

미 연준의 QE 종료가 아시아 금융시장에 미칠 영향

US Fed's QE Ending and
Asian Financial Markets

Anoop Singh



Anoop Singh

Dr. Anoop Singh is a Managing Director of JPMorgan Asia. He was a former Director of the Asia and Pacific Department of the International Monetary Fund.

Dr. Singh has worked and written on macroeconomic, surveillance, and crisis management issues, helping design Fund-supported programs in emerging market, transition, and developing countries in South and South-East Asia, Eastern Europe, and Latin America. Dr. Singh's publications include, "The Financial Market Crisis and Risks for Latin America", "Macroeconomic Volatility: The Policy Lessons from Latin America", "Inclusive Growth, Institutions, and the Underground Economy".

US Fed's QE Ending and Asian Financial Markets¹⁾

Anoop Singh

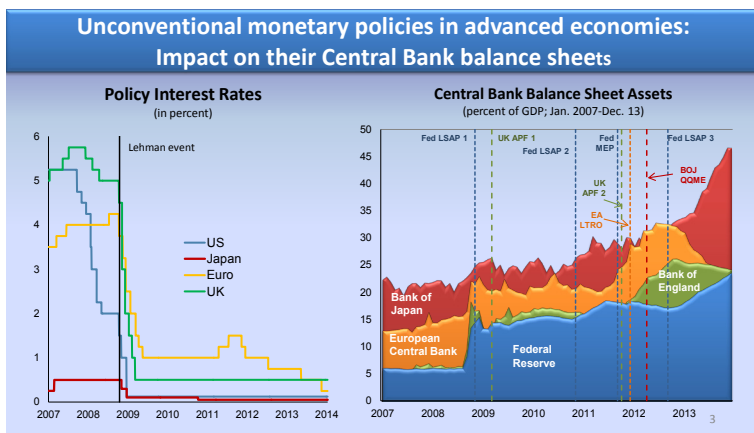
Managing Director
JPMorgan Asia

We are in an interesting world. When Chairman SaKong asked me some time back to talk about the effects of tapering, markets were quite calm and not volatile. I wondered if it would be very interesting when I spoke to you. But in the last one week, we have seen another round of volatility.

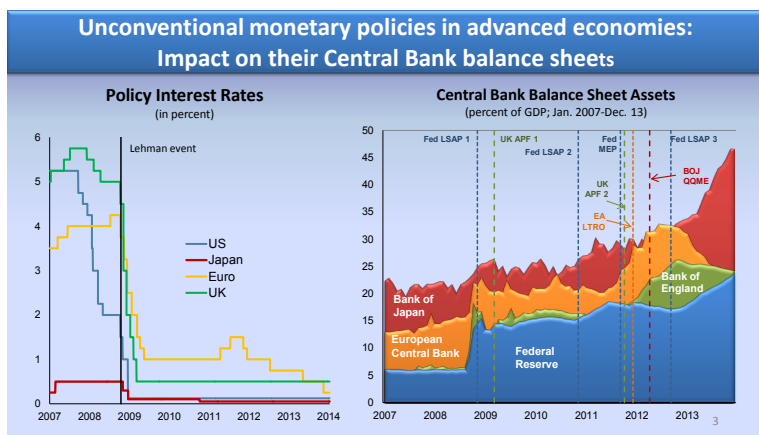
Let me start with where we are and what the context is. Now the context is very well known; but it is historically without parallel. As economists, we have not in the post-war period or ever had to deal with

1) This is a transcript of the speech by Dr. Anoop Singh given at the "IGE/Samsung Electronics Global Business Forum" on October 17, 2014. The views expressed here are the speaker's.

a situation we face today. Central banks have dropped the interest rates virtually to zero, as you see in the chart below. Many central banks in advanced countries, to stave off depression and deflation, have adopted a quantitative easing and beyond that, having shifted the balance sheets up in a way that historically that we have not seen before.

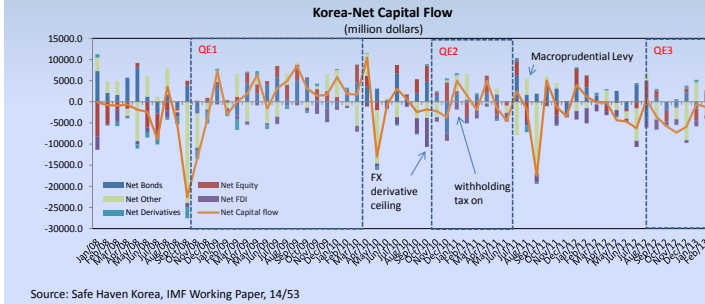


The effect on emerging markets has really been quite intense. The slide below shows you that much or more of the reason for the shift in capital flows has been due to external factors. By external factors I mean the situation in advanced countries, their central banks, and the search for yield. What it also tells you is the unexplained residual. It means the extent to which capital inflows have moved to emerging markets had also been somewhat without parallel. It is not explainable by external and domestic factors. Much of the inflows to emerging markets has been in the form of debt, not equity.



It is important at this stage to look at Korea very briefly because some years back Korea was viewed as a country that would have a high beta (β) and would have a high intensity of inflows and outflows. What an interesting thing is that we are seeing a graduation of Korea's status. Korea has not faced the same surge of inflows and outflows that we saw in other emerging markets. There has been a moderate and steady development in flows, both equity and bonds, because it has not shown the surge and the outflows we have seen in other markets. There is a sense that as risk aversion has gone up in the world, markets have seen Korea more as a country where they would take the risk without the aversion seen in other countries.

Korea: Has not faced a surge— moderate flows focused on bond flows

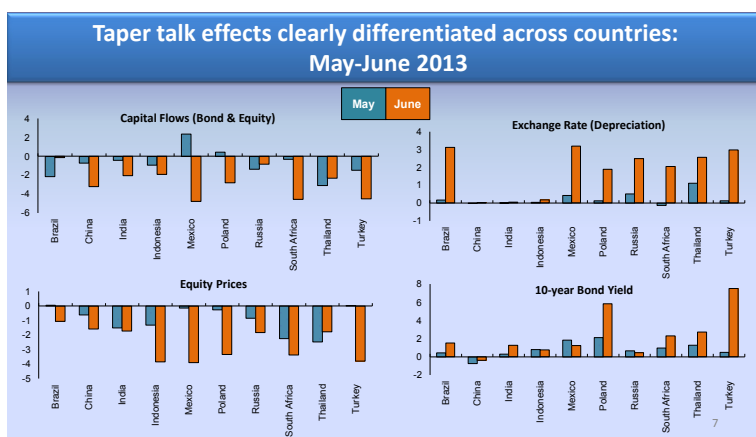


5

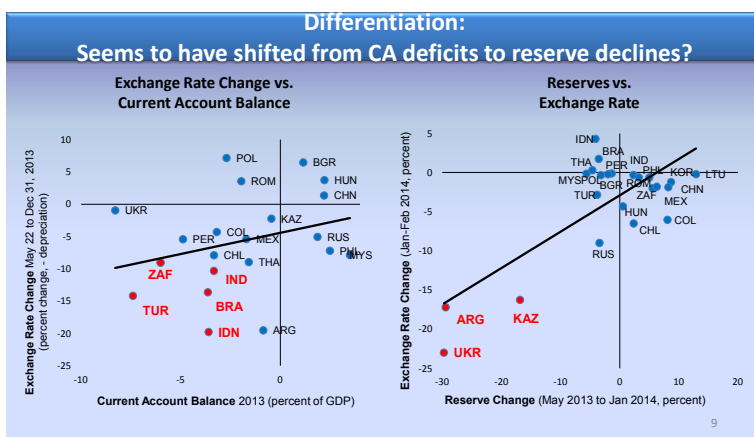
Let's take a look at the factors that differentiate to which countries these flows have been, up and down, off and on, over the last five years. There may be a few points here. The differentiation had been quite intense. After Chairman Bernanke made an announcement, there were significant effects on markets. But there was not that much differentiation in the first few months. Countries were affected in ways that you could not actually explain what was happening and why. But as time went on, it was possible to get a sense as to which countries and why.

In order to get that result, at the IMF we looked at a number of countries and several models to understand what the factors were that differentiated which countries had the most impact and why. Macro-fundamentals and the prospects for the growth outlook were the most important factors. The issues here were: "Is the country facing inflation?", "What is the situation with the current account?", and "What is the impact on reserves? Does the country have enough reserves?" These were the most important factors as you see in the chart below.

What is also very important, as you see in the middle of this chart, is the prospect for growth. Markets were concerned that it would be ever going to be cyclical and structural decline in growth for some emerging markets. This would further differentiate the markets' reaction. The macro-fundamentals of inflation, current account, and reserves were among the most important factors. It is interesting because this conforms more closely with the view of economists.



Let's look a bit more about this issue of differentiation. In the beginning of this impact last year, the countries that were most affected are the ones in red – Brazil, India, Indonesia, and others in red. That is because the markets were concerned about their current account deficits. If you look at earlier this year, the factors that differentiated the impact seemingly changed in some way. India, Indonesia, and Brazil having acted on some policy measure are now on the top. Markets of the countries that were more impacted, like Argentina, were focusing more on the reserve decline rather than the current account.



Regarding what both countries have done in the last year and more in their policy responses and how to try to alleviate the impact of the shocks, emerging markets have used a range of policy tools. These are the tools they have (see the chart below), but monetary policy has been used probably more than other tools. If you see which countries have used it the most, you see there is a tightened monetary policy. What countries did, for example, India, Indonesia, and others, is that they recognized at the beginning that their markets were concerned about inflation. So the response these countries took was to tighten monetary policy, even against their political concerns that may have existed in their countries at that time about the effect on growth. There were also countries that used foreign exchange intervention. Fiscal policy was not the tool that was commonly used in this period. In making their responses, many countries correctly focused on what they thought were the factors differentiating the situation in capital flows. That is why those that had concerns on inflation and current account acted on that basis.

EMs Response: Range of policy tools

	Monetary policy		Fiscal policy	Macroprudential Policy	CFMs	FX intervention	Liquidity provision measures
	Tight	Loose	Tight	Tight	Removal		
Brazil	✓		✓		✓	✓	✓
India	✓		✓	✓	✓		✓
Indonesia	✓			✓	✓	✓	✓
Russia	✓					✓	
S Africa	✓						
Thailand		✓					
Turkey	✓			✓		✓	✓
Poland		✓				✓	

.Source: Based on IMF Discussion Note 14/09

11

Looking at the effect of these policies, interest rate actions of countries facing inflation or inflation at least above the targets of the central banks had the intended effect to limit the depreciation of the currency. It helped the impact on equity prices and bond yields. What is interesting here is fiscal policy was not used very much and it did not have a statistical effect that can be observed.

About foreign exchange intervention, obviously, countries have used foreign exchange intervention. This is why central banks hold reserves. When it is required, they can use the reserves to counter the effect from markets. What the study showed is that countries had to be very careful as to when and how much to use foreign exchange intervention. The purpose of using the tool is to limit the impact on the exchange rate and on the depreciation. What we found through this model is that it can help; but it is important that your fundamentals are right. If your inflation is high, if your currency is not well aligned, and if you do not have enough reserves, it is not going to help you. So what we found is

if your inflation is low, if your currency is not overvalued, and if your reserves are judged by markets as being adequate, then intervention policies can work. But the more open your capital account is, it probably puts a limit to the extent to which you can use intervention. Therefore, fundamentally it is important to focus on the economy's macro fundamentals. It tells you that the effect on markets depended on the current account balances of countries. Countries that had faced higher current account deficits were more affected. But as you strengthen those fundamentals and reduce the current account deficits, the effect on the exchange rate of this turbulence from tapering tends to be reduced.

What are the lessons that we can draw from this experience over the past one year or 18 months? We must remember that the volatility that we have already experienced and experiencing this week affects domestic factors, in other words, the macro fundamentals of the country concerned, and obviously the external factors over which emerging markets have less control. The combination of domestic and external factors affects the growth outlook for the country. Our sense is that markets are focusing on that, as well. That simply summarizes that foreign exchange intervention can be stabilizing provided your fundamentals are good and your reserves are viewed by markets as being adequate. But, fundamentally, I think the country needs to have a credible monetary framework and this is what we saw in terms of the effects in countries where inflation is judged by markets to be high. Also, it helps you to have a deeper financial system, of course.

The countries that have most impacted, the so-called Fragile Five 18 months ago as India, Indonesia, and others, acted on policies through

monetary tightening and other provisions. It meant that when this turbulence resumed earlier this year, those countries generally did not see or experience the same impact as it had experienced the previous year because they have taken policies to focus on the fundamentals. When tapering does occur, initially the impact can be indiscriminate across countries. But very quickly it tends to change and then it does depend on certain factors where countries can act.

Let me talk a bit more about the effect on Korea. Korea is not an emerging market. It is really quite remarkable in my view that in the last two years Korea has not faced a significant impact from the quantitative easing (QE) operations. There has been some impact on Korea, but it has not been anywhere near the other fragile countries. This is because as markets have looked at Korea in recent years more and more as a safe haven destination. If this assessment is right, if this QE exit is naturally and properly driven by the reality that growth is recovering in the United States and in those countries where the exit will happen – in this case now recovery of the US economy which should grow by above 3% next year, our sense is that this should not affect investor confidence and it should not affect Korea. Korea is now graduating from a “high capital flow beta” country, meaning that in the past Korea had shown a lot of effect of market turbulence, but now you do see there has been greater resilience. There is a sense Korea is graduating from what we thought it was 10 years ago.

There are international implications of what I have been saying. And there is no one better than Chairman Il SaKong who can carry forward what needs to happen in the global governance framework to take action

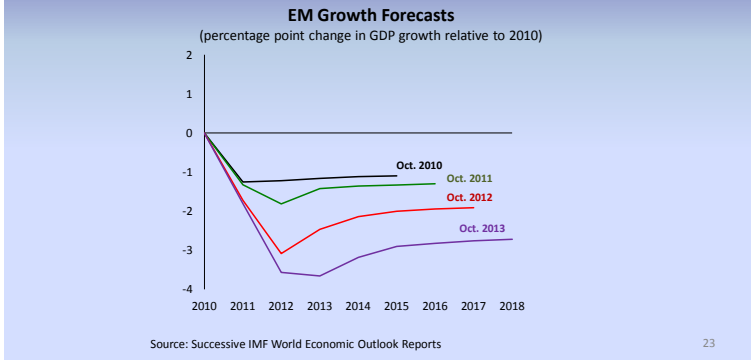
internationally that can limit the effects in the national policy making. Emerging markets have successfully made the case in the last one year. QE exit will take place. But there needs to be very clear communication and market guidance from the advanced countries' central banks, especially the Fed but also the Bank of England, the European Central Bank, the Bank of Japan and central banks of other advanced countries. We have to insist on that. There needs to be much more of a policy dialogue. I do believe that the G20 this year led by Australia and backed by the other countries has accepted that we have to look much more systematically at the policy spillovers from monetary policy. This is because in the 10 years before the G20 did not look very closely at the policy spillovers from monetary policy because they believed, maybe correctly, that central banks are generally independent and that central banks focus on domestic objectives. Now it has recognized, as we have seen the effects of the tapering, that the international spillovers from the actions of advanced countries' central banks are so immense that this does need much more of a policy dialogue. Therefore, there needs to be much more dialogue between advanced countries and emerging markets, and also between regulators because there are huge cross border issues. I do believe the G20 this year has been trying to examine both the spillovers from central banks and how to take action to ensure the cross border flows and policies are well coordinated.

Finally, there is an issue of financing options. Turbulence means that even countries that have sound fundamentals will have a need for some financing options. We need to ensure that we do all we can to build up financing options for countries. When the global financial crisis broke in

2008, the US Fed acted quickly to have swap arrangements with many countries around the world, including Korea. As Chairman SaKong just said over breakfast, the larger the swap was, the less it needed to be used. So, the lesson is you need to have financing options to convince markets. And we have an option. Is it a swap, it is an IMF borrowing, is it the Chiang Mai Initiative Multilateralization, or something else? My sense is that internationally policymakers need to do more to enhance the financing options because at this stage they are somewhat sporadic. Therefore, this is clearly a challenge for global policymakers.

Let me talk about growth issues on emerging markets. Tapering has taken place and the effects have taken place. Countries have faced a decline in growth. This has affected market reactions, too. In the last 3 or 4 years, most emerging markets are facing a decline in their growth outlook from where they were earlier in the decade. Their growth outlook is less than where those same countries were in 2003 to 2007. Every year for the last four years the growth outlook for emerging markets has been lowered year-to-year and compared to a prediction made earlier that year.

EMs growth projections: There has been successive markdowns

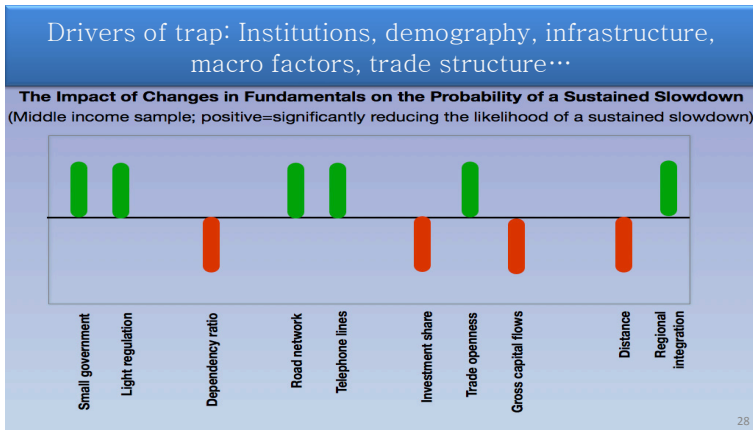


We know that some of this decline is cyclical, but we have to recognize and understand whether it is structural or not. We are now having a look again at “middle income challenge.” The middle income challenge means that when countries reach a certain level of per capita income over time, they tend to face the risk of stagnation and growth. What is interesting is that this evidence has come mainly from Latin America. When the growth rotation shifted to Asia and to Korea, Hong Kong, and Singapore, Korea demonstrated many decades ago that it does not have to face the challenge because policies were uplifting productivity. But the countries that are now moving in Asia to the middle income stage, such as China, Thailand, India, and Indonesia, there is a sense that has been lowering in their growth and there is a fear that perhaps these countries are going to be facing the middle income challenge that Korea did not face some decades ago. The evidence overall is such that the probability that a middle income country will face a sustained slowdown is actually quite significant statistically. That is the

economic evidence. Therefore, as countries reach that stage in Asia, we have to be careful. You look back and say: “Why did this happen in Latin America?” and “What is this middle income challenge all about?” Some call it a middle income trap.

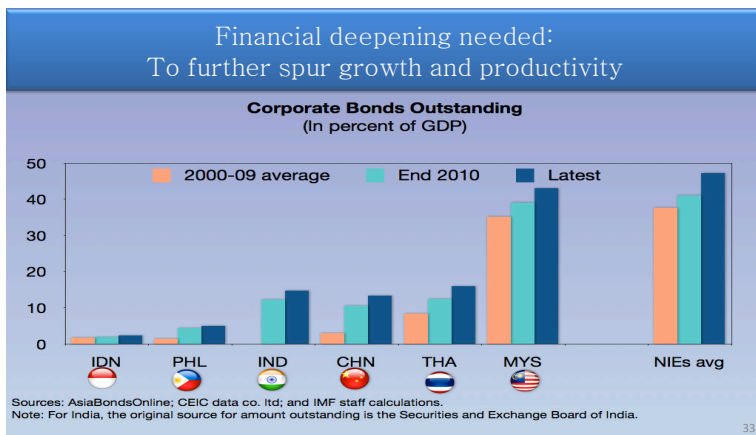
I want to mention this because it does affect emerging markets in Asia and how markets view them and because the growth outlook has deteriorated in recent years. Some of it is due to external factors. We have to recognize that it may be domestic factors also at work. One lesson that comes from Latin America is that the problem comes from productivity, not from the external factor accumulation. For the middle income country, it comes from the efficiency of resource used and productivity. That was a concern that Latin America had in the 1980s. There was some effect in the Asian countries that became middle income states decades ago such as Korea; but they faced only a very small effect because they were able to keep up their productivity in their economies.

The most important factor I want to leave you with is that emerging market countries in Asia need to focus on the drivers of productivity. Those drivers of productivity are what we see on the chart below.



This comes from a model done for a number of countries. It tells you that institutions, infrastructure, and macro factors are among the most important factors. Institutions are very important. So we try to look and see how this worked for Asian countries compared to other regions. Where are the strengths and the weaknesses? All these drivers are productivity that needs to be addressed. Asia is a huge region. The countries involve those that are now reaching middle income states – be it India, Indonesia, Thailand, Malaysia, and China. The factors are quite differentiated but the all four are the drivers I have talked about. Tapering is a short-term issue, but markets are looking at the effects on growth. In Asian emerging markets they need to look at the drivers of growth. There are many drivers of growth, not confined to just what I said. It also depends on employment and education. We find that in many Asian countries that the tertiary educational enrolment, for example, is weak. But this is needed for productivity. Sufficient spending on research and development expenditure is also very important.

China does well, but most other emerging market countries in Asia do not do well. Therefore, at a stage where we have to recognize that a new growth model is needed for many emerging markets, we cannot depend on advanced countries to be remained an external driver of growth in emerging markets in Asia. As the Asian countries change the growth model, financial deepening is also needed across Asia. Financial deepening is needed not only for reasons of inclusion but also for financing infrastructure and growth sectors.



The fall in growth in many emerging markets in Asia is a concern. Some of it is cyclical; some of it could be risks of dealing with middle income challenges. There is a need across Asia to do much more in order to ensure that productivity can be maintained at a rate that will maintain growth and that these emerging markets do not face a sustained slowdown that can happen. This is a very important lesson when markets will look at the growth outlook in the years to come.

A large, light gray 'Q' is positioned in the upper left, and a dark gray 'A' is positioned in the lower right. The 'Q' has a thick, rounded stroke, while the 'A' is a classic serif font with a wide base.

Questions
and
Answers

Q What is your forecast for China's shadow banking? What is your view about the *renminbi* internationalization?²⁾

A There are many ways in which one can look at shadow banking. In China the People's Bank of China monitors and reports what we call shadow banking and what they call social financing. Almost all of it involves actions by banks in China. Shadow banking in China is actually observable and numbers are available. It is important to make that point because as we look ahead beyond where we are today into future Internet banking or services offered by companies in America such as Wal-Mart and others, there is a future shadow banking which is much more difficult to monitor than what we see today. I would say that China's concern and the numbers are largely known. They are reported by the People's Bank of China. Therefore, most of it is based on transactions by their own banks.

As the People's Bank of China has frequently recognized, the numbers have gone up in the last 3-4 years quite significantly. This means that as you look at the debt, you include local governments'. It surely has increased a lot in the last 4 years. It has been part of the stimulus that China has employed in order to keep growth where it is now. You are right in saying that these are issues that they need to address. My simple answer is that given where the numbers are for debt or implicit debt and given the buffers that China does have in terms of reserves and in terms

2) All the questions were answered by Dr. Anoop Singh, unless specified otherwise.

of its own public debt, buffers are at the stage where the issues can be addressed. I would say what is equally important and also recognized by the Third Plenum last year is as you look at growth over the next 5 and 10 years, there is a need to change the growth model. It comes on again to infrastructure and investment from a different point of view.

In China, the investment ratio has reached close to 50%. That is historically unparalleled. I do not even think we have seen that. If you look at the ratio that comes from property investment, at least over 30%, that is also historically without parallel. The issue is other countries in Asia need to raise infrastructure investment. In China, the challenge is to change it. Because as you look at real estate, the property, you can argue what they are seeing is a problem of composition of the investment. In certain cities of China, housing is still needed because China's per capita income is not like that of an advanced country. But if you look at the composition of the investment and say "Is the investment in right place?" across Asia and China, the investment and growth model needs to change. It also needs to change, perhaps in another way, in the other parts of Asia. We are at a stage where we have to look at the growth model underlying countries in Asia. I would say that is a more important factor to me than where the renminbi will be in the coming year. We know that this tapering has effect on exchange rate.

Just on gentle comment on exchange rate, as you look at the last 2-3 years, and Chairman SaKong would know much more than I will, we have seen a lot of impact on markets, on equities, on bond yields, and on capital flows. My sense is that the effect of tapering and volatility on the major big exchange rates has been much less in last 4 or 5 years. But

you could argue because of that it is likely that the effect on exchange rate is now going to increase. Why? Because you will argue that the US is recovering and therefore you can expect capital to move back and the US dollar to appreciate more than it has done so far. Europe continues to face a problem of growth. Overall, it may be the case that euro has to depreciate. The effect on exchange rates globally the last 3-4 years has been much less intense than the other asset prices. But now as the unevenness of the growth momentum is becoming more clear with the US recovering quite rapidly and Europe not, it is likely we might see more of an effect on exchange rates. I do not want to predict where exchange rates will be, but the effect has been small so far; therefore, it is likely that this might increase in the coming months.

Q Korea's won is still not fully convertible. I would like to get your opinion on the pros and cons of that and whether you think Korea would benefit from having its currency fully convertible at this stage.

A This is clear that in various perspectives and on dimensions Korea's won has appreciated quite significantly in the last year. You see it bilaterally; you see it with the yen; and you see it in terms of the average. There has been a significant appreciation. What I find interesting is the data I have seen and my colleagues have seen on your export share show that the effect of this appreciation on your export market share has not been as significant as we may have expected some years back. What this means is that the productivity momentum in

Korea generally remains rather strong from some points of view because despite this significant appreciation, it has not had a corresponding effect at least on Korea's export market share for its major products. It is possible that you have reached a stage of differentiation and branding that has carried you beyond that stage.

Q One of the things you mentioned is the financing options. I am not that much worried about Korea, but when the QE exit or interest rate hikes will eventually come, do you think there will be any chance that this Chiang Mai Initiative Multilateralization will actually come to be used in Asia? Secondly, you also talked about fundamentals and the growth drivers. There is a lot of talk about the infrastructure investment as almost free lunch these days. China is now talking about the Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB). They are inviting several Asian countries to join this initiative. I just wonder what the market's perception to this idea is.

A In many countries in Asia and in emerging markets, they have a real problem because infrastructure investment is small. In many countries such as Indonesia and India, the amount spent on subsidies on energy is big. And much of it did not even go to the poor. That number is almost as much as the total infrastructure investment by the country. So there is a real need in many emerging markets to raise infrastructure investment.

Will the Chiang Mai Initiative be used? The total amount available is US\$240 billion. It has not been used so far. We need to have a global

governance framework that offers these financing options and the countries use them for precaution without the crisis. The problem with the financing option is people go back to the Asian crisis, the Latin American crisis, and other crises and they view the use of financing options as the signal of a crisis. That is what makes the countries convinced that they should not use them. We need to develop a governance framework where financing options are used routinely because the scale of capital in the world we live in is again without parallel. It needs financing options that are routinely used. The Chiang Mai Initiative Multilateralization should be used. Generally, we need to develop more common use for precautionary reasons. As Chairman SaKong said a short while ago, the larger the financing option you have, the less you may use it; but you need to have the option first. That is the most important.

Chairman SaKong: I would like to make additional comments on a few things. First, the Asian Infrastructure Investment Bank initiated by China. I have been arguing for some time since the Asian monetary fund idea came along in 1998 that regional level monetary facility can be quite useful provided the mode of operation of the regional level facility is consistent with that of the existing multinational institutions, mostly that of the IMF. Because the IMF does not have sufficient resources, any supplementary and complementary facility would be helpful to the IMF as long as it is not competing. That is why I thought that would be the best for the rest of the world, including the United States. Actually, I was telling that to my friends in Washington even at that time. By the

way, Fred Bergsten supported the idea from the very beginning. I have been telling that it will be in the best interest of the rest of the world to actively participate in that regional facility, including the United States, so that the facility will operate consistently with other major multilateral institutions. As you know, Larry Summers as Under Secretary of the US Treasury opposed very strongly to this idea, but the US Treasury and the Washington intellectual community started to change their attitude later on. I would like to see the Chiang Mai Initiative Multilateralization develop into a full regional facility. Again, we need to make sure that the Chiang Mai Initiative Multilateralization would operate on the principles consistent with those of the IMF.

I thought the US government now is somehow quite reluctant to see Korea and other countries join this AIIB initiative. I would say that is wrong. Korea should participate and so should the US to make sure that the AIIB is again operating on a similar mode of operation to that of the ADB and the World Bank. Also, I will tell the Chinese policymakers not to make it an exclusive club. It should be inclusive and open to public; that way it will help not only this region but the rest of the world.

Another point is about the G20 again. The G20 has a mechanism called the Mutual Assessment Process, MAP. In Pittsburgh in 2009, leaders agreed on the Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth. What I have been saying is that the US tapering and in the future the Japanese tapering also should be brought into the G20, not to get a permission or an approval, but at least to inform others of what will happen, because in Seoul we worked so hard to agree on quantitative indicative guidelines, although not utilized. Personally, I am

quite disappointed with the outcome of the G20 so far, as it is becoming another photo session and a rhetorical declaration producing event. I hope that is not the case in November in Australia.

Q In the last couple of days, markets are not quiet again and almost in turmoil. I would like to ask your observation. Is it just a short-term correction? Or do you see more fundamental structural adjustments which are going on right now and if there is more to come?

A What you asked is actually the fundamental question that we are now dealing with. I would make two points here. The first is that if this QE exit that we are seeing is because growth is coming back to advanced countries, in other words, if it is a growth driven QE exit that keeps longer on rates at the certain stable level, then that is a good development because the world needs that. Exports in the last 1-2 months in some countries have begun to pick up because they are experiencing effects of the US recovery. That is one thing good.

The second thing is that if you look at the extent to which capital had flowed to emerging markets and other countries in recent years, some of that flow was beyond the fundamentals. It cannot be explained. There is a sense that the extent to which capital had flowed into countries in recent years defies explanation. Therefore, as it moves out, it will have effects. There will be effects in the weeks to come. The effects will be greater in countries where macro fundamentals are a problem. The concern is that in many countries we have seen certain financial imbalances have built up. It is not simply property and asset prices. The concern has been that

in recent years as capital came in as debt, not as equity. Therefore, I think many countries need a policy framework that attracts this capital in the form of equity into infrastructure and related areas where it is needed for growth and where it will stay and go beyond simply the effects of the search for yield. It is a search for yield, rather than a search for a growth opportunity and that is a problem that we face. But I do say that this factor is going to depend again more on certain fundamentals. So far, I have spoken about the macro fundamentals. It may be that the focus in the coming weeks will be something else. But I do think that there will be effects and that will depend on the fundamentals. At least, so far we know what those fundamentals are.

Chairman SaKong: I agree with what you have said. Let me ask you on behalf of our audience about Abenomics. What is your sense of market about this Abenomics now? When the Abenomics was first announced, the international community particularly the financial market quite positively responded to it. But now Mr. Abe's third arrow is not fully shot yet. What is the market's sense of Abenomics at this point?

A Obviously, this is a very important issue for Japan, for the region, and globally. Let me just make one point which is completely unrelated to your question but I will say this that no doubt Japan needs the third arrow. There is no doubt about that, and that is why the Prime Minister has made it so important. The one thing I would say is that the third arrow is actual structural reforms for growth. Although it has not been used by other countries, many other countries and emerging

markets need that third arrow, too, for their own reasons in order to avoid this middle income challenge.

Coming back to where Japan is, I think most observers, including the IMF, are seeing growth in Japan for this year around 0.9%. It is not exactly 2%, but it is 0.9%, slowed in the second quarter which was a big decline compared to the first quarter. My own sense is that in many ways growth in Japan is positive and in many ways prices and inflation has done positive, almost about the same level. Just comparing the numbers where we are today with where Japan was a few years ago is a pretty significant change. We have got a positive growth of 0.9% and inflation also about the same close to 1%. The problem is that Japan wants more. They made that clear and the world wants more from Japan. That needs more of the third arrow. That is what I believe they are working on.

Q The Korean *won* is appreciating against the US dollar. Korean won is appreciating, especially with the Japanese yen which is depreciating much. Korean exports are growing in the US dollar terms. However, in the won terms, Korean exports this year decreased. So the exporters' income is shrinking. Korean companies are facing difficulties making profits. What actions should the Korean government take to have some effects on this exchange rate system?

A There has been appreciation in bilateral terms, in effective terms and in the average terms. It has been quite significant in the last year in Korea. My only sense of looking at the data and export market share is that so far the effects on Korean exports have been much less

than people expected, given this appreciation. You would hope that this is because Korea has reached the stage in its productivity growth, branding and differentiation of products. That allows it to have the profitability to overcome this exchange rate appreciation. But, as you said, we will see more exchange rate changes. We will likely see more US appreciation and therefore there will be the effects for countries including Korea. I am not sure that any country has the ability to overcome the global changes in exchange rates.

It comes back to my basic point that what we do to enhance the productivity of export and economy is therefore much more important now than it was some years back. As capital was coming in and as investors searched for yield because of QE easing, many countries postponed important structural reforms. Korea did not experience that to the extent that other emerging markets did. Now that the tapering is going to take place and that capital is going to be probably leaving many emerging markets, it raises the importance of taking the structural reforms that their economies need which were not taken in recent years. If you look at where Korea is, I think Korea has done very well in maintaining its productivity. Therefore, now that exchange rate changes probably will take place more, I think it brings the focus of the debate in Korea back into the key medium term structural issues. That is where we are today in Korea. It needs action soon, but the effect will come some years later. These structural reforms take time but it does mean that because of different dimensions of easing, the focus of the debate in many countries must move back to looking at the growth models, productivity, and the structural reforms that may be needed.

Q The recent Korean policy measures led by Finance Minister Choi are focused on allowing consumers and households to take more debt as a new engine of growth driver. I understand he expects this kind of revived growth will increase household income after all. But the initial effect now is a fast growth in household debt without showing any tangible signs of improving underlying growth momentum. How much do you agree with those kinds of concerned voices about household debt?

A I think this is the effect of the QE easing in many countries. There is much more in other countries than in Korea. We have seen in many other countries concerns on household debt, corporate debt, and corporate leverage. These concerns are going to rise in many countries as tapering takes place. I would say the actions the government is taking in recent months on fiscal policy and monetary policy are a reflection of two things. It shows that the growth globally is more uneven than we thought some months ago. It shows that despite the fact that the US is recovering, Europe is not. The global growth has been slightly lowered for this year and next year. Therefore, what Korea has done is trying to increase domestic demand which it needs to do. I think it shows that Korea has the buffers that allow the government to take some measures such as they have done for the short term. It is good. Korea has the buffers that allow it to take these actions of fiscal stimulus and on the monetary policy as they did a few days ago. This is trying to boost domestic demand. Countries can do it if they have buffers to do it. I do believe Korea has those buffers and that room to do it. The

problems of debt have been there for a while in many countries. I think Korea has the buffers again to deal with them over the medium term.

QE Exit: Lessons for Financial Markets, Medium term Drivers for Growth

Anoop Singh
Institute for Global Economics
Seoul, Korea
October 17, 2014

1

agenda



Context

EM Volatility—Assessing Differentiation

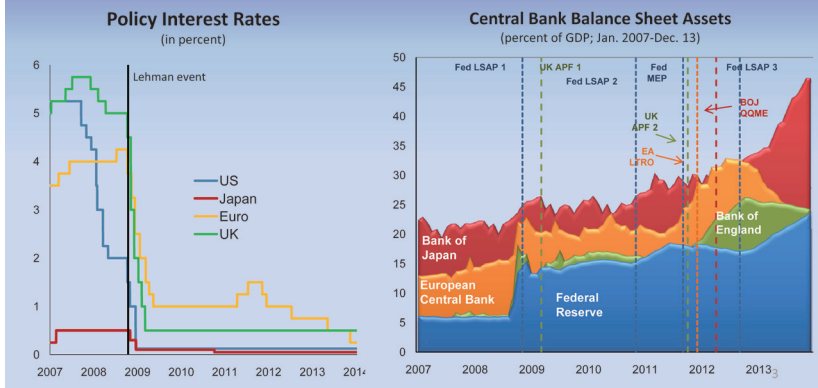
Policy Responses

Early Policy Lessons

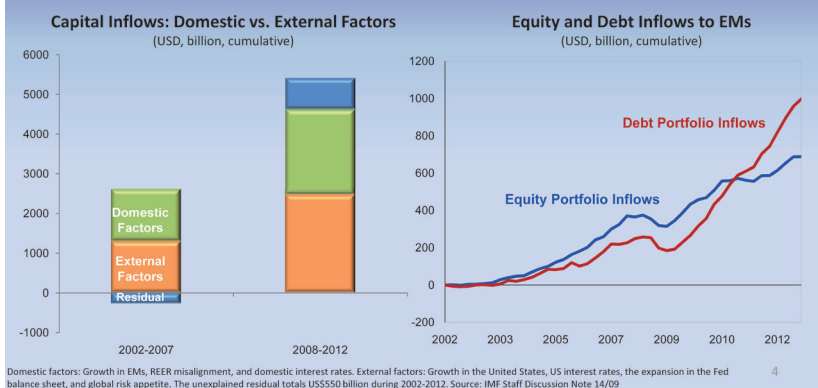
Drivers for Sustaining Growth

2

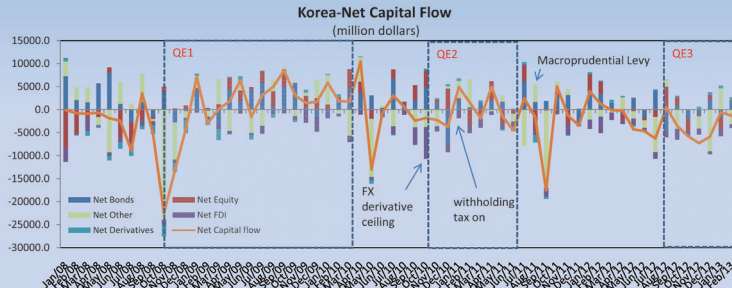
Unconventional monetary policies in advanced economies: Impact on their Central Bank balance sheets



EM inflows: driven by Domestic and external factors, Sharp shift toward debt instruments



Korea: Has not faced a surge—
moderate flows focused on bond flows



Source: Safe Haven Korea, IMF Working Paper, 14/53

5

agenda

Context

**EM Volatility—Assessing
Differentiation**

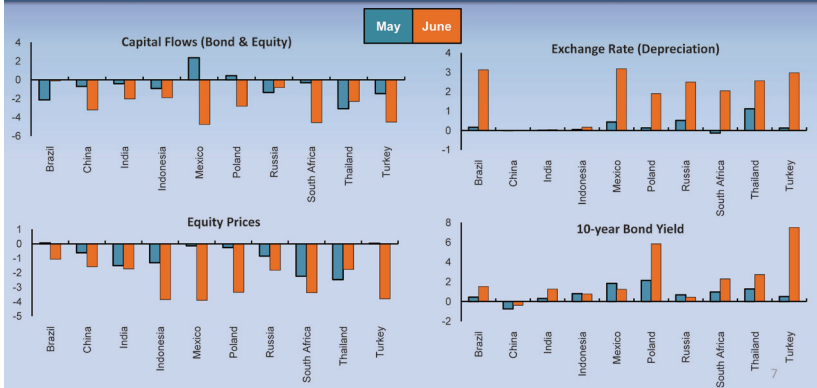
Policy Responses

Early Policy Lessons

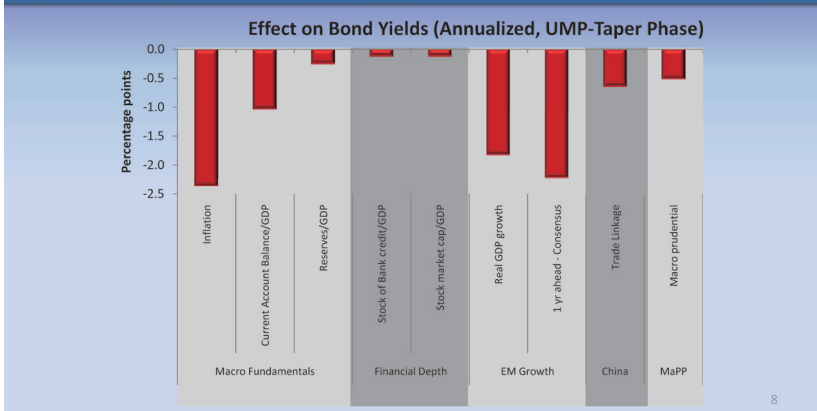
Drivers for Sustaining Growth

6

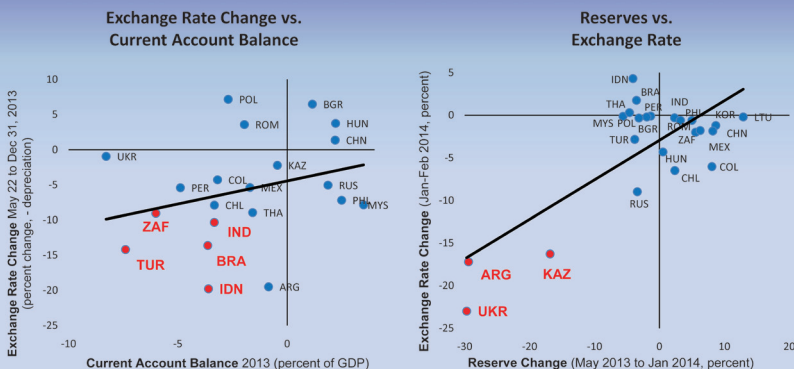
Taper talk effects clearly differentiated across countries: May-June 2013



Macro fundamentals & growth prospects matter most



Differentiation: Seems to have shifted from CA deficits to reserve declines?



9

agenda

- Context
- EM Volatility—Assessing Differentiation
- Policy Responses**
- Early Policy Lessons
- Drivers for Sustaining Growth

10

EMs Response: Range of policy tools

	Monetary policy		Fiscal policy	Macroprudential Policy	CFMs	FX Intervention	Liquidity provision measures
	Tight	Loose	Tight	Tight	Removal		
Brazil	✓		✓		✓	✓	✓
India	✓		✓	✓	✓		✓
Indonesia	✓			✓	✓	✓	✓
Russia	✓					✓	
S Africa	✓						
Thailand		✓					
Turkey	✓			✓		✓	✓
Poland		✓				✓	

.Source: Based on IMF Discussion Note 14/09

11

EM policy announcements are having a stabilizing effect

Effect of Policy Announcement 1/

	Pace of FX Depreciation	Equity Prices	Bond Yields
Liquidity Provision Measures	✓	✗	✓
Interest Rate Hike	✓	✓	✓
Tighter Fiscal Policy	✓	✓	✓
Removal of CFM on Inflows	✓	✓	✓
Macroprudential Policies	✓	✓	✓

1/ Figures highlighted in yellow are not statistically significant.
 Period May 2013-January 2014. Green check marks represent instances where policy actions had a dampening effect on the selected asset price. Red cross represent instances where policy actions did not have or had a worsening impact on the selected asset price.

12

Conditions for effectiveness of FX intervention

FX intervention helps slow the pace of depreciation when

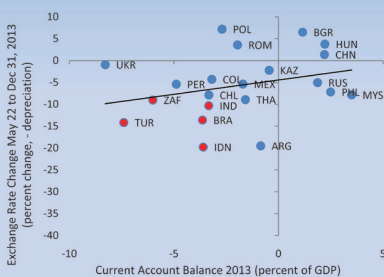
- Low inflation
- Currency not overvalued
- Adequate reserves

Greater capital account openness reduces effectiveness of FX intervention

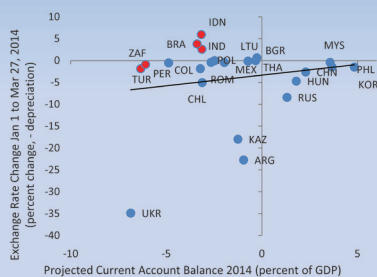
13

Strengthening macro-fundamentals matter

Exchange Rate Change (May-Dec 2013) vs. CA Balance 2013

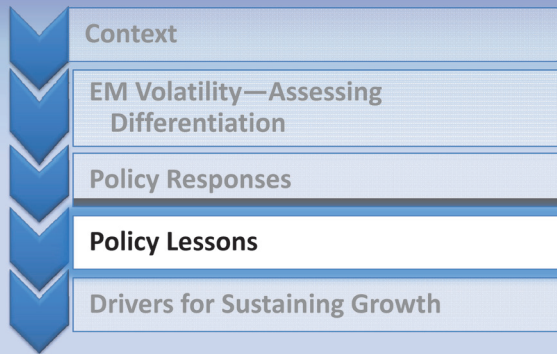


Exchange Rate Change (Jan-end-March 2014) vs. CA Balance 2014



14

agenda



15

EMs: Lessons from current analysis (1)

Volatility in EMs has reflected both domestic and external factors:

- Domestic factors: inflation, domestic GDP growth, foreign reserves, current account, fiscal balance, financial depth, Macro Prudential.
- External factors: normalization of U.S. monetary policy, EM growth slowdown, global market uncertainty.

Markets are differentiating across EMs, not only based on macroeconomic fundamentals and structural factors, but also policy frameworks:

- FX intervention can be stabilizing if fundamentals are good/reserves adequate.
- A deeper financial sector helps dampen shocks, though this could be partly offset by a larger share of foreign investor holdings.
- A more credible monetary framework may require smaller interest rate hikes.

16

16

EMs: Lessons from current analysis (2)

Policy responses by EMs in many cases appeared to be effective:

- ➡ *Liquidity provision in stressed markets is associated with lower volatility.*
- ➡ *Monetary tightening tended to calm markets when inflation was high and above target.*
- ➡ *Early policy action and reduction of imbalances helped dampen market reaction.*

17

Korea: implications of QE exit (1)

- Limited direct impact from QE operations/announcements.
- Capital flows to Korean bonds have demonstrated a safe-haven behavior
- A growth-driven smooth QE exit, which leaves long-term US rates anchored and does not hurt investor confidence, is unlikely to cause capital outflows for Korea
 - It could even cause inflows to Korean equity and bank debt through positive signaling effects associated with an orderly steepening of the yield curve.

18

Korea: implications of QE exit (2)

- Assessment points to Korea's possible graduation from a high capital flow beta country,
 - corroborated by impressive resilience of the won and asset prices to recent QE exit related global turmoil.
- While there is a need for continued vigilance,
 - Korea's sound macroeconomic fundamentals/policies should enable Korea to weather external shocks now much better than other countries.

19

International Community: A Collaborative Approach

UMP Countries:

- ✓ Clear communication and market guidance
- ✓ Minimize excess volatility in longer-term rates

Enhance policy dialogue

- Cooperation to mitigate policy spillovers
- Greater dialogue between AE/EM financial regulators/supervisors to address cross border issues
- Shared assessment of UMP unwinding implications.

Enhance financing options

20

agenda

Context

EM Volatility—Assessing
Differentiation

Policy Responses

Policy Lessons

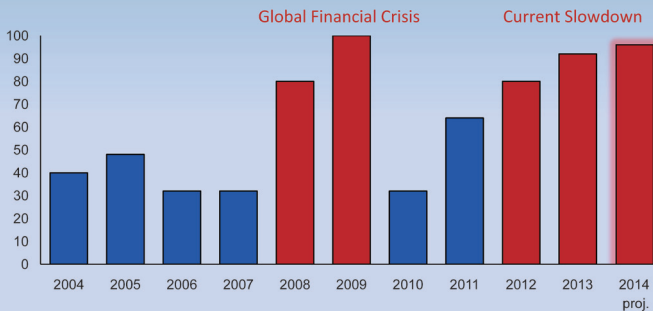
Drivers for Sustaining Growth

21

EMs: Has there been a synchronized slowdown?

Synchronized EM Slowdown

(percent of EMs with real GDP growth slowdowns¹)

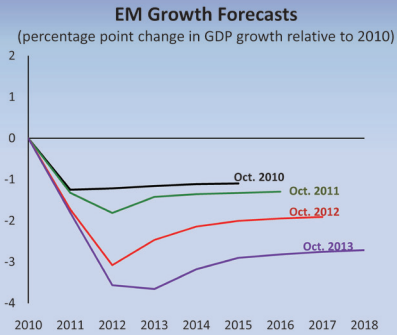


Sources: Based on successive IMF, World Economic Outlook Reports

¹ Red bar denotes more than 70% of sample of emerging economies with real GDP growth below the 2003-2007 average.

22

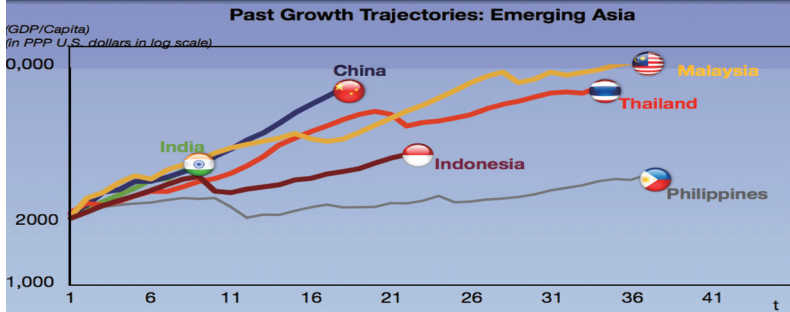
EMs growth projections: There has been successive markdowns



Source: Successive IMF World Economic Outlook Reports

23

Have Asian EMs begun to face middle-income challenges?



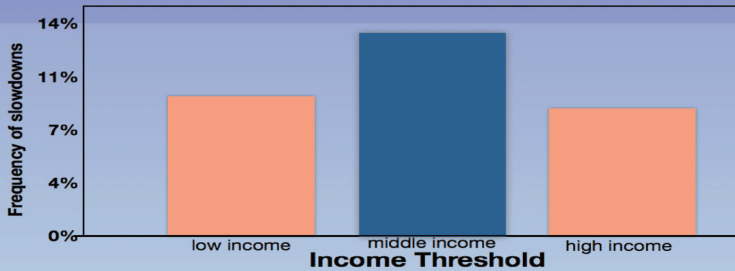
Sources: Penn World Table Version 7.1; IMF staff estimates.

Note: t=1 is defined as the year when the GDP/capita for a particular country reached US\$ 2,000 in PPP terms.

24

Slowdowns are more frequent in middle-income economies

There seems to be a “middle income trap” 1/



Source: IMF staff estimates.

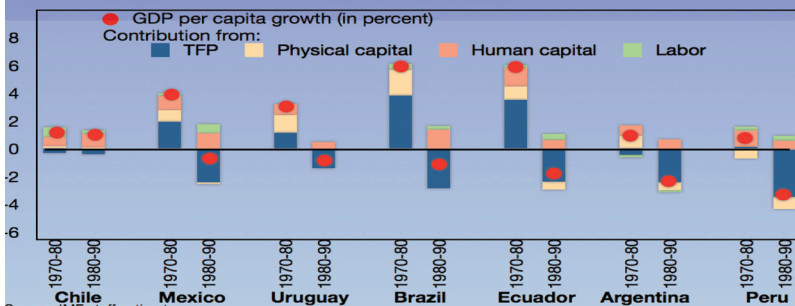
1/ The figure considers a low income threshold of US\$ 2,000 and a high income threshold of US\$ 15,000 in PPP terms, but is robust to a range of alternative thresholds.

25

Sustained slowdowns typically reflect slower TFP growth: Latin America during 1980s...

Slowdown in Latin America: 1970s vs 1980s

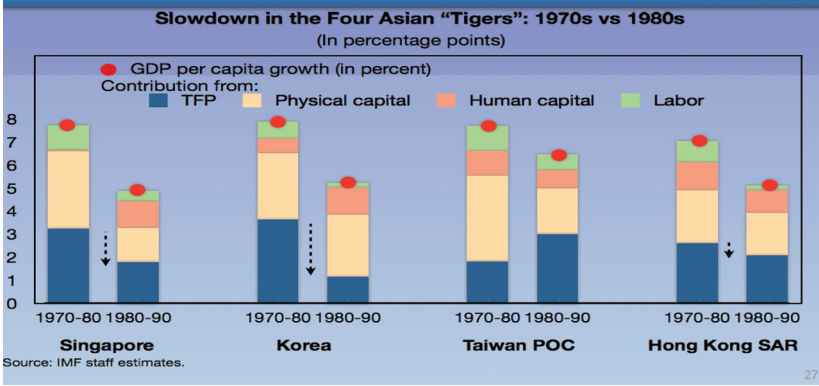
(In percentage points)



Source: IMF staff estimates.

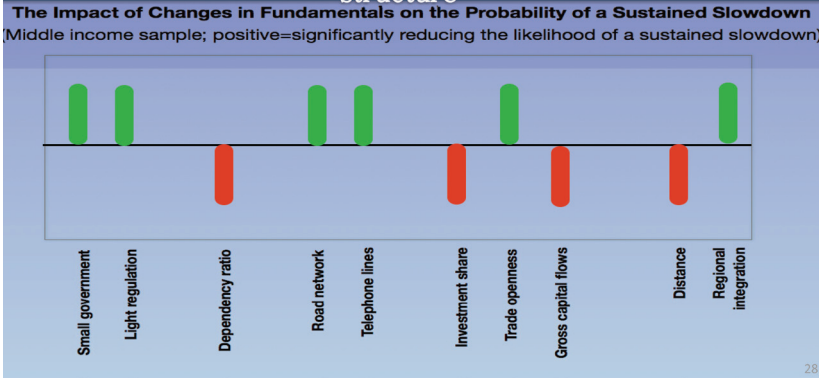
26

Slowdown in TFP growth was much milder for Asian Tigers, after reaching middle-income status



27

Drivers of trap: Institutions, demography, infrastructure, macro factors, trade structure...



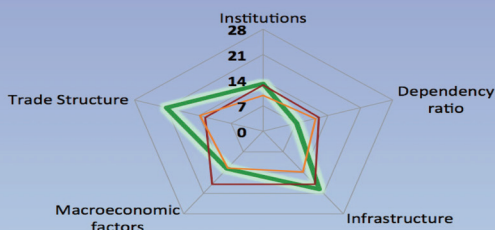
28

...and Asian MIEs fare on average somewhat better than in other regions...

Strengths and Weaknesses of Asian MIEs Relative to other Emerging Regions

(A higher rank indicates a lower risk of growth slowdown stemming from the examined category)

Emerging Asia Latin America Middle East & North Africa



Sources: World Bank, World Development Indicators; IMF staff estimates.

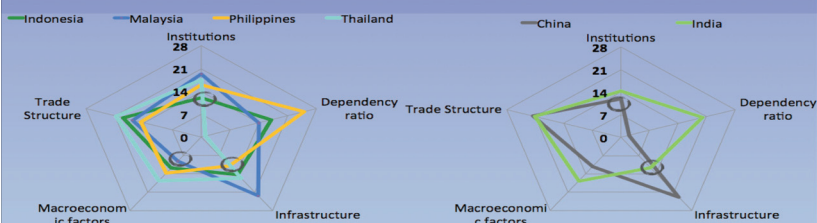
Institutions includes small government involvement in the economy, strong rule of law and light regulation; *Infrastructure* includes telephone lines, power generating capacity, and road networks; *Macroeconomic factors* includes low gross capital inflows, the change over 2008-2012 in capital inflows and trade openness, and the (negative of the) change in the investment-to-GDP ratio; *Trade structure* includes strong regional integration and low GDP-weighted distance. *Dependency ratio* is the change between 2010 and 2050.

29

...but strengths and weaknesses (and therefore risks of sustained slowdown) vary

Strengths and Weaknesses of Asian MIEs

(A higher rank indicates a lower risk of growth slowdown stemming from the examined category)



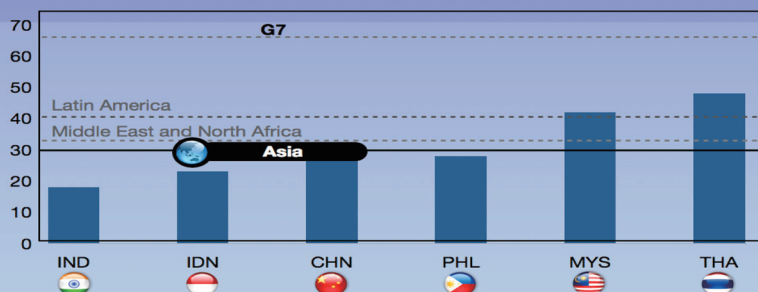
Sources: World Bank, World Development Indicators; IMF staff estimates.

Institutions includes small government involvement in the economy, strong rule of law and light regulation; *Infrastructure* includes telephone lines, power generating capacity, and road networks; *Macroeconomic factors* includes low gross capital inflows, the change over 2008-2012 in capital inflows and trade openness, and the (negative of the) change in the investment-to-GDP ratio; *Trade structure* includes strong regional integration and low GDP-weighted distance. *Dependency ratio* is the change between 2010 and 2050.

30

Other key growth drivers for middle-income economies: tertiary education...

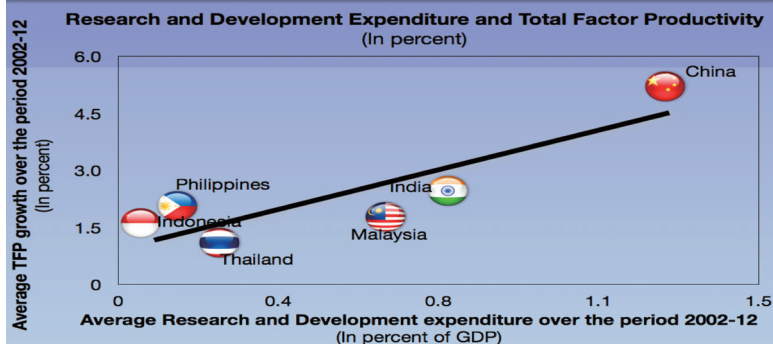
Tertiary Education Enrollment
(In percent of eligible age group)



Sources: UNESCO databases; and IMF staff calculations.

31

...and R&D expenditure.

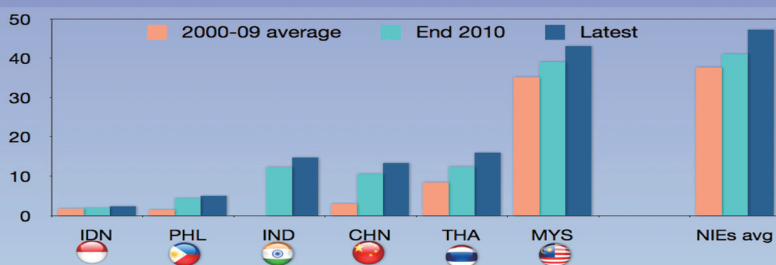


Sources: World Bank, World Development Indicators; UNESCO databases; and IMF staff calculations.

32

Financial deepening needed: To further spur growth and productivity

Corporate Bonds Outstanding
(In percent of GDP)



Sources: AsiaBondsOnline; CEIC data co. ltd; and IMF staff calculations.
Note: For India, the original source for amount outstanding is the Securities and Exchange Board of India.

33

Key Implications for some Asian Reform Agendas

Country	
China	Broad institutional reforms, some of which (e.g. financial reform) will rebalance the economy and reduce macro-economic risks.
India	Enhance infrastructure and improve economic institutions.
Indonesia	Improve economic institutions and infrastructure.
Malaysia	Macro-economic and structural policies need to remain geared towards stability given size and volatility of capital flows.
Philippines	Improve economic institutions including rule of law, as well as infrastructure.
Thailand	Still room for improvement on a broad front, including on infrastructure and institutions.

34

References

- Bowman David, Juan M. Londono, and Horacio Saprizza, 2014, "U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies," International Finance Discussion Papers, No. 1109, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Emerging Market Volatility: Lessons from the Taper Tantrum, IMF Discussion Note 14/9, Sept 2014, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2014/sdn1409.pdf>
- IMF Multilateral Policy Issues Report, July 2014, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/062514.pdf>
- Safe Haven Korea, Spillover Effects from UMPs, April 2014, IMF Working Paper 14/53, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=41461.0>
- World Economic Outlook Reports, IMF, <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=29>

35



아누프 싱(Anoop Singh)

JP 모건 아시아 담당 총괄 책임자. 前 IMF 아시아 태평양 국장 역임.

싱 박사는 동남아시아, 동유럽, 남미 지역의 신흥시장, 과도기의 개발도상국가들의 기금 지원 프로그램들을 설계하는 작업을 자문하며, 거시경제, 감독, 위기관리 문제들에 대한 저술 활동을 함. 저서로는 《금융 시장 위기와 남미 지역의 위험요인》, 《거시경제의 변동성: 남미에서 배우는 정책적 교훈》, 《포괄적 성장, 제도, 그리고 지하경제》 등이 있음.

미 연준의 QE 종료가 아시아 금융시장에 미칠 영향¹⁾

아누 싱(Anoop Singh)

JP 모건 아시아(JPMorgan Asia) Managing Director

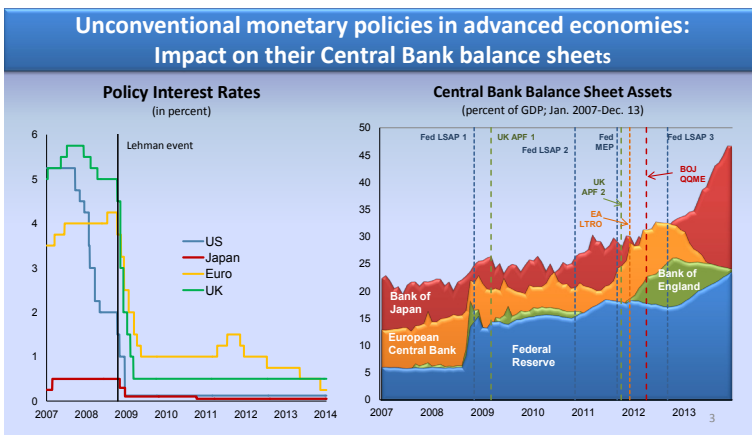
우리는 흥미로운 세상에 살고 있습니다. 얼마 전 사공일 이사장님께서 테이퍼링의 영향에 대한 강연을 권유하셨을 때는 시장은 상당히 조용했고 변동이 없었습니다. 그래서 그 얘기가 얼마나 관심이 있을 수 있을까 생각했습니다. 그런데 지난 한 주 만에 또 한 차례의 시장 변동성이 있었습니다.

먼저 현재 상황과 그 내용에 대해 말씀 드리겠습니다. 현재의 상황에 대해서는 매우 잘 알려져 있습니다. 그러나 이는 역사상 유례를 찾을 수 없는 상황입니다. 경제학자들은 2차 대전 이후 그 어떤 시기에

1) 이 글은 2014년 10월 17일 『IGE/삼성전자 글로벌비즈니스포럼』에서 아누 싱(Anoop Singh) JPMorgan 아시아 Managing Director의 강연을 녹취・번역하여 정리한 것으로 연사 개인의 견해를 밝히려는 취지입니다.

도 오늘날 우리가 직면한 것과 같은 상황을 맞닥뜨린 경우는 없었습니다. 아래 도표에서 보다시피 중앙은행은 이자율을 사실상 0%로 낮추었습니다. 많은 선진국 중앙은행이 침체와 디플레이션을 피하기 위해 양적완화를 도입하였고, 나아가서는 이전에는 볼 수 없었던 방법으로 대차대조표를 높였습니다.

선진국의 비전통적 통화정책이 자국 중앙은행 대차대조표에 미치는 영향

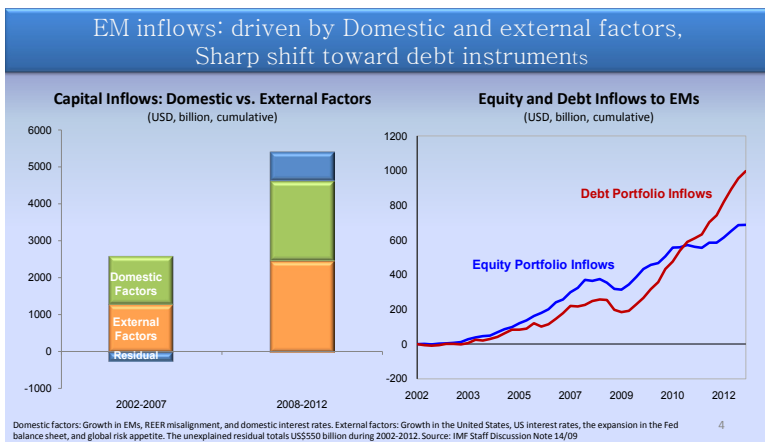


신흥시장에 대한 영향은 상당히 강력했습니다. 아래 슬라이드는 자본 흐름에 변동이 생기는 원인이 주로 외부요인 때문이라는 것을 나타냅니다. 외부요인이란 선진국의 상황과 중앙은행, 그리고 수익률 추구를 의미합니다. 또한, 이 그래프를 보면 설명되지 않은 잔류(residual) 요인이 존재한다는 것을 알려줍니다. 즉, 유례없는 규모로 신

흥시장으로 자본 흐름이 옮겨갔다는 뜻입니다. 이는 외부요인과 국내요인으로 설명할 수 없습니다. 신흥시장으로 유입된 자본 대부분은 자산이 아닌 부채의 형태였습니다.

신흥시장 자본 유입 특성 :

국내 및 외부요인 주도 및 채무성 상품으로의 급격한 전환

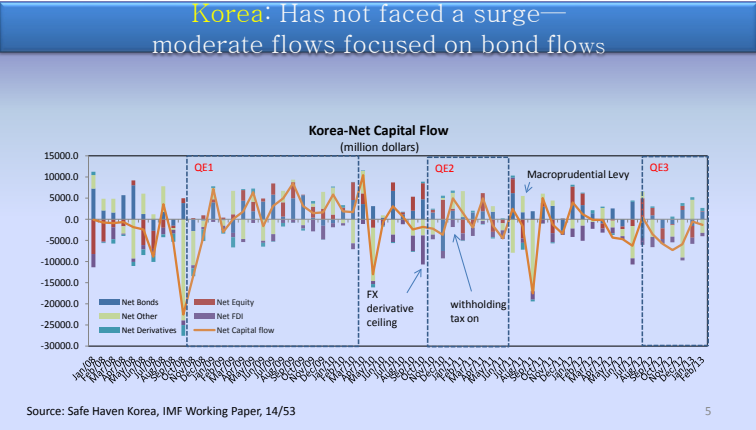


현 시점에서 한국을 간단히 살펴보는 것이 중요합니다. 이는 몇 년 전만 해도 한국은 베타(β)가 높고, 자본 유출입이 집중적으로 일어날 국가로 생각되었기 때문입니다. 흥미로운 것은 한국이 그 상태에서 졸업하고 있다는 것입니다. 한국에서는 다른 신흥시장에서와 같은 급격한 자본 유출입 상승이 나타나지 않았습니다. 다른 시장에서 나타난 것과 같은 자본 유입의 급증이나 자본 유출이 없었기 때문에 주식과 채권 모두에서 적당하고 꾸준한 자본 흐름이 있었습니다. 전 세계

적으로 위험회피 성향이 증가하고 있는데도 불구하고 시장은 한국을 위험을 회피하지 않고 감수할 만한 국가로 보고 있다는 느낌입니다.

한국 :

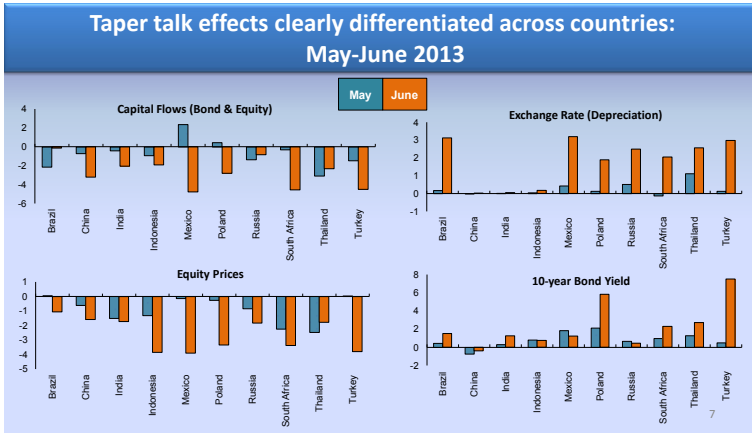
급격한 자본 유출입 부재 및 채권 흐름 중심의 적당한 자본 흐름



지난 5년간 자본 흐름이 간헐적으로 오르락내리락했던 국가들과 차별화되는 요소가 무엇이 있는지 살펴보겠습니다. 몇 가지 요인이 있습니다. 국가간 차이가 상당히 강하게 나타납니다. 버נק이 연준 의장이 발표를 한 뒤에는 시장에 상당히 큰 영향이 있었습니다. 그러나 첫 몇 달 사이에는 큰 차이가 없습니다. 여러 나라가 무슨 일이 일어나고 있고 그 이유가 무엇인지 설명할 수 없는 방식으로 영향을 받았습니다. 그러나 시간이 갈수록 어떤 국가가 왜 영향을 받는지 알 수 있게 되었습니다.

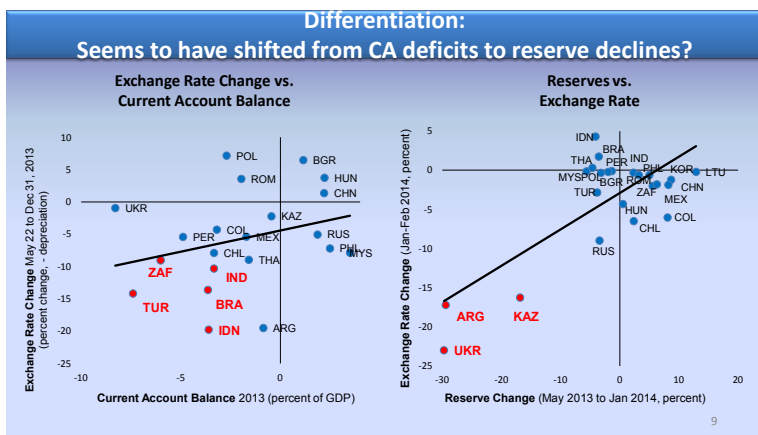
그 결과를 도출하기 위해 국제통화기금(IMF)은 여러 국가와 모델을 살펴보고 가장 영향을 많이 받는 국가와 그 이유를 가려낼 수 있는 요인이 무엇인지 검토했습니다. 거시 펀더멘털과 성장 전망이 가장 중요한 요인이었습니다. 여기서 이슈는 “이 국가가 인플레이션에 직면해 있는가?”, “경상수지 상황은 어떠한가?”, “외환보유고에 미치는 영향은 무엇인가? 이 국가의 외환보유고는 충분한가?”입니다. 아래 도표에서 볼 수 있듯이, 이런 요인이 가장 중요합니다. 또한 도표 중간에 나와 있듯이 성장 전망도 매우 중요합니다. 시장에서는 일부 신흥 시장에서 경기주기적 그리고 구조적 하락이 일어나지 않을까 우려했습니다. 이것이 시장의 반응을 더 차별화하는 것입니다. 거시 펀더멘탈 중 인플레이션, 경상수지, 외환보유고가 가장 중요한 요소였습니다. 이러한 사실은 경제학자의 견해와 더욱 밀접하게 합치되기 때문에 흥미롭습니다.

테이퍼링 발표가 각국에 미치는 차별화된 영향 : 2013년 5~6월



차별화 문제에 대해 좀 더 살펴보겠습니다. 지난 해 이런 영향이 나타나기 시작할 무렵에 가장 영향을 많이 받은 국가는 빨간색으로 표시된 브라질과 인도, 인도네시아 등입니다. 이는 시장이 이들 국가의 경상수지 적자에 대해 우려했기 때문입니다. 올해 초를 보면, 차별화된 영향이 나타나게 한 요소가 다소 변한 듯합니다. 일부 정책 대책을 취한 인도와 인도네시아, 브라질은 이제 가장 위로 올라왔습니다. 아르헨티나처럼 가장 영향을 많이 받은 국가들의 시장은 경상수지보다는 외환보유고 하락에 더 집중하고 있었습니다.

차별화 : 경상수지 적자에서 외환보유고 하락으로 전환?



이 국가들이 지난 해 어떤 정책 대응을 했고, 충격을 완화하기 위해 어떻게 했는지에 관해 보자면 신흥시장은 다양한 정책 수단을 사용했습니다. 아래 도표에서처럼 여러 가지 수단이 있지만, 아마도 통화정책이 가장 많이 활용되었을 것입니다. 통화정책을 가장 많이 사용한 국가를 보면 긴축 통화 정책을 활용했습니다. 예를 들어, 인도와 인도네시아 등은 처음에 시장이 인플레이션에 대해 우려한다는 것을 인식했습니다. 따라서 그에 대응하여 긴축 통화정책을 취합니다. 심지어는 당시에 성장에 영향을 미칠 수도 있다는 정치적 우려에도 불구하고 말입니다. 환율 개입을 활용한 국가도 있습니다. 이 시기에 재정정책은 자주 사용되지 않았습니다. 여러 국가가 정책 대응에 있어 자본흐름 상황을 차별화한다고 생각하는 요인들에 초점을 맞춘 것은 올바른 조치였습니다. 그래서 인플레이션과 경상수지를 우려하던 국가들은 이를 기초로 행동을 취했습니다.

신흥시장의 대응 : 다양한 정책 도구

EMs Response: Range of policy tools						
	Monetary policy		Fiscal policy	Macprudential Policy	CFMs	FX Intervention
	Tight	Loose	Tight	Tight	Removal	Liquidity provision measures
Brazil	✓		✓		✓	✓
India	✓		✓	✓	✓	✓
Indonesia	✓			✓	✓	✓
Russia	✓					✓
S Africa	✓					
Thailand		✓				
Turkey	✓			✓		✓
Poland		✓				✓

.Source: Based on IMF Discussion Note 14/09

이런 정책이 미친 영향을 살펴보면, 인플레이션이나 적어도 중앙은행의 목표치를 상회하는 인플레이션에 직면한 국가들에서 취한 이 자율 정책은 통화의 평가절하를 제한하는 데 있어서 목적하는 효과를 거두었습니다. 이는 주가와 채권 수익률에 영향을 미치는 데 도움을 주었습니다. 여기서 흥미로운 점은 재정정책이 그다지 많이 활용되지 않았고, 관찰할만한 통계적 영향이 없었다는 것입니다.

국가들은 명백히 환율개입을 활용하였습니다. 그래서 중앙은행이 외환보유고를 가지고 있는 것입니다. 필요한 경우, 시장의 영향에 대응하기 위해 외환보유고를 쓸 수 있습니다. 연구 결과는 국가가 환율개입을 사용하는 시기와 규모에 매우 신중했어야 함을 보여주고 있습니다. 이 정책 수단을 사용하는 목적은 환율과 통화의 가치 하락에 미치는 영향을 제한하려는 것입니다. 이 모델을 통해 환율개입이 도움이 된다는 것을 발견했습니다. 그러나 중요한 것은 편

더멘털이 제대로 갖춰져 있어야 한다는 것입니다. 인플레이션이 높고 통화가 잘 조절되어 있지 않고, 외환보유고가 충분하지 않다면 환율개입은 도움이 되지 않습니다. 따라서 인플레이션이 낮고, 통화가 과대평가되어 있지 않고, 외환보유고가 충분하다고 시장이 평가한다면, 환율개입 정책이 효과를 발휘할 수 있습니다. 그러나 자본계정이 개방되어 있을수록 개입을 활용할 수 있는 정도에 제한이 생길 것입니다. 따라서 근본적으로는 경제의 거시 펀더멘털에 초점을 맞추는 것이 중요합니다. 이는 시장에 미치는 영향이 국가의 경상수지에 달려 있었다는 것을 보여줍니다. 경상수지 적자가 높은 국가들은 더 많은 영향을 받았습니다. 그러나 펀더멘털을 강화하고 경상수지 적자를 낮추면, 테이퍼링으로 발생하는 변동이 환율에 미치는 영향은 감소하는 경향을 보입니다.

지난 1년 또는 18개월 간 경험에서 어떤 교훈을 이끌어낼 수 있을까요? 이전에 경험했고 이번 주에도 경험하고 있는 변동성이 국내적 요인, 즉 해당국가의 거시 펀더멘털과 신흥시장의 통제가 적은 외부 요인에 영향을 끼친다는 것을 기억해야 합니다. 국내외 요인이 합쳐져서 해당국가의 성장 전망에 영향을 미칩니다. 시장이 여기에도 초점을 맞추고 있다고 생각합니다. 즉, 간단히 요약하자면 펀더멘털이 양호하고 시장에서 외환보유고가 충분하다고 평가할 경우, 환율 개입이 경제를 안정화하는 효과를 발휘할 수 있습니다. 그러나 근본적으로는 신뢰할 만한 통화 프레임워크가 필요합니다. 이것이 시장에서 인플레이션이 높다고 판단한 국가에 미치는 영향 측면에서 본 것입니

다. 물론, 심도 있는 금융 시스템을 갖추는 데도 도움이 됩니다.

18개월 전 변동성에 가장 영향을 많이 받은 인도와 인도네시아 등 이른바 5대 취약국(Fragile Five)은 통화 긴축과 다른 정책을 통해 대응에 나섰습니다. 이 국가들은 펀더멘털에 초점을 맞추는 정책을 취했기 때문에 올해 초에 변동성이 다시 발생했을 때, 전반적으로 전년에 경험했던 것과 똑같은 영향을 경험하지 않았습니다. 테이퍼링 초기에는 각국에 미치는 영향에 별 차이가 없을 수 있습니다. 그러나 금세 영향이 바뀌고, 국가들이 조치를 취할 수 있는 특정 요소에 따라 달라집니다.

한국에 미치는 영향에 대해 좀 더 이야기하겠습니다. 한국은 신흥 시장이 아닙니다. 지난 2년간 한국이 양적완화(QE) 정책에서 큰 영향을 받지 않았다는 것은 상당히 놀라운 일입니다. 한국도 어느 정도 영향을 받았지만, 다른 취약국과 비교할 정도는 아닙니다. 이는 시장이 최근 들어 한국을 점점 더 안전투자처(safe haven)으로 보기 시작했기 때문입니다. 이 평가가 옳다면, 미국과 양적완화 종료는 미국과 해당 국가들의 성장이 회복되고 있다는 현실에 기반하여 자연스럽게 적절하게 이뤄진다면 - 미국의 경우 내년 3%를 상회하는 성장 회복 - 양적완화 종료는 투자자 신뢰에 영향을 미치지 않을 것이고 한국에도 영향을 미치지 않을 것입니다. 한국이 “자본 흐름이 높은 베타” 국가에서 졸업하고 있습니다. 즉, 과거 한국은 시장 변동에 큰 영향을 받았지만 지금은 더 큰 회복력을 보이고 있습니다. 한국은 10년 전 우리가 생각했던 한국에서 졸업하고 있습니다.

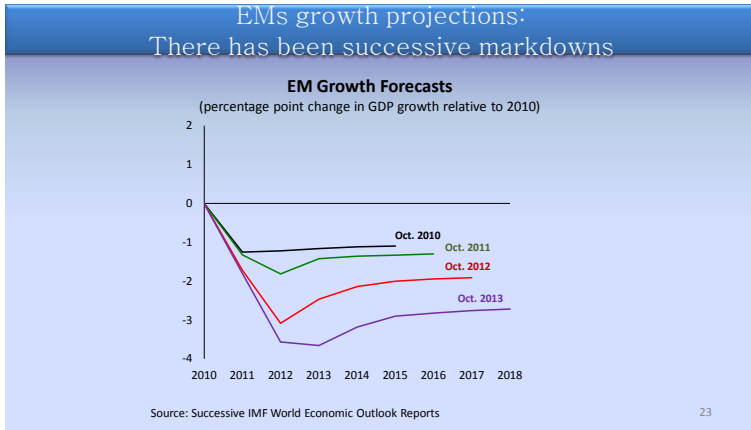
방금 제가 말씀 드린 사항들은 국제적인 시사점이 있습니다. 국내 정책결정에 있어 이런 영향을 제한할 수 있도록 국제적인 조치를 취하기 위해서는 글로벌 거버넌스 체제에 필요한 일을 진척시킬 사람은 사공일 이사장만한 책임자가 없습니다. 작년 한 해 동안 신흥시장은 성공적으로 대처했습니다. 양적완화 종료는 이미 예정되어 있습니다. 그러나 선진국 중앙은행, 특히 미연방준비제도뿐만 아니라 영란은행, 유럽중앙은행, 일본은행, 기타 선진국 중앙은행에서도 매우 명확한 의사소통과 시장에 대한 지침이 있어야 합니다. 우리가 그것을 요구해야 합니다. 더 많은 정책 대화가 이뤄져야 합니다. 올해 호주가 주도하고 다른 국가들이 지원하는 G20에서 통화 정책의 정책 파급효과를 좀 더 체계적으로 살펴보기로 했습니다. 왜냐하면 과거 10년 동안 G20은—어쩌면 옳았을 수도 있지만—중앙은행이 독립적이며, 국내 목표에 초점을 맞춘다고 생각했기 때문에 통화 정책의 정책적 파급효과를 그다지 면밀히 살펴보지 않았습니다. 테이퍼링이 미치는 영향에서 보았듯이, 선진국 중앙은행의 조치가 국제적으로 미치는 파급효과가 매우 크기 때문에 훨씬 더 많은 정책 대화가 필요하다는 것을 G20도 깨달았습니다. 따라서 엄청난 국경간 문제가 존재하기 때문에 선진국과 신흥시장 간 그리고 규제기관 사이에 더 많은 논의가 필요합니다. 올해 G20은 중앙은행의 정책 파급효과, 그리고 국경간 흐름과 정책이 잘 조정되도록 어떤 조치를 취할 것인가를 검토하고 연구하고 있다고 믿습니다.

마지막으로, 재정조달 옵션 문제가 있습니다. 변동성이 발생하면

펀더멘털이 탄탄한 국가라도 약간의 재정조달 옵션이 필요합니다. 우리는 국가 재정조달 옵션을 구축하기 위해 최선을 다해야 합니다. 2008년 글로벌 금융위기가 발생했을 때, 미국 연방준비제도(Fed)는 한국을 비롯한 전 세계 여러 국가와 스왑 협정(swap arrangement)을 맺는 등 신속히 대응했습니다. 사공일 이사장님께서 조찬 중에 말씀하셨듯이, 스왑 규모가 클수록 실제 사용할 필요성은 줄어들었습니다. 따라서 시장에 확신을 줄 수 있도록 재정조달 옵션을 갖추어야 합니다. 스왑이든, IMF 대출이든, 치앙마이 이니셔티브 다자화(Chiang Mai Initiative Multilateralization)든, 다른 무엇이 되었든 옵션이 있다는 것을 보여주는 것입니다. 정책입안자들은 지금 시점에서는 다소 산발적인 재정조달 옵션을 강화하기 위해 국제적으로 더 많은 노력을 기울여야 합니다. 따라서 이것은 글로벌 정책입안자들의 도전 과제임에 명백합니다.

신흥시장의 성장 문제에 대해 말씀 드리겠습니다. 테이퍼링은 시작되었고, 그 영향도 나타났습니다. 여러 국가들이 성장 하락에 직면해 있습니다. 이는 시장의 반응에도 영향을 미쳤습니다. 지난 3~4년간 신흥시장은 대부분 2010년대 초반 성장률보다 성장 전망이 하락하고 있습니다. 신흥시장의 성장 전망은 2003~2007년보다 하락했습니다. 지난 4년 동안 해마다 신흥시장의 성장 전망은 전년 대비 그리고 연초 예상보다 하락했습니다.

신흥시장 성장 전망 : 연속적 하락



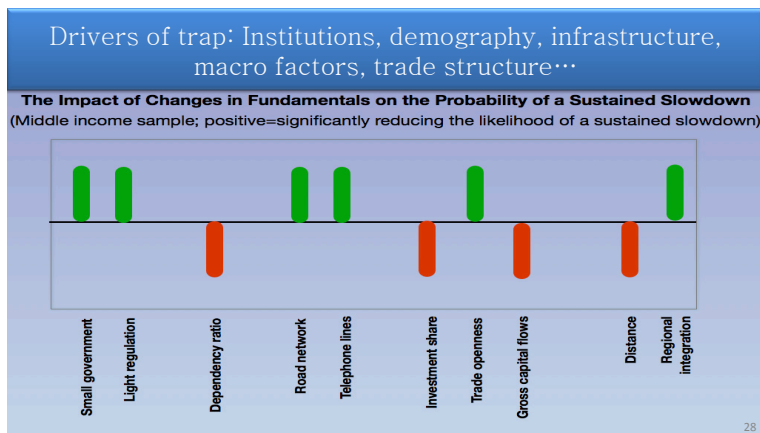
이런 하락의 일부는 경기적 요인도 있지만, 구조적 요인이 있는지 알아보고 이를 파악해야 합니다. 우리는 다시 한 번 ‘중진국의 도전 (middle income challenge)’을 목격하고 있습니다. 중진국의 도전이란 어느 나라가 시간이 지나면서 1인당 소득이 일정 수준에 오르면 불경기 와 성장의 위험에 처하게 되는 경향을 뜻합니다. 여기서 흥미로운 점은 이런 현상이 주로 중남미에서 나타났다는 것입니다. 성장 회전이 아시아와 한국, 홍콩, 싱가포르로 전환되었을 무렵, 수십 년 전 한국 은 생산성 향상 정책을 통해 이런 도전에 처할 필요가 없다는 점을 보여줬습니다. 그러나 중국, 태국, 인도, 인도네시아처럼 현재 아시아에 서 중진국 단계로 이동하는 국가들은 성장률이 하락하고 있으며, 수 십 년 전 한국은 경험하지 않았던 중진국의 어려움을 겪을 수도 있다 는 우려가 생기고 있습니다. 전반적인 증거로 봤을 때 중진국이 지속 적인 경기 둔화를 겪게 될 가능성은 통계적으로 상당히 유의미합니

다. 그것이 경제적 증거입니다. 따라서 아시아 국가들이 그 단계에 도달할 때는 주의해야 합니다. 과거를 돌아보고 중남미에 왜 그런 일이 일어났고 중진국의 도전이 무엇인지에 대해 생각해봐야 합니다. 어떤 사람들은 이런 현상을 ‘중진국의 함정(middle income trap)’이라고 부르기도 합니다.

제가 이 이야기를 하는 이유는 이것이 아시아 신흥시장과 시장이 이들 국가를 바라보는 시각에 영향을 미치고, 또한 최근 들어서 이들 국가의 성장 전망이 하락했기 때문입니다. 그 중 일부는 외부 요인 때문이기도 합니다. 국내 요인도 작용하고 있다는 것을 인식해야 합니다. 중남미에서 얻을 수 있는 교훈을 하나 들자면, 문제가 발생한 이유가 외부 요인 누적 때문이 아니라 국내 생산성 때문이라는 것입니다. 중진국의 경우, 사용 자원의 효율과 생산성이 문제의 원인입니다. 중남미에서는 1980년대에 그런 우려가 있었습니다. 한국과 같이 수십 년 전에 중진국 대열에 들어선 아시아 국가들에게도 약간의 영향이 있었습니다. 그러나 자국 경제의 생산성을 계속 유지할 수 있었기 때문에 그 영향은 매우 적었습니다.

여러분에게 말씀 드리고 싶은 가장 중요한 점은 아시아의 신흥시장 국가들이 생산성의 동인에 초점을 맞추어야 한다는 것입니다. 생산성의 동인은 아래 도표에 나타난 바와 같습니다.

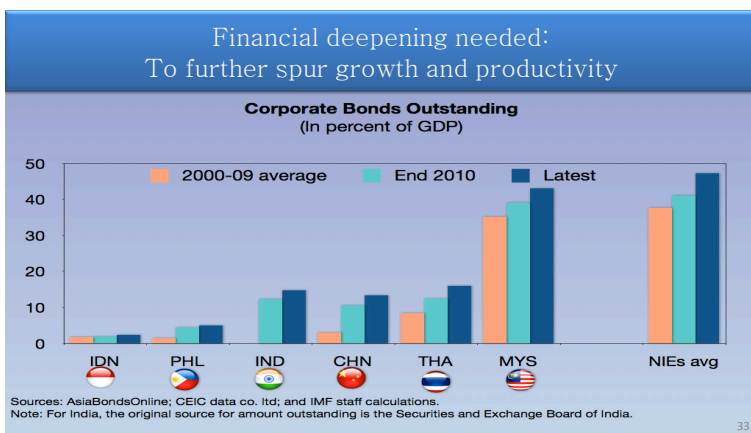
합정의 동인 : 제도, 인구, 인프라, 거시적 요소, 무역 구조 등



이는 수많은 국가를 대상으로 만든 모델에서 도출하였습니다. 제도와 인프라, 거시적 요소가 가장 중요하다는 것을 알려줍니다. 제도는 매우 중요합니다. 그래서 다른 지역과 비교하여 아시아 국가에서 제도가 어떻게 작용하였는지 살펴보았습니다. 강점과 약점은 어디에 있을까요? 이 모든 동인은 우리가 다루어야 할 생산성에 해당합니다. 아시아는 방대한 지역입니다. 인도, 인도네시아, 태국, 말레이시아, 중국 등 이제 중진국에 진입하는 국가들이 포함되어 있습니다. 각 요인의 차별화가 있지만, 이 네 가지 요인 모두가 말씀 드렸던 동인에 해당합니다. 테이퍼링은 단기적 문제이지만, 시장은 경제성장에 미치는 영향을 주시하고 있습니다. 아시아 신흥시장은 성장 동력을 살피 봐야 합니다. 제가 방금 말씀 드린 요소에만 한정되지 않은 많은 성장 동력이 있습니다. 또한 성장은 고용과 교육에도 달려있습니다. 예를 들어, 많은 아시아 국가에서 고등교육 등록율이 낮습니다. 하지만

생산성을 위해서는 고등교육이 필요합니다. 연구개발에 충분한 지출을 하는 것도 매우 중요합니다. 중국은 잘 해나가고 있지만, 대부분의 아시아 신흥시장 국가들은 그렇지 못합니다. 따라서 많은 신흥시장에 새로운 성장 모델이 필요하다는 것을 인식해야 할 시점에서 선진국이 언제까지나 아시아 신흥시장 국가의 대외 성장 동력 역할을 하도록 기대할 수는 없습니다. 아시아 국가들의 성장 모델이 변화함에 따라 아시아 전역에 걸쳐 금융 심화(financial deepening)가 이뤄져야 합니다. 금융 심화는 포용을 위해서뿐만 아니라, 금융 인프라와 성장 부문을 위해서도 필요합니다.

성장과 생산성 촉진을 위해 금융 심화 필요



다수의 아시아 신흥시장에서 성장률이 하락하는 것은 우려되는 일입니다. 일부는 경기순환적 요인도 있겠지만, 일부는 중진국의 어려

움에 대처하는 위험일 수도 있습니다. 성장을 지속할 만큼 생산성을 유지하면서 신흥시장이 앞으로 발생할 수 있는 지속적 경기 둔화를 겪지 않으려면 아시아 전체가 더 많은 노력을 기울여야 합니다. 이는 앞으로 시장이 성장 전망을 볼 때 매우 중요한 교훈입니다.

질의
응답

A

질문

중국의 그림자 금융(shadow banking)에 대해 어떻게 전망하십니까? 위안화의 국제화에 대해 어떻게 생각하십니까?²⁾

답변

그림자 금융에 대한 여러 시각이 있습니다. 중국에서는 인민은행이 중국에서는 사회융자(social financing)라고 부르는 이른바 그림자 은행을 점검하고 보고합니다. 거의 모든 것이 중국의 은행들의 조치를 포함하고 있습니다. 중국의 그림자 금융은 사실 관찰가능하고 이에 관한 구체적 수치가 있습니다. 이 점을 언급하는 것이 중요한 이유는 현재를 넘어서 미국에서 월마트 등 여러 다른 기업들이 인터넷 बैं킹이나 서비스를 제공하는 미래를 생각할 때, 오늘날의 그림자 금융보다 더욱 모니터링하기 어려운 그림자 은행이 등장할 것이기 때문입니다. 중국인민은행이 보고하기 때문에 중국의 (그림자 금융에 대한) 우려나 통계는 대체로 알려져 있습니다. 따라서 대부분 통계가 중국 자체 은행들의 거래에 기초합니다.

중국인민은행이 자주 인정하였듯이, 지난 3~4년 사이에 통계치가 상당히 올라갔습니다. 부채 규모에 지방 정부의 부채를 포함하면 지난 4년간 크게 상승한 것은 확실합니다. 이는 중국이 현재의 성장률을 유지하기 위해 도입한 부양정책의 일부입니다. 중국이 이런 문제

2) 아누 싱(Anoop Singh) 박사가 별도의 포기가 있는 부분을 제외하고 모든 질문에 답하였음을 밝혀둔다

를 해결해야 한다는 말씀은 맞습니다. 부채나 잠재부채 통계와 중국이 외환보유고와 공공부채 면에서 가지고 있는 버퍼(buffer)를 고려하면, 문제를 해결할 수 있을 만큼 여유가 있습니다. 그만큼 중요한 문제가 또 있습니다. 지난 해 (제18차 중국 공산당 중앙위) 제3차 전체회의(Third Plenum)에서도 인정했듯이 향후 5~10년에 걸친 성장률을 살펴볼 때 성장 모델을 전환할 필요가 있다는 것입니다. 달리 말하면, 다른 관점에서의 인프라와 투자를 뜻합니다.

중국에서 투자 비율은 50% 가까이 도달했습니다. 이는 역사적으로도 전례 없는 일입니다. 이런 경우를 본 적이 없습니다. 최소 30%가 넘는 부동산 투자율만 해도 역사상 전례 없는 수치입니다. 문제는 다른 아시아 국가들이 인프라 투자를 늘려야 한다는 것입니다. 중국의 과제는 이것을 변경하는 것입니다. 부동산에서 보면 알겠지만, 투자의 구성에 문제가 있습니다. 중국의 1인당 소득이 선진국 수준에 이르지 못했기 때문에, 중국의 일부 도시에서는 여전히 주택 보급이 필요합니다. 그러나 아시아와 중국에서 투자 구성을 보고 “과연 올바른 곳에 투자하였는가?”를 따져본다면 투자와 성장 모델을 바꾸어야 한다는 것을 알 수 있습니다. 또한, 아시아의 다른 지역의 경우에도 다른 방식으로라도 투자 구성을 바꾸어야 합니다. 현재 아시아 국가들은 기본이 되는 성장 모델을 검토해야 할 시점에 와 있습니다. 저는 앞으로 위안화가 어떻게 될지 생각하는 것보다는 그것이 더 중요한 요소라고 생각합니다. 테이퍼링이 환율에 영향을 끼친다는 것은 모두 잘 알고 있습니다.

사공일 이사장님이 저보다 더 잘 알고 계시겠지만 환율에 대해 조심스럽게 한 말씀 드리자면, 지난 2~3년간을 살펴보면 시장과 주식, 채권수익률, 그리고 자본 흐름이 환율에 많은 영향을 받았습니다. 제 생각에 테이퍼링과 변동성이 주요 통화에 미치는 영향이 지난 4~5년간에는 훨씬 줄어들었습니다. 그러나 바로 그 이유 때문에 환율에 미치는 영향이 늘어날 것이라고 주장할 수도 있습니다. 왜냐고요? 현재 미국 경제가 회복되고 있으므로, 자본이 미국으로 복귀할 것이고, 미국 달러는 지금까지보다 더 가치가 올라갈 것입니다. 유럽은 앞으로도 성장 문제를 경험할 것입니다. 대체로 유로화 가치가 떨어져야 할 상황이 될 수도 있습니다. 지난 3~4년간 전 세계적으로 환율은 다른 자산 가격보다 큰 영향을 받지 않았습니다. 그러나 미국이 상당히 빠르게 회복하고 유럽은 부진을 면치 못하는 가운데 성장 모멘텀의 불균형이 더욱 명확히 드러나면서, 환율에 미치는 영향이 더욱 커질 가능성이 높습니다. 환율이 어떻게 될지 전망하지는 않겠지만, 지금까지는 영향을 적게 받았으므로 향후 수 개월 내에 환율에 미치는 영향이 커질 가능성이 높습니다.



한국의 ‘원화’는 아직 완전 태환 화폐가 아닙니다. 이 문제에 대한 장단점은 무엇이고, 현 시점에서 원화의 완전 태환화가 이익이 될 것인지 박사님의 의견을 듣고 싶습니다.

답변

다양한 관점과 규모 면에서 작년에 한국의 원화가 상당히 절상된 것은 분명합니다. 이것은 양방향으로 생각해야 합니다. 엔화와 비교하여서도 그렇고 평균치로 봤을 때에도 원화는 상당히 절상되었습니다. 저와 제 동료들은 한국의 수출 비중 데이터를 보고 이러한 화폐 절상이 몇 년 전에는 그랬을 것이라 예상했을 한국의 수출시장 점유율에 그다지 유의미한 영향을 미치지 않았다는 흥미로운 점을 발견했습니다. 어떻게 보면 전반적으로 한국의 생산성 모멘텀이 그대로 유지되었다는 것을 의미합니다. 왜냐하면 상당한 원화 가치 절상에도 불구하고 적어도 주요 한국산 제품의 수출시장 점유율이 그에 상응하는 영향을 받지 않았기 때문입니다. 한국이 이미 그 단계를 넘어서서 차별화되고 고유 브랜드 이미지를 가진 단계에 도달했을 가능성이 있습니다.

질문

재정조달 옵션에 대해서도 언급하셨습니다. 저는 한국에 대해서는 그다지 걱정하지 않지만, 양적완화가 종료되거나 금리가 올라가게 되면 아시아에서 치앙마이 이니셔티브 다자화(Chiang Mai Initiative Multilateralization)를 실제 활용하게 될 수도 있을 것으로 보십니까? 둘째, 펀더멘털과 성장 동력에 대해서도 말씀하셨습니다. 요즘에는 인프라 투자를 공짜 점심처럼 많이들 얘기하고 있습니다. 중국은 아시아인프라투자은행(Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB)에 대해 논의하고 있습니다. 중국은 여러 아시아 국가들에

게 참여하도록 초청하고 있습니다. 이 아이디어에 대한 시장의 인식이 궁금합니다.

답변

여러 아시아 국가와 신흥시장에서는 적은 인프라 투자 때문에 정말 문제가 있습니다. 인도네시아와 인도 등 많은 나라에서 에너지 보조금 지출 규모가 큼니다. 그리고 그 대부분은 빈곤층에 가지도 않습니다. 에너지 보조금 지출이 거의 국가 전체 인프라 투자 규모와 맞먹습니다. 그러므로 여러 신흥국에서 인프라 투자를 늘려야 할 실제 필요성이 존재합니다.

치앙마이 이니셔티브가 사용될 것이냐고요? 전체 기금규모는 2,400억 달러입니다. 아직까지는 사용된 적이 없습니다. 여러 재정조달 옵션을 제공하고 국가들이 위기 상황이 아닌 평시에도 예방을 위해 재정조달 옵션을 활용할 수 있는 글로벌 거버넌스 프레임워크가 필요합니다. 문제는 재정조달 옵션이라 하면 아시아 위기와 중남미 위기, 다른 위기를 떠올리고 이것을 사용하는 것을 마치 위기의 신호처럼 생각한다는 것입니다. 그래서 국가들이 이런 재정조달 옵션을 사용하면 안 된다고 확신하는 것입니다. 우리가 살고 있는 세상은 자본 규모가 유례없을 정도로 크기 때문에 재정조달 옵션을 일상적으로 활용하는 거버넌스 프레임워크를 개발해야 합니다. 일상적으로 활용할 수 있는 재정조달 옵션이 필요합니다. 치앙마이 이니셔티브 다자화는 활용되어야 합니다. 전반적으로 예방 차원에서 평시에 활용할 수 있는 더 많은 옵션을 개발해야 합니다. 사공일 이사장님께서 말씀하셨듯이, 재

정조달 옵션이 많을수록, 실제 사용할 가능성이 낮아집니다. 그러나 먼저 옵션부터 갖추어야 합니다. 그것이 가장 중요합니다.

사공일 이사장 : 몇 가지 사항에 대해 추가 코멘트를 하겠습니다. 먼저, 중국이 제안한 AIIB에 관해 말씀 드리자면, 1998년에 아시아통화 기금(Asian monetary fund) 아이디어가 나왔을 때부터 주장해왔다고 피, 지역 차원의 기구는 기존 다자기구, 특히 IMF와 일관된 운영 방식을 유지한다면 상당히 유용할 것입니다. IMF의 재원이 충분하지 않기 때문에, 경쟁 관계가 아닌 이상 어떤 보완적 기구라도 IMF에 도움이 될 수 있습니다. 그래서 저는 그것이 미국을 포함한 전 세계를 위해 최선이라고 생각했습니다. 사실, 당시에도 워싱턴에 있는 지인들에게 이 내용을 말했습니다. 참고로 프레드 버그스텐(C. Fred Bergsten)은 처음부터 그 아이디어를 지지했습니다. 미국을 비롯한 전 세계가 지역 기구에 적극적으로 참여해서, 다른 주요 다자기구와 일관되게 운영하는 것이 전 세계적으로 최선의 이익이라는 말씀을 드렸습니다. 여러분도 아시다시피 래리 서머스(Larry Summers) 당시 미 재무부 차관보는 이 생각에 매우 강력히 반대했지만, 미 재무부와 워싱턴 지식사회는 나중에 태도를 바꾸기 시작했습니다. 저는 치앙마이 이니셔티브 다자화가 완전한 지역 기구로 발전하기를 바랍니다. 또한, 치앙마이 이니셔티브 다자화가 IMF의 운영과 일관된 원칙에 따라 운영되도록 해야 합니다.

현재 미국 정부는 한국과 다른 국가들이 이 AIIB 이니셔티브에 참

여하는 것을 상당히 꺼리는 듯합니다. 이것은 옳지 않다고 생각합니다. 한국은 물론 미국도 참여해서 AIIB가 아시아개발은행(ADB) 및 세계은행(World Bank)과 유사한 방식으로 운영되도록 해야 합니다. 또한, 중국의 정책입안자들은 AIIB를 배타적인 클럽으로 만들어서는 안 됩니다. AIIB는 포용적이고 공개적이어야 합니다. 그래야 아시아뿐만 아니라 세계를 도울 수 있습니다.

한 가지 더 언급할 사항은 G20입니다. G20은 상호평가 프로세스(Mutual Assessment Process, MAP)라는 메커니즘을 가지고 있습니다. 2009년 피츠버그에서 G20 국가 정상들은 ‘강하고 지속가능하며 균형 잡힌 성장을 위한 경제협력체제(Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth)’에 합의했습니다. 저는 미국의 테이퍼링과 앞으로 다가올 일본의 테이퍼링도 G20에서 논의되어야 한다는 주장을 펼치고 있습니다. 허락이나 승인을 얻기 위해서가 아니라, 적어도 다른 국가에게 어떤 일이 일어날지 알리는 차원에서입니다. 왜냐하면 비록 아직 활용되진 않았지만 2010년 서울에서 엄청난 노력을 기울여 수치로 표기되는 예시적 가이드라인(quantitative indicative guidelines)에 합의했기 때문입니다. 개인적으로 G20이 사진 촬영을 하고 의례적인 발표를 하는 행사로 전락하고 있기 때문에, 지금까지의 G20 성과에 상당히 실망했습니다. 올해 11월 호주에서 개최되는 G20은 그렇지 않기를 바랍니다.

질문

지난 이틀 동안 시장은 평정을 잃고 거의 혼란 직전이었습니다. 박사님의 의견은 어떤지 궁금합니다. 단기적인 조정
에 불과할까요? 아니면 지금 진행되고 있는 더 근본적인 구조조정의
문제로 보시는지, 그리고 향후 더 많은 구조조정이 이뤄져야 하는 것
인지요?

답변

방금 하신 질문은 사실 현재 저희가 다루고 있는 근본적인
질문이기도 합니다. 여기서는 두 가지를 말씀 드리겠습니
다. 첫째, 현재 진행되는 양적완화 종료가 선진국의 경제성장 회복 덕
분이라면, 다시 말해 어떤 안정적인 수준에서 오래 유지되는 성장 주
도적인 양적완화 종료라면 전 세계에 필요한 것이기 때문에 좋은 일
입니다. 미국 경제의 회복이 나타나면서 지난 1~2개월 사이 일부 국
가의 수출이 증가하기 시작했습니다. 좋은 일입니다.

둘째, 최근 자본이 신흥시장과 다른 국가에 유입된 정도를 보면 일
부 흐름은 펀더멘털을 넘어섭니다. 이유를 설명할 수가 없습니다. 최
근 이런 국가들로 유입된 자본 규모는 설명이 불가능합니다. 따라서
이런 자본이 유출되면 영향이 발생할 것입니다. 앞으로 몇 주 내로 영
향이 발생할 것입니다. 이런 영향은 거시 펀더멘털에 문제가 있는 국
가들에서 더 크게 나타날 것입니다. 여러 나라에서 어느 정도의 재정
불균형이 누적되고 있다는 것이 우려되는 점입니다. 단순히 부동산이
나 자산 가격 문제가 아닙니다. 최근에 유입된 자본이 자산이 아닌,

부채의 형태라는 것이 걱정스럽습니다. 따라서 이런 자본을 자산의 형태로 성장에 필요한 인프라와 관련 영역으로 유인하고, 단순한 수익을 추구를 넘어서 현지에 투자하도록 할 정책 프레임워크를 만드는 것이 필요합니다. 많은 나라들이 이것이 필요한 상황입니다. 현재 우리가 맞닥뜨린 문제는 성장 기회를 찾기보다는 수익 기회를 추구하는 것입니다. 그러나 이런 요인은 특정 펀더멘털에 따라 좀 더 달라질 것입니다. 지금까지는 거시 펀더멘털에 대해 말씀 드렸습니다. 향후 몇 주 사이에 다른 것에 초점이 맞춰질 수도 있습니다. 그러나 영향이 있을 것이고 그것은 펀더멘털에 따라 달라질 것입니다. 적어도 지금까지는 그 펀더멘털이 무엇인지 알고 있습니다.

사공일 이사장 : 그 말씀에 동의합니다. 참석자 여러분을 대신해서 제가 아베노믹스에 대해 질문하겠습니다. 현재 아베노믹스에 대한 시장의 시각은 어떻습니까? 아베노믹스가 처음 발표되었을 때, 국제 사회, 특히 금융시장은 상당히 긍정적으로 반응했습니다. 그러나 아베 총리의 세 번째 화살이 아직 제대로 발사되지 않았습니다. 현 시점에서 시장은 아베노믹스를 어떻게 생각하고 있습니까?

답변

아베노믹스는 일본에게나 아시아, 그리고 전 세계에도 매우 중요한 문제임이 분명합니다. 사공일 이사장님의 질문과는 전혀 관계가 없지만, 한 가지만 말씀 드리자면 일본에게는 세 번

째 화살이 필요하다는 점에는 의심의 여지가 없습니다. 그래서 아베 총리가 세 번째 화살을 그토록 중요시하는 것입니다. 세 번째 화살은 성장을 위한 실질적인 구조개혁입니다. 아직 다른 국가에서는 이런 조치를 취하지 않았지만, 다른 많은 국가와 신흥시장도 중진국의 도전을 피하기 위해서는 세 번째 화살이 필요합니다.

현재 일본의 상황을 보자면, IMF를 비롯한 대부분의 관찰자들은 올해 일본의 경제 성장률을 약 0.9% 정도 보고 있습니다. 정확히 2%를 달성한 것은 아니지만, 1분기에 비해 2분기에 성장률이 대폭 둔화되었는데도 불구하고 0.9%입니다. 여러 가지 면에서 일본의 경제 성장률은 플러스이고, 여러 가지 면에서 물가와 인플레이션도 거의 같은 수준에서 플러스 성장률을 달성했습니다. 몇 년 전의 일본과 현재의 일본을 비교하면 상당히 큰 변화입니다. 일본의 경제 성장률은 0.9%, 인플레이션도 그와 비슷하게 1%에 가까운 수치를 달성했습니다. 문제는 일본이 그 이상을 바란다는 데 있습니다. 일본은 그 점을 분명히 했고, 세계도 일본에게 그 이상을 바랍니다. 그러려면 세 번째 화살이 더 필요합니다. 현재 일본은 그것을 위해 노력하고 있다고 생각합니다.

질문

달러화 대비 원화 가치가 상승하고 있습니다. 특히, 가치가 크게 하락하고 있는 일본 엔화 대비 원화 가치가 상승하고 있습니다. 미국 달러 기준으로 한국의 수출은 성장하고 있습니다. 그

러나 원화 기준으로 올해 한국의 수출은 감소했습니다. 그에 따라 수출업자들의 소득도 줄어들고 있습니다. 한국 기업은 수익 창출에 어려움을 겪고 있습니다. 환율 시스템에 영향을 미치려면 한국 정부가 어떤 조치를 취해야 합니까?

답변

양자환율, 실효환율, 평균환율 측면 모두에서 원화 가치가 상승했습니다. 작년에 한국에서는 원화 가치 상승이 상당히 크게 나타났습니다. 데이터와 수출시장 점유율을 보았을 때는 원화가 절상된 가운데 한국의 수출이 예상보다 덜 영향을 받았다고 느낍니다. 한국이 생산성이 증가하고, 제품 브랜딩과 차별화가 가능한 단계에 이르렀기 때문에 나타나는 현상이기를 바랍니다. 그래야 이런 통화 가치 상승을 극복할 수 있는 수익성을 낼 수 있습니다. 그러나 질문자께서 말씀하셨다시피, 앞으로 더 많은 환율 변화를 보게 될 것입니다. 미 달러화도 더욱 절상될 것이므로 한국을 비롯한 국가들에 영향이 미칠 것입니다. 글로벌 환율 변화를 이겨낼 수 있는 나라가 있는지 잘 모르겠습니다.

따라서 몇 년 전보다 현재 수출과 경제의 생산성 제고를 위한 조치가 더욱 중요해졌다는 저의 기본적 주장으로 다시 돌아오게 됩니다. 양적완화로 인해 자본이 유입되고 투자자들이 수익률을 찾아 나서면서 많은 나라들이 중요한 구조개혁을 이루었습니다. 한국은 다른 신흥시장과 같은 정도로 영향을 받지 않았습니다. 이제 테이퍼링이

시작되고 자본이 많은 신흥시장을 떠나게 되면, 최근에 미루어두었던 경제에 필요한 구조개혁의 중요성이 제기될 것입니다. 한국의 상황을 보십시오. 한국은 생산성을 매우 잘 유지한 편이라고 생각합니다. 그러므로 환율 변동이 다시 시작되면, 한국에서 논의의 초점은 다시 핵심적인 중기 구조적 문제가 될 것입니다. 이것이 한국의 상황입니다. 조만간 조치를 취해야 하겠지만, 그 효과는 몇 년 뒤에나 나타날 것입니다. 이런 구조개혁은 시간이 걸리지만, 양적완화의 다양한 측면들로 인해 여러 국가에서 논의의 초점이 성장 모델, 생산성, 필요한 구조개혁으로 옮겨가야 합니다.

질문

최경환 경제부총리가 이끄는 최근 한국의 정책 대책은 성장동력의 새로운 엔진으로서 소비자와 가계가 더 많이 대출할 수 있게 하는 데 초점을 맞추었습니다. 최경환 경제부총리는 이러한 성장 회복이 결국 가계소득 증대로 이어질 것으로 기대합니다. 그러나 초기 효과로만 보았을 때는 근본적인 성장 모멘텀이 실질적으로 개선된다는 신호는 보이지 않은 채, 가계 부채만 빠르게 증가하고 있습니다. 가계 부채에 대한 우려 섞인 의견에 대해서는 얼마나 동의하십니까?

답변

양적완화의 영향으로 여러 나라에서 그런 현상이 나타나고 있습니다. 한국보다는 다른 나라들에서 그 영향이 더 크게

나타냅니다. 여러 나라에서 가계 부채와 기업 부채, 기업 레버리지에 대한 우려가 있습니다. 테이퍼링이 단행되면 많은 국가에서 이런 우려가 높아질 것입니다. 최근 정부에서 취한 재정정책과 통화정책 관련 조치는 두 가지를 반영한다고 생각합니다. 전 세계적으로 경제 성장이 몇 달 전 생각했던 것보다도 더 고르지 못하다는 점을 나타냅니다. 미국 경제가 회복되고 있지만, 유럽은 그렇지 못하다는 것을 나타냅니다. 올해와 내년 세계 경제의 성장은 약간 감소할 것으로 전망되었습니다. 따라서 한국은 꼭 필요한 내수를 늘리기 위한 조치를 취했습니다. 이는 한국 정부가 단기적 조치를 취할 수 있을 만큼 버퍼가 있다는 것을 나타냅니다. 이는 좋은 일입니다. 한국은 며칠 전과 같이 재정 확대와 통화정책 조치를 취할 수 있는 버퍼가 있습니다. 이는 내수를 진작시키려는 시도입니다. 버퍼가 충분하다면 그렇게 할 수 있습니다. 한국은 그런 버퍼가 있고, 그럴 여유가 있습니다. 많은 국가에서 부채 문제가 발생한 지는 한참 되었습니다. 한국은 중기적으로도 이런 문제를 해결할 버퍼가 있다고 생각합니다.