

2016 IGE/KITA Global Trade Forum

미국의 경제 · 정치 상황이 세계 경제에 미치는 영향

The U.S. in the Global Economy

Anne Krueger



앤 크루저 (Anne Krueger)

미국 존스홉킨스대학 국제관계대학원(School for Advanced International Studies, Johns Hopkins University) 수석 연구교수, 국제개발센터(Center for International Development) 수석연구원 및 스탠포드대학 경제학부 명예교수.

국제통화기금(IMF) 수석부총재(2001~2006), 스탠포드대학교와 듀크대학교 교수(1982~1986), 세계은행(World Bank) 경제·연구 담당 부총재를 역임함. 전미경제학회(American Economics Association) 회장을 역임한 후 현재 최고 연구위원으로 활동하고 있음.

오벌린칼리지에서 학사를 취득하고 위스콘신대학교에서 박사 학위를 수여 함.

미국의 경제 · 정치 상황이 세계 경제에 미치는 영향¹

The U.S. in the Global Economy

앤 크루거(Anne Krueger)

前 국제통화기금(IMF) 수석부총재

오늘은 세계 경제 속 미국의 역할에 대해 말씀드리고자 합니다. 미국 경제의 역할이 매우 중요하므로 미국 경제를 다루지 않고는 세계 경제를 논할 수 없는 데다 현재 세계 경제 상황이 미국에도 매우 중요하기 때문입니다. 이 두 가지를 분리할 수 없으므로 두 가지 모두 말씀드리고자 합니다. 어떤 면에서는 현재 상황이 다르기 때문에 세계 경제의 불확실성도 평소보다 많습니다. 현재 시장에서 나타나는 현상 중 일부는 현 추세로 떠받치고 있는 불확실성에 가깝다고 생각합니다.

세계 경제는 이미 갈림길에 서 있습니다. 이런 상황은 전대미문입니다. 제2차 세계대전 이후 미국은 세계를 주도하는 국가로 떠올랐습니다. 당시 미국의 실질 GDP는 세계 GDP의 1/4에 달했고, 달러는 엄청난 공급 부족에 시달렸으며 미국은 세계 금 보유량의 40% 이상을 차지하고 있었습니다. 이는 어마어마한 양입니다. 또한, 미국의 상품은 어디서나 수요가 많았습니다. 모든 곳에서 달러가 부족하다고 아우성이었습니다. 1940년대와

1 본 글은 2016년 3월 2일 "IGE/KITA Global Trade Forum"에서 앤 크루거 전 IMF 수석부총재가 강연한 내용을 녹취하여 정리·번역한 것으로 연사의 개인 의견을 밝혀둔다.

1950년대에 경상지수로나마 교환 가능한 화폐를 보유한 건 4개 국가뿐이었습니다. 더는 갈 곳이 없을 정도로 달러가 부족했고 미국의 지배적 위치는 확고했습니다.

그 후 몇 십 년간 세계 경제는 번영했고 미국 경제는 두 가지 방식으로 세계 경제를 이끌었습니다. 1) 미국 경제는 이미 상당히 양호한 상태에 있었음에도 불구하고 비교적 많이 성장했습니다. 2) 미국의 리더십과 정책 덕분에 세계 경제는 과거보다 더욱 나아졌습니다. 미국이 일시적으로 침체되었을 때, “미국이 재채기를 하면 세계는 감기에 걸린다.” 라는 말이 나오기도 했습니다. 즉, 미국의 (경제)상태는 미국 자체보다도 세계 경제에 더 큰 영향을 미친다는 뜻입니다. 미국 경제의 활동이 둔화되면 바로 뒤이어 세계 경제도 침체되었습니다.

지금은 예전과 달라졌습니다. 미국 경제와 다른 몇몇 국가들이 함께 회복되고 있음에도 세계 경제는 그대로이거나 성장하지 않습니다. 이제 세계 경제가 하나로 움직이지 않고, 어느 면에 있어서는 서로 경쟁하는 상황이 되었습니다. 이것이 현재 우리가 직면한 불확실성입니다.

미국의 리더십은 양자 관계에서 중요합니다. 이는 많은 국가, 특히 유럽에 매우 중요합니다. 그러나 GATT(관세와 무역에 관한 일반협정)나 국제통화기금(IMF), 세계은행(World Bank)의 창설에도 매우 중요한 역할을 했습니다. 지금은 세계무역기구(WTO)가 된 GATT는 국제무역을 급속히 자유화했고, IMF는 국제 금융과 환율을 조율하고 안정화시키는 기구로 창설되어 때

우 중요한 역할을 하고 있으며, 세계은행은 재건 및 개발을 지원합니다. 따라서 이 세 가지 기구는 미국의 통솔 하에 창설되었으며 당시에는 미국의 지배적 위치가 공고해서 미국 없이는 그 어떤 것도 실현될 수 없었습니다.

그러나 미국은 지배력을 유지하기 위해서가 아니라 세계 경제를 부양하기 위해 정책을 펼쳤습니다. 실제로, 세계 GDP에서 미국의 비중이 줄어든 것을 기뻐한 대통령이 여러 명 있었습니다. 미국의 경제 상황이 악화된 것이 아니라 다른 나라가 성장했기 때문입니다. 물론, 미국 경제의 지배력은 줄어들었습니다. 이는 대부분 미국의 정책 때문입니다. 마셜 플랜(Marshall Plan)과 유럽결제동맹(European Payment Union), 그리고 세계를 통합하고 성장을 복구하기 위한 그 모든 정책이 중요한 역할을 했습니다.

이제 유럽과 일본이 회복되었고, 한국을 비롯한 ‘아시아의 호랑이들’도 빠르게 성장했습니다. 미국의 지배력과 리더십은 유지되었지만 미국이 자본, 자유무역, 금융에서 차지하는 비중은 필연적으로 줄어들었습니다. 그러나 미국은 큰 영향을 받지 않았습니다.

2000년대까지 산출량과 무역이 다른 방향으로 움직였던 유의미한 시기는 별로 없었습니다. 전 세계가 한 방향으로 움직이며 다소 침체된 상태를 유지했습니다. 어떤 국가는 서서히 성장하거나 산출량이 감소했고, 어떤 국가는 산출량이 증가했습니다. 다른 국가보다 빠르게 성장하는 나라가 있기는 했습니다. 그럼

에도 불구하고 같은 방향으로 움직였습니다. 경제정책을 펼치는 국가는 상당히 탄탄했습니다. 호황기에는 더 많이 성장했고, 불황기에는 다른 나라보다 형편이 나았지만 호황기만큼은 아니었습니다. 그래서 이 시기에는 전 세계가 함께 나아갔습니다. 2000년대에 금융위기가 찾아온 이후로 최근까지는 그다지 다른 점이 눈에 띄지 않았습니다. 미국 경제의 지배력은 약해졌지만, 미국과 세계 경제는 함께 금융위기로 인한 침체를 겪고 회복하는 등 여전히 동조화를 유지했습니다. 그러나 지난 2~3년간 탈동조화 현상이 발생하기 시작했습니다.

지금은 예전과 상황이 매우 달라졌습니다. 미국과 일부 북유럽 국가, 캐나다, 호주, 뉴질랜드, 몇몇 개발도상국 및 신흥시장은 금융위기 이후 시작된 경제 팽창을 지속하는 듯합니다. 성장이 기대만큼 강하지는 않지만, 미국과 이 국가들은 성장을 유지했고 비교적 양호한 실적을 냈습니다.

반면, 지난 20년간 높은 성장을 달성했던 나라들은 더 큰 역풍을 맞고 있습니다. 중국의 성장은 확연히 둔화되었고, (경제)상황이 안정되었는지 혹은 성장이 조금 더 하락할지에 대한 의문이 많습니다. 브라질과 러시아 인도, 중국을 포함한 이른바 BRICs 국가들은 큰 어려움을 겪고 있습니다. 10년 전만 하더라도 이 BRICs 국가들이 세계 경제를 견인하는 것으로 여겨졌습니다. 이 나라 중 오직 인도만이 올해 둔화 없이 성장할 것으로 전망됩니다.

한편, 세계를 둘러보면 유럽은 엄청난 어려움을 겪고 있으며 매우 더디게 성장하고 있습니다. 그리스의 상황이 즉각적으로

위태롭지는 않지만, 여전히 위기로 발전할 만한 만성적 문제가 남아 있습니다. 우크라이나는 경제적, 지정학적으로 어려움을 겪고 있습니다. 유로존의 다른 나라에서 겪는 문제들도 해결되어야 합니다. 동유럽권에서 헝가리는 서양의 성장 모델에서 등을 돌렸습니다. 폴란드의 새로 선출된 정부 또한 헝가리의 뒤를 따르는 듯합니다. 폴란드는 동유럽 국가 중에서 가장 큰 성공을 이룩했습니다. 영국은 6월에 유럽연합 탈퇴를 묻는 국민투표를 실시할 것이고 그 결과가 어떻게 될지는 상당히 예측하기 어렵습니다. 그것만으로도 어마어마한 문제입니다. 게다가 난민 문제는 아직 언급하지도 않았습니다. 난민 문제는 매우 중요하며, 유럽과 유럽의 통합에 근본적 문제를 제기합니다.

세계 전망 또한 최소한 단기적으로는 그다지 희망적이지 않습니다. 중동 문제는 정치적이면서도 경제적인 문제입니다. 중동의 원유 수출국의 경우 유가 폭락으로 인해 전망이 매우 나쁩니다. 원자재 가격 하락 또한 사하라 사막 이남의 여러 국가들과 남미 국가들의 전망에 타격을 주었습니다. 남미에서 높은 성장을 누리던 칠레조차 성장이 둔화되었습니다. 새로운 아르헨티나 정부는 전대 정부에서 넘어온 중대한 경제 문제를 해결할 방법을 찾느라 고심 중입니다. 그 결과 우리는 역사상 처음으로 서로 반대되는 방향으로 나아가는 세계에 살고 있는 지도 모릅니다. 한쪽은 앞으로, 나머지 한쪽은 뒤로 말입니다.

한편으로는, 미국과 몇몇 국가의 경제 전망은 제가 말씀드린 것처럼 양호합니다. 그러나 다른 한편으로는 경제 전망이 좋지

않은 국가들이 많습니다. 적당히 나쁘지도 좋지도 않은 중간 정도로 성장하는 국가는 별로 없을 뿐더러, 그들의 단기 미래는 성장하는 국가들과 침체 혹은 성장이 둔화되는 국가들 간의 균형에 의해 크게 좌우될 것입니다.

먼저, 미국의 경제 전망에 대해 말씀드리고자 합니다. 미국 경제가 계속 성장하지 못하면 세계 경제 전망은 암울할 것입니다. 스칸디나비아 국가, 북유럽 국가, 캐나다는 스스로 성장의 모멘텀(momentum)을 이끌어 나갈 수 없습니다. 따라서 미국이 중요합니다. 미국 경제가 현재 성장 속도를 유지하거나 높일 수 있다면 세계 경제가 상당히 크게 개선될 여지가 있습니다. 미국의 단기 전망을 살펴본 후, 세계 경제에 매우 부정적 요소에 대해 자세히 살펴보도록 하겠습니다. 그 후 성장 세력과 침체 세력 사이의 균형에 대해 말씀드리고자 합니다. 그러나 가장 큰 불확실성은 세계가 겪고 있는 문제들이 미국 경제에 미칠 영향의 정도입니다. 지금 시점에서 이는 매우 중요합니다.

미국 경제는 예전보다 세계 경제에 훨씬 더 통합되었고, 부정적인 면 중 하나는 미국 경제의 하락 전망이 미국 내에서보다 세계에 더 큰 문제가 된다는 것입니다. 이것이 새로운 화두입니다. 왜냐하면, 이는 새로운 현상이면서 동시에 그 중요성이 증가하고 있기 때문입니다. 어떤 압력이 발생할지, 그 압력의 세기가 어느 정도일지를 평가하는 것은 어렵습니다. 그러나 하방 압력이 미국 경제의 성장을 둔화시킬 정도로 크다면, 세계 경제에는 매우 큰 악재로 작용할 것입니다.

미국의 전망에 대해 말씀드리겠습니다. 세계 금융 위기는 미국 경제와 금융시스템에 큰 타격을 입혔습니다. 미국의 실질 GDP는 정점이었던 2007년에서 바닥까지 내려갔던 2009년까지 3% 이상 하락했습니다. 그 이후 연평균 약 2.5%로 성장하고 있습니다. 대단히 좋은 편도 나쁜 편도 아닌 그 중간 정도입니다. 미국 경제는 많은 어려움을 겪었고, 그 결과 침체가 나타났습니다. 그래도 결과는 예상보다 훨씬 낙관적이었습니다. 미국의 부동산과 건설 호황이 주요 문제로 다시 발생했습니다. 오랫동안 보지 못했던 대단한 호황이었습니다. 사람들은 몇 년 보유했다가 매각할 목적으로 부동산을 사들였습니다. 계약금도 없었습니다. 때로는 부동산 가격의 105%나 주택담보대출(mortgage)을 받을 수 있었고, 심지어 원가격은 관심도 없었습니다. 거품에 가까운 높은 가격이 형성되었습니다.

건설은 정점일 때 단독으로 GDP의 7.8%를 차지했고 건설 산업에 사용된 자재와 다른 상품 및 서비스를 고려하면 그 비중은 더 높았습니다. 2000년대 초반에 과잉 건설이 많았기 때문에 이러한 활동은 상당히 줄어들 수밖에 없었습니다. 주택 건설은 2004~2005년 정점일 때 연 8,000억 달러 이상 기록했고 2009~2011년에는 절반 이하로 추락했습니다. 이 수준의 주택 초과 공급은 문제가 될 수밖에 없었습니다. 미국 전체가 고르게 타격을 받았던 것은 아닙니다. 어떤 지역은 다른 지역보다 더 큰 타격을 받았습니다.

건설업의 고용은 2006년 770만 명에서 2011년 550만 명의

로 하락했습니다. 지금도 정점이었던 2006년 수준에는 도달하지 못했습니다. 좋은 일일 수도 있습니다. 2006년 당시 건설이 과열되어 있었기 때문입니다. 주택의 잉여분을 흡수해야 하는데 서브프라임 모기지(subprime mortgage) 대출 상황 불능으로 여러 문제가 발생하자 건설 부문이 여러 해 동안 경제 활동에 하방 압력으로 작용했습니다. 그래서 제가 건설 부문의 큰 압력에도 불구하고 2.5% 성장이 그다지 나쁘지 않다고 말씀드린 것입니다. 반면, 설비 투자는 약 1/4만 하락했고 지적재산 상품은 거의 하락하지 않았습니다. 그러므로 미국 경제 활동의 저하는 온전히 건설 부문에서만 일어난 것은 아니었습니다. 물론 일부 건설 부문의 과급 효과가 있긴 했습니다. 그러나 대부분의 건설 부문이 미국 경제의 어느 부문에 대해서라도 가장 냉정한 힌트를 주는 역할을 합니다.

2010년에 이르러 설비 및 지적재산 상품에 대한 투자가 증가하기 시작했고 주택 건설은 더 이상 하락하지 않았습니다. 당연히 하락이 중단된 것만으로도 부정적 영향이 제거되어 경제에 도움을 주기 시작했습니다. 상승 국면이 시작된 것입니다. 그동안 과잉현상도 상당히 줄어들었고, 그 추세가 계속되었습니다. 그 후 몇 년간 경제 활동이 가속화 되었지만, 주택 건설은 과거의 성장 속도를 회복하지 못했습니다. 주택 과잉 현상은 일부 지역, 도시, 주에서 아직 남아 있고 지역적 불균형이 존재하지만, 2050년까지는 주택 시장이 사실상 정상화될 것으로 전망합니다. 어떤 지역에서는 주택 가격이 빠르게 상승하기 시작했고, 어떤 지역은 안정화되었으며, 어떤 지역은 여전히 하락하는 중입니다.

미국의 저점이 유럽보다 훨씬 빨리 찾아온 일부 이유는 연방준비위원회(Federal Reserve, 연준)가 양적완화(QE) 정책으로 위기에 재빨리 대응한 덕분입니다. 동시에 경제 회복이 시작되면서 부양책도 펼쳤습니다. 경제학자들 사이에서는 이 부양책의 중요성을 두고 의견이 분분합니다. 어느 정도 타당성이 있기는 하지만 큰 효과는 없었습니다. 그 이유는 여러 가지가 있습니다. 적재적소에 실행하지 못했고, 효과를 발휘하기까지 지나치게 오래 걸렸으며, 아무런 실효성이 없는 곳에 적용했기 때문입니다. 어떤 학파에서는 부양책이 침체를 완화했다고 주장합니다. 그러나 모두가 적어도 당시에는 양적완화가 중요한 역할을 했다는 점에 동의합니다.

최악의 상황은 모면했지만 유럽에서 그리스 위기가 터졌고 그리스를 둘러싼 혼란과 아일랜드, 스페인, 포르투갈의 위기가 겹쳐 그 때까지는 큰 충격을 받지 않았던 유럽 경제가 크게 둔화되었습니다. 그 후, 이런 일련의 문제로 인해 유럽은 더욱 하락했습니다. 유럽연합 내 다른 국가, 특히 이탈리아에서 뒤이어 위기가 발생하지 않을까 우려하면서 상황이 악화되었습니다. 유럽의 문제가 미국이 비교적 더디게 회복하는 데 일조했다는 것은 틀림없습니다. 그러나 미국은 유럽과 함께 침체되지 않고 다시 한번 역풍에 맞서 회복했습니다. 하지만 유럽이 얼마나 큰 영향을 미쳤는지 추정하기란 매우 어렵습니다.

아래 표를 통해 성장률을 기반으로 경제 위기 이후 주요 국가에서 어떤 일이 일어났는지 간단히 살펴보겠습니다.

보다시피 1995~2005년 미국의 평균 성장률은 3.4%입니다. 그 이후 평균 약 2.5%였습니다. 유로존의 성장은 견고하지 못했고 그 이후 미약한 상태입니다. 일본은 부진을 면치 못하고 있습니다. 영국은 완만하게 성장했고, 지난해에는 사실 미국보다 더 빠르게 성장했습니다. 그러나 현재 영국의 EU 잔류 여부 문제가 경제 활동에 위협을 주는 듯합니다. 보다시피 심지어 CIS (Commonwealth of Independent States, CIS) 국가들도 2005년까지는 4.2% 성장했습니다. 금융위기까지는 빠르게 성장했지만 그 이후로 다소 처졌고, 2015년에는 마이너스 성장을 기록했습니다. 대부분은 러시아 원유 때문입니다. 마지막으로 매우 빠르게 성장하던 중국은 2006년까지 자국 통계 기준으로 12% 성장했지만, 2011년 이후에는 6%대로 하락했습니다. 문제는 중국 경제의 향방입니다. 이제 빠르게 성장하는 국가와 느리게 성장하는 국가 간의 혼재된 양상의 경제 활동에 대해 다소 파악하셨을 것입니다.

Growth Rates of Real GDP 1996-2015
 (percent change)

	1995 – 2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Average										
U.S.	3.4	2.7	1.8	-0.3	-2.8	2.5	1.6	2.3	2.2	2.4	2.4
Euro Area	2.1	3.3	3.0	0.4	-4.5	1.9	1.6	-7	-5	.8	1.2
Japan	1.0	1.7	2.2	-1.0	-5.5	4.7	-.5	1.5	1.6	0.1	0.6
UK	3.4	2.8	3.4	-.8	-5.2	1.7	1.1	.3	1.7	2.6	2.7
CIS	4.2	8.9	9.0	5.4	-6.2	5.0	4.8	2.2	2.2	.9	-1.4
China	9.2	12.7	11.2	7.1	7.5	9.5	7.7	6.6	6.6	6.5	6.4

Note: 2015 numbers are preliminary

Source: Economic Report of the President, 2016

지난 1월 연준은 글로벌 금융위기 이후 처음으로 금리를 인상하기로 했습니다. 양적완화를 중단하고 재매입 프로그램을 시작했는데도 경제가 탄탄한 성장을 보이고 있기 때문입니다. 초저금리와 양적완화가 큰 영향을 발휘했고, 경기 회복에도 도움이 되었습니다. 그러나 저금리는 주가와 자산 가격을 상승시켰고, 경제 활동을 촉진하는 데도 기여했습니다. 기업은 대출을 필요로 하지 않았고, 대부분의 경우 주가가 그다지 높지 않았습니다.

이번 겨울에(2015년 말~2016년 초) 연준은 양적완화 정책을 되돌릴 시기가 왔다고 확신했고 첫 번째 금리인상을 단행했습니다. 이는 미국 증시가 폭락하는 데 기여했습니다. 주가가 과도하게 상승해서 조정이 필요하다고 생각하는 사람들이 많았습니다. 다소 주식시장이 안정을 찾은 듯합니다. 또한 연준이 올해 몇 차례에 걸쳐 금리를 인상하겠다는 뜻을 내비치자 즉각적으로 회복세가 주춤하는 징후가 나타났습니다. 그러나 이는 역전되는 듯합니다.

물론 금리인상은 완만했습니다. 그럼에도 불구하고 자산 가격 상황에 확실한 영향을 미쳤습니다. 그러나 대부분의 신호는 상당히 긍정적입니다. 2월에는 실업률이 하락했습니다. 미국의 전반적인 실업률은 4.9%로 유지되고 있습니다. 실업률 5%가 완전고용으로 간주되지만, 어떤 특정한 매직 넘버(magic number)가 존재하는 것은 아닙니다. 4.9%는 전체 실업률에 대해 그다지 걱정해야 할 만한 수치는 아닙니다. 대학 졸업생 실업률은 2.5%로 하락하였고 이는 지속 가능한 실업률보다 낮은 수치입니다.

소비자 부채는 상당히 하락했습니다. 사실, 지난해에는 유가 하락이 경제 부양 요소로 작용했어야 합니다. 유가 하락으로 인해 미국 가계당 사용할 수 있는 소득이 약 1,000달러 상승한 것으로 추정됩니다. 지금까지 본 통계에 따르면, 지난 분기까지 그 금액의 대부분을 저축하거나 채무 상환에 사용한 듯합니다. 소비자 저축이 증가했습니다. 이제 유가와 가스 가격 하락으로 인한 절약분이 수요에 영향을 미치는 듯합니다. 앞으로 긍정적인 요소가 또 나타날 수 있습니다.

Economical Indicators, American Economy

	Unemployment Rate (percents)	Price Indexes 2009=100	New Housing Starts (000)	Energy Consumer Price % change
2006	4.6	101.4	1,801	6.4
2008	5.8	102.0	906	29.6
2009	9.3	100.0	554	-43.1
2010	9.6	102.5	587	53.5
2011	8.9	104.2	609	13.9
2012	8.1	106.6	781	9.9
2013	7.4	109.0	925	1.7
2014	6.3	111.6	1006	-1.0
2016	4.9	113.1	na	-21.0

Source: Economic Report of the President, 2015

지난 1월 수치로 보면 무언가가 근원인플레이션(core inflation)을 상승할 것으로 나타났지만, 인플레이션은 여전히 저조한 듯합니다. 임금 상승 속도가 가격 상승 속도를 과거보다

큰 차이로 추월했습니다. 노동시장에서 수요가 늘어나면서 실질 임금이 상승했습니다.

이 모든 요소는 미국의 회복 모멘텀이 아마도 가속화되고 있다는 것을 암시합니다. 적어도 지금 현재 미국 상황으로 봐서는 부정적이지는 않을 듯합니다. 셰일 오일(shale oil)의 개발은 경제 성장을 촉진한 요인 중 하나입니다. 셰일 오일의 개발은 국내 투자와 프래킹(fracking) 활동으로 이어집니다. 에너지 가격 하락이 언제나 소비와 투자를 촉진하는 것으로 여겨졌지만, 이번에는 그렇지 않았습니다. 이러한 추정은 새로운 곳에서의 프래킹에 대한 투자가 하락과 매우 낮은 유가 때문에 매우 빠르게 줄어들었습니다. 지금 현재는 바닥 수준까지 내려간 듯합니다.

만약 그렇다면 미국에서 부정적 요소가 하나 더 사라지는 것입니다. 결론적으로 소비 지출의 상승은 소비자들이 더는 저축하려 하지 않는다는 뜻입니다. 또한, 에너지 부문에 대한 투자 하락세가 멈추어서 앞으로 긍정적으로 작용할 것이고, 미국 경제를 강화하는 데 더욱 큰 도움을 줄 것입니다.

단기적으로 미국 경제는 연간 약 2.5~3% 성장할 것으로 보입니다. 잠시 후 말씀드릴 불확실성과 세계적 영향을 제외하면 다소 비관적입니다. 단기적으로는 어느 정도의 주식시장 하락이 정상적인 조정의 범위를 벗어난 것인지에 의문이 있습니다. 미국에서 경제활동에 대한 규제 증가의 영향으로 생산성 증가율이 하락했을 지도 모른다는 우려에는 다소 근거가 있습니다.

그러나 그보다 더 큰 두 가지 불확실성이 있습니다. 현재 대통령 선거 캠페인에서 내건 공약 중 일부는 법안으로 발효된다면 성장에 막대한 장애를 가져올 것으로 보입니다. 일부 경제학자가 대통령 선거 캠페인에서 제안된 프로그램의 비용을 추산한 바 있습니다. 그 비용이 믿을 수 없을 만큼 높을 뿐만 아니라 아예 실행이 불가능한 프로그램들입니다. 또한 미국 재정의 장기 지속가능성에 관한 문제들도 있습니다. 마지막으로 미국 경제가 세계에서 발생한 부정적 충격을 견딜 수 있는지에 대한 상당한 의문이 있습니다.

그러므로 이 문제를 먼저 다루고, 추후에 불확실성과 장기적 문제를 다루도록 하겠습니다. 저는 미국 경제가 장기보다는 단기적으로 더 낙관적이라고 생각하기 때문입니다.

현재의 세계적 상황에 대해서 일부 문제를 좀 더 자세히 살펴볼 필요가 있습니다. 미국과 다른 나라들이 단일 블록을 이룬 것은 인상적이지만 금융위기 이후 유럽의 성장은 잘 봐준다 해도 부진을 면치 못하고 있습니다. 아일랜드, 스페인, 그리스, 그리고 포르투갈의 위기는 잘 알려져 있습니다. 통계를 본 사람이라면 누구나 이탈리아를 염려합니다. 이탈리아의 실질 GDP는 15~17년 전과 다를 바 없습니다. 게다가 공공부채는 이미 GDP의 130%를 차지하고, 상환 이자가 점점 상승하고 있습니다. 대부분 관측자들은 모든 것이 괜찮더라도 이탈리아가 EU의 상황에 큰 영향을 미칠 것으로 보고 있습니다. 현재 이탈리아는 GDP 대비 부채비율과 재정적자가 높기 때문에 적어도 단기적으

로는 성장 가능성이 없습니다. 다른 상황을 제외하고도 이탈리아의 상황이 EU와 유로존에 암운을 드리우고 있는 것은 누구나 알 수 있습니다. 물론 ‘다른 상황’ 도 상당히 그렇습니다.

지난해 마지막 분기에 이르러서야 그리스는 기초재정흑자에 도달했습니다. 6년간 위기를 겪은 후 이자 지출을 제외하고 남은 재정흑자는 겨우 GDP의 0.2%로 빈약했습니다. 그리스의 성장이 둔화되고 심지어 하락하면서 부채 부담이 다시 상승했습니다. 지금의 그리스가 단기에 GDP 대비 부채비율을 합리적인 수준으로 낮추기 시작할 가능성은 없습니다. 그러므로 그리스가 EU 내에서 최소한 한 번 이상 위기를 일으키지 않고 넘어갈 수 있다고 생각한다면 매우 낙관적인 것입니다. 그리스는 무언가 조치를 취해야 합니다. 현재 그리스 상황은 매우 만성적이고, 이대로 지속될 수 있는지 확실하지 않습니다. 현재 IMF 팀이 그리스를 떠났고 3월 초까지는 돌아오지 않을 것입니다. IMF는 그리스가 지키기로 한 약속을 지키기 전까지는 다음 분할발행(tranche·트랑슈) 대출을 해주지 않겠다고 했습니다. 그리스가 할 수 있을지 없을지는 아무도 알 수 없습니다. 이것은 그 어떤 이성적인 사람도 알아낼 수 없는 문제입니다.

그러나 유럽 경제 전체에 대한 가장 큰 위협은 이주자 위기입니다. 이주자 문제가 유럽에 미치는 장기적 영향은 긍정적일 것입니다. 유럽의 인구와 노동력이 현저히 감소하고 있기 때문입니다. 모든 증거들이 이민자가 유럽인보다 평균적으로 생산성이 높고 복지 혜택을 덜 받는다는 것을 보여줍니다. 그러나 단

기적으로는 경제적, 정치적으로 와해를 가져옵니다. 정치적으로 이주자 위기가 유로존뿐만 아니라 EU 전체의 구조를 파괴하고 있습니다. 지금처럼 국경을 폐쇄하면 쉥겐조약(Schengen Agreement)을 포기하게 될 것이라고 생각하는 관측가가 많습니다. 쉥겐조약을 포기하면 이미 체결된 다른 통합 관련 조약도 해체되기 시작할 수 있습니다.

설상가상으로 동유럽 정치는 지난 15년간 성공을 이룩할 수 있도록 지원했던 경제정책에서 이탈하고 있습니다. 헝가리가 최악이지만, 어떻게 보면 가장 충격적인 것은 폴란드입니다. 왜냐하면 폴란드가 동유럽 국가 중에서 가장 성공적으로 변화(transition)를 이끌었고 그동안 도입한 정책을 한동안 잘해나가고 있었기 때문입니다. 그러므로 심지어 동유럽 지역에도 불확실성이 있습니다. 우크라이나와 러시아 사이의 내전과 그에 개입된 모든 국가들에 대해서는 제가 언급할 필요조차 없습니다.

그것이 충분한 경고가 됐다면, 잘해오고 있는 국가의 하나가 영국입니다. 통계 수치가 상승했습니다. 그러나 국민들에게 EU 탈퇴 여부를 묻는 올해 6월에 있을 국민투표 결과가 굉장히 중요합니다. 대부분 분석가는 만약 EU에서 탈퇴하는 브렉시트(Brexit) 쪽으로 결론이 나면 영국뿐만 아니라 유럽 대륙에 엄청난 부정적 영향을 미칠 것으로 믿고 있습니다. 이렇게 된다면 스코틀랜드 독립에 대한 국민투표뿐 아니라 웨일스와 북아일랜드까지 독립에 대한 국민투표를 하겠다고 나설 수 있습니다. 브렉시트 국민투표에서 부정적인 결과가 나오면 빠르게 성장하던

나라들의 전망도 그리 좋지 않게 됩니다. 승부를 점치는 사람들은 EU 탈퇴로 결론이 나지 않을 것이라고 하지만 찬성과 반대가 매우 근소한 차이입니다. 30대 70이 아니라 47대 53 정도를 예상합니다. 이런 수치들은 변동합니다. 물론 저는 영국이 EU에서 탈퇴할 것이라는 의견을 냈다고 인용되고 싶지는 않습니다. 영국이 EU를 탈퇴할 것이라고는 생각하지 않지만, 매우 아슬아슬해서 우려를 자아내고 있으며, 현재의 불확실성에도 영향을 미칩니다.

유럽은 물론 크기 때문에 (유럽의) 성장이 부진하면 미국은 물론 세계 모든 곳의 경제 활동도 침체됩니다. 사실, 여러 미국 기업의 수익보고서에 따르면 미국에서 수익이 하락했다고 합니다. 유럽이 세계 시장에서 미국 기업의 수익에 커다란 하방압력으로 작용했습니다.

정치적 어려움, 부적절한 경제정책, 저유가가 겹쳐 중동의 전망도 마찬가지로 호의적이지 않습니다. 2000년대 하반기에 유럽에서 가장 빠르게 성장했던 터키는 부적절한 정책, 엄청난 수의 이웃국가(중동)의 난민 유입, 기타 인플레이션 압력으로 인해 어려움을 겪고 있습니다. 제가 마지막으로 확인했을 때 터키의 경상수지 적자는 GDP의 10%까지 상승한 상태였습니다. 지난 세기에 어느 정도 긍정적인 부양이 있었는데 급격히 반전을 겪은 또 하나의 국가이기도 합니다.

러시아가 추진한 개혁이 충분히 오래 지속되지 않았기 때문에 건전한 비천연자원 부문이 개발되지 못했습니다. 원유와 천연가

스가 여전히 러시아 전체 수출의 80% 이상 그리고 GDP에서 막대한 비중을 차지하고 있습니다. 러시아 역시 유가 하락으로 큰 타격을 입었습니다. 러시아 루블화 환율은 1년 만에 70%까지 평가 절하되었고, 이는 엄청난 수준입니다. 2003~2010년 사이에 급속히 상승했던 생활수준도 2001~2003년 수준으로 하락하여 그동안의 상승분이 모두 상쇄됐습니다. 러시아의 2016년 실질 GDP 성장률 전망은 0%에서 -5.0%까지 분포되어 있습니다. 제가 본 예측 보고서 어디에도 플러스 수치는 없었습니다. 정부가 경제에 개입하고 통제를 강화하고, 이전의 개혁 정책을 제거하는 성향을 보인 것이 일부 원인입니다. 그러나 큰 원인은 유가입니다.

중국도 마이너스 성장 위험이 없는 듯합니다. 그러나 앞서 누군가 지적했듯이 10~12% 성장하다가 갑자기 5~6%로 하락하면, 경제 성장률이 3%에서 -3%로 하락한 것만큼이나 경제가 침체됩니다. 이는 미국도 겪었던 일입니다. 그러므로 중국의 성장 둔화는 한국을 포함한 전 세계에 영향을 미칠 것이고 이미 영향을 미친 요인이 되었습니다. 심지어 미국도 영향을 피해가지 못해 대중국 수출이 다른 나라처럼 하락했습니다. 일부 분석가들은 부실채권(Non-Performing Loans)으로 인한 금융 시스템 위기도 발생할 가능성이 있다고 생각합니다. 이 경우, 상황이 더 나빠질 수 있습니다.

5~6% 성장이 문제가 아닐 수도 있습니다. 성장률이 더욱 하락할 가능성이 높습니다. 그러나 이런 상황이 아니더라도 중국

은 예전에는 철, 철강, 구리, 알루미늄, 시멘트 등의 원자재를 사용한 사업과 투자에 의존해서 성장했지만 이제는 여기서 벗어나 원자재 집약도가 떨어지는 성장 패턴으로 이행하고 있습니다. 국내 생산능력 하락과 함께 이미 원유와 철강을 포함한 원자재에 대한 중국의 수요가 전 세계적으로 하락했습니다.

기껏해야 2016년 중국이 세계 경제 성장에 미치는 영향은 부정적이지는 않을 것입니다. 그러나 2015년에 비해서는 부정적일 것입니다. 성장률은 대략 비슷할 수 있습니다. 그러나 다른 한편으로는 더 나빠질 수도 있습니다. 중국 당국은 성장률을 6% 대로 유지하려면 개혁을 지속해야 할 필요성에 직면했습니다. 정치적으로는 어려워 보입니다. 지난 6~8개월간 정책 변화가 부드럽게 이뤄지지 않고 있다는 징후가 포착됐습니다. 이는 현재 중국 당국이 마주한 어려움이 반영된 듯하며, 중국 당국은 경제를 더욱 효율적인 방향으로 이끌어가고자 하는 것 같습니다.

일본의 상황은 그나마 조금 좋습니다. 다소 성장하기는 했지만 최근 발표된 수치는 그다지 양호하지 못했습니다. 최근 보고서에서는 좋은 전망이 나오지 않았습니다. 올해 일본이 세계 경제에 부정적 요소로 작용하지는 않겠지만, 세계 경제를 부양할 가능성도 적습니다. 기껏해야 중립에 그칠 것입니다.

제가 알기로 한국은 중간 정도성장률을 보이고 있습니다. 따라서 괜찮기는 하지만, 대단하지는 않습니다. 세계적 상황에 따라 올해 성장률이 결정될 것입니다.

남아시아 전망은 조금 더 낮습니다. 인도 정부는 올해 경제 성장률을 약 7.5%로 예상합니다. 정부 통계에 대한 의문도 있지만 그 정도 성장률을 달성한다면 올해 인도는 전 세계에서 규모가 있는 경제 중 가장 빠르게 성장한 국가가 될 것입니다. 그러나 성장률은 작년과 비슷할 것입니다. 따라서 인도는 세계 경제에 작년에 비해 더 크게 기여하지는 않을 것입니다. 어느 정도 기여할 수 있겠지만, 그다지 많지는 않습니다. 물론, 특히 세계 경제의 영향으로 예상한 성장률마저 달성하지 못할 가능성도 있습니다.

브라질 또한 심각한 문제를 안고 있습니다. 브라질 대통령은 경제 활동에 상당히 해로운 일련의 간섭주의 경제정책을 포용하였습니다. 앞서 경제를 개혁하고 성장을 가속하기 위한 노력은 역전되었고, 최근 발견된 거대 해저 유전은 대부분의 잠재력을 잃었습니다. 대통령이 모든 시추 활동에 브라질산 장비를 사용해야 한다는 대통령령을 발표했지만 브라질의 누구도 장비 제조 방법을 모릅니다. 브라질에서 직접 장비를 생산하는 비용이 높는데 반해 생산성은 높지 않을 것이라는 추산이 있습니다. 물론, 브라질은 중남미에서 경제 규모가 가장 큰 국가입니다.

중남미의 또 다른 거대 경제인 베네수엘라는 한동안 침체를 겪고 있으며, 언젠가 위기를 겪을 가능성이 큼니다. 기적적으로 매우 빠르게 개혁을 추진하는 정부가 정권을 잡지 않는 한 위기가 오는 것은 시간문제입니다. 중남미의 스타 경제인 칠레는 전처럼 잘나가지 못합니다. 첫 번째 임기를 수행 중인 대통령이 브라

질 대통령들처럼 앞서 추진했던 경제정책을 역행한 것도 한 원 인입니다.

콜롬비아와 멕시코는 다른 대국보다는 비교적 잘해나가고 있습니다. 아르헨티나는 새 정부가 들어서서 형편없는 경제정책을 되돌리는 데 소기의 성과를 거두었기 때문에 회복세로 들어설 수도 있습니다. 그러나 이러한 회복은 올해 당장 큰 변화를 일으킬 정도는 아니겠지만 마이너스 성장은 하지 않을 것이므로 다행입니다.

이제 처음에 말씀드렸던 결론에 다다랐습니다. 세계의 절반은 침체되고 있고 나머지 절반은 성장하고 있습니다. 정확히 반반은 아니겠지만, 세계가 두 방향으로 움직이는 것은 맞습니다. 각 국가의 전망이 일치하지 않습니다. 미국, 북유럽, 그리고 몇몇 다른 국가의 성장률 전망은 만족스럽습니다. 하지만 대부분이 상방보다는 하방 위험이 더 큼니다. 여기서 중요한 문제는 ‘미국이 세계 경제의 성장 둔화에 따른 부정적 영향을 어느 정도 받을 것인가?’ 입니다. 저를 비롯한 그 누구도 답을 알 수 없습니다. 저는 이것이 미국의 경제 활동에 드리운 커다란 불확실성이라고 생각합니다.

미국의 수출과 수입은 다른 국가에 비해 자국 GDP 비중이 훨씬 적습니다. 가령 수출이 10% 하락한다면 다른 국가에서는 수요가 3% 하락하는 것과 같겠지만 미국은 1% 정도 하락할 것입니다. 무역 비중이 크지 않기 때문에 무역이 직접적으로 미치는 영향은 예측만큼 크지 않을 것입니다. 지난 해 말 미국 상품 수

요가 10% 하락하면서 수입도 동반 하락했는데, 실제로 미친 영향은 0.25%뿐이었습니다. 보통 4분기에 경제 성장률이 하락하는데, 지금까지 눈에 띄게 큰 하락은 없었습니다. 예상과 비교해도 하락폭이 크지 않았고, 그 점을 생각하면 다소 희망이 있습니다. 미국 수출에 대한 중국의 수요가 20% 더 하락한다고 해도 미국에 가해진 하방 압력에 0.25%p도 추가되지 않을 것입니다. 그러므로 희망을 가질 이유가 있습니다.

아마도 금융 부문이 더 문제일 것입니다. 특히, 그리스, 쟁쟁 조약, 이주자, 브렉시트 등의 이유로 유럽이 더 큰 어려움에 빠질 경우 더 문제가 됩니다. 아마 앞으로 몇 년간 미국에서는 실물보다는 금융이 더 취약할 것입니다.

미국의 경제 전망에 대한 저의 입장은 합리적 낙관론입니다. 그리고 세계 경제 성장률이 다소 하락할 수도 있다고 봅니다. 그래서 세계 경제가 3.5% 정도 성장하지 못할 것이라고 생각합니다. 그러나 세계 경제 성장률 하락이 미국 경제를 억누를 정도로 큰 영향을 미치지 않을 것으로 생각됩니다. 성장 가속력이 다른 힘만큼 크리라 생각하지만, 세계 경제 전체를 회복세로 되돌릴 만큼은 아닐 것입니다.

우선, 우리가 할 수 있는 일은 세계에 영향을 끼치는 부정적 힘을 상쇄하는 것입니다. 이미 어려움을 겪고 있는 국가들은 미국이 침체에 빠지면 더 큰 어려움을 겪게 될 것입니다. 이 현상은 이와 비슷한 환경에 처해 있는 국가에 매우 심각한 문제가 될 것입니다. 미국이 2.5% 성장을 달성한다면, 적어도 성장 발판을

제공할 수는 있습니다. 제가 언급한 국가 대부분은 어떤 식으로든 구조개혁을 위한 국내 경제정책이 필요합니다.

유럽에서는 은행 부문, 금융 통합, 생계조약, 헝가리와 폴란드를 포함한 제가 언급한 문제들이 모두 잘못된 방향으로 가고 있습니다. 이 모든 것은 케인즈식(Keynesian) 정책으로 해결할 수 있는 문제가 아닙니다. 그게 문제가 아니기 때문에 효과가 없을 것입니다. 브라질의 침체는 원자재 탓이 조금 있지만, 총수요 측면에 아니라 구조개혁 관련 경제정책에 문제가 있습니다. 러시아와 중국도 마찬가지로 개혁의 필요성이 커지고 있습니다. 세계를 살펴보면, 중동도 정치적 문제가 있습니다.

아까의 질문에 간단한 답변을 드리자면, 미국 경제는 세계 경제를 주도할 것입니다. 그렇지 않을 때보다 상황이 덜 나쁠 것입니다. 미국의 경제는 안정적이고 성장도 하겠지만 세계 경제에서 발생하는 부정적 영향을 극복할 정도는 아닐 것입니다.

제가 단기에 집중한 이유는 불확실성이 많기 때문입니다. 단기를 볼 수 없다면 어떻게 장기를 전망할 수 있겠습니까? 하지만 주목해야 할 만한 문제가 몇 가지 떠오르고 있습니다. 현재 상황에서 위험한 점은 단기를 보느라 장기적 해결책을 무시한 나머지 너무 늦거나 고통스럽게 실행해야 할 수도 있다는 것입니다.

첫째, 미국이나 유럽, 다른 여러 국가에도 마찬가지로 GDP 대비 공공부채가 높은 나라가 매우 많고 인구 전망을 고려했을 때 어떤 조치가 없다면 이는 더욱 악화될 것입니다. 미국이 좋은

사례입니다. 2000년 미국의 공공부채는 GDP의 약 35%였지만 이제는 계산 방법에 따라 65~70%를 육박합니다. 지금의 복지, 세무 계획상의 현재의 지출과 예상 성장률이 바뀌지 않는다면, 의회예산국(Congressional Budget Office, CBO)이 예상한 공공부채 수치는 2025년에 100%를 넘게 될 것입니다.

일본이 할 수 있었으므로 미국도 가능하겠지만 저라면 그런 위험은 감수하지 않겠습니다. 분명, 경제 활동의 발목을 잡을 것이고 그 정도의 부채 수준이라면 금리는 틀림없이 상승할 것입니다. 이 모든 것이 성장에 부정적 영향을 미칩니다. 지금 어떤 해결책을 실행하거나 해결할 계획을 세우는 것은 신뢰할 수 있고 지속될 것입니다. 그리고 미국과 세계 경제의 장기 전망에 중요합니다.

부채가 많은 다른 나라도 마찬가지입니다. 일본은 오랫동안 매우 큰 부채를 성공적으로 관리해왔습니다. 부채 대부분을 일본 국민이 보유하고 있고, 해외에서 보유한 부채가 적은 덕분입니다. 모두 엔화 부채입니다. 그러나 미국은 순부채의 절반을 외국인이 보유하고 있기 때문에 앞으로 발생할 상황과 해결 방법이 일본과는 다를 것입니다. 하지만 이는 많은 위험 중 하나에 불과합니다.

둘째, 무역입니다. 무역은 언제나 머리기사에는 오르지 못하지만 실제로는 상황이 매우 안 좋습니다. 도하 라운드(Doha Round)는 아직 완결되지 않았는데, 그 자체만으로도 세계 신흥 경제에 부정적 영향을 미칩니다. 무역과 서비스 그리고 농업을

자유화하고 통합할 수 있다면 앞으로 큰 이익을 얻을 수 있을 것입니다. 서비스가 더 중요하기는 하지만, 농업이 중요하지 않은 것은 아닙니다. 하지만 우리가 현 정책을 유지하고 아무런 조치도 취하지 않는다면 보호주의 압력이 증가할 가능성이 큼니다. 지난 60년간 성장을 견인한 주요 추진력은 무역자유화였습니다.

서비스가 가난한 나라를 제외한 거의 모든 국가에서 제조업보다 더욱 빠르게 성장하고 있고, 서비스가 지난 수년 간 상품과 서비스 교역에서 차지하는 비중이 점점 더 커지고 있으며, 자유화에 따른 서비스의 효율이 향상될 가능성이 매우 크기 때문에 이 기회를 놓치는 것은 장기적으로 전 세계에 비극이고 세계 경제의 성장에 부정적 영향을 미칠 것입니다.

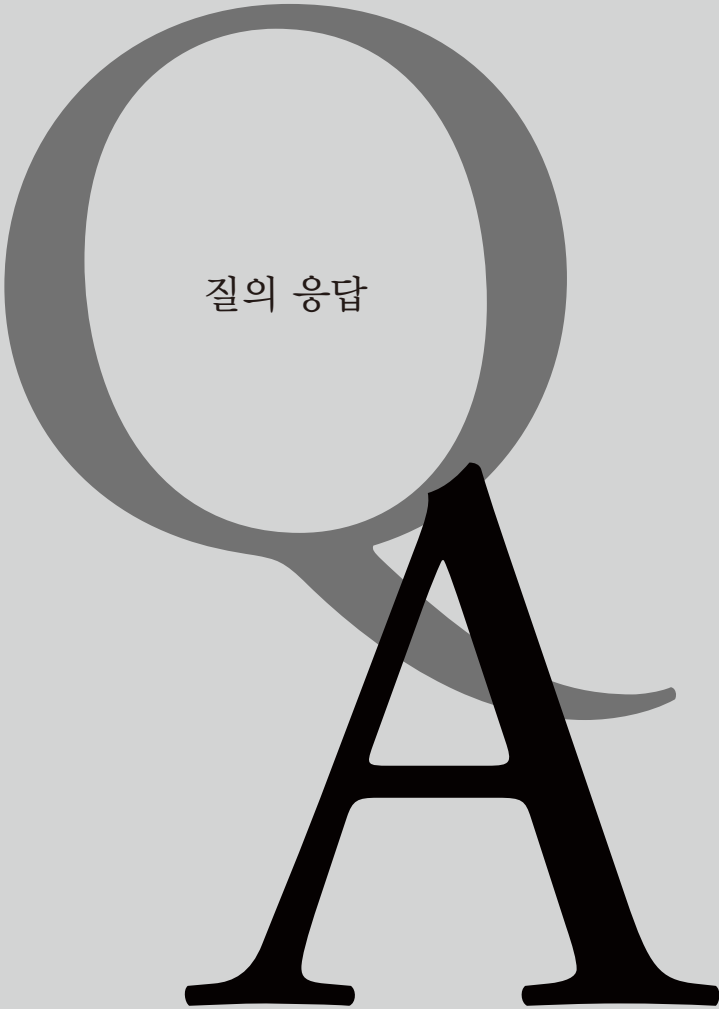
설상가상으로 미국의 리더십도 문제입니다. 미국은 GATT, 세계무역기구(WTO)와 무역자유화를 주도했지만 지난 몇 년간은 그 역할을 전혀 하지 않았습니다. 미국은 점점 더 보호주의로 기울고 있습니다. 저는 다른 나라가 나서야 한다고 생각합니다. 특히, 세계 경제의 자유화로 많은 혜택을 본 한국과 같은 나라들이 미국의 리더십을 추구하고 WTO에서 리더십을 발휘하는 데 더욱 적극적으로 나서야 합니다. 국내에서 다소 고통을 감수하더라도 일이 진척되도록 힘써야 합니다. 무역에서 발생하는 위험은 눈에 보이지 않고, 구체적이지 않기 때문입니다. 무역자유화를 해결하지 못한 채로 시간이 지나고 무역에서 서비스 비중이 커지면 심각한 문제가 될 것입니다.

셋째, 지정학적 위험이 엄청나게 큼니다. 아시아뿐만 아니라

우크라이나, 동유럽, 중국, 그리고 미국에도 존재합니다. 이 모든 것이 경제 전망을 짓누릅니다. 저는 변동성에도 일부 원인이 있다고 생각합니다.

마지막으로 미국 선거 결과가 중요합니다. 이번 선거가 평소보다 경제 전망에 더 중요한 이유는 일부 후보자들이 공약으로 내건 경제 프로그램이 경제적으로 바람직하지 못하거나 순수하게 예산상의 이유로 실천할 수 없기 때문입니다. 미국 대학교육 무료화는 연간 GDP의 5%가 비용으로 들어갑니다. 우리는 이미 부채에 시달리고 있는 상황인데, 정말 그럴 수 있을까요? 못합니다. 그런 공약이 이긴다면, 대학 시스템이 붕괴하리라 생각합니다. 당연히 그 공약은 실현될 수 없다고 생각합니다. 공화당 후보들은 세금 삭감을 늘리겠다고 공약했습니다. 그러면 지금보다 재정적자에 더 큰 구멍이 생길 것입니다.

제가 (경제 전망에 대해) 낙관주의자일까요, 비관주의자일까요? 아주 빨리 끔찍하게 잘못되는 일은 없을 것이라고 생각하기 때문에 낙관주의와 비관주의의 사이 어디쯤에 있습니다. 아직 조치를 취할 시간은 있습니다. 제가 언급했던 브라질, 인도, 터키, 러시아 등의 국가 중 몇몇이 경제 성장을 억누르는 경제정책을 되돌리기 희망합니다. 그렇게 된다면 큰 도움이 될 것입니다. 그 외에 영국과 미국의 정치적 불확실성이 해결되고 나면 우리를 괴롭히는 장·단기 문제를 살펴보고 해결에 나설 기회가 있으리라 생각합니다.



질의 응답

Q 저는 앞으로가 걱정입니다. 제2차 세계대전 이후 75년 간 이룩한 엄청난 성장은 빌린 돈 덕분이었다는 냉소적인 주장이 있습니다. 각국이 국가 부채를 확대했습니다. 이제 대부분 국가에게 의지할 수 없는 시점에 이르렀습니다.

그와 동시에 경제는 재정정책과 통화정책에 따라 관리되었습니다. 통화정책에서는 금리를 낮추어서 경제를 부양했습니다. 이제 제로 금리 영역에 들어섰기 때문에 이 도구는 사용할 수 없습니다. 따라서 경제를 통제하는 두 가지 주요 도구를 사용할 수 없게 되었습니다.

즉, 지금 우리는 성장 엔진도 없고 통제 메커니즘도 없는 상황입니다. 뛰어난 경제학자로서 미래를 어떻게 보는지 그리고 이 문제를 어떻게 관리할 수 있겠습니까?

A 먼저, 질문자의 말씀에 대부분 동의합니다. 제가 언급했던 불확실성에 포함되는 문제이고, 이 문제는 중요합니다. 저는 통화정책이 한계에 봉착했다고 생각하지 않습니다. 특히, 연준은 다시 자산을 매입하고 있습니다. 아직은 약간 여유가 있습니다.

재정적 측면에서는 여러 가지 조정이 가능하고 단기적으로는 다소 여유가 있습니다. 상황이 빠르게 반전될 것입니다. 제 생각이 옳다면, 미국은 향후 1~2년은 강한 성장세를 보일 것입니다. 일부 문제는 사라지지 않더라도 다소 완화될 것입니다. 그 점에서 이 문제에서 만큼은 시간이 우리 편입니다.

우리의 성장 동력이 한계에 다다른 것일까요? 아니라고 생각합니다. 미국에서는 인프라가 지나치게 악화되도록 방치했다는 데 이견이 없습니다. 인프라에 대한 공공지출을 늘릴 여력이 조금 남아있고, 이는 생산적이면서도 모든 것을 부양할 것입니다. 다른 문제도 있습니다. 에너지 가격 하락은 분명 경제 활동을 촉진합니다. 에너지 가격이 상승한 후 1973년에 얼마나 어둡고 암울한 전망이 쏟아졌는지 기억해 보십시오. 과거와 달라진 점이 있다면, 프래킹(fracking) 투자입니다. 중간에 멈출 수는 없기 때문에 적어도 한동안은 프래킹 기술이 하락세를 다소 상쇄할 것입니다. 하지만 그런 상쇄 효과도 끝이 온 듯합니다. 모두의 예상을 깨고 다소 큰 부양이 발생하리라 생각합니다.

또한, 질문자의 의견에는 동의하지만 좀 더 자세히 설명하겠습니다. 부국과 신흥시장에서 노동시장에 대한 규제가 생산성을 앞지른다는 증거가 점점 더 늘고 있습니다. 우리는 완전히 자유로운 노동시장을 원하지 않습니다. 고용주가 아무나 해고해서는 안 되겠지만, 노동시장 경직성은 문제입니다. 선례가 독일입니다. 독일은 2000~2002년 큰 어려움을 겪고 있을 때, 슈뢰더(Schroeder) 총리의 노동시장 개혁으로 고통스러워했습니다. 지금은 독일 경제가 얼마나 탄탄한지 누구나 알고 있습니다. 왜냐하면 독일은 개혁에 성공했고 유연성을 높였기 때문입니다. 노동시장 규제가 악영향을 미치기 시작해서 부정적 압력을 경험한 국가가 많이 있습니다. 노동시장 규제의 악영향은 매우 부정적인 변화를 일으킵니다. 제 생각에 다음에는 노동과 관련해서 큰 압력이 올 것입니다. 지금보다 노동시장의 유연성이 개선

되어야 한다는 것을 깨달을 것입니다. 노동자에게 유리하게 노동시장을 바꾸거나 재훈련 프로그램을 도입해야 할 수도 있습니다. 이러한 조치는 생산성을 높이는 동시에 노동시장이 원활하게 기능할 수 있도록 합니다.

대부분 국가에서 반드시 개혁해야 할 것은 토지 규제입니다. 토지 규제가 문제를 일으키는 나라가 많습니다. 인도가 좋은 예입니다. 인도는 토지 규제 문제가 매우 심각해 수익을 낼 수 있는 투자를 내팽개치고 있습니다. 도쿄도 마찬가지입니다. 일본의 토지시장이 어떤지는 모르겠지만, 차로 도시를 돌아다니다보니 200년 전에 지어진 건물들이 보입니다. 여기에 문제가 있습니다. 구조개혁은 나라마다 다릅니다. 모든 국가가 같을 수는 없습니다.

현실적 수준에서 최저임금을 정하는 것은 좋은 일입니다. 최저임금이 너무 높으면 매우 문제가 됩니다. 임금의 현실적 수준은 국가마다 다릅니다. 그러므로 구조개혁에 더 관심을 기울여야 합니다. 특히 유럽에서 주류를 이루는 케인즈식(Keynesian) 주장은 총수요를 늘려야 한다고 하는데, 이는 잘못된 생각입니다.

Q GDP 대비 공공부채가 지나치게 높고 더욱 악화되고 있다고 말씀하셨습니다. 미국의 공공부채도 상승하는 추세입니다. 그러므로 장기적으로는 장기금리가 상승할 것입니다. 그러나 10년 만기 미국 국채 수익률을 보면, 약 30년간 꾸준히 하락하고 있습니다. 현재는 약 1.7~1.75%에 불과합니다. 이런 장기적인 하락세가 5~6년 후에 반전될 것이라고 생각하십니까?

A 솔직히 말해서 모르겠습니다. 제가 알았더라면 그 정
보를 거액에 팔았을 것입니다. 제 감으로는 지금으로부터
5년 후에는 미국의 주도하에 명목 및 실질금리가 높아져 있
을 것 같지만 증거는 없습니다. 미국이 비정상적인 침체를 겪은
이유는 건설부문의 지나친 과잉 때문입니다. 시장은 거의 정상
화되었지만 아직 과잉 부분이 남아 있습니다. 금리에서 약간의
상방 압력은 계속되리라고 생각합니다.

Q 저는 중국에 대해 질문하고 싶습니다. 위안화가 매일
같이 하락하고 있고, 대부분이 중국에서 일어나고 있는
급속한 자본유출에 대해 우려하고 있습니다. 중국의 부채비율이
높기 때문이 아닌가 합니다. 요즘은 중국의 과잉설비가 가장 큰
문제가 됩니다. 그러므로 중국이 이런 높은 부채비율을 어떻게
관리하고, 주식시장을 비롯하여 약화된 외환시장을 어떻게 해결
할 것인지 박사님의 의견을 듣고 싶습니다.

A 저는 중국 전문가가 아니지만 몇 가지만 말씀드리겠습니다.
아직 중국의 GDP대비 부채비율이 매우 높다고는
생각하지 않지만, 그럴 가능성도 있습니다. 현재는 아직 그 정도
로 높지 않습니다. 부실채권이 증가하는 것이 더 큰 문제 같은데,
조만간 악영향을 미칠 것입니다. 부채시장보다는 은행 시스템에
서 문제가 나타날 가능성이 큼니다. 위안화가 평가 절하되고 있
고, 자본이 유출되는 것은 사실입니다. 현재 매월 1,000억 달러
가 빠져나가는 것으로 추정됩니다. 중국이 이 자본을 붙잡을 수
단이 있는 지 그리고 자본을 붙잡아야 하는 지가 문제입니다.

중국 당국은 벌써 오랫동안 줄타기를 해왔습니다. 경제가 복잡해지면서 실수할 가능성이 커졌기 때문입니다. 중국은 지금까지 어느 한쪽으로 치우치지 않게 나아가는 길을 잘 찾았습니다. 중국은 부채를 잘 관리해왔으므로 다시 해낼 수 있기를 바랍니다. 그러나 경제 규모가 커지고 복잡해지면서 문제가 더욱 복잡해지고 있습니다.

그러므로 저는 이 질문에 답할 수 없지만, 중국 당국도 답할 수 없을 것이 분명합니다. 분명, 중국 당국이 문제를 해결하려고 시도하겠지만, 일부 근본적 개혁부터 해결해야 합니다. 아시다시피 중국의 특정 집단에서 정치적 저항이 상당히 강합니다. 중국이 민주주의 국가는 아니지만 정치적 압력이 있습니다. 중국은 앞으로 몇 년간 힘든 길을 가게 될 것입니다. 중국 당국이 개혁을 추진하거나 은행 문제를 해결한다면 도움이 될 것입니다. 어떤 식으로든 통제를 강화한다면 자본 계정에는 도움이 되지 않을 것입니다. 이전처럼 위안화 가치가 급격히 하락하지는 않겠지만 모르는 일입니다.

Q 발표하시면서 무역자유화에 대해 말씀하셨습니다. 한국을 겨냥한 말씀입니까? 그렇다면 그 이유는 무엇입니까? 그렇지 않다면, WTO에 대한 권고입니까?

A 한국을 포함해 세계를 염두에 두고 드린 말씀입니다. 세계 무역 시스템은 한국에 매우 중요합니다. 세계 무역 시스템은 도하라운드가 실패하는 바람에 약화되었습니다. 그러므로 한국이 몇 년 전처럼 주도적으로 나서서 세계 주요 국가

들에게 우리가 같은 운명이며, 공동의 이해가 있다는 점을 인식시켜야 합니다. 최근 한국의 통계를 모두 살펴보지는 않았지만, 한국이 일부 서비스를 상당히 빠르게 자유화한다면 큰 혜택을 받을 수 있을 것입니다. 농업 부문에서도 아직 해야 할 일이 남아 있습니다.

Q 미국 경제에 대해 매우 낙관적이십니다. 과거 연준의 결정은 달러에 매우 의존적이었습니다. 앞으로 금리가 얼마나 오를 것으로 생각하십니까? 세계 경제, 특히 신흥시장에는 어떤 영향을 미치리라 생각하십니까?

A 금리인상은 경제 회복 속도에 달려 있습니다. 회복이 진행된다면 주택 부문의 과잉은 점차 사라지겠지만 인플레이션 압력은 상승할 것입니다. 명목금리는 실질금리보다 다소 빠르게 상승할 것 같습니다. 실질금리가 약 2.5%에 머문다면, 몇 년 내로 명목금리가 최소 3~3.5%까지 올라갈 것입니다. 연준은 올해 4번에 걸쳐 인상하겠다고 밝혔습니다. 한 번 인상할 때마다 약 0.25%p씩 인상한다면 올해 말이면 단기금리가 1~1.25%까지 상승할 것입니다.

그러나 장기 시장의 상황은 그 외에도 여러 가지 요소에 의해 영향을 받습니다. 지금은 장기 자금에 대한 수요가 많지 않습니다. 아시다시피 기업들은 현금을 많이 보유하고 있어서 수요가 상승할 때까지는 시간이 걸릴 수 있습니다. 이 모든 것은 어느 정도 다른 시장의 상황, 세계적 상황에 따라 달라집니다. 브렉시트와 지정학이 주요 요소입니다. 미국에 새 정부가 들어서고 경

제정책이 바뀌면 큰 변화가 생길 것입니다. 모종의 이유로 미국 경제에 인플레이션 압력이 지나치게 빠르게 상승하면 명목금리는 더욱 빠르게 상승할 것입니다. 금리가 여기에 영향을 미치기 때문에, 그래도 다른 여러 가지를 함께 판단해야 할 문제입니다.

Q 오늘 박사님께서 언급하신 여러 위험 중에서 세계 경제에 가장 큰 위험은 무엇이라고 생각하십니까?

A 위험이 ‘크다’는 의미는 두 가지로 정의할 수 있습니다. 하나는 경제에 가장 큰 손상을 주는 위험이고, 다른 하나는 어떤 일이 일어날 가능성입니다. 이 경우에는 그 두 가지가 다릅니다. 물론, 세계 경제에 대한 위험도나 세계 GDP에 대한 손상도 측면에서는 지정학적 위험이 가장 피해가 크겠지만 실제로 발생할 가능성은 크지 않습니다. 시리아, 우크라이나, 러시아 지역에서 갈등이 심화되면 분명 엄청난 피해가 발생할 것입니다. 그러나 억제되지 않을 확률은 그다지 높지 않습니다. 그 점에서 지정학적 위험은 가장 피해가 크지만, 가장 큰 위험이라고는 할 수 없습니다.

확률적으로 가장 큰 위험은 판단하기 어렵습니다. 그리스에서 다시 위기가 올 것은 거의 분명합니다. 그리스에 위기가 오면 그 피해가 얼마나 되는지는 그다지 중요하지 않습니다. 그러므로 이 이야기는 잊혀두겠습니다. 아마 유로존 해체가 가장 큰 경제적 위험일 것입니다. 물론, 브렉시트도 큰 위험입니다. 규모가 아니라 확률 측면에서 비교할 때, 유럽에서 어떤 일이 생기는 지가 세계 경제의 가장 큰 하방 위험입니다.



Anne Krueger

Dr. Anne Krueger is the Senior Research Professor of International Economics at the School for Advanced International Studies, Johns Hopkins University. She is also a Senior Fellow of Center for International Development (of which she was the founding Director) and the Herald L. and Caroline Ritch Emeritus Professor of Sciences and Humanities in the Economics Department at Stanford University.

Dr. Krueger was First Deputy Managing Director of the International Monetary Fund (2001 -2006). Prior to that, she had taught at Stanford and Duke Universities (1982–1986) and was Vice President of Economics and Research department at the World Bank. She is a Distinguished Fellow and past President of the American Economic Association.

She holds a B.A. from Oberlin College and a Ph.D. from the University of Wisconsin.

The U.S. in the Global Economy¹

Anne Krueger

Former First Deputy Managing Director, IMF

I would like to talk about the U.S. role in the world economy, in part because it is so important that I cannot talk about the world economy without it and in part because what happens in the world economy for this time is very important for the U.S. One cannot really separate the two issues so I would like to talk about both. As this time is different in some regards, there are more uncertainties in the world economy now than we normally see. I think some of that we have been seeing in the markets are more of the uncertainties underlying the trend.

I think that we are already at a crossroads in the global economy and we have not seen anything like it. After the WWII, the U.S. did emerge as a dominant economy in the world: its real GDP was estimated to have been more than a quarter of the world's total at that time, its currency was in extremely short supply, and the U.S. held more than 40% of the world's gold reserves at that point, which was quite a huge amount. Even its goods were in demand everywhere, dollar shortage was a theme

¹ This is a transcript of the speech by Dr. Anne Krueger at the "IGE/KITA Global Trade Forum" on March 2, 2016. The views expressed here are the speaker's.

of the day anywhere. Indeed, only four countries had convertible currencies even for current account in the 1940s and 1950s. Dollar was in such a short supply and the U.S. was so dominant that there was no way going further.

But for the next several decades, the world economy prospered and it was led by the American economy in two ways: 1) The American economy grew reasonably well although it was already in fairly good shape and 2) the American leadership and policy made the rest of the world economy better than it had been. When there was a temporary slowdown in the U.S., there was a saying that when the U.S. sneezes, the world catches a cold. By that they meant that what happened in the U.S. was even more important to the rest of the world than it was to the U.S. Any slowdown in the U.S. economic activities was followed quickly by the rest of the world.

The way right now, in which things are different, is that the U.S. economy is going up with a few other economies but the rest of the world is flat or not going up. So we have a different situation where the world economy is not all in one synchronous phase. They are fighting each other to some extent and that is the uncertainty that we are all facing.

American leadership was important not only for its bilateral role which was very important to many countries especially to Europe, but also because of the establishment of the GATT, which became the WTO and liberalized the international trade

rapidly, establishment of the IMF, designed to coordinate and stabilize international financial and exchange rate arrangements, turned out to be very important, and the World Bank which was to support reconstruction and growth efforts. Thus, all three of those institutions were established under the American leadership. At that time, nothing could have been done without America because the U.S. was so dominant.

But the American policy was trying to bring the economy of the rest of the world up, not to maintain dominance. More than one American President was actually celebrated when he said the American share of the world GDP had gone down, meaning that not the U.S. was doing badly but others were doing well. With that, of course, the pre-dominance of the U.S. economy diminished and, in large part, it was because of the American policies. The Marshall Plan, the European Payment Union, and all the policies that were put in place to bring the world more together and re-establish growth mattered.

Now Europe and Japan recovered, and the so-called “Asian Tigers” including Korea grew rapidly. U.S. predominance and leadership remained although American share, capital, free trade, and finance were necessarily falling. However, it did not bother the Americans to their credit.

Until 2000s, there is no significant period of time when output and trade were not going in the same direction. The world was all in step. It was more or less the recession. The

countries are growing slowly, having a dropping output. Some countries are growing faster than others. Nonetheless, they were heading to the same direction. Countries with economic policies were pretty sound and doing better in good times. They were also doing better than the others in bad times, but not as good as when they did in their good times. So the whole world went together during that period. But the period of financial crisis in the last decade did not seem very different from a recent one. Although the American economy is less dominant, growth of the U.S. and the rest of the world were pretty much hand in hand with recession, financial crisis, and recovery and so on. But then the past two or three years, things have gone in a diverging way.

At the current time, we are facing the situation very different from that we had earlier. The U.S., along with some Northern European countries, Canada, Australia, and New Zealand and a few developing countries and emerging markets, seems to be continuing the expansion that began after the financial crisis. While growth has not been as robust as we hoped, it has been maintained in the U.S. and in those economies and they have performed reasonably well.

By contrast, some of the star performers of the past two decades have been facing more headwinds. The Chinese growth has certainly slowed, and there are many questions whether the situation has now stabilized or growth would be declined somewhat more. Brazil, Russia and with two more countries, so called BRICs, are confronting major difficulties. BRICs were

thought to be leading the world economy a decade ago. Only India seems likely to experience growth this year without a slowdown.

Meanwhile, if we look around the world, Europe faces a large number of challenges and is growing very slowly. While the situation in Greece is not immediately critical, there are still chronic issues in that country which could turn to a crisis. Ukraine has difficulties both economically and geopolitically. Other difficulties in the rest of the Eurozone must be resolved. Regarding Eastern Europe, Hungary turned away from the Western growth model. And the newly elected Polish government seems to be following. Poland was the biggest success in the Eastern European countries. The British slated for the election whether to stay in the European Union in June, and there are considerable uncertainties as to what the outcome will be. That issue itself would be huge. In addition, I have not even mentioned the refugee crisis, which is a very big issue and constitutes a fundamental challenge to the Europeans and to their unity.

The outlook for the rest of the world does not look all that hopeful, at least in the short run. The problems of Middle East are both political and economic. For the oil exporting countries in the Middle East, their prospects are poor because of the sharp drop in oil prices. The low prices of other commodities have hurt prospects of many Sub-Saharan and Latin American countries. Even Chile which has been a star performer of Latin

America is experiencing a slower growth. The new Argentine government is wrestling with ways to reverse major economic problems inherited from the previous government. Hence, for the first time, maybe we are living in the two-speed world while one speed is backward.

On one hand, the outlook for American economy and a few others are as good as I said. On the other hand, there are a large number of countries whose prospects are much poorer. While there are a few countries in the middle, doing okay, neither OK nor terribly, it is likely that their near term future will be determined in significant part by the balance between the expansion of the countries doing well and the recession, slowdown or the stagnation countries doing badly.

Let me start by talking about the outlook for the American economy. Unless the American economy continues to improve its performance, the outlook of the rest of the world economy is probably bleak. Scandinavians, Northern Europeans, and Canadians could not by themselves carry the momentum forward. Thus, the U.S. is critical. If the American economy can sustain or improve the current growth rate, there is at least a significant prospect that the rest of the world can improve in major ways. After examining the American prospect in short run, I want to turn to some of the strong negatives in the rest of the world and discuss it more. Then I would like to try to access the balance between the expansionary and the recessionary forces. However, one of the biggest unknowns is the degree to

which the malaise in the difficulties of the rest of the world will affect the American economy. It is critical at this time.

The American economy is much more integrated and one of the big negatives is that downward outlook for the U.S. is not within the U.S. but in the rest of the world. It is a new question mark because it is new and because of the increased importance. It is harder to assess what the pressures will be and how strong they will be. But if downward pressure is strong enough to dim the American economic growth, it is going to be very bad to the rest of the world.

Turning into the American prospect, the global financial crisis hit the American economy and the financial system very hard. Real GDP in the U.S. fell over 3% from its peak in 2007 to its bottom in 2009. Since then, its average about 2.5% growth per annum, which is not huge but not terrible, either, is kind of half way in between. Since the economy had a number of challenges to which the recession responded. The outcome is probably better than what should have been expected. Recurred in major problems had been the real estate and construction boom in the U.S. It was a boom unlike anything that we can see for years and years. People were buying properties to hold them for years and to sell them again. There was no down payment. Sometimes, you can get a mortgage for 105% of the price of the property and did not even care what the price was. It was almost a bubble as these prices went up.

Construction had accounted, at the peak, for 7.8% of GDP directly and even more if you take into account the materials, other goods and services that the construction industry applied. There had been an over building in the earlier part of the decade. Therefore, there had to be a significant drop in construction activity. Residential construction dropped from its high over \$800 billion annually in 2004 and 2005 to less than half that amount by 2009, 2010, and 2011. That much overcapacity in the housing sector was bound to be challenging. It was not all uniformly distributed throughout the U.S. Some regions are much harder hit than others.

Employment in construction directly fell from 7.7 million people in 2006 to 5.5 million people in 2011. Even now it has not reached back to its peak in 2006, which is probably a good thing as it was over building at that time. The needs to absorb the overhang of housing, combined with the problems created by the inability to service subprime mortgage, meant that the construction sector itself put downward pressure on economic activity for several years, which is why I said that I don't think 2.5% growth was such a bad thing despite the dominant pressure in construction. By contrast, investment in equipment fell only by a quarter and the intellectual property products felt hardly at all. So the declining economic activity was not totally in construction, part of it was spillover from it. However, most of the construction sector certainly was the hardest tip of any sector in the American economy.

By 2010, investments in equipment and intellectual property products had started increasing and residential construction had stopped falling. When it stopped falling, that already took away some negatives and began helping. The upturn had begun. The overhang had been slowed quite a bit during the period and that had been going on. Over the next several years, economic activity accelerated although residential construction did not re-obtain its earlier pace. By 2050, the housing market appears to return virtually to normal although there are places, cities, and states where there is still a significant overhang of housing and it is not uniform throughout the country. Prices started rising quite rapidly in some places and prices are stabilizing in some places and a few are still going down.

The trough in the U.S. came about much more quickly than in Europe in part because of the rapid response of the Federal Reserve (Fed) to the crisis with its policy of quantitative easing (QE). At the same time, there was a stimulus package at the onset of recovery. There is debate among economists about how important that the stimulus package was. There can be good arguments made but it did not do much. There was a variety of reasons: misplaced, too long to take hold, and it was in things which did not matter. There is another school of thought that it did make some difference, making a downturn less sharp. Everybody agrees that QE was important at least at that time.

Even if that started getting over the worst, the Greek crisis, the turmoil surrounding that and the situations in Ireland, Spain

and Portugal all led to too much sluggishness in the European economies. Then, it went down further because of those issues. That situation was worsened for some time by concerns over the likelihood of other countries, most notably Italy, which would follow suit within the European Union. It should be noted that Europe's difficulties undoubtedly contributed at least a little to the relatively slow American recovery. U.S. once again is on the recovery against headwinds coming from Europe instead of going into them as before. But it is very difficult to estimate how important that was.

Now, look at the table below. I would like to give you some ideas of what is happening in the major economies since the crisis by picking up the growth rate here.

The U.S. average growth rate in the 1995-2005 period was 3.4%. It has averaged about 2.5% since. The Euro area has not been strong and it has been weaker ever since. Japan has been in the doldrums. The U.K. has done in moderately well and in fact grew even rapidly than the U.S. last year. But the question is whether they are going to stay in the European Union, which seems to be overhanging economic activity right now. Even the Commonwealth of Independent States (CIS) countries grew up 4.2 % until 2005, very high growth rate until the crisis, then had gone down somewhat since, and was negative by 2015, much of which is Russian oil. Finally, China grew as much as 12% in 2006 by the Chinese numbers but then after 2011 falling into the 6% range. The question is where they would go. That gives

you some picture of mixed global economic activities between more rapidly growing and more slowly growing countries.

Growth Rates of Real GDP 1996-2015
(percent change)

	1995 – 2005 Average	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
U.S.	3.4	2.7	1.8	-0.3	-2.8	2.5	1.6	2.3	2.2	2.4	2.4
Euro Area	2.1	3.3	3.0	0.4	-4.5	1.9	1.6	-7	-5	.8	1.2
Japan	1.0	1.7	2.2	-1.0	-5.5	4.7	-.5	1.5	1.6	0.1	0.6
UK	3.4	2.8	3.4	-.8	-5.2	1.7	1.1	.3	1.7	2.6	2.7
CIS	4.2	8.9	9.0	5.4	-6.2	5.0	4.8	2.2	2.2	.9	-1.4
China	9.2	12.7	11.2	7.1	7.5	9.5	7.7	6.6	6.6	6.5	6.4

Note: 2015 numbers are preliminary

Source: Economic Report of the President, 2016

The Fed decided to raise interest rates for the first time this past January as the U.S. economy is strong enough although it stopped QE earlier and began a re-purchase program. Extremely low interest rates and QE had earlier prevailed and did contribute to the upturn. Low interest rates, however, contributed also to the boom in the stock market, increased asset prices, and did help spur economic activity. Companies did not need to borrow and stock was not that highly priced in many cases.

By this winter, the Fed was convinced that the time had come to start reversing the easing policies and there was the

first increase of interest rates, which did contribute to the sharp drop in the American stock market. It had become overpriced efficiently, so then many people thought the correction is called for. It looks as if it has stabilized to some extent. The Fed also indicated that there will be several rounds of increase of interest rates this year but almost immediately a few signs of weakening of the recovery appeared. This, however, now seems to be reversing.

The increase in interest rate was, of course, very modest; nonetheless, it certainly contributed to the asset price situation. But most of these signals are pretty positive. The unemployment numbers in February came down. The overall unemployment of U.S. stays at 4.9%; 5% is considered the full employment number approximately but there is no magic number. 4.9% is not the number where overall unemployment is that much of a concern. Unemployment among college graduates is down to 2.5%, which is below probably what can be sustained.

Consumer debt is down quite a bit. In fact, last year one of the stimulus factors in the U.S. should have been the decrease in the oil price, which is estimated to give every American household another \$1000. From the numbers so far, it looks as if until the last quarter, almost all of that was saved and paid down debt. Consumer saving went up. Now it is picking up again as it looks as if savings on oil and gas are finally spilling through into demand. There may be another positive factor, going forward.

Economical Indicators, American Economy

	Unemployment Rate (percents)	Price Indexes 2009=100	New Housing Starts (000)	Energy Consumer Price % change
2006	4.6	101.4	1,801	6.4
2008	5.8	102.0	906	29.6
2009	9.3	100.0	554	-43.1
2010	9.6	102.5	587	53.5
2011	8.9	104.2	609	13.9
2012	8.1	106.6	781	9.9
2013	7.4	109.0	925	1.7
2014	6.3	111.6	1006	-1.0
2016	4.9	113.1	na	-21.0

Source: Economic Report of the President, 2015

Inflation seems to have subdued although the January number showed that something will pick up in the core inflation rate. Wage increases have begun outpacing price increases by larger margins than it had done before, so the real wages appear to be increasing in hand with the tighter labor market.

All these factors suggest that the momentum of the recovery in the U.S. is probably accelerating. It is not likely negative at least at the moment based on the stuff in the U.S. One factor that was expected to spur growth was the development of shale oil, which causes both investment and the fracking activities in the U.S. The result in declining energy prices is once regarded as something that always stimulates consumption and investment right away but this time it did not do so. The estimate dropped

off very rapidly because of the decline in fracking investment in new places and the very low price. That seems again to be at the bottom point.

If that is the case, another negative is taken out of the equation for the U.S. Therefore, the increase of consumption spending is that consumers no longer try and save anymore. And stopping the reduction in investment in the energy sector seems to be positives going forward and may indeed contribute even further to the strength of the American economy.

In the short run, the American economy looks to be growing at the rate of 2.5-3% annually. In my view, that is slightly pessimistic barring the uncertainties that I will talk about later and barring the rest of the world. In the short run, there is a question how much of the stock market decline is more than any normal correction. There is some basis for concern that the rate of productivity growth may have slowed down, possibly in response to greatly increased regulations of economic activity in the American economy.

But there are two bigger uncertainties. Some of the promises made in the current presidential campaign look to constitute major impediments to growth if they were ever enacted into law. Some economists have estimated the cost of some of the programs proposed at the presidential campaign. They are really unbelievable as they are not only high numbers but also impossible. There are also certain issues regarding the American

longer term fiscal sustainability. Finally, there are significant questions about the ability of the American economy to withstand negative impulses coming from the rest of the world.

Thus, let me talk about them first. Then, I will talk about uncertainties and some of the longer term questions later because I am more optimistic in the short run than I am in the long run on the U.S. economy.

Turning into the rest of the world, we need to take a look a little more closely at some of the things going on. Being a single block, i.e. the U.S. and the other countries, is impressive but the European growth has been incredibly sluggish at best since its financial crisis. Crisis in Ireland, Spain, Greece, and Portugal are well-known. Italy is the source of major concern for anybody who looks at the numbers: its real GDP is now no greater than it was 15, 16 and 17 years ago. At the same time, its public debt is already 130% of GDP and the interest it is paying on it is rising. Most observers have viewed Italy as sort of a critical question in terms of what will happen to the EU, even if everything else goes OK. With the debt to GDP ratio and fiscal deficit, no prospect in growth is in sight at least in the short run. Anybody can see that the Italian situation looms over the EU and the Eurozone, quite aside from anything else. Of course, the “anything else” is very much.

Only in the last quarter of last year, Greece achieved a primary surplus, i.e. anything left over after the expenditures to pay

interest and that was a miserable 0.2% of GDP after six years of crisis. With Greece growing slowly as it is and even declining which makes the debt burden go up again, there is no prospect at the moment at least that Greece will change its ways in such a way that it can begin bringing down its debt to GDP at a reasonable rate at least in the short run. Thus, you have to be very optimistic to think that Greece will go through and continue without making at least one more crisis within the EU. The Greek situation right now is chronic, not all clear whether it will stay that way. At the moment, the IMF team had left Greece and it is not coming back until the beginning of March. The IMF said it will not give the next tranche of loans which Greece needs until such time Greece for once does what it promises to do. Whether it will do that or not is something that you can guess as well as I can. It is not one of those things that any rational person can really figure out.

However, the major threat to all the European economies is the migrant crisis. The longer term effect on the migrant problem in Europe is probably actually positive in economic growth because Europe obviously has the declining population and the declining labor force. All the evidences show that migrants are more productive on average and they take less welfare payment than the native European population and so on. However, in the short run, it is disruptive both on economic and on political grounds. Politically, the migrant crisis is tearing at the fabric of not only the Euro area but the European Union

as a whole. Many observers think that the current closing of the borders will lead to the abandonment of the Schengen Agreement. If that happens, that could be the beginning of unraveling of the other integrated deals that they have already cut together.

To add to those concerns, the politics in Eastern Europe seems to turn away from the economic policies that enabled such success over the past decade and a half. Hungary is the worst but the most shocking in some ways is Poland because it was the most successful of the Eastern European countries in terms of its transitions and the policies it has adopted and how well it did for a while. Thus, there are question marks even there. I don't even need to mention that Ukraine where we have the civil war and the Russians and everybody else involved in that.

If that warns enough, I say one of the countries that has done well has been the UK. The numbers are up. However, depending on the outcome, the British referendum in June of this year asking the voters whether or not they will remain in the EU is vitally important. Most analysts believe that if the Brexit turns negative, in other words, if the vote comes out to leave the European Union, it will be a significant negative blow not only for the Brits but also to the rest for the European continent. Not only that, should that happen, it will probably spur another Scottish referendum and might well spur not only Wales but also Northern Ireland. So the prospects for more rapidly growing parts of the world are not all that great if the Brexit referendum

is negative. The oddsmakers still think that the Brexit will not be voted in, but they are giving very close odds. They are not saying 30 or 70, but they are saying 47-53 and numbers like that. Those numbers fluctuate. I certainly don't want to be quoted as saying that they are going to Brexit. I don't think they will. But it is a very close call and it is a worry, contributing to uncertainties at the present time.

Europe is, of course, large enough, so the sluggish growth itself depresses economic activity including in the U.S. and elsewhere in the world. In fact, many of the company profits reports in the US say that profits are down in the U.S. Europe has been a big downward pressure on American companies' profits in the world market.

The outlook is equally unfavorable in the Middle East with its combination of political difficulties, inappropriate economic policies, and the low price of oil. Turkey, the most rapidly growing country in Europe in the latter part of last decade, is down, experiencing difficulties because of its inappropriate policies, its neighbors (Middle East) refugees pouring into it in huge numbers, and other inflationary pressure. I have to comment that its current account deficit is up to 10% of the GDP last I looked at. And there is another one where we had some positive stimulus last century and it turned around quite drastically.

Russia did not get its reforms long enough to develop a

healthy non-natural resource sector to integrate with the world economy. Oil and natural gas still constitute over 80% of its total exports and its huge percentage share of GDP. And Russia is hard hit, of course, by dropping of the oil price. Its exchange rate had depreciated now by 70% for one year, which is huge. And the living standards, which rose rapidly in the period of 2003-2010, are now back to the earlier levels of 2001-2003. All of that gain has been lost. The range of estimated real GDP goes in Russia from 0% growth to -5% in 2016. No positive numbers are found in any estimated reports that I have seen. A part of the reason has been that the tendency of the government to put more economic attitude, to put in more controls and remove the some of the reforms they had made earlier. However, a big reason is the oil price.

China does not seem in danger of negative growth. But as somebody pointed out early on, if you grow 10-12% and suddenly growth goes down to 5-6%, that 5-6% drop in growth rate is hard on the economy as a recession as the economy grows up 3% to -3%, which is what the U.S. did. So the slowdown in China will affect and it has already been a factor that affected the rest of the world and certainly affected Korea as well. Also, it even affected the U.S. where exports to China are down as well as everybody else's. Some observers do believe that a crisis in the financial system is quite possible due to non-performing loans (NPLs), in which case, things can get even worse.

It would not be a question of 5-6% growth. It might very

well be or it is possible that the number can be much lower. But even without that, the Chinese growth is shifting away from the earlier reliance on investments and projects by using commodities such as iron, steel, copper, aluminum, cement, and so on to a growth pattern that is less commodities intensive. Already, Chinese demand in these commodities including oil and steel to the rest of world has fallen as domestic production capacity comes along the line.

At best, Chinese contribution to economic growth in the rest of the world will not be negative in 2016 but relatively what it was in 2015. The growth rate could be about the same. On the other hand, it could be even worse. Chinese authorities confront with the need to continue to reform if they are going to sustain growth, even 6% or so. That looks to be politically difficult. We have seen some signs in the past 6-8 months of policy changes which has not been smoothly done. It seems to reflect some of the difficulties that the Chinese are confronting and trying to get the economy moving more towards something that is more efficient.

The Japanese situation is a little better. Although the Japanese growth increases somewhat, the last numbers are not that good. Recent reports do not augur well. While Japan may not have been a negative factor in the world economy this year, there is little likelihood that it can provide much stimulus to the rest of the world, either. At best, it would, I think, be close to neutral.

In case of Korea, my understanding is that Korea is one of the economies which is in the middle, so you are okay, but not great. Depending on what happens in the rest of the world, the growth will be determined for this year.

South Asia's prospects are a little better. The Indian government expects growth this year to be around 7.5%. There are some questions about the government's numbers but if that rate is achieved, it would make India the fastest growing large economy in the world this year. That rate, however, would be approximately the same as this past year, and as such, there is much more stimulus that happens. And the rate, of course, might not be achieved especially because of the rest of the world.

Brazil has enormous problems. The President has embraced a series of interventionist economic policies quite inimical to economic activity. What Brazil did to reform its economy and accelerate growth in earlier years has been reversed, even its big oil find off the coast has lost much of its potential as the President has decreed that all the activity to get the oil has to be done with the Brazilian made equipment. However, nobody in Brazil knows how to make it. The estimate is that if they make it at all, the cost would be very high and the productivity may not be. So, there are questions even there. Brazil is, of course, the largest Latin American economy.

Venezuela, another large economy in Latin America, is going down for some time and is likely to go into crisis at some point.

I think the only question here is “When?” unless it can get a government that miraculously reforms itself very quickly. Chile, which has been a star performer, is doing less well partly because the President who is in the first term followed the economic policies earlier on has begun reversing them as presidents of Brazil have done the same things there.

Colombia and Mexico continue to do okay than the other big ones. Argentina might turn around because it has a new government and the new government has been reversing some of Argentina’s disastrous economic policies with some success. But the turnaround is unlikely to be large enough and soon enough to make much difference this year. But it will not be negative and that is good.

So I now come to the conclusion that I gave you at the beginning: one half of the world is going down and the other half of the world is going up. It may not be half and half but we are moving in two directions. We are not looking at the same outlook. The United States, Northern Europe and a few others have satisfactory growth prospects. All of many have done more risks on the downside than the upside. The major question, therefore, is how likely the United States is to be negatively affected by the slower growth of the rest of the world. No one, including me, knows the answer. I think that is a big uncertainty overhanging economic activity in the United States.

American exports and imports are a much smaller percentage

of GDP than those of most other countries. It means that any particular drop in exports, say of 10%, which might be as much as the 3% drop in demand for some countries, would be 1% for the U.S. The fact that trade is such a small share means that the immediate direct trade impact is not likely to be as big as it is estimated. The 10% decline in demand for U.S. goods at the end of last year and the imports that are with it accounted for only 1/4 of 1%. Less economic growth than we would otherwise have had in the fourth quarter has not been big so far, even relative to what you might have expected and that offers some degree of hope. Even if the Chinese economy went down another 20% in terms of its demand for exports for the U.S., that would not add another quarter of a percentage point to the downward pressure on the U.S. So there are some reasons for hope.

The financial sector is perhaps more of a problem, especially if Europe gets into more difficulty, either because of Greece, the Schengen Agreement, migrants, Brexit, or whatever else. The financial side is perhaps more vulnerable than the real side in the American economy over the next several years.

My view on the U.S. is reasonably optimistic. I believe that there may be some drag on growth for the rest of the world, which is why I do not think we will get 3.5% or so. That drag is not so great as to be something to push on the American economy down. I think that the forces for acceleration are the least strong as the others; but with that, I do not think it would be enough to turn everyone in the rest of the world around.

First of all, what we can do is to offset some of the negative forces that otherwise would be there for the rest of the world. If some of the countries that are experiencing difficulties have experienced even further difficulty, it is because the U.S. went into recession. It could be very serious for many of those countries. If, instead, the U.S. chugs along 2.5%, it would at least provide the floor. In almost all the countries I mentioned, domestic economic policy reforms of structural variety are needed in one way or another.

In Europe, of course, the banking sector, financial integration, and all these things I mentioned including Schengen, Hungary and Poland have gone the wrong way. All these things are not something that you can try the Keynesian policy to fix. That will not work because that is not the problem. Brazil's downturn is a little bit from commodities, but much more economic policy, again, on the structure reform side, not on the aggregate demand side. So is Russia. I think the need for reform is certainly pressing on China and so on. As you go around the world, the Middle East is also political, etc.

So my short answer to the question is that the U.S. economy is going to lead the world a little bit, in the sense that things will be less bad than they would otherwise be. It will be strong and probably growing, but it will not be strong enough to overcome some of the negative influences coming from the rest of the world.

I focused on the short term because there is so much uncertainty in that and if we cannot see it here, how can you possibly see it in the long term? But you can see some questions on the horizon that will need attention. One danger of the present situation is that looking at the short term some of the longer term fixes would be ignored until it is either too much painful or too late.

The first one, true for the United States but also for Europe and many other countries, is that the public debt to GDP ratio is too high in many countries and given demographic prospects, the likelihood is that without action it will get worse. The United States is the case in point. U.S. public debt in 2000 was about 35% of GDP and is now 65-70% depending on how you count. And if we go on with current entitlements, current expenditure in tax plans and current expected growth, the Congressional Budget Office (CBO) numbers would be up over 100% by 2025.

Obviously, Japan can do it, and maybe the United States can do it, too. It is not a risk that I would like to take. It would certainly be a drag on economic activity. Interest rates would almost surely have to rise as with that level of debt. All of those things would be negative for growth, otherwise. Certainly, getting into some kind of fix now or a plan to fix it is credible and would be sustained and it is important for the longer term prospects of the American economy and the world economy.

The same is true for other countries where the debt is large. Japan has managed its very large debt for a very long time. Part of the reason is that the Japanese debt is held by Japanese citizens; very little of it is held abroad and it is all in yen. Half of the net U.S. debt is held by foreigners and that makes a big difference in terms of what could happen and how it could be addressed. But that is only one of the risks.

A second one, which misses the headlines all the time and is really too bad, is trade. You know the Doha Round was not completed, which is itself a negative in the real world economy. There are huge gains to be made in the future years if we can get liberalization and integration of trade and services and in agriculture. If instead, we go along with the current path and do nothing with regards to those, it is highly likely that the protection pressure will increase. A major thrust for growth over the past 60 years has been the liberalization of trade.

Given that services are growing more rapidly than manufacturing in almost all the countries except the poor, given that services have been an increasingly important part of trading goods and services over the years, and given that the potential for increasing efficiency in services in liberalization is so high, to miss that opportunity is a tragedy in the longer term for the world and would certainly be a negative for growth relative to what it could be for the world economy.

To make matters worse, it was the U.S. leadership. The U.S.

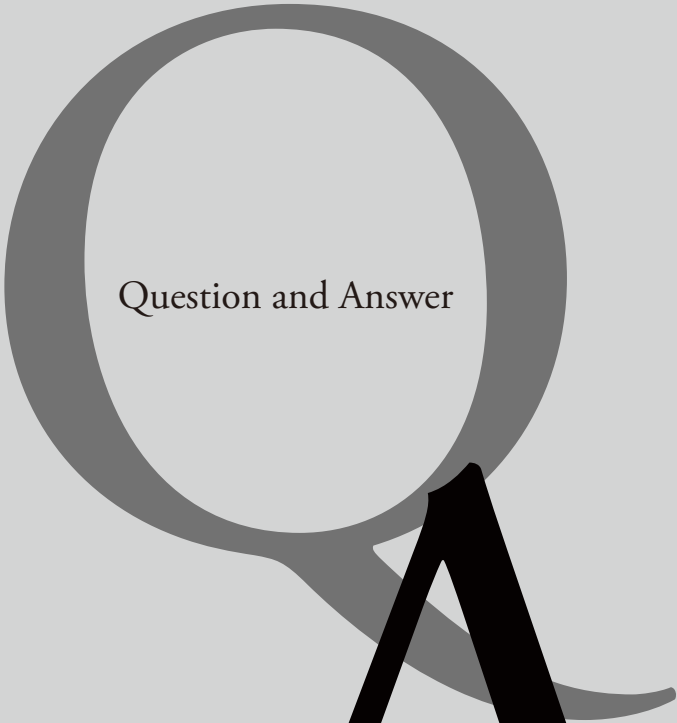
brought the GATT, the WTO, and trade liberalization. And the U.S. has not filled that role at any degree over the past few years. The United States has become more of a protectionist. I think there is a role for other countries, and in particular countries like Korea who have benefited so much from trade and gained so much from the liberalization of the world economy, to take a more active role in pushing the U.S. leadership. They themselves should be taking leadership within the WTO and begin to have things moving even if there is some domestic payment involved because the risks on the trade side are not visible as they are not so concrete. But over time the erosion from failing to do something to liberalize trade which itself changes its composition toward more services is, I think, a serious issue.

Next are geopolitical risks. They are huge. They are not just in Asia but in Ukraine, Eastern Europe, China, and the United States. A whole variety of things are out there in the outlook and I think that is again partly the volatility.

Lastly, the outcome in the U.S. election matters. It matters more than usual for the economic prospects because the economic programs put forward by some of the candidates are so economically undesirable or undoable in some cases just for budgetary reasons. A promise to make university education free in the United States is estimated to cost as something like 5% of GDP per year. We are already in debt so how are we going to do that? We simply cannot. If, nonetheless, the proposals like that win, I think that those proposals would destroy the university

system. Obviously, I do not think that they can be achieved. There are proposals which the Republican candidates suggested have enough cuts in taxes. There would be an even bigger hole in the fiscal deficit than there is now.

Am I optimistic or pessimistic? I guess I am sort of balanced in the sense that things are not going to go terribly wrong, terribly fast. I think there is time for an action. I hope that some countries among the ones I mentioned - Brazil, India, Turkey, and Russia and so on - reverse the economic policies, which are really pulling them down now. If that happens, that would be a big help. But beyond that, I have some hopes that after the political uncertainties in the UK and in the U.S. are resolved, we might have a chance to look at and address some of the longer term and shorter term issues that bother us all.



Question and Answer

A

Q Q: My concern is about the future. One cynical review of the last 75 years since World War II is that tremendous growth has come from borrowed money. Each country has been expanding national debt. Now we have reached the point where you can no longer count on most of economies.

At the same time, the economic control has been depending on the fiscal and monetary policy. On the monetary policy side, the stimulus used to come from the deduction of interest rates. We now have reached the zero interest, so we are out of that tool. Thus, the two main tools of economic control are essentially out of our hands.

So the bottom line is that where we are now is out of growth engine and control mechanism. How do you see the future and we manage these problems?

A First of all, I agree with a lot of what you said. I do not think that the monetary policy is quite exhausted. Especially, Fed has been buying assets back and so on. There has to be a little bit more scope there.

On the fiscal side, there are a number of adjustments that could be made and there is some scope especially in the short run. Things should turn around quickly. If I am right, things are strong enough for another year or two in the U.S. Some of those concerns do not disappear but they diminish somewhat. In that sense, time is on our side for those things, not for everything but those.

Are we out of growth engines? I think not. I think there is a consensus that we have let our infrastructure go too far and deteriorate too much in the U.S. There is some scope for increasing public expenditure in infrastructure that could be productive and make all above. There are some other things, too. The energy price decrease should certainly stimulate economic activities. Remember the 1973 doom and gloom forecast after the energy prices rose. The difference this time has been the fracking investment which upset some of the declines, at least for a while, because you do not stop in the middle. However, now that seems to be coming to an end. I think we will see a little bit more stimulus from that than anybody expected.

I also agree with one of the things you said but let me elaborate it further. In my view, there is increasing evidence that in most of the rich countries and emerging markets, the regulation of labor markets has gone ahead of productivity too far. I do not think we want a totally free labor market. We do not want employers firing people at random and so on, but the rigidity in labor markets is clearly a problem. I think one piece of evidence is Germany. When they were in real trouble back in 2000-2002, the Schroeder reforms in the labor market were painful for Germany. Now, everyone knows how strong the German economy is because it did reform and it did increase flexibility. Many countries have experienced negative pressures at a time when the labor market regulations began to bite. And they bite in ways that it really makes a difference negatively. My guess is

that the next big push will be labor related. It will recognize that the labor markets really need to work a little bit better than they now do. Maybe we need to make labor market easier for workers or we need more retraining programs. Those things will increase productivity and at the same time smooth the functioning of the labor market.

In my opinion, the essential one in most countries is actually land restriction. Land restrictions in many countries are problems. I think India is at the point, where the land restrictions are bad enough that they are really throwing investments that would otherwise be profitable. I think Tokyo is another example. I do not know the land market there, but I was driving around the city and seeing these buildings which were built in 200 years ago. So there are questions. I think in terms of structural reforms, they are different in different countries. I do not think they are the same everywhere.

A minimum wage set at a realistic level is probably a good thing. If a minimum wage is too high, it is a very bad thing. Finding what the realistic level is quite clearly country specific. So I think that we do need to pay more attention to the structural reforms. I think the notion which is all just Keynesian especially in Europe that we need more aggregate demand is really misleading.

Q You mentioned that the public debt to GDP is simply too high and even worse. It is an upward trend in the

United States. So because of that, it will push up the long term interest rate in the long run. But if you look at the yields of 10-year treasury bonds, the yield is steadily dropping for less than 30 years. Right now, it is just around 1.7-1.75. Do you think that this long term dropping trend will be reversing in the next 5 or 6 years? I want to hear your opinion about that.

A Frankly speaking, I do not know. If I knew that, I would sell you the information for a lot of money. My instinct is to say that five years from now we will see a higher nominal and real interest rate led by the U.S., but I cannot prove it. I do think that we have had abnormal recession in part because excess was so great in construction in the U.S. It was really big. The market is just normal but they are still in overhang. I think we will see more of a little bit of upward pressure in interest rates.

Q I have some questions on China. One point is that the renminbi exchange rate is falling day by day. And most people worry about rapid capital flight from China nowadays. Maybe that is attributable even to the high leverage, debt ratio in China. Excess capacity in China is nowadays most problematic. I am, therefore, asking your view on how China will manage the high debt ratio and coming out of such a weakened foreign exchange market including stock market.

A I am not an expert on China, but I would like to say a few things. I do not think that the debt to GDP is

so high in China yet; it might get there but it is not yet. The increase in non-performing loans seems more of an issue to me and that is more likely to come and bite China sooner. I think that it is in the banking system where we are likely to see problems rather than in the debt market. Now, it is certainly true that the renminbi has been depreciating and there is capital flight. One estimate is \$100 billion a month right now. Whether China has the tools to contain that or whether it should contain is a question.

In my view, the Chinese authorities have been walking on a tight rope for years and years in the sense that there is so much potential to make a mistake in the economy that complexity grew. So far they have done remarkably well in sort of finding a path. China has done well enough with the debt, so I have a hope that it could do it again. But the problems are getting more complex as the economy gets bigger and more complex.

Thus, I do not have an answer for you but I am sure that the authorities themselves do not have an answer for you, either. I am sure that they are going to try to address the issues. They do have to address some fundamental reforms and those are politically resistant, very strongly, as you know, by certain groups in China. So I think that we have the political pressure even though it is not exactly a democracy. I think China's got a tough road for the couple of years. If it can either get the reforms moving or address the banking issue, it will help China. If China can somehow put on more controls, it will not help the

capital account. I think you would see less of depreciation of the renminbi but I do not know that.

Q You mentioned in your presentation about the trade liberalization. Is it for Korea in particular? If so, what are the main reasons? If it is not, is it just a recommendation for the global trade organization?

A I had the world in mind, including Korea. The world trading system is very important to Korea. The world trade system has been weakened by the failure of the Doha round. Therefore, I think it is in very much Korea's interest to support and take some leadership as you tried to do a few years ago in getting the major countries of the world once again to recognize that they are in the same boat and have a common interest. With that said, I have not looked at all the Korean numbers recently but my impression is that Korea will benefit greatly by liberalizing some services quite quickly and there are still things to be done in the agricultural sector.

Q You are very optimistic about the US economy and the Fed's decision to raise hikes has been very dollar dependant in the past. How far do you see the rates going up in the future and how this will play out for the global economy especially for emerging markets?

A How much the rates are going to go up will depend on how the recovery proceeds. If the recovery proceeds, we will get more and more of the overhang from housing behind

us. But as more and more pressures rise on inflation, I think that the nominal rate of interest is going to go up somewhat more rapidly than the real rate. If the real rate stays in about 2.5%, I would see a rate of 3% to 3.5 % at least in the nominal rate within a couple of years. The Fed has said that they were going to make four rises, about a quarter percentage point each this year which will get the rate up to 1-1.25% at the end of this year.

But what happens in the long term market can depend on many other things. At the moment there is not much demand for a long term fund. Companies are washed with cash, as you know. So that might take a little longer. All of this is to some extent very much dependant on what happens in other markets, what happens in the rest of the world. Brexit and geopolitics are major factors. Even what happens with the new administration in the US and how its economic policies change from what it is now would make a big difference. If the US economy were, for some reason, to get too many inflationary pressures too fast, nominal interest rates will go up much faster. It is still a matter of judging some of the other things because the interest rate will play into that.

Q Among many risks you mentioned during the lecture, what is the greatest risk for the global economy in your opinion?

A There are two definitions in great. One is the greatest

damage to the economy and the other is the probability that something will happen. They are different in this case. Obviously, in terms of the risk to the global economy and how much damage you could do to world GDP, some of the geopolitical risks which I do not regard as the highest probability of happening would be the most damaging if they happened. Quite clearly, if there are some kinds of major escalation of confrontation in Syria, Ukraine, Russia, and in that area, the damage would be huge. But the probability of not being contained is not that high. In that sense, it is the most damaging risk but not necessarily the greatest.

On the side of what is the greatest in terms of the greatest likelihood, that is harder. It is almost certain that there would be another crisis in Greece. When it happens, how damaging it would be is much less important. So, I will put that one aside and say whether the Eurozone holds together is probably the biggest economic risk. Of course, Brexit is big, too. What happens in Europe is the biggest downside risk for the global economy in the sense of the probability that it might happen, not in the sense of the size of it.