



Occasional Paper Series

07-03

Seismic Shifts, the World Economy, and Financial Markets in 2007

2007년 세계경제와 금융시장의 지각변동

Allen Sinai

April 2007

세계경제연구원 · 한국무역협회

Institute for Global Economics / Korea International Trade Association

Allen Sinai

- 현 미국 Decision Economic사 CEO 겸 수석 글로벌 이코노미스트
- Michigan대 졸, Northwestern대 경제학 박사
- 오랜 기간 월스트리트에서 경기진단의 대가로 칭송받고 있을 뿐 아니라, 현재 미국 백악관 및 의회, 연방준비제도 이사회(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

2007~2008년 경제 및 시장을 전망함에 있어서, 보다 장기적인 중대한 변화이며, 추세적인 변동이 나타나고 있다. 본인은 이를 “지각변동(seismic shift)라고 일컫는데, 이를 살펴보면 다음과 같다.

첫째는 세계 경제지리(economic geography)의 변동이다. 그동안 소외되었던 나라들이 세계성장 무대에 속속 등장하면서, 세계경제에서 미국과 여타 신흥국가 간의 역할과 상대적 중요성이 변화하고 있다.

둘째는 그동안 진행되어온 세계화(globalization)이다. 세계적인 새로운 인력 풀(pool)의 등장에 따라 아웃소싱(outsourcing)이 보편화되었으며, 비은행금융기관을 주축으로 자금이 전 세계를 무대로 이동함으로써 성장과 투자의 기회가 전 세계적으로 확산되고 있다.

셋째는 인플레이션(inflation)이다. 최근, 일시적으로 원자재 가격이 하락하는 등 인플레이션이 잠잠해졌으나, 세계경제가 지속적인 확장국면을 보임에 따라 인플레이션이 추세적으로 높아질 위험이 있으며 경계가 필요하다.

넷째는 테러, 전쟁과 같은 지정학적 리스크(geopolitical risks)이다. 이러한 리스크가 커짐으로써, 이에 대처하기 위해 개발해야 하는 인프라(infrasturcture) 비용이 증가하고 있다.

다섯째는 전 세계적인 고령화(global aging populations)이다. 인간의 수명이 길어지면서 고령인구가 늘어나고 있다. 이에 따라 은퇴하는 고령인구 개개인에 대한 사회적 지원 필요성과, 연금개혁에 대한 필요성이 여러 국가에서 과제로 대두되고 있다.

마지막은 미국의 정치지형 변화이다. 부시 행정부에 대한 국민들의 불만이 표출되어 지난 번 중간선거에서 민주당이 의회를 장악하였고, 2008년 대통령 선거에서도 정치적 변혁이 예상된다. 이라크 사태, 테러대응 과정에 야기된 국제사회에서의 미국 이미지 추락은 물론, 국내적으로도 소득 및 재산 불평등, 이민문제, 에너지문제, 의료, 연금 등에 대한 현 미국 행정부의 대처 지연으로 인해, 정책변화를 요구하는 국민들의 목소리가 커지고 있다.

2007년도 세계경제와 미국경제는 건실한 확장을 지속할 것으로 예상된다. 미국경제는 2006년부터 시작된 성장둔화가 계속되겠지만, 미국 이외의 국가들은 평균적으로 강한 성장세를 보일 것이다. 이는 어떤 면에서 보면 세계적 불균형을 바로 잡을 수 있는 첫걸음이기 때문에 환영할만한 일이다.

세계경제는 2006년에 이어 2007년에도 3%정도로 꾸준히 성장할 것이며, 미국경제는 2006년의 둔화에서 벗어나 2.5~2.75% 정도 성장할 것으로 전망된다. 작년도 미국경제는 주택경기 하강으로 상당히 둔화되었으나, 작년 4/4분기를 바닥으로 다시 회복국면에 진입하여 최악의 상황은 벗어난 것으로 보고 있으며, 주택하강으로 입은 상처가 미국경제의 다른 부문으로는 전이되지 않은 것으로 분석한다. 한국은 무역 및 기술에 힘입어 예년과 비슷한 4~5%의 성장을 하겠지만, 국제시장에서의 경쟁은 더욱 치열해질 것이다.

미국 연준(FRB)는 금리를 더 이상 인상하지 않고 2007년 내내 5.25%선에서 유지할 것으로 전망되며, 유럽과 일본의 중앙은행은 두 세 차례 금리를 인상할 것으로 예상된다. 한국도 대체로 인플레이션은 압력은 없지만, 부동산가격 안정을 위해 한 두 차례 올릴 가능성이 있다고 본다.

2007년 세계 주식시장은, 순조로운 성장, 기업이윤의 증가, 풍부한 유동성 등으로 전년에 이어 즐거운 한해가 될 것이다. 미국 다우존스도 10%정도 상승할 것이고, 아시아 주식시장도 수익률이 작년과는 다르겠지만 여전히 양호리라 예측된다.

달러화는 지속적으로 하락하여 금년 중 평균적으로 5~10%의 절하가 예상된다. 성장률의 상대적 변화, 각국 외환보유고상의 달러비중 축소 움직임 등을 감안할 때, 달러약세는 필연적이다. 유로화에 대해서는 절하과정이 어느 정도 마무리된 것으로 보인다. 그러나 중국 위안화와, 그동안 달러화에 연계되어온 관련 아시아 통화들에 대하여는 추가적인 하락이 있을 것으로 보인다. 일본의 금리가 대폭 인상되기 전까지는, 엔화 가치는 계속 낮은 수준에 머무를 전망이다. 중국 위안화가 상당히 과소평가되어 있음은 분명 하나, 미국의 희망대로 빠르게 절상되지는 않을 것이며 시간이 걸릴 것으로 관측된다.

경제적 불평등 심화, 부패, 의료보장 문제 등 여러 가지 문제에 대한 미국 국민들의 불만 팽배로 인하여, 레이건 대통령 이래 지난 25년간 주류를 이루어온 미국의 시장주의 경제정책이

다음 미국 대통령 선거를 계기로 마감될 것이다. 따라서 차기 미국 대통령은 대내문제 해결을 지향하게 될 것이다.

주택경기 상승기에 재(再)금융과 자산효과에 따른 소비증가가 미국 경제성장을 주도했던 것과는 대칭적으로, 주택경기 하락이 경기하강을 가속화하지 않겠느냐는 우려가 있는데, 대출기관들의 분산대출, 새로운 모기지 상품 도입 등을 통하여 대응해 왔으며, 유동성이 풍부하고 금리가 낮아 과거처럼 불황으로 이어지는 양상이 재현되지는 않을 것이다.

전반적으로 세계경제에는 리스크가 많지만 세계화의 진전과 무역증가, 풍부한 유동성, 저금리 등으로 인해, 큰 이변이 없는 한 성장국면이 지속될 것이다.

Seismic Shifts, the World Economy, and Financial Markets in 2007*

Allen Sinai

I want to thank all of you for coming to hear my remarks this morning. I wanted to talk to you today about not just the prospects for the US and global economy and financial markets for 2007, but to also bring a bit of a global perspective in terms of what I call seismic shifts; some very major changes in the longer run, secular shifts and themes in the global and US economies that are occurring within the context of the 2007 and 2008 outlook for economies and markets. We have a number of them. There are at least ten shifts that we have identified. Seismic, as you know, is a word that refers to the shifting earth, earthquakes, and major shifts in the landscape. Seismic shifts refers to major shifts in the US and global economies and in some instances, to societal changes that are going on. They are longer-run, from what we observe. They are not necessarily events or processes that each day are noticeable, but over time, the shifts that are making for how economies and markets will behave.

One of them has come to be called the changing economic geography. It refers to the emerging importance and greater role and influence of countries and groups of countries that previously were not in the center-stage of world economic activity. Indeed, one theme for 2007, and again last year when I spoke to you, was that the US economy was going to slow down in its growth, but the non-US economies, collectively, the global economy, were going to speed up. We saw that happen in 2006, and think that in 2007, the shift in the pace of growth in the United States, Asia as a group of countries, the Eurozone, and the emerging world- that relative growth rates across those regions will maintain their shift in speed. Part of it is the changing economic geography; the emergence and presence of rapidly growing economies, such

as China and India, and groups of countries such as emerging Europe, the former Soviet Union and Eastern European countries, and countries in Latin America, the emerging world, the developing world. They are now so much a part of the global economy, and influencing in a greater way than before how the global economy will behave, changing economic geography.

But one example, and an obvious one, is China, now by our measures, the forth-largest economy in the world. India is growing rapidly, with 8-9% GDP growth per year- that s been going on now for several years- and is increasing in its role and importance in the world economy. And there s also a whole range of countries. There s Vietnam and other Asian countries, previously not forces, not even having emerged on the economic scene, which now are actively growing, and in many cases growing more prosperous by the day. Or personally, in our vacation by ourselves, my wife and I went to Chile and Argentina, and that s quite a long way from here. We came back just a little over a week ago. We spent time in Patagonia, the southern part of Chile, all the way to the straits of Magellan, parts of Argentina, and also Buenos Aires. But in the outlying areas that we saw, in Chile and Argentina, it is striking to see how modern, up-to-date, and tourist-friendly relatively small towns are in Patagonia, which see so many tourists, but are also very active in fishing and agriculture. Indeed, the growth rates of Chile and Argentina are very strong. In Buenos Aires, there are signs of tremendous prosperity. Now, perhaps not to you but to me when I come to Seoul each year, I see in a very superficial, quick way, how it appears. I m sure you would not agree; 4.5-5% growth is anemic by South Korean historical standards. But it feels good, and it s relatively prosperous here. And when I go to Tokyo, it again feels good. Those of you who have been to China know how active China is, and of course, so is India. It is striking to see what has happened around the world in areas and regions that five or eight years ago were not really part of the global economy, nor active, nor even modern. They re a major force!

When I talk about changing economic geography, that s part of it, but with economic growth and increased wealth goes political influence and power.

So, when looking around the world, it seems to me that it is an immutable force as long as we do not have major external shocks, wars, or terrorism all over the world to upset things. It seems immutable that the relative influence in power of regions around the world is changing and will change immensely. Three or four years, when we look back, it will be very different.

A second seismic shift that has been going on for a while is called globalization. In part, it is a source of the changing economic geography. It means more countries participating in the world economy, more spending by more populations in more countries, more investments, more opportunities for investors around the world, and more production of various goods and services. In the case of goods, more countries are producing the kinds of goods that businesses in South Korea have produced over the years. There is much more competition. This is a problem on the trade side for South Korea. But it's part of growth for countries like Vietnam and China, and for the emerging countries that are entering the global arena, producing agriculture and basic commodities, and selling into the world economy. Indeed, globalization also means pools of labor, and pools of finance and capital, able to move quickly around the world for opportunities. In the United States, we see globalization in quite an intense way through the outsourcing of so much labor work to India, and the outsourcing of production by US based countries all over the world. That has been part of the Asian scene, the outsourced production, and various parts of the Asian world for many years. It's now global. This part of globalization lowers costs. Technology allows companies to build, buy, and transport components of production from where they are produced in one part of the world, to another part of the world where they are assembled at very low cost, then distributed and sold all over the world, and advertised all over the world. Products from Patagonia where we were can be sold here in Seoul, Korea, in winter. It was summer there, but we needed winter products because it was very cold. We saw some glaciers. It is just so striking to see this.

And of course, there is modern technology, telecommunications, the

internet, the ability to see in one part of the world what is going on, and might be bought and transported for another part of the world, and finance, and the portability of the finance function, which is so important to development, ample finance for opportunities anywhere in the world. If there is a real estate recession in the United States, investor money that might have gone into real estate goes into somewhere else in the world where there are opportunities and unexploited chances at high returns in real estate in some part of the world heretofore not helped with the transfer of capital. Of course, it is not that hard these days for a small resort/tourist town in southern Chile to build roads from one town to another, and to bring in the infrastructure again, assembled from not just companies in Latin America, but from companies all over the world, and to very quickly replicate what one can see in an emerging country in Asia, or countries in what we used to call Eastern Europe, what we now call Emerging Europe to do the same.

Globalization as a seismic shift has been going on for some years. It is a major, continuing seismic shift, changing how economies act and perform in the here and now, and for the future.

I would like to mention two or three other shifts. One is, as I mentioned last year, inflation. It is quiet now, in much of the world economy, in part because of recent declines in crude oil and energy costs. It is certainly quiet in the US, on the well-watched core inflation index, at least in the last few months. But for us, in our view of the US and global economies, and the active nature of the sustained expansion globally that we find ourselves in, our sensitivity to inflation, rising (on average) around the world, remains quite high. It is not just a cyclical upturn, the decline in inflation rates in the US or other countries that we are dealing with. We do think it is secular.

Of course, recently commodity prices have tumbled, including Copper and Gold, at just the hint of the slowdown in the United States, particularly in the housing and residential construction area where a lot of copper is bought and used. This is probably a motivating force in the big slide in copper prices, and

the stock markets of those countries that are copper exporters being hurt. But the longer-run trends for commodity prices in the kind of inter-related global economies that we see with interest rates relatively low in nominal and real terms, and huge pools of funds, and the quite ample global availability of credit, suggests to us that inflation on average will continue to rise.

We have to live with another seismic shift, a major change in the world backdrop. They are geopolitical risks, terrorism, the threat of outbreaks of confrontations or terrorist events almost anywhere in the world, at any time, and the costs and the infrastructure that has to be developed to deal with it. In the case of the United States, there is still a preoccupation with the war on terror, with the situation in the Middle East, and around the world in other trouble spots. Security is tight, and going on at all times in order to prevent the small risk of a very bad event of terrorism from happening.

There are two more seismic shifts to mention for you. One is global aging populations. It is true in Japan, South Korea, and the United States. There are longer lifetimes, and more of the population is in older age groups. There is a need for societies to support aging individuals as they retire, and a need for pension fund reform in many countries. And certainly healthcare costs are a major issue for countries around the world. There is a strain on government budgets in order to provide support. As a corollary, there is tremendous technological change and innovation that goes on in healthcare services, particularly on the product side, and somewhere, someday, there will hopefully be a rationalization in the United States of the provision of healthcare services in a cost-effective way, so as to prevent a complete drain on the federal budget deficit, which continues to loom for the United States in the future.

And the last one I want to mention before I turn to more mundane things such as relative growth, and interest rates at central banks, is the political. Obviously in the United States we recently had the major off-year congressional elections. They were quite significant. As you know, it was a

complete sweep of Congress by the Democrats, a strong (for the time being) repudiation of the international policies of President Bush and the Administration by the body politic: Quite a strong message of discontent sent by the American people in the off-year congressional election, which happens from time to time. I think the last time we saw so strong a voice shown by Americans in the off-year elections was in 1994 when Republicans were swept to power, and before then, it was in 1980, the election of President Reagan in the aftermath of the Carter years of 1976-1980, which are now viewed by historians as a failed presidency. In the United States, I've been involved as an advisor to politics, though I've never publicly supported any candidate. I've always been neutral and non-partisan. It was a very significant election, with a message of change to Washington, a message of unhappiness with Washington, and a message of disconnect between how Americans feel about the future and how the US economy is today. The US economy is in excellent shape, by all standard measures and conventional statistics. And yet, a whole range of polls show that Americans are uncomfortable, and don't feel good about things, particularly the future. On many of the things I mentioned, including the issues of retirement, healthcare, the budget, issues related to Iraq, the war, the insecurity with regard to terrorism, the apparent inability of Washington to get much done, questions about immigration, energy, Americans are very concerned.

The observation I would make on this potential seismic shift in American politics, is that when we get the kind of election result that we saw a couple months ago, it is a sure tip-off that we are going to have a historic election for president in 2008, and we will have major shifts in policies coming out of the United States, which will reverberate around the world. Perhaps the most significant one in the near term is trade and protectionism, where in a democratic controlled Congress in the United States, protectionist sentiment is rising. It is particularly focused in China, much less on Japan this time, and certainly not on South Korea. How that plays out, and what it means for economies and markets remains to be seen. It's one of the political issues in the United States highlighted by the resounding message of the American

voters to Washington: We're unhappy about the future. It's time to do something about it.

Well, in the US and global economies, 2007 is shaping up in a very positive way, as we see it. We are expecting to see the global and US economies to sustain the solid expansion that now exists. We are expecting to see the slower growth in the United States that began in 2006 continue, and the on average stronger growth outside the United States continue. In part, this is welcome, because it is one step in the rebalancing of global imbalances that are so pronounced around the world. For years, the United States has been growing much faster than Japan, the Eurozone and the UK, fed by American consumers spending quite aggressively, and financed by countries that are lending and investing in the US, who are growing more slowly and saving more than the United States. The shift in relative growth that began last year is slowing down in the United States and speeding up in growth of other regions around the world is the beginning of a long, slow process, not generated on purpose by any major policy shifts in countries around the world, but just happening as the natural force of the global economic system. Slower growth in the United States, still very strong and fast in the Asian region, faster growth in the Eurozone, strong growth in the UK, and in the emerging world, strong, if not dynamic growth in most of the developing countries of the world. But for the United States, the economy slowed down quite significantly starting in the second quarter of 2006, extending well into the fourth quarter, and now the economy is picking up some. We think that the US economy is escaping a recession, or recession like results, and will grow at a reasonably solid rate of 2.5-2.75%, on average for 2007. In 2006, the economy grew a little over 3%, and the slowdown in 2006, which is masked by the overall GDP growth number, showed up in the second quarter growth of 2.5%, 2% in the third quarter, and a very slow first part of the fourth quarter.

The motive force for it was a major slide in residential construction: a huge, quick, and pronounced recession in home sales, housing starts, and

residential construction. The whole residential real estate business of the United States essentially tumbled between the end of 2005 and the end of 2006. Our Federal Reserve describes it as a cooling, first as a gradual cooling of housing, and more recently in their statement, a collapse. Home sales and housing starts fell almost 30% from the end of 2005 to late this past summer. Home prices, not in the public indices tumbled. Appraisal values went way down. The homebuilding industry, in terms of housing starts, ground to a stop. Housing starts fell from 2.5 million starts to 1.5 million starts; that's about a 40% decline. Supplying companies and industries to homebuilding and housing were hurt very badly. The US economy downshifted in a major way, levered by the slide in housing and residential construction. At the same time, motor vehicle sales eased off, flattened, and the US auto industry cut back on production and jobs, and that weakened the economy as well. In some areas of manufacturing, and in some areas of consumption related to housing and autos, we saw quite a bit of weakness. What I've just described seems to have stabilized at lower levels of activity, about two or three months ago. As we exited the year, the slide in home sales and housing starts seemed to have stopped, and some key forward-looking indicators of housing activity, mortgage applications, builders' sentiments and expectations, and consumer sentiment in terms of buying a house has picked up, and it does seem as if the worst is over in terms of this area of activity in the US economy.

Now, as far as we can see in the data, the trouble in housing and autos does not seem to have spread anywhere else, and other analysts and observers have the same view. If we look at the economy as a patient, and the patient came to my office and I'm the doctor (I am a doctor, Doctor Sinai), it's as if the US economy came in and had a huge wound in the leg. And the huge wound was infected, it was red around the edges, but the whole leg was not infected, and the whole body was not infected. The analogy here is that housing and construction are the wound, and the redness and spilling over around the edges are some of the collateral areas of spending and production that feed into construction and housing, but the rest of it is intact. Historically, declines in housing and residential construction have been early indicators of

a full-fledged recession, so in the US, the watch has been on. Indeed, our fixed-income markets have been expecting a full-fledged recession, and that still is a risk.

The patient's wound is not yet healed. It looks like the worst is over, but we can't be sure, because there are second round effects from that collapse in housing activity, that could bring problems in consumption, and in turn, bring the economy down to a very weak state. Those second-round effects, on our research, have to do with falling home prices, and the way that residential home prices have been used to fund other areas of activity, particularly consumer spending, in recent years in the United States. The tapping of previously untapped equity in real estate through the use of new kinds of mortgage-financing instruments is part of what I'm referring to. And of course, the long period of artificially very low interest rates in the United States made the money borrowed on real estate essentially free. It was irresistible to borrow and use, and levered by the asset value of collateral real estate. All of this was a major force in raising US consumer spending far above its trend growth path, and is part of how the US economy managed to lift the rest of the world's economies through the bootstraps of the American consumer.

Now with home prices falling in the published indices, almost flat against a year ago, and some of them negative, we're expecting US home prices to show up as down 5-10% year-over-year in the next three to six months. The potential effects of that are on the asset value of real estate collateral, and loans outstanding, the difficulty of raising more funds for American homeowners to use for purposes other than housing, capital losses on real estate, and a negative wealth effect because household wealth from real estate is going down.

All of that carries a second-round risk to the economy, which has yet to play out, one way or the other. At this point, we are not seeing any significant second-round risk from the collapse in housing activity that went on over 2006. The spending side of it (the sales, the starts, and residential

construction, which lags sales and starts), probably won't go up, but won't go down so much in the first half of 2007. We'll just have to see whether the financial effects are significant or not. Certainly they were very significant in the housing boom that we had (some people call it a bubble), but it doesn't have to be as harmful, as the boom has turned to a homebuilders bust, as it was helpful during the homebuilding boom. There are forces, I think, that will not make it as much of a problem, as it was a help in the housing boom. In any case, the data are suggesting that we have gone through the worst of this negative impact from residential construction.

It may well turn out to be a correction of the excessive housing boom and bubble-like activity that we had in the United States. Residential construction, housing will not be an active generator of growth in the economy in the future, neither will the finance from it, but there is sufficiently strong growth in jobs, a sufficiently low unemployment rate, strong enough corporate sector spending and capital investment, strong exports, as part of the world export boom that is going on, and generally outside of housing, strong consumption, to carry the US expansion into and through 2007, and well into 2008. That's the basic view that we have, and this is the basic story behind the US slowdown in growth, now a pickup into a 2.5-2.75% range of growth on average for 2007. The major risk to that view on the US economy is probably more downside risk, having to do with what we have still another down-leg on real estate activity, and will those falling home prices cause bad trouble for consumers and lenders, in turn, causing businesses to cut back, hiring to stop, the unemployment rate to rise, and a full-fledged recession. That is a downside chance and risk, and we give that maybe one chance in four.

Then there is another risk, that we might have a better result, that the US residential recession will turn out to be a lot like the one that occurred in the United Kingdom, where for a while, the UK economy softened, housing fell, prices went down. But that passed, and now the UK economy, inflation and home prices are often running again. The risk of being wrong here is that in my view, it is more likely that the US economy will do better than worse, and

why do I say that? Our federal reserve has kept interest rates stable. There are ample funds available for housing and other activities. This is not what normally occurs when we have a residential housing recession. Typically, in most business cycle episodes where we have gone into a full-fledged recession, interest rates have continued to rise, the availability of credit has tightened, housing goes down, and it affects the economy, but other areas of the economy including business spending go down too, because of the generic and general effects of rising interest and the restraint in the availability of funds. By stopping the hikes in interest rates last summer, the US Federal Reserve probably aborted and prevented the cumulative downturn that might otherwise have occurred. Of course the funds available in the United States, cash-rich corporations, lots of funds in financial institutions, and even more funds in non-bank financial intermediaries, the new wave of pools of money not in banks but being deployed around the world for all of the opportunities that globalization offers, that is really a very dynamic, powerful force. It makes me think that of the various choices for 2007, if wrong on the basic forecast, it could be more active, rather than less active.

In any case, the US growth rate at 2.5-2.75 or even 3%, somewhere in that range, is a lot less than the growth rate of recent years, which ran 3-4%. A good deal less than most regions in the world, including Asia, the Eurozone, the UK, and most of what we have called the emerging world, but less than Canada, and less than Australia and New Zealand. The US is probably going to lag in growth for the first time in years, compared to all the other regions in the world. And number one this year for non-US economies and regions is of course Asia and the Asia-Pacific, as was the case last year, led by dynamic growth in China (we're marking 9.5-10% for China), India 8.5-9%, Japan, almost 3%. Japan is now part of the dynamic up-movement in Asian area, growing faster than trend, with an unemployment rate that the Japanese say is at full employment. Of course, the unemployment rate here in South Korea is not all that high anymore either. I think your last figure was 3%. That's probably not full employment; I remember when it was much lower than that. But 3% is the lowest unemployment rate in South Korea in a long time. In

fact, around the world what we are seeing is declining unemployment rates, even in the Eurozone, as more and more people find and create jobs. Business and corporations around the world are not hiring so actively.

But in the new world of the Internet, individuals and small companies, opening up anywhere, able to sell products anywhere around the world, ship products anywhere around the world, or participate in production anywhere around the world (it's not quite anywhere around the world, but in most places around the world), are creating a tremendous amount of energy in the US and global economic system, which is showing up after a long time in lower unemployment rates. The lower unemployment rates that we systematically see almost everywhere around the world also tell us that these global pools of labor that have shown up because of globalization and the ability to hire and produce anywhere in the world are being absorbed by an actively growing world economy. That tells me that workers around the world, particularly those who are educated, and in the service oriented areas that are in such demand all around the world, are going to earn very good money, and in turn have money to spend. That is a pillar source of expansion. It is also a likely source of higher inflation coming from the cost-push side as companies try to pass on these costs in the form of higher prices. Part of the view over the long term is that inflation will continue to rise higher. It's part of the view that we will continue to have rising inflation. Inflation rates around the world are fairly low, but in time, I think they are going to get higher.

Well, for South Korea, we have a conventional estimate: 4-5%. It looks like South Korean growth was 5% for the fourth quarter 2006, depending on your estimate. We are in the 4.5% range for 2007. There will be sustained expansion here, as part of the global and Asia-Pacific trade framework, which is so active in terms of exports and imports, and technology, but of course a much more intense and competitive world for South Korean companies on both the goods and services sides. The wave of demand and growth in countries like China and India, particularly as consumers begin to spend more money and look outward, is a healthy dynamic for growth in this area.

I think the second area that I have to point to is the Eurozone. For years, decades, on average growing much slower than the United States, Eurozone growth in 2006 is 2.75%. US economic growth in 2006's second, third and fourth quarters was and is below that number. The Eurozone is actually growing faster than the United States. Though there will be some hesitation in growth in Germany because of an increase in taxes, Eurozone growth of 2.5-3% above the trend is our view for 2007. In part, the Eurozone, which is now 13 countries, and I think the European economic union is now 27 countries, is benefiting from a boom in what used to be called Eastern Europe, the new Emerging Europe countries that are growing very rapidly, and trading and buying from Germany, and contributing much to the European economy. Northern and Southern Europe are as strong as those countries have been for quite some time. Germany and France are actually still lagging, and Italy also, in part because of the goods-nature of the Italian economy suffering on competition on basic items; competition, say, from China.

Emerging Latin America, as well, looks strong to us. In Latin America, there will be 4.5-5% growth in 2007, and that's quite solid. The United Kingdom and Canada are also growing faster than the United States. So, sustained expansion worldwide. Our number, we cover 45 countries, is in the 3.5-3.75% range. This year it was 3.75%. Global growth slows down some, and that's because of the US. On average, US holds to the slower growth that it fell to during 2006, and many regions of the world hold the growth advantage that emerged during 2006. Over time, if these growth differentials are maintained, huge trade imbalances should begin to redress themselves, particularly if the Dollar goes down on average. We do think that process is in train, and now it has started. We're now going to see these trends continue for several years.

Let me turn to interest rates, and then to the currency, and leave some time for questions. On central banks, we think that short-term interest rates will rise on average. It's a view that grows out of the view on US and global economies, and their expansion, and the desire of central banks to keep inflation in price-stable territory. Almost all the central banks of the world have

price stability as their major goal. As you know, in the United States, we have dual mandate of price stability and maximum sustainable growth. There's also a third part to that called moderate long-term interest rates, but that follows from the first two if the first two are achieved. As they were a year ago, central banks around the world are in different stages of dealing with the price stability issue.

In the case of Japan, for example, there is no issue of price stability. On the preferred measure of the Bank of Japan, inflation is very low. It's the CPI which now stands at two tenths year over year. There's hardly any inflation in their preferred measure existing. As the US has already done and completed, the Bank of Japan is in the process of normalizing back to what is normal for an economy that is in reasonably good shape. We expect the Bank of Japan to continue the process, as the data permit it, through 2007. Last year, the Bank of Japan raised interest rates one time to 25 basis points from zero. We're expecting a 25 basis point increase at the January 17-18 Bank of Japan meeting, another in late spring, and perhaps one more this year, if their key inflation indicator continues to rise as we are forecasting. That would take the Japanese-called money rate to 0.21% late this year, and the ten-year JGB yield to somewhere around 2%. You know, those interest rates are absolutely not punitive at all. There's no way that interest rates at that levels in Japan will do anything but worry the financial markets for a short period of time, in terms of their potential negative effect. The Japanese economy is solid. Business profits are strong. Consumers are starting to spend more on average. The unemployment rate is low. Japanese consumers are optimistic. Those interest rates are not going to interfere with anything.

We expect that China will raise interest rates this year to deal with some inflation. We've seen the Bank of China raise reserve requirements several times.

We would not be surprised if the Bank of Korea raises interest rates another time or two, given the concern about real estate prices that exist. There's not

really an inflation problem here in South Korea that we can see, but we respect the views of the Bank of Korea on this issue. We probably don't fully agree with rate hikes, but it's part of what central banks do in terms of keeping price inflation under control. Some more interest rate hikes are probably coming.

In the Eurozone, certainly the European Central Bank will raise rates at least two more times, maybe three, as Jean Claude Trichet and his colleagues work to hold price inflation low.

In the United States, interest rates are on hold; the Federal Funds Rate is at 5.25%. We think that that rate will stay there for almost all of this year. The risk of recession in the United States does appear to be diminishing. Core inflation on the major indicator of the Federal Reserve is coming down, but slowly. And at the Federal Reserve, we have some members that will not be ready to reduce interest rates until core inflation is somewhere around 1.5%. It's over 2% now. It's in the middle of the 1-2% range that we think they watch. And in addition, for reasons of credibility of the US central bank, these members of the Federal Reserve (they are at least Mr. Moscov, Mr. Lacker, and Charles Plosser, the head of the Federal Reserve Bank of Philadelphia, and probably some others) are not at all in the mood, nor have they suggested to us in their public comments that they're going to cut rates, and they don't think that the US is going to have a recession. We don't think the US is going to have a recession either. So they're not going to cut rates. Those of the Federal Reserve who might want to reduce interest rates to make sure the economy grows close to its potential aren't going to do that as long as core inflation is over the upper bound of 2%. That includes Janet Yellen, and perhaps Mr. Bernanke, the Chairman himself. In other words, on the scenario that we and the consensus have in the United States, where the US growth rate, which touched down to a lower level in 2006 thanks to the housing recession, comes back up to 2.25-2.5-3%, somewhere in that range, and core inflation comes down but stays sticky, there's no reason to cut rates, and there's no reason to raise rates. The expectation for the US central bank

is that they simply sit there at 5.25% for virtually all of the year, and if there is any sort of change, it is just going to be a fine-tuning change, a little bit down, or a little bit up. Of the choices, I would say a little bit up, not a little bit down.

The long-term rates in the United States aren't likely to change very much on a scenario of growth at 2.5-2.75%, core inflation a little lower, and a stable Federal Funds Rate. The ten year treasury rates will range from 4.5-5%, interest rates stable in the US, and that says that the US can continue to sustain its expansion, and to provide support to the rest of the world on the consumer side. The rest of the world will sustain expansion as well. It looks like a pretty good year. Higher rates will come from many central banks around the world, but not high enough to punish any economies a lot, to interfere with growth, and not high enough to cause the availability of funds to diminish. The powerful funding that is now going on around the world, a lot from non-bank financial intermediaries, to fuel economic growth.

This picture of sustained growth means good profits growth, although diminishing in the US, good profits growth in other countries of the world, interest rates not rising to interfere with valuations, and stocks around the world should have a good year. For the US, we are roughly marking our expectations of the Dow Jones Industrial Average as up 10%, not necessarily right away, but over the course of the next ten months. This will put the S&P 500 at 1550, and the Dow Jones approaching 14,000.

Most Asian stock markets had a wonderful year in 2006. South Korea's stock market did not. Asian markets, particularly emerging Asian markets had a wonderful year, and we think that we will see more of the same, though not the same returns as last year. We are over-weighted, as we have been, in the Japanese stock market, as the Japanese economy continues to do better. Stock markets around the world, we think, will enjoy a very good year.

It would take much more than the slowdown that has occurred in the United States. It would take trouble outside the United States to interfere with the

global growth scenario that I've outlined, and turn into troubles for stock markets around the world. The world, with the changing economic geography that I've alluded to, the world economy is not going to be driven by the US economy the way it used to be, unless whatever it is that might cause the US economy to turn down is generic to the rest of the world. That is, if inflation goes very high all over the world, perhaps because oil prices might hypothetically go to \$100 per barrel, and central banks around the world raise interest rates, then the world economy will tumble. But the world economy is not going to fall on a housing and residential construction recession that is local to the United States. Indeed, other real estate markets will probably benefit, because the money that would be invested in US real estate will go somewhere else. It has to be generic to all of them.

Finally, the Dollar: The view on the Dollar remains as it has been for us. It is that on average, looking on the fundamentals of relative growth, relative interest rates, and in the longer run, political and geo-political factors that affect the currencies, as well as the changing role and importance of countries and their currencies around the world, we can only think that on average, the Dollar will go down. It did go down, and reached our targets against the Euro last year, and against the Pound Sterling. It didn't go down very much against Asia. It did go down against the Chinese currency and it went down against the Korean currency. Was it over 1000 Won to the Dollar when I was here last year? Lately, the Won is going up against the Dollar. We would expect the Dollar to be down against major currencies 5-10% over this year. We regard that as orderly. We are targeting on the Dollar/Euro, and expecting 1.45 or so 6-9 months down the road, and the Dollar/Yen at 105-110 6-9 months down the road. We continue to think that the Chinese currency will appreciate, but very slowly, despite the efforts of Treasury Secretary Paulson, and the complaints of Congress. There will still be a slow appreciation. And other currencies of Asia should appreciate some against the Dollar this year. But the movements of the currencies should be orderly, and not call into play any major shifts in policy, nor interfere with the flows of trade and commerce during this year, on average.

Finally, the US political situation as an uncertainty: We are getting a flurry of actions from the new Democratic Congress. They are positive. We've gotten some teeth in some of the ethics and so-called earmarked legislation that goes on in our Congress. The house has passed PAYGO legislation, which requires budget-balancing mechanisms to come into play if spending goes up, or taxes are cut. We will see a flurry of attempts to get things done in the first two to four weeks of new Congress. Subsequent to that, our expectation is that the presidential politics of 2008 will take over, and very little will happen in the US, as a whole host of candidates come out of the woodwork for 2008. There will probably be four, six or even eight candidates from each party. It's too early to handicap what's going to happen in 2008, so for the markets, and for US policies and progress or lack thereof on them, our view is that there will be almost no progress on any significant policies in the United States until after the election of 2008. Then we may see major shifts in policies, because the international and domestic problems that have piled up that will face the next president and Congress of the United States are so immense in a rapidly changing global economy. They are so immense that the US will then turn very much inward to deal with those problems, post-2008.

This is one of the reasons that we think the Dollar will be gradually edged out of portfolios, and why we think that the relative proportions of currency portfolios of central banks and investors around the world will gradually shift to a Euro position, or to an Asian centric position, and why there will still be good demand for gold and dollar alternatives.

Thank you very much.

Questions & Answers

Q To deal with employment: since the Regan administration, the US has frozen the minimum wage. It has had the subtle change of increasing

employment and lowering unemployment. But now there are going to be minimum wage changes. What will be the impact of this?

A Congress is going from \$5.25 to \$5.50 to \$7.25, after a couple of years. We don't have that many people still on minimum wage in the United States anymore. The impact will be very minor. Given the growth that we've had in the United States, which is the primary determinant of the jobs count, it isn't going to make much difference one way or another. Analytically, on the margins, it will cost jobs, but the numbers are very small. I do view this as a political item, and it's part, a small part, of the view I have on inflation. That is, it is the political system responding in a political way to the demands of workers, those who have been getting the short side of remuneration in terms of the minimum wage. It's part of a society saying that it's ok to have more inflation. I think we're going to see more and more of that around the world. It's a small side.

Q Concerning the housing industries, there is an apparent lack of symmetry. During the real estate booms, it had a very strong impact on the expansion effect. A large impact was attributed to consumer confidence in the asset valuation increase. Do you believe that the lack of an adverse impact is the asymmetric effect of prices not coming down as much as the industry? After the 80's reform, there was a rush by the lenders to get to the consumers. There was probably some unwise lending that had to be held back during the times of recession. Maybe they had sufficient margins this time, and impact was not so negative.

A The housing boom and the leveraging up of consumer spending, on our research, are what were principally responsible for the negative personal savings rate in the United States. The way that savings rate is defined is to take disposable income, count consumption, and subtract consumption from disposable income. Anything that drives consumption up doesn't get counted in disposable income, which is indeed the funding that comes from cash up

financing, and capital gains. That raises consumption, but doesn't show up on the income. It's going to lift consumption, and by definition, take the savings rate down. We no longer look at that savings rate as the right way to see how US savings is going. We look at the household sector balance sheet and the flow of funds data published by the Federal Reserve, to get that. In our model of the US economy, we've modeled that, because if I get an extra hundred thousand dollars by refinancing my mortgage at a lower interest rate, and because the asset collateral value of my real estate has gone up, and the lending institutions are willing to lend me 60% of a higher value, at a lower interest rate, then it's irresistible to take some cash out. Our study shows that forty cents on the dollar of that extra cash, over a year or year-and-a-half of that was spent on consumption on the upside of the housing boom. Twenty-eight cents on the dollar of capital gains realized on the sale of a house was spent on consumption within a year. The household wealth effect, the balance sheet effect of having more wealth on your balance sheet, in aggregate, was three cents on the dollar over a year or two. It is a very big propensity to consume the financial lever that came out of the real estate boom.

We're sensitive to trouble on the downside because of these research numbers. We think that we are the only organization in the United States that has actually structured and estimated this process. But since we've not had a downside bust off this incredible housing boom with the levered use of real estate as collateral, I can't say as a scientist that we'll get the symmetric effect, or that we'll have the same downside effect. I'm quite sensitive to the risk of it: falling home prices, and then through the falling asset value of collateral, and the inability to cash out finance, losing forty cents on the dollar over time of consumer spending and of capital gains, etc. We're monitoring that. But I don't really think it's going to happen that way. I think it will be asymmetric, because the system is geared to prevent a lot of trouble. The banks and lenders aren't going to want to lose good customers like me, who have decent balance sheets. As I've gone to refinance my mortgages at higher rates, I find that I get hurt, and have to pay more per month. But there are lots of products that allow me not to get hurt very badly.

Where there will be trouble and already is, is in the low income, low wealth segment of the borrowing population, and for those lending institutions that have made their business mortgage finance and lending. As time goes by (and there are lags for the next year or two; this doesn't happen instantaneously), they're going to have to write off loans and losses, and we will have at the margin, a number of families and households that won't be able to make those payments will refinance the payments. They will have to foreclose and go into bankruptcy. But it should not be decisive. We and others who invest in certain lending institutions need to watch that, because it could cause NPL problems for some of the lending institutions. But if you look at our financial institutions (the major ones), they are very well diversified in their lending, and they don't just do mortgage lending anymore. And as you know, mortgage instruments are also collateralized and diversified in mortgage-backed securities, so the risk is diversified. So I think we would need a lot more trouble before we would have trouble.

Q How long will this trend of a weakening Dollar last? We had a report yesterday at the American Economic Association's convention. Apparently, Michael Mussa talked about Dollar depreciation, and I think he said something like 20% in 15 years. Also, Martin Feldstein said that the government has a wrong policy of publicly announcing that a strong Dollar is in the interests of the US, and he thinks that it gives an early warning to the financial community, generating uncertainty. What is your view on the speed and duration of the Dollar weakness? Will this help solve the global imbalances we have today?

A For Mike Mussa, 15% in twenty years, or 20% in fifteen years represents a major change in view. He has been of the school that thought that the Dollar might crash. I'm a little surprised how mild that is. In any case, I didn't agree with him when he was talking about a crash, and I don't agree with him now when he's talking about 15% over 20 years, which is essentially no depreciation at all per year. Don't regard this as a big deal, but we are

expecting 5-10% depreciation over the next year, in fits and starts, and regularly so. Certainly the Chinese currency is grossly undervalued, and the force is on the Chinese currency to push it up, as well as on related Asian currencies that are going to be with us for a long time.

The Eurozone looks promising to me, as an active area of growth for the first time in maybe decades. Where I've been the last six weeks is a little mind-boggling: I've been in London, Venice, and Prague, and was on a program with Professor Mundell in Prague. Then I was in Patagonia in South America, almost in Antarctica; I said to my wife, we're down this far, why don't we just go. It was just as quick to get to Antarctica; it was 8 hours by plane, as it was to get to Buenos Aires. I thought, Why don't we just go walk the glaciers in Antarctica? But she didn't want to do that. I think she was wise, and now I'm here in Asia.

But in the Eurozone, in an anecdotal way, it was very lively in Italy, and of course, Slovakia and Eastern Europe. I saw some energy and entrepreneurial sense that I have not seen in years. I note that the Eurozone unemployment rate is now under 10%. The central bank has definitely proved its credibility; interest rates are going higher. No, we're rock solid on this view on the Dollar/Euro in the 1.40s. The one that puzzles us is Japan, and the Yen/Dollar relationship. But until their rates get higher (it may be that not even two or three hikes this year will do it) the Yen will continue to surprise and stay low.

Maybe we go down and up, and the average is 15% over twenty years, but no, I would definitely disagree with that. And as for Marty's comment about the government giving a false signal, no one in the markets believes that anyway. I don't think it matters. If they say that a strong Dollar is in our interest, do any of us believe it? Do they believe that a strong Dollar is in our interest, approaching the election year of 2008 with a slowing economy, and a huge trade deficit with a number of countries in the world, particularly in Asia, even if Secretary Paulson says it? I don't think we believe it at all. The US would certainly be quite happy with a lower Dollar, because it would

reinvigorate trade and manufacturing. But they can't say it because the markets might tumble and there would be volatility. That's where there is a major political problem for the administration. All of us in the markets know that there is a hands-off attitude in the currency markets at the current time, except by China.

Q You said that the US political situation affects the economic policy and performance to some extent. Would it make a difference whether the Republicans or Democrats get elected President?

A I answer those questions on the US election prospects. We have, from time to time, major changes that go on in our history, which grow out of the unhappiness of Americans. We had a major shift in the US electorate in 1980, and president Reagan came into power. Reaganomics, market economics, different attitudes toward labor markets: it was definitely a market-oriented set of policies that have been in effect in the United States for twenty-five years. I do not regard the Clinton Administration and its policies as having been a major departure from what was ushered in by President Reagan and Margaret Thatcher in the UK. So capitalism has had a big run in the US and around the world for twenty-five years.

Indeed, the inequality that we see in the United States now, which is wealth and income inequality, and now creating a backlash of an opposite political view, is in part a derivative of what started in the 1980s. I'm not commenting on whether that is positive or negative. If we look at the performance of the US economy in the last twenty-five years, it is quite enviable in terms of the consumption and standard of living that has been generated. And I'm a market person; I'm comfortable with tax cuts, and supply-side economics, but I'm not comfortable with huge deficits that get the country in trouble. I'm really a fiscal conservative. I'm closer to the kinds of thinking that come out of what people would call Republican Fiscalism as manifested in the last twenty-five years, and I would include the Clinton balancing the budget move as part of

that. That used to be part of what Republicans did.

What is happening in the United States is that this may well have run its course. Along with the unhappiness that is principally international, and an administration that has obviously spent most of its time dealing with terrorism and Iraq, and has not been able to get other policy initiatives on major US problems into and out of a congress that was controlled by Republicans. Americans are very unhappy about that. The list of problems is not just Iraq; not just international standing; not just the disrespect that the US administration and the United States have in the eyes of the world. All of us who have travel around the world see it and feel it. People are polite, but the standing of the US is not what it was ten, fifteen or twenty years ago. Iraq and the international situation and the controversy are part of that.

But for Americans, there are a lot of problems. We have immigration problems. We have wealth and income inequality. We have abuses in corporate America and in Washington. We have an aging population that does not feel that it has provided for its own retirement. We have skyrocketing healthcare, and we have not rationalized, nor dealt with the healthcare system, and on and on. Well historically, as a historian, in part, we have to think about this, as economists and market people. It looks to me like we have a major change brewing, and that means that shifts in policies that come out of politics. And the shifts in policies are sometime good, and sometimes not so good. I think that our country, Republican or Democrat, will start to deal with some of these problems. But taking, for example, take inequality, and take the rampant rise in capitalism, and all that it has meant, I think that is about to end with the presidential election of 2008. The obvious Democratic candidate, at the moment, is Mrs. Clinton, moving toward the center. The frontrunner on the Republican side is Senator McCain, and the movement, started by Reagan and Reaganomics, in the aftermath of a failed Carter Presidency, after twenty-five years, in US historical time, is about to change. That would have major effects around the world.

Q Do you see the upcoming Korean Presidential election as a factor for Korea's economy this year?

A On the Presidential election of South Korea, I respectfully would say that I never comment on the politics of a country, especially when I'm a guest. Don't even do it in the United States. What I've done here today, if you notice, is talk about the public policy issues that are facing our country. Obviously I'm very a concerned person. I'm hopeful that I can contribute to helping solve them. But that's hard in our country.

I've had feelers from certain candidates, and they ask me, Will you publicly support the candidate? I say, I've never publicly supported a Republican or Democratic candidate. I'm happy to make a contribution to public policy, but public support, and I am not happy to make, and monetary contributions, I refuse to make. So, your influence is diminished when you say, I'm not going to raise my hand and salute the flag for this candidate, and I'm not going to give him or her \$10,000-20,000. They don't talk to you then. So whether I can have any effect or not, I don't know.

Q What is your view on Korea's real estate problem?

A On the South Korean real estate situation, the most-asked question by people outside this country is why the concern? It does not appear from the outside, certainly compared to the United States, that this is a major issue. It's a unique South Korean issue, and not necessarily a generic central bank issue. The United States, and most central banks do not target asset prices. They watch asset prices to see how they affect the economy, rather than affect it by changing interest rates or some other policy. I certainly respect whatever their rationale is for the Bank of Korea in terms of the policy they undertake. Inflation-prevention tactics are very wise for a central bank, because as time goes by, inflation will tend to get higher, and it's better to deal with it earlier. Whether it's the right thing to do in the context of the real estate

situation in South Korea is certainly arguable.

Q What is your view on the North Korea situation?

A I have no fear of coming to South Korea, despite the one somewhat failed, and perhaps coming second nuclear device test in North Korea. I've been persuaded again and again by my South Korean friends that it is quite ok to come here. They've told me again and again that the gentleman that runs North Korea is just trying to get attention, and become in his way a member of the world community. It certainly is a huge problem for the Bush Administration, as yet unresolved. It's one of those geopolitical risks around the world. But I think it pales in comparison with the Middle East, and the potential confrontations and inflammations in the Middle East, and the possible affect on oil and oil prices in terms of economies around the world.

We are going to have to live with nuclear proliferation, and we are going to have to hope that the politicians of the world find a way to get in the net of sensible behavior. More and more countries are going to be able to develop and have nuclear devices, as well as other means and weapons of mass destruction. I'm quite concerned about this, and I'm sure all of you are as well, but I don't think we are going to see a disruption of power politics in this part of the world on this particular issue. It's a bigger issue of what the world community should do when you have more and more countries that can develop, employ, use and test nuclear devices, especially given the poisonous nature of the setting off of those devices. If we had an effective UN, it would be an issue for the UN. If we had an effective world community that the US could be an effective leader of, we might get more done.

2007년 세계경제와 금융시장의 지각변동*

Allen Sinai

오늘 본인의 강연을 듣기 위해 이 자리에 참석하신 모든 분께 감사드립니다. 이번 강연에서 본인은 2007년도 미국경제/세계경제 및 금융시장에 대한 전망과, 아울러 본인이 “지각변동(seismic shift)”이라고 일컫는 세계적 현상에 대해 언급하고자 한다. 이 지각변동이라는 것은 2007~2008년 경제 및 시장을 전망함에 있어서 미국경제와 세계경제에서 나타나고 있는, 보다 장기적인 중대한 변화이며 추세적인 변동과 테마이다. 이러한 변동에는 여러 가지를 꼽을 수 있는데 우리가 확인한 것만 해도 최소한 열 가지는 된다. 아시다시피 “지각적(seismic)”이라 함은 대지의 이동이나 지진, 지형의 변화를 일컫는 말이다. 따라서 “지각변동”이란 미국경제와 세계경제의 중대한 변화를 지칭하는 것으로, 현재 진행 중인 사회적 변화도 여기에 포함된다. 이러한 지각변동에 대한 사건이나 과정이 매일매일 감지되지 못할 수도 있겠지만, 시간이 지나면서 이 지각변동은 향후 경제 및 시장의 움직임을 형성해 나간다.

그 중 하나가 이른바 “경제지리(economic geography)의 변화”이다. 이는 과거 세계 경제활동의 중심무대에 서지 못했던 국가나 경제권의 영향과 역할이 커지고, 중요성이 부각되는 현상을 가리킨다. 작년에 본인이 강연을 통해 언급했듯이 2007년의 테마는, 미국경제의 성장세는 둔화되고 있지만 미국을 제외한 세계경제의 성장세는 속도를 내기 시작하고 있다는 것이다. 우리는 2006년에 그런 현상을 이미 목격했고, 2007년에도 경제성장 속도 면에서 미국, 아시아 그룹, 유로존(Eurozone), 기타 신흥국가들 간에 상대적으로 변화된 양상이 지속될 것이다. 중국과 인도, 구(舊)소련 및 동유럽 국가 그룹, 그리고 남미국가들과 같이 급속한 경제성장을 이루고 있는 신흥국가 및 개발도상국들의 등장과 부상도 이러한 경제지리 변화의 한 측면이다. 지금 이들은 세계경제의 많은 부분을 차지하고 있고, 과거와는 달리 세계경제 움직임의 향방에 큰 영향을 미치며 경제지리를 변화시키고 있다.

매우 분명한 한 가지 사례가 중국인데, 우리가 평가한 바에 의하면 중국은 현재 세계 4위의 경제대국이다. 인도 또한 연 8~9%의 빠른 성장을 이미 수년간 지속하고 있

* 이 글은 2007년 1월 9일 개최된 특별강연회의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둡니다.

는 중이며, 세계경제에서의 중요도와 역할이 커지고 있다. 이와 같은 부류의 국가들이 수두룩하다. 과거에는 경제력이 미미하여 눈에 띄지도 않았던 베트남과 여타 아시아 국가들도 지금은 활발하게 성장하고 있다. 본인이 휴가 중에 겪었던 경험담을 언급해보겠다. 본인 부부는 이곳에서 아주 멀리 떨어진 칠레와 아르헨티나를 다녀 온지가 1주일이 좀 넘었는데, 우리가 시간을 보낸 곳은 칠레 남부의 파타고니아와, 멀리 떨어진 아르헨티나 변방의 마젤란해협, 그리고 부에노스아이레스였다. 우리는 칠레와 아르헨티나의 변방이 현대적이고 최신식이라는 것과, 파타고니아의 소도시들이 관광친화적인 것을 보고 놀랐다. 파타고니아는 관광객이 북적덜 뿐 아니라 어업과 농업활동 역시 활발하다. 실제로 칠레와 아르헨티나의 성장률은 매우 높다. 부에노스아이레스의 경우는 엄청난 번영의 조짐들이 나타나고 있다. 여러분들은 그렇지 않겠지만 본인은 매년 서울에 오면서 아주 잠깐씩 서울의 모습이 어떻게 달라졌는지를 본다. 한국의 역사적 기준에서 보면 4.5~5%의 성장률은 빈약한 것이기 때문에 여러분들은 본인의 말에 분명히 동의하지 않을 것이다. 그러나 한국은 분위기도 좋고 비교적 번창하고 있다. 동경도 분위기가 좋다. 중국에 가본 사람들은 중국이 얼마나 활발한지 알 것이다. 인도도 마찬가지이다. 5~8년 전에는 세계경제에서 소외되어 활동도 없고 교류도 없었던 세계 각 지역들에서 일어나고 있는 변화를 보면 매우 인상적이다. 그들의 기세는 실로 엄청나다.

본인이 경제지리의 변화를 단편적으로 이야기하고 있지만, 경제성장과 부의 증가는 정치적 영향력과 힘을 동반하게 된다. 세계를 둘러보면, 상황을 뒤집을 만한 전 세계적인 전쟁이나 테러 등의 심각한 외부충격이 없는 한, 이러한 변화는 불가항력적인 것으로 보인다. 전 세계적으로 지역 간의 상대적 영향력이 달라지고 있으며, 앞으로 도 크게 변하리라는 점은 되돌릴 수 없을 듯하다. 3~4년 후에 우리는 판이한 세상을 보게 될 것이다.

그동안 진행되어온 두 번째 지각변동은 이른바 “세계화(globalization)”이다. 부분적으로 이는 경제지리 변화의 원동력이기도 하다. 세계화란 세계경제에 참여하는 국가가 많아지고, 더 많은 국가에서 더 많은 사람들이 더 많은 소비를 하며, 전 세계의 투자자들에게는 투자기회가 더 많아지고, 다양한 재화 및 서비스가 보다 많이 생산된다는 의미이다. 재화의 경우, 지난 몇 년 간 한국 기업들이 생산해오던 각종 재화를 생산하는 나라들이 더 많아지고 있다. 경쟁이 훨씬 심해진 것이다. 이는 교역 측면에서 한국이 당면한 문제이다. 그러나 베트남이나 중국 같은 나라와, 농산물과 1차 산물을 생산하여 세계시장에 판매하면서 세계 경쟁무대에 진입하고 있는 신흥국가들에게

는 경제성장의 한 단면이다. 세계화는 기회가 있으면 전 세계 어디든지 신속하게 이동할 수 있는 노동력의 풀(pool)과, 금융 및 자본의 풀을 의미한다. 미국의 경우 노무 작업을 인도로 많이 아웃소싱(outsourcing)하는 등, 전 세계 여러 나라에 대한 기업들의 생산 아웃소싱 방식을 통해 세계화가 강력하게 진행되고 있다. 아웃소싱 생산은 수 년 동안 아시아의 여러 나라에서 볼 수 있는 모습이었지만 지금은 세계적인 현상이다. 이와 같은 세계화는 비용을 낮춘다. 기술은 기업들이 세계 어느 지역에서나 부품을 제조, 구매, 생산하여 비용이 낮은 다른 지역에서 조립하고, 이를 또다시 전 세계에 유통, 판매하고 광고할 수 있도록 해준다. 본인이 다녀온 파타고니아에서 생산된 상품이 겨울에는 한국의 서울에서 판매될 수도 있다. 그곳은 여름인데도 날씨가 매우 추워 겨울용품이 필요했다. 우리는 빙하도 보았는데 매우 인상적이었다.

그리고 현대기술과, 통신, 인터넷으로 말미암아 세계 여타 지역에서 일어나고 있는 상황과, 무엇을 구입하고 운송해야 할지 알 수 있게 되었음은 물론이다. 금융 및 금융 기능의 이동성은 경제발전에 매우 중요한데, 기회만 있으면 이러한 금융은 세계 도처에 풍부하다. 가령 미국의 부동산시장이 침체될 경우, 미국 부동산으로 갈 투자자금은 기회와 수익률이 높으면서도 아직까지 자본이동의 혜택을 보지 못한 세계 다른 지역의 미개척 부동산으로 이동하게 되는 것이다. 요즘은 칠레 남부의 조그만 관광휴양 도시에서도, 다른 도시와 연결하는 도로망 건설이 그리 어려운 일은 아니다. 또한 인프라(infrastructure) 조성에 있어서도 단순히 남미 기업들 뿐 아니라 세계 각국 기업들의 참여가 수월해져, 아시아 신흥국가나 동유럽(지금은 “신흥유럽”으로 불린다) 국가들에게서 볼 수 있는 것과 똑같은 상황을 단시일 내에 그대로 옮겨 놓을 수 있다.

지각변동으로서의 세계화는 여러 해 동안 진행되어 왔다. 세계화는 지속적이고 중대한 지각변동이며, 현재와 미래의 세계경제가 작동하는 방식을 변화시키고 있다.

두세 가지 다른 변화에 대해서도 언급해 보겠다. 하나는 작년에도 언급한 바와 같이 인플레이션이다. 세계 대다수 지역에서 인플레이션이 잠잠해졌는데, 부분적으로 이는 최근의 원유 및 에너지가격 하락 때문이다. 미국의 경우 코어 인플레이션(core inflation) 지수를 면밀히 주시하고 있는데, 이 코어 인플레이션 지수가 적어도 최근 몇 달 동안은 분명히 잠잠해졌다. 그러나 미국경제 및 세계경제의 시각에서 보면, 전 세계적으로 나타나는 지속적인 확장국면의 성격을 감안할 때 인플레이션 상승에 대한 세계 전역의 민감도는 평균적으로 증가하여 상당히 높아진 상황이다. 우리가 대처하고 있는 미국과 여타 국가들의 인플레이션 하락은 단순한 경기순환적 상승국면이

아닌 지속적인 흐름인 것으로 생각된다.

미국의 경기둔화, 특히 구리가 대량 소요되는 주택건설부문 둔화의 여파로 구리와 금을 포함한 1차 상품의 가격이 최근 하락한 상태이다. 물론 미국 주택건설부문의 둔화로 구리 가격이 폭락하고 그로 인해 구리 수출국들의 주식시장이 타격을 받고 있을 수 있다. 그러나 비교적 낮은 명목 및 실질 금리, 각종 기금의 방대한 풀, 풍부한 세계적 가용자원들로 볼 때, 1차 상품 가격의 장기 추세는 평균 인플레이션율의 상승세가 지속할 것임을 시사한다.

우리가 더불어 살아야 할 또 다른 지각변동은 세상의 이면에서 나타나는 중대한 변화이다. 즉, 지정학적 리스크(risk), 테러리즘(terrorism), 대치국면의 균형을 무너뜨리는 위협, 세계 도처에서 수시로 발생하는 테러사건, 그리고 이러한 것들에 대처하기 위해 개발해야 하는 인프라와 비용 등이 그것이다. 미국의 경우는 테러와의 전쟁, 중동 상황, 그리고 세계 여타 문제 지역에 여전히 전념하고 있으며, 악성 테러사태 발생의 조그만 위험도 방지하기 위한 태세를 항상 갖추어 보안을 엄격히 하고 있다.

이 자리에서 언급하고자 하는 지각변동이 두 가지 더 있다. 하나는 세계적인 고령화 현상이다. 이는 일본, 한국, 미국 모두가 마찬가지이다. 인간의 수명이 길어지면서 고령인구가 많아지고 있는 것이다. 이에 따라 은퇴하는 고령인구 개개인에 대한 사회적 지원 필요성과, 연금개혁에 대한 필요성이 여러 국가에서 대두되고 있다. 물론 의료 지원 비용도 세계 각국의 주요 과제이며, 고령인구 지원을 위한 정부재정이 압박받고 있다. 이에 따라 당연히 의료서비스, 특히 생산부문에 엄청난 기술 변화 및 혁신이 진행되고 있다. 미국의 미래를 계속 불투명하게 만들고 있는 미국 연방재정이 완전 고갈되는 것을 막을 수 있도록, 의료서비스 공급에 대한 비용 효율적인 합리화 방안이 언젠가 어느 분야에서 나타나기를 희망해 본다.

경제성장률이나 중앙은행의 금리 등 좀 더 일상적인 사안으로 들어가기에 앞서, 마지막으로 언급하고자 하는 지각변동은 정치이다. 최근 미국 의회는 의원들에 대한 중간선거를 실시했다. 이번 선거는 상당히 의미 있는 것으로, 아시다시피 민주당이 의회를 완전히 장악했다. 미국 국민들이 부시 행정부의 대외정책에 대한 강력한 불신임을 보낸 것이다. 미국의 경우, 중간선거에서 국민들이 강력한 불만의 메시지를 보내는 경우가 종종 있었다. 중간선거에서 미국 국민들의 강력한 목소리가 마지막으로 나타난 것은 공화당 집권 당시인 1994년인 것으로 생각된다. 그 이전은 레이건(Ronald

Reagan) 대통령 선거 때(1980)인데, 현재 역사학자들로부터 실패한 대통령으로 평가 받고 있는 카터(Jimmy Carter) 대통령(1976-1980)의 여파로 나타난 것이었다. 미국에서 본인이 어떤 후보를 공개적으로 지지한 적은 없었지만, 자문역으로는 정치에 관여해왔다. 본인은 언제나 중립적이었고 초당적이었다. 이번 선거는 워싱턴의 변화를 바라는 메시지, 워싱턴에 대한 불만을 전하는 메시지, 미래에 대한 미국 국민들의 감정과 오늘날의 미국경제가 단절되었음을 전하는 메시지를 담은 의미 있는 사건이었다. 미국경제는 어떤 기준잣대나 전통적 통계로 보아도 훌륭하다. 그럼에도 불구하고 일련의 여론조사 모두가, 미국 국민들이 불안해하고 특히 미래를 좋지 않게 보고 있는 것으로 나타난다. 은퇴 후의 문제, 의료보호, 정부 예산, 이라크에 관련된 문제, 테러와 관련한 안보불안, 워싱턴의 무능함, 이민 문제, 에너지 등을 포함하여 본인이 언급했던 여러 사안들에 대해 미국 국민들이 크게 우려하고 있는 것이다.

이와 같은 미국 정치의 잠재적 지각변동에 대한 본인의 시각은 몇 달 전과 같은 선거결과가 나타나리라는 것이다. 2008년의 미국 대통령 선거는 분명 역사적인 사건이 될 것으로 예상된다. 미국은 커다란 정책변화를 맞이하게 될 것이고 이는 전 세계의 반향을 불러일으킬 것이다. 단기적으로 가장 중대한 변화는 무역 및 보호주의에서 나타날 가능성이 큰데, 미국의 경우 민주당이 의회를 장악하면 보호주의 성향이 높아진다. 이러한 보호주의는 특히 중국에 초점을 둔 것으로, 일본에 대한 보호주의는 훨씬 덜 할 것이며 한국을 대상으로 하지 않을 것임은 분명하다. 보호주의가 어떤 역할을 하고, 각국 경제와 시장에 어떤 의미를 주게 되는지는 두고 봐야 하겠다. 보호주의는 유권자들이 워싱턴에 대해, “우리의 미래가 불안하다. 이제는 미래를 위해 무언가를 해야 할 때다.”라는 폭넓은 공감대의 메시지를 보냄으로써 부각된 미국의 정치이슈 중 하나다.

2007년도 세계경제와 미국경제는 보시는 바와 같이 매우 플러스(+)적인 모습이 되어가고 있다. 우리는 세계경제와 미국경제가 지금처럼 견실한 확장을 지속할 것으로 예상하고 있다. 미국경제는 2006년부터 시작된 성장둔화가 지속되고, 미국 이외의 국가들은 평균적으로 강한 성장세를 보일 것으로 전망된다. 어떤 면에서 보면 이는 모두가 아는 세계적 불균형을 되돌릴 수 있는 첫걸음이기 때문에 환영할만한 상황이다. 오랫동안 미국은 일본, 유로존, 영국보다 훨씬 빠르게 성장해왔으며, 이를 뒷받침한 것은 미국 소비자들의 왕성한 소비와, 미국보다 성장속도는 느리지만 저축률이 높은 국가들의 미국에 대한 대출 및 투자였다. 작년부터 상대적 성장률의 역전현상이 나타나, 미국경제의 성장은 둔화되는 반면 세계 여타 지역의 성장은 가속화되고 있다. 이

러한 현상은 세계 각국의 정책변화에 기인한 것이 아니라 세계경제 체제의 자연스런 힘에 의해 나타난 것으로서, 서서히 진행될 긴 과정의 시작이다. 미국경제의 성장은 둔화되었으나 아시아 지역은 여전히 힘차고 빠른 성장세를 보이고 있다. 유로존의 성장이 가속화되고 있으며 영국의 성장세도 강하다. 신흥국가들의 경우 역시, 대부분의 개도국들이 역동적이라고까지 할 수는 없지만 강세를 보이고 있다. 미국경제의 경우는 2006년 2/4분기에 성장이 둔화되기 시작하여 4/4분기까지 확대되었으나 지금은 약간 회복되고 있다. 미국경제는 불황 또는 불황과 유사한 성적에서 탈출하고 있으며, 2007년에는 평균 2.5~2.75%의 비교적 견실한 성장을 이룰 것으로 생각된다. 2006년에 미국경제는 3%를 약간 넘는 성장을 이루었다. 2006년도 미국경제의 성장둔화는 전반적인 GDP 성장수치에 의해 가려졌지만 2/4분기에는 2.5%, 3/4분기에는 2.0%였으며, 4/4분기 초에는 매우 둔화된 것으로 나타났다.

미국경제 성장둔화의 주요 요인은 주택건설의 대폭적인 감소였다. 주택매매, 주택착공, 주거용 건설 부문에서 대규모의 불황이 빠르고 두드러지게 나타나, 2005년 말부터 2006년 말 사이에 미국의 주거용 부동산 산업은 붕괴되어 버렸다. 미국 연준(Federal Reserve)은 이를 '냉각'이라고 묘사하였는데, 처음에는 주택경기의 점진적인 냉각이라고 하다가 최근 발표문에서는 '붕괴'라고 표현하고 있다. 주택매매와 주택착공은 2005년 말부터 작년 여름 말까지 무려 30% 감소했다. 공식지표에는 반영되지 않았지만, 주택가격이 폭락했으며 주택 감정가격도 하락했다. 주택건설 산업이 얼어붙어, 주택착공은 250만호에서 150만호로 40% 감소했다. 주택건설이나 주택산업에 납품하는 공급업체 및 제조업체들도 심각한 타격을 입었다. 주택건설과 주택산업의 후퇴로 미국경제 전체가 대폭 하향 조정된 것이다. 한편, 자동차 판매가 약화 또는 정체되어 미국 자동차 업체들이 생산과 고용을 줄인 것도 경제를 약화시켰다. 주택 및 자동차와 관련된 제조업과 소비 부문도 상당한 약세를 보였다. 지금까지 본인이 언급한 상황들은 약 2~3달 전부터 낮은 활동수준에서나마 안정되어 가고 있는 것으로 보인다. 작년이 끝나가면서 주택매매와 주택착공의 감소세가 멈춘 것으로 나타나고 있다. 주택활동, 주택담보대출 신청, 건설업체 기대지표, 주택구입과 관련된 소비 심리 등 일부 주요 예고지표들이 회복되고 있어, 미국경제의 주택부문 측면에서 최악의 상황은 끝난 것 같다.

지표상으로 볼 때, 주택 및 자동차 부문의 어려움이 다른 부문으로 전파되지는 않은 듯하다. 이는 다른 경제분석가들이나 관측자들도 마찬가지로 생각이다. 미국경제를 환자에 비유해 보겠다. 다리에 큰 상처를 입은 미국경제라는 환자가 의사(Doctor Sinai

이므로 본인도 의사다.)인 본인에게 진료 받으러 왔다고 가정하면, 그 환자의 상처가 감염되어 상처 주변이 불그스레하지만 다리 전체나 몸 전체가 감염되지는 않은 것이다. 여기서의 상처는 주택과 건설에 비유되고, 붉은 부위와 주변에 퍼진 것은 건설 및 주택으로 투입되는 소비나 생산 등 부수적인 부문에 비유될 수 있다. 그런데 다른 부위는 건재한 것이다. 역사적으로 볼 때, 주택이나 주거용 건설 부문의 하락은 본격적인 불황의 예고지표가 되어 왔다. 따라서 실제로 미국은 본격적인 불황이 예고되고 있는 채권시장을 계속 주시하고 있다. 이러한 위험은 지금도 존재한다.

환자의 상처가 아직 완치되지 않은 것이다. 최악의 상황은 지나간 것으로 보이지만 안심할 수 없는 상황이다. 주택활동 붕괴에 따른 2차 효과가 나타날 수 있고, 소비에서 문제가 발생하여 경제를 극도로 악화시킬 수도 있기 때문이다. 우리가 연구하고 있는 이러한 2차 효과는 주택가격 하락과, 최근 미국의 주택가격이 특히 소비와 같은 다른 부문의 활동 자금원이 되어온 것과 관계된 것이다. 신종 주택담보 대출상품을 통해 지금까지 활용되지 않았던 부동산 가치를 활용하는 것도 지금 본인이 말하는 것에 포함된다. 물론, 장기간 인위적으로 매우 낮게 유지되어온 금리가 부동산담보대출 금리를 거저나 다름없이 만들었다. 이는 대출을 받아쓰고 싶은 유혹을 뿌리칠 수 없게 만들었고, 부동산 담보가치의 상승이 지렛대 역할을 했다. 이 모든 것들이 미국의 소비가 소비증가율 추세를 크게 상회하도록 만든 주요 요인이었으며, 미국경제가 미국의 소비진작을 통해 세계경제를 관리해온 방식 중 하나였다.

발표된 지표상으로 볼 때 지금 주택가격은 하락하고 있으며 일부 지표들은 1년 전과 거의 같거나 마이너스(-)인데, 우리는 미국의 주택가격이 향후 3~6개월 내에 전년 동기 대비 5~10% 하락할 것으로 내다보고 있다. 주택가격 하락은 부동산 담보의 자산가치와 대출잔고에 영향을 미쳐 미국의 주택소유자들이 주택 이외 부문에 사용할 자금을 마련하는데 어려움을 주고, 부동산 자본손실과 부동산 부문의 가계재산이 감소함에 따라 재산에 대한 마이너스 효과를 발생시키게 된다.

여러 경로를 통해 미국경제에 2차적 영향을 주게 되는 이 모든 것들은 여전히 진행 상태이다. 지금 이 시점에서는 2006년까지 진행된 주택활동의 붕괴로부터 오는 뚜렷한 2차 위험이 발견되지 않고 있다. 주택활동의 지출측면(주택매매, 주택착공, 그리고 주택매매와 주택착공에 뒤따르는 주거용 건설)이 증가할 가능성은 없으며, 2007년 상반기 중에 대폭 감소하지도 않을 것이다. 금융효과가 심각할 것인지 여부는 지켜보아야 하겠다. 미국의 주택호황기(혹자는 이를 거품이라 부른다.)에는 금융효과가 매

우 컸다. 그러나 주택호황이 주택업자들의 파탄으로 바뀌어도, 금융효과가 주택호황기 중에 도움이 되었던 만큼 꼭 나쁜 영향을 주지는 않을 것이다. 금융효과가 주택호황기에 도움이 되었던 만큼, 문제를 크게 악화시키지 않을 요인들이 있다고 생각되기 때문이다. 아무튼 여러 수치는 미국이 주택건설로 인한 최악의 마이너스 충격에서 벗어났음을 시사하고 있다.

주택경기 하강은 미국에서 나타났던 과도한 주택 붐과 거품성 활동을 바로잡는 선에서 마무리될 가능성이 충분히 있다. 앞으로는 주거용 건설 또는 주택이나 이로 인한 금융이 미국 경제성장의 촉진제가 되는 일은 없을 것이다. 대신에 충분한 일자리 증가, 낮은 실업률, 기업 부문의 활발한 지출 및 자본투자, 지속적인 세계 수출호황에 편승한 수출신장, 주택 이외 부문에서의 소비강세 등이 미국의 경기확장을 2007년 뿐 아니라 2008년까지 충분히 끌고 갈 것이다. 이러한 것이 우리의 기본 견해이자, 2007년도 미국의 평균 경제성장률이 2.5~2.75%의 범위로 회복된다는 것에 관한 기본적인 배경설명이다. 이와 같은 전망에 대한 중대한 위험요소는 주택가격이 더욱 하락하는 경우가 될 수 있다. 즉, 부동산 부문이 다시 침체됨으로써 주택가격이 하락하여 소비자들과 차입자들이 곤경에 처하게 되고, 이러한 것이 다시 기업활동을 위축시킴으로써 고용이 중단되고 실업률이 상승하여 전면적인 불황으로 이어지는 것이다. 이와 같은 상황이 주택가격 하락으로 인한 위험요소인데, 우리는 그 가능성을 1/4 정도로 본다.

또 다른 위험요소는 좀 더 나은 것으로, 영국의 주택경기 불황의 경우와 유사하다. 영국도 한동안 경제가 약화되고 주택경기 하강으로 주택가격이 하락했지만, 지금은 영국경제, 물가, 주택가격이 가끔씩 다시 뛰고 있다. 본인은 미국경제가 나빠지기보다는 더 좋아질 가능성이 있는 것으로 본다. 왜냐하면 미국 연준이 금리를 안정적으로 유지하고 있으며, 주택 부문과 다른 경제활동을 위한 가용자금이 풍부하기 때문이다. 이는 통상적인 주택경기 불황과는 다른 상황이다. 경기순환 사례에서 볼 때, 본격적인 불황에 처하게 되면 지속적인 금리상승으로 인해 차입이 어려워짐으로써 주택가격이 하락하고, 이것이 경제에 영향을 미쳐 기업지출을 비롯한 다른 부문도 하락하는 것이 전형이다. 즉, 금리상승과 자금경색의 효과가 총체적으로 나타나는 것이다. 작년 여름에 있었던 미국 연준의 금리인상 중단 조치가 누적적인 경기하강의 가능성을 차단하여 무력화시킨 것 같다. 미국은 가용자금이 풍부하다. 풍부한 기업보유자금, 금융기관 및 비(非)은행 금융기관의 막대한 자금, 세계화가 제공하는 기회를 잡기 위해 운용되고 있는 세계적인 자금 풀의 새로운 조류 등이 미국경제의 역동적이고 강력한 힘이 되고 있다. 본인이 2007년에 대한 여러 가지 전망을 하면서, 기본전망이 빗나갈 경우 약

세보다는 강세를 이룰 가능성이 크다고 보는 것은 이러한 요인 때문이다.

아무튼 미국의 성장률이 2.5~2.75%, 나아가 3% 범위대가 된다하더라도 3~4%를 유지하던 최근 수 년 간의 성장률에 비하면 크게 낮다. 이는 아시아, 유로존, 영국, 이른바 신흥세계의 여러 지역 등 세계 대부분의 지역에 비해 많이 낮으며, 캐나다, 호주, 뉴질랜드보다도 낮다. 미국의 성장이 근래 처음으로 세계 다른 모든 지역에 뒤처질 가능성이 있는 것이다. 작년과 마찬가지로 금년에도 미국을 제외한 지역 중 1위는 아시아 및 아·태 지역으로, 중국, 인도, 일본이 각각 9.5~10%, 8.5~9%, 약 3%의 성장을 이룰 것으로 전망된다. 이제 일본은 아시아 지역의 역동적 상승 움직임에 일익을 담당하고 있으며, 완전고용이라고 일본인들이 자평할 정도의 낮은 실업률 하에서, 추세보다 빠른 성장세를 보이고 있다. 물론 한국의 실업률도 이제 그리 높지 않다. 최근 한국의 실업률은 3%였던 것으로 생각된다. 물론 이러한 실업률이 완전고용 상태는 아니며, 완전고용 실업률은 이보다 훨씬 낮은 것으로 기억된다. 하지만 한국의 경우 3%는 오랜만에 기록한 가장 낮은 수치이다. 사실, 일자리를 구하는 사람과 일자리를 창출하는 사람이 점점 많아지면서 실업률이 낮아지는 현상이 세계적으로, 심지어 유로존에서도 나타나고 있다. 전 세계 기업 및 사업체들의 채용이 그다지 활발한 편은 아니다.

그러나 새로운 인터넷의 세상에서는, 도처에서 창업한 개인 및 소기업들이 세계 각지(세계 모든 지역이라고 할 수는 없지만 대부분의 지역)에 제품을 판매 및 배송하거나 생산에 참여할 수 있게 되어, 미국경제와 세계경제 체제에서 엄청난 에너지를 만들어내고 있다. 그 결과가 오랜만의 실업률 하락으로 나타나고 있는 것이다. 전 세계 거의 모든 곳에서 일반적으로 나타나고 있는 실업률 하락은 세계화로 인해, 그리고 세계 어디서나 생산 및 고용할 수 있게 됨으로써 나타난 세계적 인력 풀이 활발한 세계경제 성장에 흡수되고 있음을 말해준다. 전 세계의 근로자들, 특히 교육을 잘 받고, 세계적으로 수요가 있는 서비스의 중심지역에서 종사하는 근로자들은 돈을 많이 벌게 될 것이고, 이에 따라 소비도 많이 하게 된다. 이는 경기확장의 주된 원천이다. 또 기업이 인건비 상승을 제품가격 인상으로 전가할 경우에는 비용압박으로 인한 인플레이션을 상승의 요인이 될 수도 있다. 인플레이션율이 지속적으로 상승할 것이라는 장기전망이 일부 있다. 현재 전 세계적으로 인플레이션율이 상당히 낮지만, 앞으로 증가하리라는 것이 본인 생각이다.

한국의 경제성장률은 대체로 4~5%가 될 것으로 전망된다. 한국의 추계에 따르면, 한국은 2006년도 4/4분기에 5%의 성장을 이룬 것 같다. 우리는 2007년도 한국의 경제성

장률이 4.5% 범위가 될 것으로 본다. 세계무역 및 아시아 역내무역 체제의 일환으로서, 수출입과 기술 부문이 매우 활발한 한국경제는 지속적인 성장을 할 것이다. 하지만 한국 기업들은 상품 및 서비스 양쪽 부문에서의 세계경쟁이 훨씬 치열해질 것이다. 중국 및 인도와 같은 나라들의 수요와 성장 물결, 특히 소비자들이 지출을 확대하고 대외지향적으로 되기 시작한 것은 아시아 지역 경제성장의 튼튼한 동력이 되고 있다.

두 번째로는 유로존을 언급해보겠다. 지난 수십 년 동안 평균적으로 미국에 비해 훨씬 낮은 경제성장률을 보였던 유로존의 2006년도 성장률은 2.75%였다. 2006년도 2/4분기, 3/4분기, 4/4분기의 미국 경제성장률은 이보다 낮다. 실제로 유로존은 미국보다 더 빠르게 성장하고 있다. 비록 세금인상 때문에 독일경제의 성장이 멈칫한다 하더라도, 본인은 유로존의 2007년도 경제성장률이 추세보다 높은 2.5~3%가 될 것으로 본다. 13개국으로 구성된 유로존(유럽경제연합은 27개국인 것으로 생각된다.)은 과거 동유럽 국가들에서 나타나고 있는 호황의 덕을 보고 있다. “신흥유럽”으로 새롭게 불리고 있는 동유럽의 국가들은 빠른 성장세를 보이고 있는데, 독일과 교역·거래하면서 유럽경제에 크게 기여하고 있다. 북부 및 남부 유럽 국가들도 상당기간 동안 이루어왔던 것과 마찬가지로의 강한 성장세를 보일 것이다. 독일과 프랑스의 성장은 실제로 여전히 부진하다. 이탈리아 또한 성장이 부진한데, 이는 주요 품목들이 중국과 같은 나라들과의 경쟁에서 고전을 겪고 있는 상품구조 때문이다.

신흥 남미국가들의 성장세도 강해 보인다. 이들의 2007년도 성장률은 4.5~5%로 매우 견조한 수치이다. 영국과 캐나다 역시 미국보다 빠르게 성장하고 있다. 따라서 세계경제는 전체적으로 지속적인 확장국면에 있다. 45개국을 바탕으로 우리가 분석한 바에 의하면 세계경제는 3.5~3.7%의 성장을 이룰 것이다. 2006년도의 세계경제 성장률은 3.75%였다. 미국으로 인해 2007년도 세계경제 성장률이 다소 낮아진 것이다. 평균적으로 본다면 미국은 2006년도에 하락하여 둔화된 성장세를 유지하고, 세계 대부분 지역은 2006년도에 나타난 성장의 혜택을 보게 되는 것이다. 상당기간에 걸쳐 이러한 성장격차가 유지된다면, 특히 달러화가 평균적으로 하락할 경우, 엄청난 무역불균형은 스스로 치유되기 시작할 것이다. 이러한 여정은 이미 시작되었으며, 이와 같은 추세는 앞으로 수년간 지속될 것이다.

이제는 금리와 환율에 대해 살펴보기로 하자. 각국 중앙은행과 관련해서는 단기금리가 평균적으로 상승할 것으로 생각된다. 이는 미국경제와 세계경제의 확장추세, 물가안정 범위 내의 인플레이션 유지에 대한 각국 중앙은행의 포부를 바탕으로 한 견해

이다. 각국 중앙은행들은 거의 모두가 물가안정을 주요 목표로 삼고 있다. 미국의 경우, 물가안정과 최대한의 지속성장이라는 두 가지 목표를 가지고 있음은 아시는 바와 같다. 세 번째 목표는 장기금리 안정인데, 이는 앞서 두 가지의 목표가 달성되면 따라오는 것이다. 작년의 경우와 마찬가지로, 물가안정 문제에 대한 각국 중앙은행들의 대처 단계는 서로 상이하다.

예를 들어, 일본은 물가안정을 우선과제로 삼지 않는다. 일본 중앙은행(Bank of Japan)이 선호하는 지표에서 인플레이션에 대한 우선순위는 매우 낮다. 소비자물가지수(CPI)가 있기는 한데, 현재 작년 동기 대비 2/10 수준에서 유지되고 있다. 일본 중앙은행의 현행 선호지표 상에서 인플레이션에 관한 것은 거의 찾아보기 어렵다. 이미 완결된 미국의 경우와 마찬가지로, 일본 중앙은행은 상당히 양호한 상태에 있는 일본 경제를 정상수준으로 되돌리기 위해 금리를 정상화하는 과정에 있다. 수치상으로 볼 때, 일본 중앙은행은 이러한 작업을 지속할 것으로 생각된다. 작년에 일본 중앙은행은 0%의 금리를 0.25%로 한 차례 인상한 바 있다. 우리 예상대로라면, 일본 중앙은행은 1월 17~18일에 열리는 회의에서 금리를 0.25% 인상하고, 늦봄에 한 번 더 인상할 것이다. 그리고 우리 예측대로 일본의 주요 인플레이션 지표가 계속 상승한다면, 아마 금년 중에 금리인상이 한 번 더 있을 것이다. 그렇게 되면 일본인들이 말하는 “money rate”는 금년 말에 0.21%까지 갈 것이며, 10년 만기 일본 국채 수익률은 대략 2%정도 된다. 아시다시피 이러한 수준의 금리는 전혀 고통스러운 것이 아니다. 일본의 경우 이 정도 금리가 가져다주는 잠재적 효과는 단기금융시장을 염려하는 수준밖에 되지 않는다. 일본경제는 견실하며 기업이익이 높다. 또한 소비자들의 지출이 높아지기 시작하고 있으며 실업률도 낮다. 일본 소비자들 역시 낙관적이다. 그러므로 이 정도 수준의 금리는 전혀 문제되지 않을 것이다.

중국의 경우는 인플레이션에 대처하기 위해 금년 중에 금리를 인상할 것으로 예상된다. 중국 중앙은행(Bank of China)이 지급준비율을 몇 차례 인상하는 것은 아시는 바와 같다.

현재 한국의 부동산 가격에 대한 우려를 감안해 볼 때, 한국은행이 한두 차례 더 금리를 인상해도 놀랄 일은 아니라고 생각된다. 인플레이션의 위험은 없을 것으로 보이나, 우리는 한국은행의 견해를 존중한다. 금리인상에 우리가 전적으로 동의하는 것은 아니지만, 금리인상은 가격상승을 통제 하에 두기 위한 차원에서 한국은행이 취할 수 있는 조치 중 하나이다. 금리인상은 앞으로 몇 번 더 있을 것이다.

유로존의 경우는 Jean Claude Trichet 총재 체제 하의 유럽중앙은행이 물가상승률을 낮추기 위해 노력하고 있는 만큼, 두 세 차례의 금리인상 조치가 분명 있을 것이다.

미국은 금리가 유보된 상태이다. 현재 연방기금 금리(Federal Fund Rate)는 5.25%인데, 거의 금년 내내 지금의 금리 수준에서 머무를 것으로 생각된다. 미국의 경기침체 위험은 사라지고 있는 것으로 보인다. 미국 연준의 주요 지표인 코어 인플레이션율이 느리게나마 낮아지고 있다. 연준에는 코어 인플레이션율이 1.5% 수준으로 내려가기 전에는 금리를 인하하려고 하지 않는 인사들이 일부 있다. 지금의 코어 인플레이션율은 2%가 넘는다. 미국 연준은 1~2%대 중간쯤의 코어 인플레이션율을 기대하고 있는 것 같다는 것이 우리 생각이다. 더구나 앞서 언급한 인사들(Moscow, Lacker, 그리고 필라델피아 연방준비은행의 수장인 Charles Plosser 등)은 미국 중앙은행으로서의 신인도를 이유로 금리를 인하할 분위기가 전혀 아니다. 그들은 공개적으로 금리인하를 시사한 바도 없으며 미국이 경기침체로 간다고 보지도 않는다. 우리 역시 미국이 경기침체로 간다고 보지 않는다. 따라서 연준은 금리를 인하하지 않을 것이다. 미국경제를 잠재성장률에 근접한 수준으로 확실히 끌어올리기 위해 금리를 인하하면 좋겠다는 연준 내 인사들도, 코어 인플레이션율이 2%가 넘는 수준에 있는 한 금리를 인하하려 하지 않을 것이다. 이러한 입장에 있는 인사는 Bernanke 연준 의장과 Janet Yellen 등이다. 즉 우리 시나리오를 포함하여 미국 내에서 공감대를 형성하고 있는 시나리오에 의하면, 주택경기 불황으로 인해 2006년에 하락한 미국경제의 성장률이 2.25~2.5% 또는 3% 근방으로 복귀하고 코어 인플레이션율도 완만하게 하락할 전망이다. 이러한 상황 하에서 금리를 인하하거나 인상할 이유가 없다는 것이다. 따라서 미국 연준은 사실상 금년 내내 금리를 5.25%에서 유지시킬 것으로 보이며, 만약 변화가 있다면 약간 올리거나 내리는 미세조정에 그칠 것이다. 그 중에서 택한다면, 본인은 조금 내리는 것보다는 조금 올리는 쪽을 택하겠다.

2.5~2.75%의 경제성장률, 코어 인플레이션율의 소폭 하락, 연방기금 금리 안정이라는 점에 비추어 볼 때, 미국의 장기금리는 큰 변화가 없을 것이다. 10년 만기 미국 국채 수익률이 4.5~5%가 되고 금리가 안정된다는 것은, 미국경제가 앞으로 지속적인 확장세를 이루고 소비 면에서도 세계경제에 힘을 보태는 것이 가능하다는 말이다. 세계 여타 국가들도 지속적인 성장을 이룰 것이다. 따라서 금년은 상당히 좋은 한 해가 될 것으로 보인다. 각국 중앙은행들이 금리를 인상하기는 하겠지만, 성장을 방해하거나 가용자금이 줄어들게 하여 경제가 어려움을 겪을 정도로 인상하지는 않을 것이다. 세계 전역에 유통되고 있는 비은행 금융기관의 막강한 자금력도 세계 경제성장률에 한

못하고 있다.

이와 같은 모습의 지속성장은, 비록 미국은 그렇지 않다 하더라도 세계 여타 국가들의 기업실적이 좋아진다는 뜻이며, 기업가치를 저해할 정도의 금리인상은 없다는 의미다. 그러므로 세계 주식시장으로서는 좋은 한 해가 될 것이다. 당장은 아니더라도 향후 10개월 이내에, 다우존스 지수(Dow Jones Industrial Average)가 10%정도 상승하리라는 것이 우리의 전망이다. 그럴 경우 S&P 500 지수는 1,550에, 다우존스 지수는 14,000에 근접하게 될 것이다.

한국 주식시장은 그렇지 못했지만 대부분의 아시아 주식시장, 특히 신흥국가의 주식시장에게 2006년은 신나는 한 해였다. 우리는 올해에도 아시아 주식시장의 수익률이 작년과 같거나 더 좋을 것으로 생각한다. 일본경제가 지속적으로 개선되고 있는 만큼, 우리는 예전과 마찬가지로 일본 주식시장에 많은 비중을 두고 있다. 금년은 전 세계 주식시장에 아주 좋은 한 해가 될 것으로 생각된다.

미국에서 나타나고 있는 성장둔화가 더욱 심각해진다거나 미국 밖에서 큰 변고가 생기지 않는 한, 본인이 지금까지 개략적으로 언급한 세계경제 성장시나리오가 방해받아 세계 주식시장에서 문제가 발생하는 상황은 오지 않을 것이다. 본인이 언급한 방향으로 달라진 세계에서는, 미국경제를 하락하도록 만드는 것이 무엇이든지 간에 그것이 전 세계적으로 공통된 것이 아니라면, 세계경제가 지금까지처럼 미국경제에 의해 좌우되지 않을 것이다. 가령 유가가 배럴 당 100 달러까지 급등하여 전 세계적으로 인플레이션이 극심해질 경우에는, 세계 각국의 중앙은행들은 금리를 인상하게 되고 세계경제는 몰락할 것이다. 하지만 미국에 국한된 주택경기 불황으로 인해 세계경제가 하락하지는 않을 것이다. 오히려 미국 부동산 시장에 투자될 자금이 다른 곳으로 이동하면서 다른 나라의 부동산 시장이 턱을 보게 될 것이다. 모든 나라에 전반적으로 주택경기 불황이 오지 않는 한, 세계경제는 악화되지 않을 것이다.

마지막으로, 달러화에 대해 언급해보겠다. 달러화에 대한 전망은 종전과 달라진 것이 없다. 상대적 속도를 결정하는 경제 펀드멘털(fundamentals), 상대금리, 통화에 영향을 주는 정치적·지정학적 요인, 국가나 통화가 세계에서 차지하는 중요도와 역할 변화 등에 비추어 보면, 미국 달러화는 대체적으로 하락할 것이라고 생각할 수밖에 없다. 작년에도 미국 달러화의 가치는 하락했다. 특히 유로화와 영국 파운드화 대비 미국 달러화의 가치는 작년에 목표 수준까지 하락했다. 중국 위안화와 한국 원화 대

비 미국 달러화의 가치가 하락했지만 아시아 통화 대비 가치 하락은 그리 크지 않았다. 작년에 본인이 이 자리에 섰을 때의 원/달러 환율이 1,000:1이 넘었던 것 같은데, 최근 달러 대비 원화 가치가 상승하고 있다. 우리는 금년에도 주요통화 대비 미국 달러화의 가치 5~10% 정도 하락할 것으로 전망하는데, 이 정도의 하락은 무난한 수준인 것으로 보인다. 향후 6~9개월 사이에 달러/유로 환율은 1.45달러 대로 가고, 달러/엔 환율은 105~110엔 대로 가리라는 것이 우리의 전망이다. 또한 우리는 중국 위안화가 평가절상될 것으로 보고 있는데, 미국 의회의 불만과 Paulson 재무장관의 노력에도 불구하고 그 속도는 매우 느릴 것이다. 달러 대비 아시아 여타 통화들도 금년에는 약간 절상되어야 할 것이다. 하지만 금년도의 환율변동은 대체적으로 세계경제 질서를 유지할 수 있는 수준이어야 하며, 커다란 정책변화를 유발하거나 무역 및 상거래의 흐름을 저해해서는 안 될 것이다.

끝으로 언급하고 싶은 것은 불확실한 미국의 정치상황이다. 민주당이 새로이 장악한 미국 의회에서 여러 가지 조치들이 쏟아져 나오고 있다. 이러한 조치들은 모두 긍정적인 것들이다. 미국 의회는 계류 중인 법안과 윤리 관련 법안에 전념하고 있다. 최근 미국 하원은 이른바 "PAYGO" 법안을 통과시킨 바 있는데, 이 법은 정부지출이 늘어나거나 세수가 감소할 경우 수지균형의 메커니즘(mechanism)이 작동하게끔 하는 것이다. 새롭게 구성된 미국 의회는 처음 첫째 주에서 넷째 주 동안에 여러 가지 해묵은 일들을 처리하고자 할 것이다. 그리고 나면 2008년 미국 대통령 선거 정국으로 이어지고, 여러 대선 후보들이 등장하면서 미국은 별다른 진전을 보이지 못할 것이다. 각 당 대선 후보자는 4~6명, 심지어 8명까지 될 가능성이 있다. 2008년 미국 대선의 승자를 예상하기에는 시기상조이므로 시장이나 정책 방향을 예단하기는 어렵지만, 2008년 대선이 끝날 때까지는 미국 정책에 큰 진전이 없으리라는 것이 우리 생각이다. 2008년 대선 후에는 미국 정책에 많은 변화가 있을 것으로 생각되는데, 급변하는 세계경제 속에서 차기 미국 대통령과 의회가 당면할 대외 및 국내 문제가 산적해 있기 때문이다. 따라서 이와 같은 여러 가지 문제들을 해결하기 위해, 2008년 대선 이후의 미국은 대내지향적으로 바뀔 것이다.

지금까지 설명한 상황에 비추어 볼 때, 달러화는 점차 포트폴리오(portfolios)에서 밀려나게 되고, 세계 각국 중앙은행이나 투자자들이 통화 포트폴리오를 유로화나 아시아 통화로 점점 바꾸어 갈 것으로 보인다. 또한 금과 같은 달러대체자산에 대한 수요도 증가하게 될 전망이다.

 질 의 · 응 답

질문 레이건 행정부 이래 미국은 고용문제를 해결하기 위해 최저임금을 동결시키고 있으나, 고용증가나 실업률 감소에 별다른 영향을 주지 못하고 있다. 현재 미국에서는 최저임금을 변경하고자 하는 움직임이 있는데, 최저임금이 바뀌면 어떤 효과가 있겠는가?

답변 미국 의회는 수년 내에 최저임금을 5.25~5.50 달러로 인상시키고자 하고 있다. 하지만 미국에는 최저임금을 받는 사람들이 많지 않기 때문에 그 효과가 미미할 것이다. 일자리 수를 결정하는 주요 요인인 미국의 경제성장률에 비추어 볼 때, 최저임금이 어떤 방향으로 결정되든 큰 차이는 없다. 분석적으로 본다면 일자리가 약간 줄어들겠지만, 그 숫자는 매우 적다. 본인은 최저임금 인상을 정치적인 의제라고 생각하는데, 단편적이기는 하지만 인플레이션에 대해서도 같은 시각으로 보고 있다. 이는 정치계가 최저임금보다 낮은 임금수준에 있는 근로자들의 요구에 대응하는 정치적 방식으로, 인플레이션율이 조금 상승해도 상관없다는 사회의 여론을 반영하고 있다. 이러한 현상은 세계 도처에서 점점 많이 나타나게 될 사소한 부분인 것으로 생각된다.

질문 주택산업에는 비대칭성이 분명 존재한다. 부동산 호황은 경제를 확장시키는 효과가 매우 큰데, 이는 자산가치 증가에 따른 소비심리 때문이다. 귀하는 주택경기가 하락하였음에도 부정적 효과가 크지 않은 것이, 주택경기 하락 폭만큼 하락하지 않는 주택가격의 비대칭성 효과 때문인 것으로 보는가? 1980년대 개혁이후 은행들은 앞 다투어 고객을 유치했는데, 아마 그중에는 불황기에 상환되어야 할 불건전한 대출도 있었을 것이다. 부동산 경기 침체의 부정적 충격이 그다지 크지 않은 이유가 현재 은행들이 충분한 이윤을 내고 있기 때문일 수도 있는가?

답변 우리가 연구한 바에 의하면, 주택경기 호황과 그에 따른 소비지출 상승효과는 미국의 개인저축률이 마이너스가 된 주요 요인이었다. 저축률은 가처분소득에서 소비를 뺀 것이다. 소비를 증가시키지만 가처분소득에 포함되지 않는 것이 있는데, 주택용자 증액분과 자본이득으로부터 생기는 자금이 그것이다. 이는 소비를 증가시키지만 소득으로 나타나지 않는다. 즉 소비를 부양하지만, 정의상의 저축률을 감소시키는 것이다. 이렇게 산출된 저축률로는 미국 내 저축상황을 제대로 나타내지 못한다. 우리가 사용하는 저축률 산정 자료는 가계수지와 자금흐름에 대한 미국 연준의

발표 자료이다. 저리의 주택융자를 받아서 수십만 달러의 여유자금의 생긴다거나, 부동산 담보가치가 상승하여 금융기관이 저리로 60%를 더 대출해준다면, 현금화의 유혹을 뿌리칠 수 없을 것이다. 우리 연구에 의하면, 주택호황 상승기의 1년 내지 1년 반 사이에 여유자금 1달러 당 40센트가 소비지출된 것으로 나타난다. 주택매매로 얻어진 자본이득에 대해서는 1년 동안 달러 당 28센트가 소비로 지출되었다. 가계부문에 대한 부(富)의 효과, 즉 1~2년에 걸친 가계수지상 부의 효과를 합산한 수치는 달러 당 3센트였다. 주택경기 호황으로 인해 소비성향이 대폭 증가한 것이다.

이와 같은 연구결과로 인해 우리는 주택가격이 하락할 경우에 발생할 문제를 예의주시하고 있다. 이러한 과정을 구조화하여 추산한 기관은 미국 내에서 우리가 유일한 것으로 생각된다. 그러나 이번처럼 부동산 담보를 지렛대로 하여 이루어진 엄청난 주택호황이 무너지는 것과 같은 사례가 지금까지 미국에서 발생한 적이 없기 때문에, 학자로서의 본인이 대칭효과 또는 동일한 가격하락효과가 나타날 것이라고 말할 수는 없다. 주택가격 하락에 이은 담보가치 하락, 그리고 이로 인해 현금창출이 불가능해짐으로써, 시간이 흐름에 따라 달러 당 40센트 상당의 소비와 자본이득 등이 사라질 위험에 대해 본인은 예의주시하고 있다. 현재 우리는 상황을 지켜보고 있는 중이다. 하지만 상황이 그러한 방식으로 전개되리라고 생각되지 않는다. 본인은 비대칭적인 과정이 되지 않을까 생각하는데, 여러 가지 문제가 발생하는 것을 막기 위한 시스템(system)이 작동될 것이기 때문이다. 은행이나 금융기관들은 재무상태가 건전한 고객들을 잃고 싶어 하지 않는다. 고객들이 주택담보대출의 금리가 높아짐에 따라 손해를 보고 매달 더 많은 이자를 내게 되었지만, 큰 손해가 발생하지 않도록 하는 여러 가지 금융상품들이 나와 있다.

문제가 이미 발생했거나 앞으로 발생할 곳은 저소득 계층과, 주택담보 융자 및 대출을 전문적으로 하는 금융기관들이다. 시간이 지나면(지금 당장은 아니며, 내년 또는 그 다음 해로 시차가 있다), 대출금융기관들은 대출을 손실처리 해야 할 것이며, 많은 가족과 가계들이 상환 또는 상환 재조정을 못하는 한계상황이 발생할 것이다. 담보물에 대한 권리를 상실하고 파산하게 되는 상황이 오는 것이다. 그러나 이런 상황이 반드시 발생하는 것은 아니다. 우리뿐만 아니라 대출금융기관 투자자들 역시 상황을 예의주시해야 한다. 왜냐하면 일부 대출금융기관에서 부실대출(NPL) 문제가 발생할 수도 있기 때문이다. 하지만 미국의 금융기관(대형 금융기관)들은 주택담보대출만 하는 것이 아니라, 다변화된 대출선을 가지고 있다. 또한, 아시다시피 주택담보 대출상품들은 주택저당대출유동화증권(mortgage-backed securities)으로 담보 및 다양화되어

있기 때문에 리스크가 분산되어 있다. 따라서 문제가 발생하기도 전에 미리 크게 걱정할 필요는 없을 것으로 생각된다.

질문 달러화의 약세가 얼마나 지속될 것으로 보는가? 어제 미국경제학회(American Economic Association) 총회에서 발표된 Michael Mussa의 보고서에 의하면, 달러화가 향후 15년 동안 20% 정도 평가절하될 것이라고 한다. Martin Feldstein 역시, 강한 달러가 미국의 이익에 부합되는 것으로 미국 정부가 공식적으로 발표하는 것은 잘못된 정책이라고 하면서, 이와 같은 미국 정부의 발표가 금융사회에 대해 조기경보를 울려 불확실성을 유발하고 있는 것으로 평가하고 있다. 달러화 약세의 속도와 기간에 대한 귀하의 견해는 무엇인가? 달러화의 약세가 지금의 세계적 불균형을 시정하는데 도움이 되겠는가?

답변 20년 간 15%이든, 15년 간 20%이든, 이는 Michael Mussa의 견해가 크게 바뀌었음을 나타내는 것이다. 그는 달러화의 붕괴 가능성을 주장하는 학파에 속해 있는데, 그의 견해가 너무 온건한 것이어서 본인으로서는 다소 놀랍다. 아무튼, 과거 본인은 달러화 붕괴에 대한 그의 주장에 동의하지 않았고, 향후 20년 동안 달러화가 약 20% 정도 평가절하될 것이라는 현재의 주장에도 동의하지 않는다. 그의 주장을 1년 단위로 보면 평가절하가 거의 없는 것이기 때문이다. 이 정도는 무시해도 되는 수치이다. 우리로서는, 갑작스럽든 규칙적이든 내년 중에 달러화가 5~10% 정도 평가절하될 것으로 전망하고 있다. 중국 위안화가 평가절하되어 있음은 분명하기 때문에 위안화에 대한 절상압력이 나타나고 있다. 뿐만 아니라 오랫동안 미국 달러화에 연계시켜 온 아시아 통화들도 절상압력을 받고 있다.

수십 년 만에 처음으로 활발한 성장세를 보이고 있는 유로존 지역은 전망이 밝아 보인다. 지난 6주 동안 본인이 다녀온 곳들은 꽤 경이로웠다. 본인이 다닌 곳은 런던, 베니스, 프라하였는데, 프라하는 회의 참석차 Robert Mundell 교수와 함께 방문했다. 그리고 나서 남극 가까이 있는 남미의 파타고니아에 갔다. 본인은 여기까지 온 김에 더 내려 가보자는 마음으로 처(妻)와 함께 남극까지 갔다. 남극까지는 비행기로 8시간 거리인데, 부에노스아이레스까지 가는데 걸리는 시간과 같았다. 남극에서 본인은 빙하 위를 걷고 싶었지만 본인의 처가 원하지 않아 실행하지 못했다. 그리고 본인은 이곳 아시아로 왔다.

유로존의 이탈리아, 슬로바키아, 동유럽은 일화거리가 넘칠 정도로 매우 활기차다.

본인은 그곳에서 최근 몇 년 동안 볼 수 없었던 에너지와 기업가 정신을 보았다. 본인이 주목하는 부분은 유로존의 현재 실업률이 10% 이하라는 점이다. 유럽중앙은행이 자신의 신뢰성을 확실하게 입증한 상태여서 금리가 상승하고 있는 중이다. 달러/유로 환율이 1.40 대에 머물 것이라는 우리의 시각은 확고하다. 우리가 확신을 갖지 못하는 부분은 엔/달러 관계이지만, 금리가 좀 더 상승(금년 중에 2~3차례의 금리인상이 있다 하더라도)할 때까지는 엔화가 저평가된 상태로 유지될 것이다

달러화가 등락을 거듭하면서 향후 20년 간 평균 15% 하락할 수도 있겠지만, 본인은 이러한 견해에는 결코 동의하지 않는다. 미국 정부가 시장에 잘못된 신호를 보내고 있다는 Feldstein의 비판과 관련하여, 시장에서 그와 같은 미국 정부의 발표를 믿는 사람은 아무도 없다. 따라서 그다지 문제가 될 것이 없다고 생각된다. 강한 달러가 미국의 이익에 부합된다는 정부의 발표를 누가 믿겠는가? 성장둔화의 와중에 2008년 대선은 다가오고, 아시아를 비롯한 세계 여러 국가들과의 교역에서 대규모 적자를 시현하는 상황에서, Paulson 장관이 강한 달러가 미국의 이익에 부합된다고 한들 누가 믿겠는가? 본인은 절대 아무도 믿지 않을 것으로 생각한다. 무역과 제조업을 되살릴 수 있기 때문에 미국 정부는 분명히 약한 달러를 선호할 것이다. 그렇지만 시장 붕괴 및 불안정을 우려하여 공개적으로 말할 수 없는 것이다. 이 부분이 미국 행정부가 안고 있는 커다란 정치적 문제이다. 요즘의 외환시장에서는, 중국을 제외한 각국 정부의 입장이 “방관적”이라는 것을 시장 종사자라면 누구나 안다.

질문 귀하는 미국의 정치상황이 경제 정책과 성과에 어느 정도 영향을 미친다고 하였다. 공화당과 민주당 출신 중 누가 대통령에 되느냐에 따른 차이가 있겠는가?

답변 미국 대선이라는 시각에서 이번 질문에 대한 답변을 하겠다. 역사적으로 미국은 몇 차례의 커다란 변화를 겪었는데, 이러한 변화는 미국 국민들의 불만이 커지면서 이루어진 것이다. 이러한 변화 중 하나가 레이건 대통령이 집권하게 된 1980년 대선이었다. 레이저노믹스(Reaganomics), 시장경제, 노동시장에 대한 새로운 시각들은 철저하게 시장지향적인 정책으로서, 그 후 25년 동안 미국에 영향을 미쳤다. 본인은 클린턴 행정부와 그의 정책도, 레이건 대통령이나 영국의 대처 총리가 도입한 정책에서 출발된 것으로 본다. 그래서 지난 25년간 미국과 전 세계의 자본주의가 크게 발전한 것이다.

사실, 현재 미국에서 정치적 반발을 불러일으키고 있는 불평등은 재산 및 소득 불평등으로서, 1980년대부터 시작된 일들에 대한 일종의 파생물이다. 이것이 긍정적이나 부정적이나에 대해서는 언급하지 않겠다. 지난 25년간 미국이 이룩한 경제성과를 보면, 소비와 생활수준 면에서는 부러움을 살만하다. 본인은 시장주의자로서 감세와 공급 측면의 경제학을 선호하지만, 미국을 곤경에 빠뜨리는 엄청난 재정적자는 좋아하지 않는다. 본인은 균형재정주의자로, 지난 25년간 표출되어온 이른바 “공화당 재정주의자(Republican Fiscalism)”의 생각에 가깝다. 클린턴 행정부의 균형예산 조치도 이러한 쪽에 포함되는, 공화당 정부가 사용하곤 했던 정책 중 하나이다.

지금 미국에서 벌어지고 있는 상황을 보면, 이러한 것이 막바지에 온 것이 아닌가 싶다. 현 미국 행정부는 심각한 국제적 불만을 야기하고 있을 뿐 아니라, 대부분의 시간을 테러리즘과 이라크에 허비하느라 공화당이 장악한 의회에서조차 미국이 당면한 주요 문제에 관한 정책을 주도하지 못했다. 미국 국민들은 이러한 것에 대해 매우 불만스럽게 여기고 있다. 문제가 단지 이라크나 국제적 위상, 즉 세계인의 눈에 비친 미국 행정부와 미국에 대한 경멸에 국한된 것은 아니다. 세계를 여행하는 우리는 그런 것으로 보고 느낀다. 미국에 대한 예의는 지켜지고 있지만, 미국의 위상이 10~20년 전과 같지 않다. 이라크와 국제상황, 그리고 이에 대한 논쟁은 한 단면일 뿐이다.

미국 국민들에게는 많은 문제가 있다. 이민 문제, 재산 및 소득 불평등의 문제가 있고 미국 업계와 워싱턴에는 부패 문제가 있다. 은퇴 준비가 제대로 되지 않아 불안을 느끼는 고령인구 문제도 있다. 의료비는 치솟는데 의료보험 체계를 합리적으로 정비하지 못하고 있다. 이 외에도 문제가 많다. 우리는 이러한 상황을 시장주의자 시각에서 뿐만 아니라 역사적으로도 생각해 보아야 한다. 본인이 보기에는 미국에 중대한 변화가 일어나려 하고 있는 것 같다. 이는 중대한 정책변화의 움직임이 정치에서부터 시작될 것이라는 의미다. 정책변화란 좋은 경우도 있고 나쁜 경우도 있다. 본인은 공화당이든 민주당이든 미국이 이러한 문제들을 해결하기 시작할 것으로 생각한다. 가령 불평등이나 지나친 자본주의 등, 이와 유사한 모든 문제가 2008년 미국 대선과 함께 마감될 것이다. 현재 민주당에서 두각을 나타내고 있는 후보인 힐러리(Hillary Clinton) 상원의원은 중도 쪽으로 가고 있다. 공화당의 선두주자는 맥케인(John McCain) 상원의원이다. 실패한 카터 정권의 여파로 레이건 대통령과 레이저노믹스에서 시작된 움직임이, 25년이 지난 이 시점에 미국의 역사에서 변화하려 하고 있다. 이러한 변화는 전 세계에 큰 파장을 가져오게 될 것이다.

질문 다가오는 한국의 대통령 선거가 금년도 한국경제에 어떤 변수가 되리라 보는가?

답변 죄송한 말이지만 본인은 한 나라의 정치문제, 특히 손님으로 가있는 나라의 정치문제에 대해서는 어떠한 언급도 하지 않는다. 이는 미국에서도 마찬가지이다. 아시다시피, 오늘 이 자리에서 본인이 언급한 것은 미국이 당면한 정책과제에 관한 것들이었다. 물론 본인도 큰 관심을 갖고 있다. 그리고 본인이 그러한 문제를 해결하는데 기여할 수 있기 바라지만, 미국에서는 쉽지 않은 일이다.

특정 후보 진영의 사람들이 본인을 찾아와 자기 진영의 후보를 공개적으로 지지해 줄 수 있는지 타진해오기도 한다. 하지만 본인은, “공화당 후보이든 민주당 후보이든 본인은 공개적인 지지를 해본 적이 없다. 정책을 통한 기여는 기꺼이 하겠지만 공개적 지지는 곤란하며, 금전적 기여는 사양하겠다.”라는 말로 대답한다. 즉, 특정 후보를 지지하지 않으면서 10,000~20,000 달러의 후원금도 내지 않겠다고 말하는 순간, 자신의 영향력은 사라져 버린다. 그리고 나면 해당 후보 진영에서 말도 안 걸어온다. 따라서 본인에게 영향력이 있는지 여부는 본인도 모르겠다.

질문 한국의 부동산 문제에 대한 귀하의 시각은 어떠한가?

답변 한국의 부동산 상황과 관련하여 해외에서 가장 많이 제기되는 의문은, 무슨 걱정인지 모르겠다는 것이다. 해외에서 볼 때, 특히 미국과 비교하면 한국의 부동산에 큰 문제가 있는 것으로 보이지 않는다. 이는 한국만의 독특한 문제이지, 중앙은행의 일반적 정책과제는 아니다. 미국을 비롯한 각국 중앙은행들은 재산가격에 초점을 두지 않는다. 대부분의 중앙은행들이 주로 하는 일은 금리인상이나 기타 정책을 통해 재산가격에 영향력을 행사하기 보다는, 재산가격이 경제에 어떤 영향을 미치는지 관찰하는 것이다. 물론 본인은 타당성의 근거가 무엇이던 간에 한국은행이 채택한 정책을 존중한다. 인플레이션을 사전에 예방한다는 전략은 매우 현명한 것이다. 인플레이션은 시간이 지날수록 상승하는 경향이 있으므로, 초기에 대처하는 것이 좋기 때문이다. 하지만 한국의 부동산 상황과 관련해 취해진 조치가 올바른 것이냐에 대해서는 논란의 여지가 있다.

질문 북한 상황에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

답변 첫 번째는 다소 실패했고, 두 번째로 있을지도 모르는 북한의 핵실험에도 불구하고 본인은 한국으로 오는데 아무런 두려움이 없었다. 본인의 한국인 지우(知友)들이 한국에 와도 아무 문제가 없다고 여러 차례 본인을 설득했기 때문이다. 핵실험은 북한을 통치하는 신사분(gentleman)의 국제적 관심을 끌기 위한 수단이며, 국제사회의 일원이 되고자 하는 자신만의 방식일 뿐이라는 것이 거듭된 한국인 지우들의 설명이었다. 북한 핵문제는 부시 행정부가 아직 해결하지 못한 중대한 과제가 분명하며, 전 세계의 지정학적 리스크 중 하나이다. 하지만 중동 내 잠재적 대치국면 및 점화력, 그리고 세계 각국 경제에 큰 영향을 미칠 수 있는 원유와 유가 등의 중동문제에 비하면 북한문제는 미약한 것으로 생각된다.

핵확산과 더불어 살아야 될 우리는, 전 세계 정치인들이 양식 있는 행동을 위한 연계망의 구성방법을 찾기만 바라야 할 것이다. 핵무기뿐만 아니라 대량살상용 무기에 대한 개발능력을 갖추고자 하는 국가들이 점점 많아지고 있다. 본인으로서는 이러한 점이 큰 걱정이며, 여러분들도 분명 마찬가지일 것이다. 하지만 본인은 북핵문제로 인해 이 지역에서 정치대국 간의 분열이 있을 것으로 보지 않는다. 특히 핵무기 사용의 치명성을 감안할 때, 핵무기를 개발, 배치, 사용 및 실험할 수 있는 나라가 점점 많아지는 상황에 국제사회가 어떻게 대처해야지는 중대한 과제이다. UN이 제대로 작동되었다면 이 문제는 UN에서 다루어졌을 것이다. 또한 미국이 훌륭한 리더십을 발휘할 수 있어서 국제사회가 효과적으로 대처하였다면 더 많은 진전이 이루어졌을 것이다.

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>