커서 신중한 낙관론을 갖고는 있지만, 막상 낙관론에 따라 선뜻 돈을 투자하지는 않고 있다. 결국 수익이 중요하기 때문에 달러, 유로 혹은 엔화에 투자할 생각은 없다. 이들 화폐를 대체할 수 있는 통화바스켓에는 한국 원화, 싱가포르 달러, 중국 위안화, 캐나다 달러, 호주 달러를 보유하고 있다.

한국의 향후 전망도 밝아 보인다. 일단 미국이 안고 있는 문제를 한국은 겪고 있지 않지만, 오늘 살펴본 많은 나라들의 전철을 밟지 않도록 한국도 정부 부채를 합리적인 선으로 유지하도록 노력해야 한다.

질문 유로존 해체로 유럽국가들이 자국통화로 회귀할 가능성은 얼마나 되는가? 그리고, 이런 상황이 세계경제에 미칠 영향은 무엇인가?

답변 유로존이 어떤 형태로든 분리될 가능성은 높다. 그렇다고 모든 유로존 국가들이 자국화폐로 회귀하지는 않을 것이다. 유로존을 만든 원래의 정치적 명분이 워낙 강하게 남아 있기 때문에, 약 8개에서 10개국 정도로 유로존이 축소되는 시나리오가 가장 가능성이 높다. 일부 국가가 탈퇴를 한다면, 그 과정이 질서정연하게 계획되길 바란다. 특히 민간부문은 유로존 축소에 대비한 비상계획이 있다. 나는 처음부터 원래 형태로는 유로존의 유지가 불가능하다고 생각해왔는데, 궁극적으로는 어떤 식으로든 분리가 있을 것이다.

이에 대처하는 방법은 무엇일까? 나는 유럽에 대한 투자를 줄였다. 우리는 유럽에 대한 자산할당을 줄였지만, 유럽에서 사업을 하는 입장에서는 유럽 비중을 줄인다는 것이 쉽지 않기 때문에, 유로존 탈퇴의 혼란과 경기하강 문제를 겪을 수밖에 없다. 여러분 모두 유로존의 축소 가능성을 살펴보고, 수익에 대한 위험을 최소화하는 조치를 취하기 바란다.

이런 상황에서 디폴트나 탈퇴과정을 질서 있게 할 방법은 없다. 혼란이 있을 것이고, 시장이 며칠 난리가 나면, 그 때 우리는 저평가되어 있는 투자기회를 모색할 것이다.

그리스가 유로존을 떠난 뒤에는, 포르투갈, 아일랜드, 이태리를 살펴보아야 한다. 현재 가장 큰 문제는 이태리의 만기도래 채무를 어떻게 해결하느냐이다. 때문에, EU는 자금을 아끼고, 그리스를 탈퇴시키고, 과도기적인 화폐를 수립한 뒤, 그리스에 새 출발을 할 수 있도록 자금지원을 하고, 드라크마(그리스의 원래 화폐)의 절하를 허용해야 할 것이다. 이렇게 해서 아낀 자금으로 EU가 이태리의 채무이행을 돕는다면 이태리는 올해 만기도래하는 엄청난 채무를 해결할 수 있을 것이다. 적어도 재정문제를 해결할 시간을 더 벌 수 있을 것이다. 그러면, 이태리의 상태가 회복되어 유로존을 떠나지 않아도 될 수 있다. 합리적인 기업인이라면 이렇게 하겠지만, 정치인들은 절대로 기업인처럼 행동하지 않는다.

질문 최근 이태리 사태에 비추어, 신용평가기관이 이제는 단순한 외부관찰자 이상의 역할을 하게 되었다고 생각하는지? 이제는 의사결정과정에도 영향을 미친다고 보는지? 세계경제의 미래 관점에서 이를 고민할 시점이 되었다고 보는지?

답변 신용평가기관에 대해선 몇 가지 이유로 유럽인들의 입장에 동의한다. 내가 전에 몸담고 있었던 리먼 브러더스의 파산과 미국 중개금융의 몰락으로 이어진 일련의 과정을 보면 공매도하는 트레이더와 신용등급을 내리는 평가기관 간에 역학관계와 상호작용이 있었다. 시장에 대해 모두 잘 알기 때문에, 어떤 주가가 하락하면 평가기관은 그 기업에 자본이 더 필요하다는 의견을 당연히 낼 것이라는 기대에 따라 투자자와 트레이더는 매도를 했고, 그 결과 상황은 악화되었고, 또 그렇게 될 것이라고 모두가 알고 있었다. 이렇게 되면 자산상태가 악화될 것이고, 평가기관은 추가의 하향조정을 할 것이라는 것도 알고 있었다. 이런 계산하에서 주식을 매도했는데, 결국 종착역은 어디일까? 알 수 없는 방향으로 일이 진행된다.

지금 유로존에서 똑같은 일이 반복되고 있다. 신용평가기관의 역할, 적극적 참여, 그리고 발표시점까지 다시 생각해보고, 수정할 필요가 있다. 신용평가기관은 공리사업이 아니라 영리사업이다. 구제자금의 조건성이 경제역학에 부정적인 요소로 작용하듯, 신용평가기관들도 부정적으로 작용한다. 한 국가에 부과하는 조건이 지나치게 가혹하기 때문에, 당연히 국민들은 불만이 쌓여 반발하게 된다.

이태리 언론과 많은 대화를 나누는 편인데, 이태리 국민들은 현 사태에 대해 어떻게 생각하는지 최근에 대화를 나눈 적이 있다. 최선의 노력을 다했지만, 결국 상황은 나아지지 않았다. 이태리 국민들은 매우 답답해하고 있고, 신용평가기관 때문에 상황은 더욱 악화되었다. 물론 정부도 나름 역할이 있고, 내 생각에는 Monti가 Berlusconi보다 잘 하겠지만, 평가기관이 관여된 상황이 이처럼 대책이 없는 지경이 된다는 것은 평가기관의 역할이 무엇이었는지 조사할 필요가 있다는 의미이다. 미국에서는 Dodd-Frank법으로 이 부분을 철저히 했다. 유럽의 정부와 정책입안가들도 신용평가기관을 계속 견제할 필요가 있다.

그러나 결국 시장에 주목해야 한다. 궁극적인 답은 시장이 하기 때문이다. 하향조정 이후 시장의 움직임은 어떠했는가? 시장은 하향조정에 별로 영향을 받지 않았다. 무슨 일이 벌어지고 있는지 모두 알기 때문이다. 정부는 애널리스트를 속일 수 없음을 깨달아야 한다 그리고, 투명해져야 한다. Berlusconi가 사회적 호소를 많이 했지

똑하지 않을 수 없다. 국가신용등급을 더 내리더라도, 결국은 답은 시장이 결정한다. 미국을 보라. 미국의 신용등급 하락으로 장기수익률이 50 베이스 포인트나 빠졌지만, 등급하락 이후 경매결과를 보면, 금융시장에서는 하루에 그친 이벤트였다.

질문 원화가 국제외환시장에서 태환성을 갖추는 것에 대해 어떻게 생각하는지? 이를 위해 한국은 자본시장 자율화를 추가로 해야 하나?

답변 3천억 달러의 외환보유고와 건전한 정부예산, 탄탄한 수출산업을 갖춘 한국은 자본이동과 자본시장 개방을 확대할 필요가 있다. 그렇게 하면 원화를 보유하려는 수요가 늘면서 무역거래에서 사용되는 비중도 늘릴 수 있다. 세계의 외환보유고에서 원화가 차지하는 비중은 작다. 원화의 역할이 지금보다 커져야 한다고 생각하는 소수의 경제학자들의 의견에 찬성한다. 투자자 입장에서 달러, 엔, 유로에 대한 대안으로 화폐 및 1차상품 바스켓을 구성할 때 포함시키는 화폐 중 하나가 원화이다. 빅 3 화폐를 단독으로 대체할 수 있는 화폐는 없지만, 여러 화폐와 금을 포함한 1차상품으로 바스켓을 구성하면 주요 보유화폐를 위협하는 상황에 대비할 수 있다.