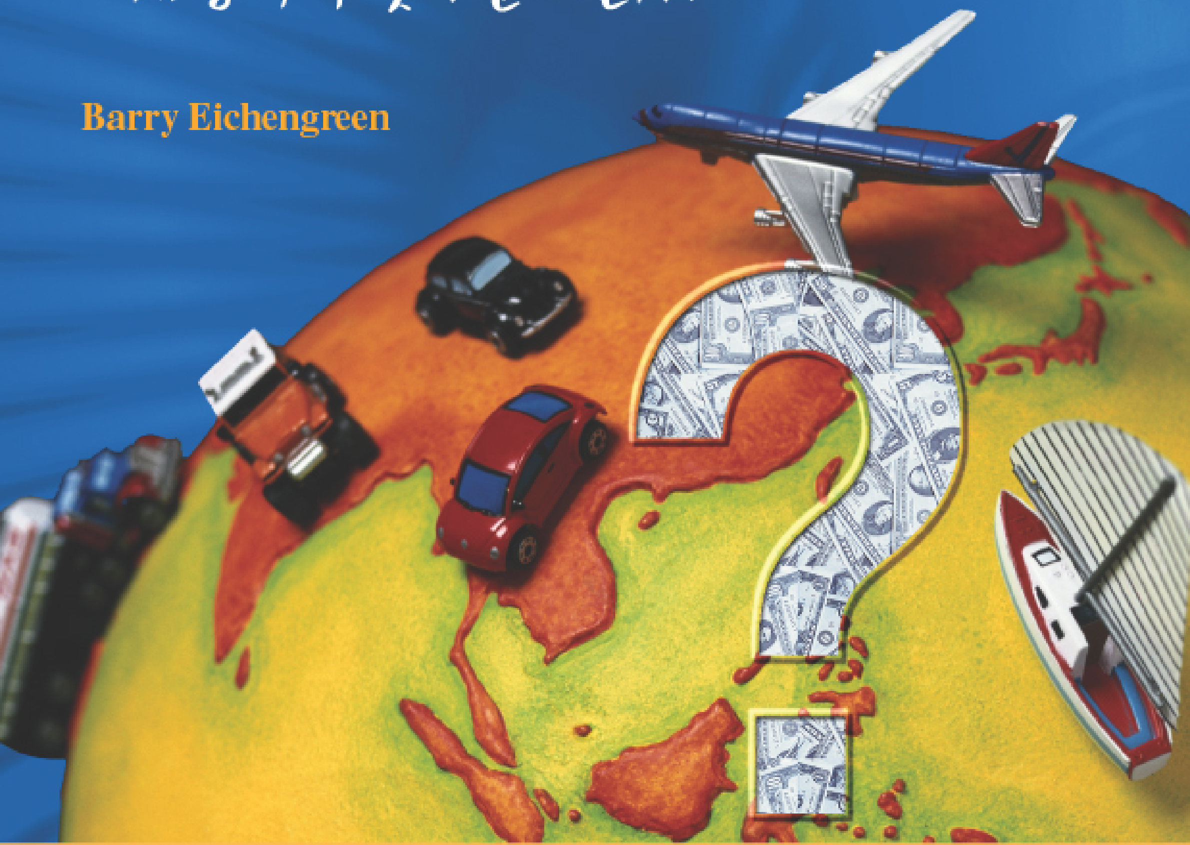
IGE/Prudential
International Finance Lecture

The Blind Man and the Elephant: Competing Perspectives on Global Imbalances

세계경제, 무엇이 문제인가?

Barry Eichengreen



세계경제연구원
Institute for Global Economics

IGE/Prudential
International Finance Lecture

The Blind Man and the Elephant: Competing Perspectives on Global Imbalances

세계경제, 무엇이 문제인가?

Barry Eichengreen

세계경제연구원
Institute for Global Economics

세계경제연구원 후원회 가입안내

• 후원회원의 종류

- **법인 회원**
- **개인 회원**

• 법인 회원에 대한 서비스

- **연구원 주최 행사에 우선 초청**
- **연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능**
- **연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공**
- **법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최**

• 개인 회원에 대한 서비스

- **연구원 주최 행사에 초청**
- **행사 참가비 할인**
- **연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공**

• 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능

• 회원 가입 문의

- **주소: 서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505**
  세계경제연구원
- **연락번호:** 551-3334~7(**전화**) 551-3339(**팩스**)
- E-mail: igenet@igenet.com
- http://www.igenet.com

머리말

현재 세계경제에 관한 가장 중요한 화두는 심각한 거시경제적 '불균형(imbalances)'입니다. 그러나 그 근본원인과 해법에 관한 의견 역시 다양한 것이 사실입니다. 세계경제가 국가 간, 지역 간의 큰 마찰 없이 지속성장을 이룩하려면 이 문제에 관한 정확한 시각정리와 적절한 대응책 마련이 있어야 하겠습니다.

이에 저희 세계경제연구원은 Prudential생명보험의 후원으로, 이러한 문제에 대해 가장 권위 있는 의견을 개진할 수 있는 Barry Eichengreen 박사를 초청하여 '제3차 IGE/Prudential 국제금융특강'을 개최하였습니다.

Eichengreen 박사는 이 문제를 '장님 코끼리 더듬기'에 비유하여 제시한 바 있습니다. 즉 Eichengreen 박사는 세계적 불균형 문제의 원인과 해법을 미국의 저축, 미국의 투자, 세계 여타지역의 저축, 세계 여타지역의 투자에 초점을 둔 각각 다른 시각에서 살펴보고 있습니다. 또한 그는 이번 강연을 통해 세계적 불균형을 해소하기 위해서는 아시아의 역할이 무엇보다 중요함을 강조하였고, 강연내용 전반에 대해 참석자들과의 심도 있는 토론도 이루어졌습니다.

이 책자는 이번 강연의 발표 및 토론 내용을 녹취·번역 정리한 국·영문 대역본입니다. 아무쪼록 이 책자가 정책당국자를 비롯하여 업

계, 학계 등에 유용한 자료가 되기를 기대합니다.

끝으로, ‘IGE/Prudential 국제금융특강’을 위해 항상 지원을 아끼지 않으시는 Prudential생명보험의 James Choi Spackman 회장님과 황우진 사장님 이하 임직원 여러분께 깊은 감사를 드립니다.

2005년 12월

세계경제연구원
이사장 사공 일

목 차

저자약력

Barry Eichengreen

- 現 California(Berkeley)大 교수
- California(Santa Cruz)大 경제학과 卒, Yale大 경제학 박사
- IMF 선임정책자문역, Harvard대 경제학과 교수 등을 역임하였으며, National Bureau of Economic Research (NBER) 의 Research Associate로도 활동 중임.
- "China's New Exchange Rate Regime", "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods" 등 주요 논문 및 저서 다수.

The Blind Man and the Elephant: Competing Perspectives on Global Imbalances*

Thank you very much; it is a pleasure to be with you again. At least on one prior occasion Il SaKong has enticed me to give one of these breakfast talks. In the U.S. and Europe, there is a debate about working hours. We talk about how Americans on average work 1,800 hours a year, and Europeans only work 1,500 hours. The question always asked is: whose society and labor market is inefficient, given this gap? Next time I hear this debate, I will be reminded of Korea, where breakfast meetings are the norm.

My topic this morning is the familiar problem of global imbalances. This problem is a subject of several wildly different interpretations. Today I want to draw to your attention four very different interpretations of the phenomenon with very different implications for economic policy and future prospects for the world economy.

This observation that different people interpret the phenomenon differently is not original to me. There is a well-known economist at New York University, Nouriel Roubini, famous above all for his website, who an interesting paper in which he likens the existence of different perspectives on this issue to the Kurosawa film Rashomon. If you recall Kurosawa's scrip, a murder takes place in the forest, and four different people give their accounts of what happened. According to Kurosawa, these accounts are self-serving--they serve the interest of the person who tells the story; similarly, there may be an element of this in how different

* Transcription of a speech given at the 'IGE/Prudential Lecture on International Finance' on Thursday, September 1, 2005.

people describe the problem of global imbalances. Americans say "it's not our fault"—that global imbalances result from behavior in the rest of the world—while residents of the rest of the world argue the contrary. Roubini in his analysis concludes that there is only one accurate interpretation of the phenomenon.

My point this morning is different. I will argue that there is some validity to all four of the important interpretations of the phenomenon. Consequently I will suggest that that Rashomon is not the right metaphor for this problem. Instead, I prefer the fable of the blind men and the elephant. In this fable, you will recall, each of the blind men touch a different part of the elephant and interpret what they're feeling in a different way, where in fact they are all accurately describing a small part of the larger reality. That is similarly my view of the problem of global imbalances and its competing interpretations.

The easiest way of understanding the compatibility of the views is to recall basic balance of payments accounting, according to which a country's current account balance is simply the difference between its savings and its investment. The current account deficit of the United States is the difference between U.S. investment and saving by definition. Similarly, the current account surplus of the rest of the world is the excess of its saving over its investment, again as a matter of definition. This leads to four ways of thinking about the problem of global imbalances: in terms of U.S. saving, U.S. investment, rest-of-world saving, and rest-of-world investment.

The first view focuses on the decline in the national savings rate in the United States since the beginning of the present decade. It observes that when national savings go down, other things equal, there will be a matching deterioration in a county's current account balance. Proponents of this view observe that the sum of household savings, corporate savings and government savings has fallen to 13% of GDP on the IMF's measure, down by almost 4 percentage points from the average of 1983-2000 and barely half the levels prevailing in the rest of the world. Observers like Roubini blame the current account deficit on this decline in savings, and they attribute the latter to the deterioration in the fiscal position. They observe that a decline in public savings like that which has occurred in the U.S. in the last 5 years, during which there has been a swing in the fiscal balance from + 3% of GDP to - 4% of GDP, will lead to a matching decline in national savings and a matching deterioration in the company's current account balance, other things equal. They observe that the fiscal balance and the current account balance in the United States have deteriorated in tandem.

Critics of this view object that there is only a weak correlation in time series data between movements in the budget balance and the current account balance, while defenders acknowledge this but observe that both variables can be affected by other shocks. There is no reason, in the presence of those other shocks, why those two variables need to move in lockstep. More troubling is the fact that most of the fall of gross private savings rates in this period has reflected not changes in public saving but changes in household savings. Household savings in the U.S. on the conventional measure are approximately zero (not taking into account capital gains on assets as part of household income). More troubling still, in a period when the government budget moves into deficit, standard economic logic -- what economists refer to as Ricardian equivalence -- suggests that household savings should go up to offset dissaving by the government, when in reality both variables have moved in the same direction. Most troubling of all, if the problem is deficient savings in the U.S., then real interest rates should be high, where instead we have the Greenspan conundrum, the fact that real interest rates are surprisingly low. Evidently, something else is going on.

The second view of the current U.S. account deficit argued by economists like Richard Cooper at Harvard and Richard Clarida of Columbia, is that the U.S. deficit reflects the attractions of investing in the United States. U.S. consumption exceeds U.S. production because Americans disproportion ally benefit from the high return on investment in the country. These high returns have nothing to do with fiscal or monetary policy; rather, they reflect the fact that the U.S. has experienced a productivity miracle in the last ten years. Actually, the story is a bit more complicated. Since foreigners can accumulate claims on the U.S. without driving the current account into deficit, if Americans at the same time accumulate claims on the rest of the world, this story requires a change in investment behavior not only on the part of foreigners seeking to invest in the new economy of the U.S. but on the part of Americans as well. Here observers point to the flexibility of U.S. markets compared to Europe in particular and argue that the current U.S. account deficit reflects the capital inflows into the U.S. which are themselves a function of the attractiveness of investing.

In fact, the data provide only weak support for this hypothesis. Data since the mid-1990s do show modest acceleration of productivity growth in the U.S., both absolutely and relative to Europe, on the order of about 1/2 of 1% a year. May there is a U.S. productivity miracle, but 1/2 of 1% may just be rounding error, something that will be eliminated in subsequent data revisions. This makes it hard to say with confidence that there has been a marked acceleration in productivity growth in the U.S. relative to Europe, making the U.S. correspondingly more attractive and producing the current account deficit that we see today. In addition, there has also been a productivity acceleration in other parts of the world, China, for example, which again makes it hard to argue that the reason the U.S. can afford its current account deficits is because foreign investment in the U.S. is unusually productive and rewarding.

The third factor that can explain the U.S. account deficit is foreign savings. This is the global savings glut view of authors like Ben Bernanke, chairman of President Bush's Council of Economic Advisors, and Glenn Hubbard, one of Bernanke's predecessor's in that position. These authors ague that demographics, rapid growth, high oil prices and financial development in the rest of the world have combined to boost savings rates outside the United States. In particular, they argue that in Asia ex-Japan, low dependency ratios are boosting savings rates, as predicted by the life cycle model. The limited availability of consumer goods results in China saving more than 50% of its GDP if one believes the conventional statistics about China. All this saving then has to go somewhere. One of the places it goes is to the U.S., which conveniently has low savings rates and can make good use of foreign saving seeking an outlet.

But here again we have an evidentiary problem. If one goes to the standard sources and computes global savings rates, one finds that these are flat over the last 7 years. As I calculate them, gross worldwide savings rates were 24% in 1997, 23% in 1999, 23% in 2001, and 24% in 2003. They may have been rising and falling slightly over time, but these fluctuations may simply be rounding error. In other words, at the global level there doesn't seem to be a noticeable shift savings rates.

In fact, the most significant factor in the emergence of Asia's large current account surplus in the last 8 years has been the fall in investment rates. (You will see that I have now moved to the fourth approach to thinking about the U.S. current account deficit, which focuses on investment in the rest of the world.) Leaving aside China, these have fallen by almost 9% of GDP. Savings rates, meanwhile, have barely budged. And to the extent that they have moved, they have moved in the wrong direction, from an average of about 33% down to about 31% in the first half of this decade in Asia ex-China-and-Japan.

A key question as we think of the sustainability of the current pattern of global imbalances is whether this fall in Asian investment rates is temporary or permanent. Some of it is clearly a temporary phenomenon associated with the Asian crisis and the extended downturn that followed, reflecting financial sector disruptions and political uncertainties in countries like Indonesia. But the fact is we are now 8 years past the crisis, and investment rates are still down. Some people would argue that significant share of investment occurring in the first half of the 1990s was inefficient and that Asia is now better off without it. Bangkok in 1996 was building skyscrapers that would never be occupied. This inefficient investment has disappeared permanently as the Asian economies mature, develop domestic demand, and obtain a better balance of consumption and investment.

Another way of putting this is that Asian countries are now running their economies under less pressure of demand. Instead of doing whatever is necessary to sustain high levels of investment, governments are running balanced budgets and accumulating reserves. This may be a good thing insofar as it reflects the realization that the world is a risky place, that financial sectors are fragile, and that accumulating a war chest of reserves may be a prudent investment. If this is one's view, then the implication is that the decline in investment rates in Asia from the very high levels of the first half of the 1990s may be permanent.

This perspective is also known as the Bretton Woods II hypothesis. This is the idea that the trans-Pacific current account balance persists because Asian countries are happy to be in persistent surplus and to finance the ongoing deficits of the United States. Some of those who say this trans-Pacific balance can go on for 20 years or longer argue that Asian countries, China in particular, will remain dependent for the foreseeable future on exports as an engine for economic growth. China and its neighbors will wish to retain undervalued exchange rates against the dollar to stimulate their exports, and a result of that undervaluation will be persistent current account surpluses for Asia and deficits for the United States. Americans are perfectly happy with this state of affairs, because we are then able to live beyond our means.

I am not so sure. This story runs off of the importance of exports for learning by Chinese managers and entrepreneurs, who derive benefits from export-led growth. Exporting merchandise and importing FDI leads to important organizational and technological spillovers, the argument goes. But, in fact, Chinese managers and enterprises are increasingly learning how to raise efficiency in sector producing nontraded as well as traded goods. They don't need joint venture partners in order to do this. Even now, learning is not contingent on exporting to the same extent as in the past.

These, then, are the four views of the global imbalance, focusing respectively on U.S. savings, U.S. investment, and savings and investment in the rest of the world. My point is that they are really four different aspects of the same elephant. That is to say, they all contribute in some way to the U.S. current account deficit. A complete account of the deficit's emergence and persistence must include roles for the budget deficit and other policies: in addition to fiscal policy, it would have to emphasize the role of monetary policy (the low interest rates of the last five years) in encouraging household borrowing in the United Sates. There is a role for rapid productivity growth, either the reality of rapid productivity growth or at least the hope that the U.S. is experiencing a productivity miracle, and therefore for the idea that the U.S. an attractive place for foreigners to invest. There is a role for demographic, financial, and macroeconomic factors making for high savings rates in the rest of the world. There is a role for changes in investment behavior in the rest of the world.

If the U.S. deficit has no single cause, it is unlikely to have a single solution. And the fact that the causes are not just a productivity miracle that has permanently increased the appetite of US foreign investors for claims on the US economy implies that there will have to be an adjustment towards a smaller deficit in the United States sooner or later. Deficits of the current magnitude, 7% of GDP, cannot continue indefinitely. A sustainable account deficit for the US is less than half that size, and getting there will require major adjustment. It will require major changes in the price of the dollar in terms of other currencies. And this in turn may pose difficulties to financial markets, both US financial markets and global financial markets.

Ideally, this adjustment would begin relatively soon so it could occur gradually over time and its consequences can be digested smoothly. And ideally it would be smoothed by supportive changes in the rest of the world. It is likely that the demographic factors supporting high savings rates in Asia will not persist much longer. In China, for example, the share of working aged individuals in the total population will peak relatively soon — depending upon whose forecasts you believe, as early as 2010. We know that as there are more retirees, savings rates will decline. If Chinese and other foreign households consume more, which is an implication of these demographic changes, the slowdown in demand growth that will occur as a result of lower U.S. spending will be easier to absorb and it will not necessarily precipitate a global recession.

Similarly, as China and other Asian countries develop their financial markets, it will become easier for households to borrow to acquire real estate, purchase consumer durables, and finance the higher education of their children, relieving them of the need to first accumulate large nest eggs. As structural change becomes more predictable, Chinese households will have less incentive to save in order to protect themselves against the job insecurity associated with rapid structural transformation of the economy. Changes in real exchange rates that raise consumer spending power in China and elsewhere in Asia will similarly be useful for maintaining global demand as US demand contracts. Meanwhile, investment in East Asia outside of China may now begin to rise back towards the higher levels of the early 1990s. If Japan is now truly on the verge of a sustainable recovery, both consumption and investment spending will increase. Maybe someday structural reform may even boost investment rates in Europe, which would also be a constructive development from the points of view of global growth and global imbalances.

That's the rosy scenario. It suggests that growth and demand in the rest of the world will pick up at the same time that growth and demand slow in the United States. The result will be happy for all involved.

There is also the grim scenario, where things don't turn out so happily. In this scenario, investors in the rest of the world grow worried about the external deficits of the United States and foreign financing dries up before the smooth adjustments have time to take place. This causes US bond prices to fall and long-term interest rates to rise. The dollar falls sharply, creating fears of import-price inflation that force the Fed to raise interest rates. Sharply higher interest rates suck the air out of the real estate bubble, and with housing prices stabilizing or even declining, U.S. consumption spending slows abruptly.

Some people will say that foreign central banks are too smart to let this happen, that they are too committed to stabilizing the dollar at its current level and preventing this sudden disruptive adjustment from occurring, and that they will continue to buy all the additional US treasury bonds that the U.S. government is pouring into world markets. I've argued before and am prepared to argue again this morning that this confuses their collective interest with their individual interest. As a group, Asian central banks are intested in keeping the dollar up and Asian currencies down by buying US treasury bonds. However, they each have an incentive to diversify out of dollars in order to avoid capital losses. If you recall the controversy earlier this year about whether the Bank of Korea was actively diversifying its reserves, you will recall how rumors of this excited the markets. You can also imagine how news of action by one or more Asian central banks to limit their exposure to capital losses on dollar denominated assets could precipitate a flight from US treasury bonds.

What can governments do to maximize the likelihood of the happy scenario? They can see that adjustment begins soon, before US external liabilities grow even heavier and the fall in the dollar required to narrow the current account balance grows even larger.

Emerging Asian countries need to allow their currencies to appreciate steadily against the dollar. The same real appreciation can be achieved by domestic inflation, which would not be good for stability, expectations, and investment, or it could occur through currency revaluation. I would like to see revaluation supported by expansionary fiscal policies; there is scope for this in Korea, and in China as well. The Chinese government should direct additional government toward health care for the population rather than Maglev trains from Shanghai City to the airport. It should devote more fiscal resources to social services and education. If it do, then there is room in China for expansionary fiscal policy.

Europe and Japan, for their part, need to resuscitate investment spending, continue their efforts at structural reform, and adopt more investment-friendly policies. Europe particular has the wrong policy mix of expansionary fiscal policy and restrictive monetary policy. And the ECB will relax only if governments first take action on the fiscal front.

Most importantly, the United States needs to address its fiscal problem. Even if reducing the budget deficit doesn't reduce the current account deficit one for one, fiscal consolidation can still make an important contribution to restoring international balance. Going forward, the United States will have growing expenditures on healthcare and social security for the elderly. There will be continuing homeland security and terrorist related expenditures. For better or worse, we are also fighting an expensive war in Iraq. All of those are grounds for thinking that what the United States needs is revenue enhancement. (in other words, higher taxes).

So what probabilities do I attach to the grim scenario. At the moment, my point estimate is about 0.3. On that happy note, I would be pleased to take your questions.

Questions & Answers

Q 1 As we sit far away from the U.S. economy and you sit close by it, you commented on the attractions of investing in the US. If that investing were into the real economy, it would presumably show up in the fixed investment element of GDP as a gross figure, and if one netted out the capital recovery through appreciation, (though you didn't comment if this investing in the U.S. is really going into the real economy) is it showing up in the GDP numbers as it did in Asia when these economies were over investing? Or is it simply a derivative of the fact that capital keeps flowing into the US, so we have to assume that people want to put their money there?

Q 2 Of the four major factors that you talked about, if you pick up one strong single element of cause--U.S. deficit--which is definitely what U.S. government can execute between the administration and the congress now, you mentioned that 7% current account deficit cannot go on forever, how long do you think it can go on before it becomes a major problem?

Q 3 I have two questions: If you take the retained profit of the U.S. multi-national corporations operating all over the world including China and Asia, how does the picture come out as you described based on the four billion or so reported. And I am wondering how this retained profit of the US multi-national corporations properly is reflected in the US current account mechanism.

In 1985 we faced a similar kind of global imbalance issues between the US and Japan. The rapid Yen appreciation had not helped the U.S. to mitigate a fiscal and current account deficit issues. This time, I think with the U.S. pressure with Chinese authorities, it is very hard to revalue the renminbi, and I think China's move to revalue by just 2% is a cosmetic response to U.S. pressure. To what extent do you think China will continue this re-evaluation policy of the floating exchange rate mechanism?

A The first question concerned the behavior of investment and other components of aggregate demand in the United States. The evidence suggests that the behavior of investment in the last four years has been rather typical for the expansion phase of the cycle. What is unusual is the behavior of consumption, the high level of household consumption in particular. Advocates of the view that there is a productivity miracle in the United States say that American households consume so much because they are so rich. They live in a New Economy where they benefit from faster productivity growth; the expectation of higher future incomes leads them to live more lavishly today. As you know, I am skeptical that the New Economy exists or at least that it is of first-order importance. I don't think that current levels of consumer spending and current rates of increase in household debt can continue indefinitely. I worry that a sudden drop in housing prices could bring this to an end, which would be recessionary in the United States and bad news for all of us.

Recall also that most of the financing for the U.S. current account deficit in the last couple of years has been foreign central bank purchases of U.S. assets. Private investors aren't buying. Evidently, they are not convinced by the New Economy view either.

How long can the current situation continue? It is traditional at this point to channel Herb Stein who says something that cannot go on forever will not. For some time now I have been arguing that the current situation can't last much longer. Sooner or later I'll be right.

Concerning returns on U.S. foreign investments, the interesting aspect of this is that U.S. foreign investments consistently yield a much higher rate of return than foreign investments in the United States. This allows the U.S. to run larger current account deficits than it could otherwise. But foreign investors will catch on to this sooner or later, so this "exorbitant privilege" is unlikely to persist. If so, this will be yet another reason why there will have to be current account adjustment.

Finally, the 64,000 renminbi question: what will China do with its exchange rate? I should divulge that I was at the Federal Reserve Bank of Kansas City's annual conference in Jackson Hole last weekend. The governor of the People's Bank of China was also there, and I had the pleasure of traveling with him all the way from Jackson to Denver, San Francisco and Beijing. Alas, I am no more certain than before about what the Chinese Government and the PBOC will do about the renminbi. Evidently, there is speculation that they will decide in favor of another step revaluation to head off the reemergence of protectionist pressure in the U.S. Congress. Personally, I think this unlikely. In China it is mainly political officials, not economists, who decide these things. Chinese officials have a preference for moving in small steps, for first seeing whether a small adjustment is consistent with continued growth. I think they will continue to move in baby steps, which may be problematic because helping to rebalance the world economy may require rapid adjustment.

Q I think our audience would be interested in hearing Alan Greenspan's comments, as I'm sure they read the report on the Jackson Hole meeting and what he said there. Already, he warned the danger of bursting the housing bubble. But since you were there, you could share Mr. Greenspan's opinion, which I think is a rather optimistic one. A few months ago, I had the opportunity to visit him, and he was saying although this U.S. current account balance is increasing and is reaching dangerous levels, he still maintained that the flexibility of the U.S. economy and resilience of the financial market adjustment would be smooth, and I suppose he would think the same here.

My second question is regarding the mood in the U.S. Congress towards some of the governments like China. You must've read Dr. Bergsten's article in the Financial Times where he said unless China has additional 10% of renminbi appreciation, the chances are such that the U.S. Congress will impose a 5% tariff on goods coming in from China. What do you think the likelihood of this happening is?

A I can afford to be blunter than Mr. Greenspan because I am not a central banker. At Jackson Hole, he laid out the rosy scenario of smooth adjustment, which is what a responsible central banker should do. Specifically, the scenario he laid out is one in which the rate of increase of housing prices moderates. Prices simply stop rising, or they fall by at most 10% over a period of 5 years. In response, U.S. consumption spending grows more slowly. But, since it continues to grow, the current account deficit narrows without precipitating a recession. In talking up this scenario, Mr. Greenspan is attempting to increase the likelihood that it will occur. While he and his successor may succeed in engineering a soft landing, I would have preferred to see them supplement their open mouth operations with open market operations. In other words, I would have preferred it had the Federal Reserve normalized the level of interest rates more rapidly over the last three years. Now, in the wake of Hurricane Katrina, the Fed has less room for maneuver.

Turning to the mood in the U.S. Congress, it is clearly worrisome. It worries me that some of the people who are aggressively pushing for action against China, like the senior senator from New York, Charles Schumer, are not from parts of the country that are suffering from competition coming in from China. New York being a financial center, you would think that its senator would be a staunch supporter of openness. that's where the support for openness would come from. All this suggests that unhappiness with China in the U.S. Congress is quite widespread.

Q Thank you once again for your very enlightening review of the current state of debates. You assigned a role to each of the three regions of the world, but as far as you and the U.S. are concerned, the indications of some of the relative developments including the referendums fiasco in Europe and the basic positions of this current Bush government seem to indicate that none of those things that you think should happen will happen unless changes do take place which do not seem to be in the pipeline

About Japan, if anything happens, it always happens so tantalizingly slowly that we cannot expect anything tangible out of Japan in the immediate future at least. So the only key player who could play a constructive role could be China. But I worry about the ethicacy of the adjustment only by Chinese governments. In other words could all these problems be solved, if only China would concede to U.S. demands for re-evaluation? I doubt that it would work. So that's my question, suppose, as requested by U.S. and European countries, China did act, even if it would act, it probably wouldn't have lasting effects on solving this global imbalance. In other words, there would have to be coordinated actions, but the coordinated actions by the three parts of the world don't seem to be coming, in that way, could we go for a much higher probability than 23%?

My second question is a bit broader one. It has been five years since the so-called Chiang Mai Initiative was launched toward financial cooperation and my general understanding of your position has been that by and large you are pessimistic about the outcome of these efforts that are in progress. And so as of today how do you assess the current state of the financial and monetary corporation or debate on that in East Asia?

A Fiscal adjustment in the United States is the single most important factor that could enhance the likelihood of a smooth rebalancing of the world economy. That said, there is still the slim possibility of a nonrecessionary adjustment even in the absence of action on the fiscal front. As Mr. Greenspan explained at Jackson Hole, if the housing market moderates gradually, consumer spending in the US may simply grow a bit more slowly. Consumer demand won't tank, but it will grow more slowly than production, and the shrinking gap between U.S. spending and U.S. output will create room for current account adjustment. So the probability of smooth adjustment is greater than zero even in the absence of fiscal adjustment. I would be more optimistic if I saw that fiscal adjustment in the cards. Alas, I do not.

I do see the irony in the Bush Administration's view that a problem heavily grown in the United States should solved in China. Still, there is no way around the fact that China, and Asia more generally, have to play a role in its solution. Let me give you the arithmetic as I see it. The U.S. account is going to have to shrink from 7% to 3% to restore sustainability and keep foreign holdings of U.S. assets as a share of foreign GDP from exploding. In turn this will require the dollar to fall by at least 20%. Say that half of that can occur this year, and that the other half can occur next year. In other words, the dollar needs to drop 10% this year and 10% next year. Most of that adjustment is going to have to occur against Asian currencies, since the Asian economy is stronger and growing more quickly than the European economy. The U.S. trades roughly equally with Europe and Asia. So for the dollar to fall by 20%, it has to fall by 15% against Asia and 5% against Europe. Unavoidably, then, there is still a big adjustment of Asian currencies against the dollar to come. It will not be comfortable, but it is unavoidable

On the Chiang Mai Initiative and regional integration, I will admit to having been surprised by the speed with which monetary and financial cooperation has developed in Asia. I was skeptical about the prospects because of Asia's history of political tensions. I didn't think the political preconditions that prevailed in Europe also existed in Asia. All this suggested to me that Asia would find it harder to move forward with monetary and financial cooperation. A more positive spin is that Asia can move forward but it must do so in a different way because the political and economic context is different. Still, the fundamental question is whether Asia really has the appetite for deeper integration. The proof of the pudding is in the eating. Now that the Indonesian rupiah is under pressure, will we see activation of the swaps and credit lines of the Chiang Mai Initiative? Is regional solidarity sufficient to motivate concrete steps by other countries to support the rupiah? By the next time I am here, we may have accumulated considerably more evidence on the prospects for regional cooperation.

Thank you very much.

국 문

세계경제, 무엇이 문제인가?

세계경제, 무엇이 문제인가?*

이 자리에 다시 서게 되어 기쁘게 본인은 생각한다. 사공일 이사장께서는 전에도 최소한 한 번 이상 본인을 세계경제연구원 주최 강연회의 연사로 초청한 바 있다. 미국과 유럽에서는 근로시간에 대한 논쟁이 있는데, 미국의 연간 평균근로시간이 1,800시간인데 비해 유럽은 1,500시간에 불과하다는 것이다. 이와 같은 차이에서 항상 제기되는 문제는 어느 사회 및 노동시장이 비효율적인가 하는 것이다. 다음에 또 본인이 이러한 논쟁에 관해 듣게 되면 조찬강연회가 일상화되어 있는 한국을 떠올릴 것이다.

이번 강연의 주제는 세계적 불균형의 문제와 유사하다. 이 문제는 크게 다른 몇 가지 해석상의 차이에 관한 것이다. 오늘 본인이 지적하고자 하는 것은 경제정책과 세계경제의 향후 전망에 아주 다른 함의를 갖는 현상에 대한 각기 다른 네 가지의 해석이다.

현상에 대해 각기 다른 사람이 서로 다르게 해석한다는 점을 본인이 처음으로 알아낸 것은 아니다. 뉴욕대학교(New York University)의 저명한 경제학자인 누리엘 루비니(Nouriel Roubini) 교수는 자신의 웹사이트에 게재된 논문에서 이러한 이슈에 대해 서로 다른 인식이 존재함을 쿠로사와(Kurosawa) 감독의 '라쇼몬(Rashomon)'이라는 영화에 견주어 설명한 것으로 유명하다. 쿠로사와 감독의 영화를 보면 숲속

---

* 이 글은 2005년 9월 1일 개최된 'IGE/Prudential 국제금융특강의' 내용을 녹취하여 번역、정리 한 것으로 필자의 개인의견임을 밝혀둡니다.

에서 발생한 살인사건에 대해 네 명의 사람이 변명을 한다. 쿠로사와에 의하면, 이 변명들은 말하는 사람의 이익을 만족시키는 이기적인 것이다. 각각의 사람들이 세계적 불균형 문제를 묘사하는 방식에도 이와 비슷한 요소가 있는 것 같다. 미국은 이 문제가 미국의 잘못이 아니라고 한다. 즉, 세계적 불균형은 세계 여타지역의 행태 때문에 발생한 것이라는 것이다. 반면에 세계 여타지역 사람들은 이와 반대되는 주장을 한다. 루비니 교수는 자신의 논문에서 현상에 대한 정확한 해석은 단 한 가지밖에 존재하지 않는다고 결론짓고 있다.

오늘 본인의 논점은 이와 다른 것으로, 현상에 대한 중요한 해석 네 가지 모두가 어떤 타당성 있다는 것이다. 따라서 본인은 '라쇼몬'이 이 문제에 대한 올바른 은유가 아니라는 점을 제시하겠다. '라쇼몬' 대신에 '장님 코끼리 더듬기'라는 우화에 비유해보자. 이 우화에서 보면, 각각의 장님들이 코끼리의 서로 다른 부분을 만지고 나서 각자 다른 방식으로 자신을 느낌을 말한다. 사실 그들 모두는 커다란 실체의 작은 부분을 정확하게 묘사하고 있는 것이다. 세계적 불균형의 문제와 그 문제에 대한 해석의 다툼은 이와 유사하다는 것이 본인의 견해이다.

견해의 일치성을 이해하는 가장 손쉬운 방법은 한 나라의 저축 및 투자의 차이를 단순하게 나타내는 경상수지계정에 의한 기본적인 수지계정을 도입하는 것이다. 미국 경상수지 적자는 당연히 미국의 투자와 저축간의 차이 때문이라는 점은 자명하다. 마찬가지로 세계 여타지역의 경상수지 흑자도 그들의 저축액이 투자액을 초과하기 때문이다. 이는 세계적 불균형 문제를 미국의 저축, 미국의 투자, 세계 여타지역의 저축, 세계 여타지역의 투자라는 네 가지 관점에서 생각하

게 만든다.

첫 번째 시각은 2000년도 이후 미국의 국내저축 감소에 초점이 모아진다. 이는 다른 조건은 동일하고 저축이 감소할 경우, 한 나라의 경상수지 악화와 대등한 상황이 발생하게 된다는 말이다. 이와 같은 시각의 지지자들은 IMF 자료를 기준으로 할 때 가계저축, 기업저축, 정부저축 총액이 GDP의 13%로 하락하여 1983~2000년간의 평균보다 거의 4% 포인트 감소한 상태이며, 보편적인 세계 여타지역의 절반수준에 육박하는 것이라고 한다. 루비니 교수와 같은 사람들은 경상수지 적자가 저축감소 때문이라고 비난하면서 후자를 재정 포지션(position)의 탓으로 돌린다. 즉, 재정수지가 GDP의 +3%에서 -4%로 반전했던 지난 5년간의 이러한 미국 공공저축 감소가, 다른 조건은 동일한 가운데 국내저축 악화 및 기업 경상수지 악화와 같은 결과를 초래할 것이라는 것이다. 그들은 미국의 재정수지와 경상수지 양쪽 모두가 악화된 상태인 것으로 보고 있다.

이와 같은 시각에 비판적인 사람들은 단지 예산수지와 경상수지의 움직임 사이에서 시계열데이터 상의 상호관계가 취약하게 존재할 뿐이라고 반박한다. 반면에 방어하는 입장에 있는 사람들은 이러한 점을 인식하지만 이 두 가지 변수가 또 다른 충격에 의해 영향을 받을 수 있다고 보고 있다. 그러나 이처럼 또 다른 충격이 나타날 경우 앞서의 두 가지 변수가 왜 고정된 방식으로 움직일 필요성이 있는지에 대한 이유가 없다. 더 큰 문제는 이 기간 중 총 민간저축률 하락의 대부분이 공공저축이 아닌 가계저축을 반영한 것이라는 점이다. 전통적인 방식으로 측정한 미국 가계저축률은 0(zero)이다(가계수입의 하나인 자산에 대한 자본소득은 산입하지 아니함). 또 정부예산이 적자

로 가는 시기에 있어서의 표준경제논리—경제학자들은 이를 리카르도 동등성(Ricardian equivalence)이라 한다—는 실제로 위 두 변수가 같은 방향으로 움직일 경우 가계저축이 정부에 의한 예금인출을 상쇄시키는 수준으로 증가되어야 함을 나타내고 있다. 그리고 무엇보다도 가장 큰 쟁점은 미국의 저축부진이 문제가 된다면 실질금리가 상승해야만 하나, 그린스펀(Greenspan)의 불가사의한 조치로 실질금리는 놀라울 정도로 낮은 수준이라는 사실이다.

미국 경상수지 적자에 대한 두 번째 시각은 하바드(Harvard)대학교의 리차드 쿠퍼(Richard Cooper)교수와 콜럼비아(Columbia)대학교의 리차드 클레리다(Richard Clarida) 교수와 같은 경제학자들에 의해 다툼이 있는 것으로, 미국의 적자가 미국 내 투자유치를 반영하고 있다는 것이다. 미국의 소비는 미국의 생산을 초과하고 있다. 이는 불평등한 관계에 있는 미국의 동맹국이 미국 내 투자를 통해 고수익을 얻고 있기 때문이다. 이러한 고수익은 재정정책이나 통화정책과 아무런 상관이 없고, 오히려 미국이 지난 10년간 경이로운 생산성 향상을 이루어왔다는 점을 반영하는 것이다. 실제로는 이야기가 좀 더 복잡하다. 경상수지를 적자로 운영하지 않는 미국에 대한 외국인들의 비난이 쌓일 수 있기 때문에, 마찬가지로 미국이 세계 여타지역을 계속 비난하게 되면 이는 미국의 신(新)경제에 투자를 모색하는 외국인들에 대해서 뿐만 아니라 미국인들에게도 투자행태의 변화를 요구하는 일이 된다. 사람들은 이 부분에서 미국시장이 특히 유럽에 비해 유연성이 있다고 지적하면서, 미국의 경상수지 적자가 스스로 투자유치 기능을 하고 있는 미국으로의 자본유입을 반영하는 것이라고 주장한다.

사실, 자료만으로 이러한 가설을 뒷받침하기에는 부족하다. 1990년 중반 이후의 자료에 의하면 미국의 생산성증가율은 연간 0.5~1%대로, 절대적으로나 유럽에 비해서나 적당한 것으로 나타난다. 미국의 경이로운 생산성 향상이 존재할 수도 있지만, 0.5~1%의 생산성 증가율이 2차 자료 수정에서는 무시될 단순한 반올림 오차일 수도 있다. 이는 미국이 유럽에 비해 생산성 향상을 이루어 왔고, 또 더 매력적이어서 현재 나타나고 있는 경상수지 적자를 만들어 냈다는 확신을 설명하기 어렵게 만든다. 게다가 중국과 같은 세계 여타지역에서도 생산성 향상이 이루어져 왔다는 사실로 인해 미국이 경상수지 적자를 용인할 수 있는 이유가 미국 내 외국인 투자가 특별히 생산적이고 가치 있는 것이기 때문이라는 점을 주장하기도 어렵다.

미국 경상수지 적자를 설명할 수 있는 세 번째 요소는 외국인 저축이다. 이는 부시 대통령의 경제자문위원장인 벤 버냉키(Ben Nernanke)나 그 전임자 중 한 사람이었던 글렌 허바드(Glenn Hubbard)와 같은 사람들의 견해로서 저축이 세계적으로 과잉상태라는 것이다. 이들은 세계 여타지역의 인구, 급속한 경제성장, 고유가, 그리고 금융발전이 미국 이외 지역의 저축률 증가와 결합된 상태라고 주장한다. 특히 일본을 제외한 아시아의 경우, 생명주기모델에서 예견되었던 바와 같이 낮은 부양비가 저축률을 증가시키고 있다는 것이다. 중국의 통계를 그대로 믿는다면, 중국의 경우 한정된 소비재 이용도로 인해 저축률이 총 GDP의 50%가 넘는 결과가 초래되었다. 이 저축액들이 모두 어디론가 가야만 하는데, 그 중의 하나가 편리하게도 저축률이 낮으며 외국인 저축이 모색하는 판로를 잘 활용할 수 있는 미국인 것이다.

그러나 이는 또다시 논증적인 문제에 봉착하게 된다. 즉, 기초자료를 가지고 세계 저축률을 계산해보면 지난 7년간 거의 변화가 없는 것으로 나타난다는 것이다. 본인이 계산한 바에 의하면, 세계 총 저축률은 1997년에 24%, 1999년에 23%, 2001년에 23%, 2003년에 24%였다. 이 기간 동안에 저축률이 미세한 등락을 보였지만 이는 단순한 반올림 오차일 가능성도 있다. 다시 말해, 세계적으로 눈에 띌만한 저축률 변동이 없는 것으로 나타난다는 것이다.

사실, 지난 8년간 아시아에서 경상수지 흑자가 크게 나타난 가장 중요한 요인은 투자율 하락이다. (지금부터는 세계 여타지역의 투자에 초점을 둔, 미국의 경상수지 적자에 관한 네 번째 시각을 살펴보도록 하겠다.) 중국을 제외한 아시아 지역의 투자율은 GDP의 9% 가까이 하락한 반면 저축률은 거의 움직임이 없다. 그리고 중국과 일본을 제외한 아시아 경우, 최근 10년의 상반기 동안 투자율 하락 폭은 평균 약 33%에서 31%로 잘못된 방향으로 가고 있다.

현재의 세계적 불균형이 지속가능한가에 대한 핵심적인 질문은 이와 같은 아시아의 투자율 하락이 일시적인 것인가 아니면 지속적인가 하는 것이다. 부분적으로는 그것이 아시아 금융위기와 관계된, 그리고 인도네시아와 같은 나라들의 금융부문 부패와 정치적 불확실성이 반영되어 뒤따르는 2차적 하락세와 관계된 일시적인 현상임이 분명하다. 그러나 사실 금융위기를 겪은 지는 지금 8년이 지났고, 투자율은 여전히 하락세이다. 1990년대 상반기에 발생한 투자의 상당부분이 비효율적이었으며, 지금의 아시아는 이런 부분을 제거하여 더 나아진 상태라고 주장하는 사람도 일부 있을 것이다. 1996년에 방콕은 사용되지도 않을 고층건물들을 지었다. 이러한 비효율적인 투자는 아

시아경제가 내수를 활성화시키고 소비와 투자의 균형을 보다 훌륭하게 유지함으로써 영원히 사라진 상태이다.

이를 다르게 표현하면 지금 아시아 국가들은 수요압력이 감소한 상태에서 자국경제를 운영하고 있다는 것이다. 아시아 각국 정부는 높은 수준의 투자율을 유지하기 위해 필요한 일 대신에 예산과 외환보유고의 균형을 유지하는 일을 하고 있다. 세계가 위험이 도사리고 있는 곳이고 금융부문이 붕괴되기 쉬우며, 외환보유고를 비상자금으로 비축하는 것이 안전한 투자가 될 수도 있다는 현실을 반영하는 것이라는 범위 내에서는 이것이 좋은 일일 수도 있다. 이러한 시각에서 보면, 1990년대 상반기에 아주 높은 수준에 있었던 아시아의 투자율 하락은 지속적일 가능성이 있다는 함의를 갖는다.

이와 같은 전망은 '제2차 브레튼 우즈(Bretton Woods II)' 가설로 알려져 있기도 하다. 이는 꾸준한 흑자와 계속되는 미국 적자에 대한 자금조달을 아시아 국가들이 즐기고 있기 때문에 태평양지역 간 경상수지 균형이 지속될 것이라는 생각이다. 이러한 태평양지역 경상수지 균형이 최소한 20년 이상 지속될 수 있다고 하는 일부 인사들은 아시아국가, 특히 중국이 당분간 경제성장의 엔진으로써 수출에 계속 의존할 것이라고 주장한다. 중국과 그 주변국들은 자국의 수출증진을 위해 달러대비 환율이 저평가된 채로 유지되기를 바랄 것이며, 이와 같은 저평가의 결과로 아시아는 흑자이고 미국은 적자인 경상수지가 계속될 것이다. 미국인들은 이러한 상황에 대해 아주 흡족해 하고 있다. 왜냐하면 그럴 경우 미국인들은 자신의 수입보다 훨씬 나은 삶을 살 수 있기 때문이다.

본인은 이와 같은 주장에 그다지 확신이 서지 않는다. 이 주장은 수출주도의 성장으로부터 이익을 내고 있는 중국의 경영진과 기업들에 의해 알게 되는 수출의 중요성을 간과하고 있다. 상품수출과 외국인 직접투자 유치는 심각한 조직 및 기술상의 부작용을 불러오며, 이에 대한 논쟁이 계속되고 있다. 하지만 실제로 교역재 뿐만 아니라 비교역재 생산부문에서도 효율성을 제고하는 방법에 대한 중국의 경영진과 기업들의 지식이 점점 늘어나고 있다. 그들에게는 이를 위한 합작파트너가 필요 없다. 이러한 지식은 과거와 마찬가지로 지금도 수출에서 부수적으로 얻어지는 것이 아니다.

위와 같은 것들이 미국의 저축 및 투자, 세계 여타지역의 저축 및 투자에 각각 초점을 둔 세계적 불균형에 대한 네 가지 시각이다. 본인의 주장은 실제로 이러한 것들이 동일한 코끼리에 대한 네 가지 다른 측면이라는 것이다. 즉, 이 네 가지 모두가 미국의 경상수지 적자에 특정한 방식으로 기여하고 있다는 말이다. 적자계정이 완전하게 나타나 지속되기 위해서는 예산적자와 기타 정책들의 역할이 포함되어야 한다. 재정정책의 경우, 미국의 가계대출을 조장했던 통화정책(지난 5년 동안 저금리였던)의 역할이 강조되어야 할 것이다. 또 여기에는 경이로운 생산성 향상을 경험하고 있다는 것이 최소한의 바람이던 실제로 생산성 향상이 이루어졌던 간에 미국 생산성 향상의 역할도 있으며, 그래서 미국이 외국인들에게 매력적인 투자처라는 생각의 역할도 있다. 그리고 인구적, 금융적, 거시경제적 요인이 만든 세계 여타지역 저축률 상승과 변화된 투자행태의 역할도 있다.

미국 적자의 원인이 한 가지가 아니라면 그 해법도 한 가지이기는 어렵다. 그리고 단순히 미국 내 외국인 투자자들의 미국경제에 대한

권리주장 욕구를 꾸준히 증가시켜온 경이로운 생산성 향상만이 그 원인이 아니라는 사실은 조만간 미국의 적자가 축소되는 방향으로 조정되어야 한다는 점을 의미한다. GDP의 7%인 현재의 적자규모가 무한정 지속될 수는 없다. 미국이 지속가능한 적자수준은 현재 규모의 절반이하로써 앞으로 점점 중대한 조정이 반드시 필요하게 될 것이다. 여타 통화에 대한 달러화의 가치가 큰 폭으로 바뀌어야 할 것이며, 이는 다시 미국 금융시장과 세계금융시장 양쪽 모두에게 여러 가지 어려움들을 가져다 줄 수도 있다.

이러한 조정은 비교적 빨리 시작되어 점진적으로 계속 이루어짐으로써 그 결과가 무리 없이 받아들여질 수 있도록 하되, 여타지역의 지지를 받아 순조롭게 이루어지는 것이 이상적일 것이다. 아시아의 높은 저축률을 뒷받침하는 인구적 요인은 더 이상 지속되지 못할 가능성이 있다. 가령 중국의 경우는 총 인구에 대한 노동적령인구의 비중이 비교적 빨리(여러분들이 신뢰하는 몇 가지 예측에 의하면 2010년에) 최고조에 달하게 될 것이다. 아시다시피 은퇴자들이 많아지면 저축률은 감소하게 된다. 이러한 인구변화의 영향으로 중국인들과 여타 외국 가계의 소비가 증가할 경우, 미국 소비하락의 결과로 발생할 수요성장의 침체는 보다 손쉽게 흡수되어 세계적인 침체를 재촉할 필요가 없게 될 것이다.

이와 비슷하게, 중국 및 여타 아시아 국가들의 자국 금융시장이 발전함에 따라 일반가계의 부동산이나 내구소비재, 자녀들의 고등교육 학자금 대출은 더욱 용이해져 목돈저축의 필요성이 줄어들 것이다. 또 구조변화가 보다 예측 가능해지면서, 급속한 경제구조조정과 관련된 고용불안으로부터 자신을 보호하기 위한 저축의 동기부여도 더욱

희박해질 것이다. 마찬가지로, 중국과 아시아 여타지역의 소비력을 증가시키는 실질환율 변동은 미국 수요가 줄어든 만큼의 세계 수요를 유지하는데 도움이 될 것이다. 한편, 현재 중국 이외의 동아시아에 대한 투자도 1990년대 초의 수준으로 다시 높아지기 시작하는 것 같다. 만일 실제로 일본이 지속가능한 회복단계에 있다면 소비지출과 투자지출 모두가 증가할 것이다. 언젠가는 유럽에서도 구조개혁이 투자를 확대시킬 가능성이 있으며, 이 또한 세계경제성장과 세계적 불균형의 관점에서는 건설적인 발전이 될 것이다.

이러한 것이 장미빛 시나리오이다. 이는 미국의 성장과 수요가 둔화됨과 동시에 세계 여타지역의 성장과 수요는 회복된다는 것으로, 모두에게 좋은 결과를 가져다 줄 것이다.

한편 제반 상황이 그리 좋은 방향으로 가지 않는 가혹한 시나리오도 있다. 이 시나리오에 의하면, 미국 대외적자에 대한 세계 여타지역 투자자들의 우려가 커져서 조정이 순조롭게 이루어질 시간을 갖기도 전에 외국으로부터의 자금조달이 고갈된다. 이는 미국 채권가격이 하락하고 장기금리가 상승하는 결과를 초래한다. 그리되면 달러화 가치가 급격히 하락하여, 수입가격 상승에 대한 두려움이 생긴 미국 연준으로 하여금 금리를 인상하게 만든다. 이와 같은 금리급등은 부동산에 대한 거품을 제거하여 부동산 가격을 안정세 또는 하락세로 만듦으로써 미국의 소비가 빠르게 둔화된다.

외국의 중앙은행들은 현명하기 때문에 이런 일이 벌어지도록 방치하지 않을 것이라고 하는 사람들도 일부 있을 것이다. 즉, 외국 중앙은행이 달러화를 현 수준에서 안정시키고 이처럼 갑작스런 파격적

조정을 방지하는데 매우 헌신적이어서, 미국 정부가 추가적으로 세계 시장에 투입하고 있는 미국 국채를 모두 매입할 것이라는 것이다. 본인이 이전부터 주장해왔던 것이지만 이 자리에서 다시 언급한다면, 이는 그들의 집단적 이익과 개별 이익을 혼동하는 것이다. 한 그룹으로서의 아시아 각국 중앙은행들은 미국 국채를 매입함으로써 달러화의 가치는 높게, 그리고 아시아 각국의 통화가치는 낮게 유지하는데 관심이 있다. 하지만 이들은 각자 자본손실을 피하기 위해 달러화를 다변화하려는 동기를 가지고 있다. 금년 초 한국은행이 보유외환을 다변화하려고 하였는가에 관한 논쟁을 돌이켜 보면, 이러한 소문이 시장에 어떤 영향을 미쳤는지 알 수 있을 것이다. 하나 또는 그 이상의 아시아 각국 중앙은행이 달러표시 자산의 자본손실에 자국이 노출되는 것을 제한하는 새로운 조치를 취할 경우 미국 국채가 어떻게 곤두박질칠 수 있는지 알 수 있는 부분이다.

장미빛 시나리오의 가능성을 최대화하기 위해 각국 정부가 할 수 있는 일은 무엇인가? 미국 대외부채가 더 심각해지고 경상수지균형 폭을 줄이는데 요구되는 달러화 가치의 하락규모가 더 커지기 전에, 이와 같은 조정이 조만간 시작될 가능성이 있다. 아시아 신흥국가들은 달러대비 자국통화 가치가 꾸준히 상승하는 것을 용인할 필요가 있다. 동일한 실질 평가절상은 국내 물가상승 또는 환율재평가를 통해 이루어질 수 있으나, 국내 물가상승의 경우 경제안정이나 예상치, 투자에 유익하지 못할 것이다. 본인으로서는 팽창재정정책이 뒷받침되는 환율재평가를 선호하는 편인데, 한국뿐만 아니라 중국에서도 이러한 환율재평가가 이루어질 여지가 있다. 중국 정부는 이후의 행정방향을 상하이 도심-공항 간 자기부상열차(Maglev)보다는 국민들의 후생복지 쪽으로 잡아야 하며 사회보장서비스와 교육에 더 많은 재

원을 투입해야 한다. 그리되면 중국의 경우에도 팽창재정정책의 여지가 있다.

유럽과 일본의 경우는 투자지출을 회복시키고 구조개혁을 위해 지속적으로 노력하며, 보다 투자친화적인 정책을 채택할 필요가 있다. 특히 유럽은 팽창재정정책과 통화억제정책이 혼합된 잘못된 정책을 운영하고 있다. 그리고 유럽중앙은행(ECB)은 각국 정부가 당면한 재정문제에 처음으로 조치를 취하는 경우에만 규제를 완화해야 할 것이다.

가장 중요한 것은 미국이 자국의 재정문제를 제기할 필요가 있다는 점이다. 심지어 예산적자 감소가 그 만큼의 경상수지 적자를 줄여나가지 못하는 경우조차도, 재정적 통합은 국제간 균형을 복원하는데 여전히 중요한 기여를 할 수 있다. 앞으로 미국은 노인층에 대한 건강 및 사회보장 지출을 확대하고, 본국 영토보호 및 대테러 관련 지출을 계속할 것이다. 또 좋던 나쁘던 미국은 이라크에서 값비싼 전쟁을 치르고 있다. 이 모든 것들이 미국이 재정수입을 강화(바꿔 말하면 세금인상)할 필요가 있다는 사고에 대한 토대이다.

그렇다면 가혹한 시나리오의 가능성은 어떠한가? 현재 시점에서 본인의 평가로는 대략 0.3% 정도이다. 그러면 이처럼 행복한 시각에서 여러분들의 질문을 받도록 하겠다.

질의 · 응답

질문(1) 우리가 미국경제와 동떨어져 있는 반면 귀하는 밀접하게 있는 만큼 미국 내 투자유입에 관해 언급하였다. 만일 이러한 투자가 실물경제에 투입되어 있다면 총 수치인 GDP의 혼합된 투자요소 내에 나타날 것으로 추측할 수 있을 것이다. 그리고 평가절상을 통한 자본회복이 고려되지 않았다면(귀하는 이러한 미국 내 투자가 실제로 실물경제에 투입되고 있는지에 대해서 언급하지 않았지만), 아시아 경제들이 과잉투자를 하였을 때 그랬던 것처럼 그 수치가 GDP 상에서 나타나 있는가? 아니면 단순히 자본이 미국으로 계속 유입되고 있다는 사실에 비추어, 사람들이 미국에 투자하고 싶어 한다고 생각해야 하는 것인가?

질문(2) 귀하가 언급한 네 가지 요인에 대한 중요한 원인요소를 든다면 이는 미국의 적자 문제 한 가지로, 분명히 현재 미국 정부와 의회 사이에서 해결될 수 있는 것이다. 귀하는 7%의 경상수지 적자가 영원히 지속될 수는 없다고 하였는데, 이 문제가 더 심각해지기까지는 얼마나 걸릴 것으로 있다고 보는가?

질문(3) 두 가지 질문이 있다. 1) 중국과 아시아를 포함한 세계 전 지역에서 경영되고 있는 미국 다국적 기업의 보유이익이 40억 달러로 보고되는 것을 감안할 때, 이를 근거로 귀하가 언급했던 것과 같은 결과가 나오겠는가? 본인은 이러한 미국 다국적 기업의 보유이익이 미국 경상수지 적자구조에 적절히 반영되었는지 궁금하다. 2) 1985년에 미국과 일본 사이에서 이와 유사한 세계적 불균형 문제가 있었는데, 그 당시 엔화가치의 급등은 미국의 재정 및 경상수지 적자를 완

화시키는데 도움이 되지 못했다. 오늘날, 중국 당국에 대한 미국의 압력을 생각해 볼 때 중국 위안화가 재평가되기는 어려울 것이며, 미국의 압력에 대해 중국이 생색낼 수 있는 위안화 재평가 폭은 2%에 불과한 것으로 보인다. 귀하는 중국이 변동환율 구조상 위안화를 어느 정도까지 재평가할 것으로 생각하는가?

답변 첫 번째는 투자행태와 미국 내 총투자에 대한 기타 구성요소에 관한 질문이었다. 자료에 의하면 지난 4년간의 투자행태는 비교적 전형적인 경기주기상의 확장국면에 있었던 것으로 나타난다. 평상시와 다른 것은 소비행태 특히 높은 수준의 가계소비이다. 미국이 획기적인 생산성 향상을 이루었다는 견해를 가진 사람들은 미국의 가계가 그처럼 높은 소비를 한 것은 그들이 그 정도로 부유하기 때문이라고 주장한다. 그들은 빨라진 생산성 증가율의 혜택을 받는 신경제(New Economy) 속에서 살고 있기 때문에 장차 수입이 증가하리라는 기대가 현재를 더욱 사치스럽게 살도록 만드는 것이다. 아시다시피 본인은 신경제가 존재한다거나 최소한 가장 중요시되는 것에 대해서 회의적이다. 또 본인은 현재의 소비지출 수준이나 가계부채 증가율이 언제까지나 지속될 수 있을 것으로 생각하지 않는다. 본인이 염려하는 점은 이러한 것에 종지부를 찍을 수도 있는 주택가격의 급락이며, 그리되면 미국경제는 침체에 빠지게 되어 우리 모두에게 나쁜 상황이 될 것이다.

또한 지난 2~3년간 미국 경상수지 적자에 충당된 자금을 살펴보면 대부분 외국 중앙은행들의 미국 자산 구입으로 이루어져 있다. 민간투자자들은 미국 자산을 구입하지 않고 있는데, 이들 역시 신경제에 대한 확신을 갖지 못한 것이 분명하다.

현재의 상황이 얼마나 지속될 수 있을 것인가? 이 부분에서는 영원히 지속될 수 없는 것은 절대 지속되지 않는다는 허브 스타인(Herb Stein) 전 미국 대통령경제자문위원장의 말이 생각난다. 본인은 상당기간 동안 현재의 상황이 지속될 수 없음을 주장해온 상태이며, 조만간 이러한 주장이 옳은 것으로 나타날 것이다.

미국의 대외투자 이익과 관련하여, 흥미로운 점은 미국의 대외투자가 미국 내 외국인 투자보다 훨씬 높은 고수익을 꾸준히 내고 있다는 것이며, 이러한 부분이 미국으로 하여금 다른 것보다도 대규모의 경상수지 적자 운영이 가능하도록 만든다. 그러나 외국인 투자자들이 조만간 이를 파악하게 될 것이므로 이와 같이 '터무니없는 특권'은 지속되기 어려울 가능성이 있다. 만일 그리된다면, 이는 경상수지 조정이 왜 이루어져야만 하는지에 대한 또 다른 이유가 될 것이다.

중국 위안화와 관련하여 가장 중요한 문제는 중국이 위안화 환율을 어떻게 해결하느냐 하는 것이다. 본인은 지난 주 잭슨호텔(Jackson Hotel)에서 열렸던 캔사스(Kansas)시 준비은행의 연례회의에 참석했던 사실을 밝혀야만 하겠다. 그 자리에는 중국 중앙은행의 총재도 참석했었는데, 본인은 잭슨에서부터 덴버, 샌프란시스코, 북경까지의 전 구간을 그와 함께 여행하는 기쁨을 맛보았다. 아쉽게도 중국 정부와 중앙은행이 위안화 문제를 어떻게 해결할 것인지에 대해 본인으로서는 이전보다 더 확실해진 것이 없다. 하지만 미국 의회 내 보호주의자들의 압력이 다시 나타나는 것을 피하기 위해 또 다른 단계의 위안화 재평가 쪽으로 결정될 것이라고 추측된다는 점은 분명하다. 개인적으로는 이러한 일이 이루어지기는 어려울 것으로 생각된다. 중국의 경우, 이와 같은 것들을 결정하는 사람은 주로 경제학자가 아닌 정치

적인 공무원들이다. 중국 공무원들은 작은 단계로 조정하여, 우선적으로 그 조정이 지속적인 성장과 배치되지 않는지를 살펴보는 경향이 있다. 그들은 계속 걸음마 수준의 조정을 할 것으로 생각되며, 세계경제가 균형을 다시 맞추는 데 도움이 되는 것은 급속한 조정일 것이므로 이러한 수준의 조정은 문제가 될 수도 있다.

질문 오늘 이 자리에 모이신 분들은 잭슨호텔 회의와 그 자리에서 앨런 그린스펀(Alan Greenspan) 미국 연준 의장이 말한 내용에 대한 보고서를 분명 읽었을 것이므로 그린스펀 의장의 언급에 대한 이야기에 관심이 있을 것이다. 그린스펀 의장은 이미 부동산 거품의 붕괴 위험성을 경고한 바 있다. 그러나 귀하는 미국에서 살고 있기 때문에, 비교적 낙관적으로 생각되는 그린스펀 의장의 견해에 공감할 수도 있을 것이다. 몇 달 전 본인은 그린스펀 의장을 만날 기회가 있었는데, 그는 비록 미국 경상수지 적자가 증가하고 있기는 하지만 위험한 수준에 도달한 것은 아니며 여전히 미국경제의 유연성과 금융시장 조정의 탄력이 원활할 것으로 보고 있었다. 이 시점에서도 그는 같은 생각을 할 것으로 추측된다.

두 번째 질문은 중국과 같은 일부 국가들에 대한 미국 의회의 분위기에 관한 것이다. 파이낸셜 타임즈(Finacial Times)에 게재된 버그스텐(C. Fred Bergsten) 박사의 기고문에 의하면, 중국이 위안화를 추가로 10% 더 평가절상하지 않을 경우 미국 의회가 대미 중국수출품에 대해 5%의 관세를 부과하는 등의 기회를 제공하게 된다고 한다. 이러한 일이 발생할 가능성에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

답변 본인은 미국 중앙은행 관계자가 아니기 때문에 그린스펀 의장에

비해 둔감할 소지가 있다. 잭슨호텔에서 그린스펀 의장은 조정이 원활하게 이루어지리라는 장밋빛 시나리오를 제시하였으며, 이는 중앙은행 관계자의 책무이다. 그가 제시한 시나리오에는 주택가격 상승률이 안정을 이룬다는 것도 포함되어 있다. 즉, 주택가격이 단순히 상승을 멈추거나 5년간 기껏해야 10% 하락하고, 이에 맞추어 미국 소비지출은 더욱 둔화된다는 것이다. 그러나 소비지출이 지속적으로 증가할 것이기 때문에 경기침체에 빠지는 일없이 경상수지 적자 폭이 줄어든다고 한다. 이 시나리오를 보다 분명하게 이야기한다면 그린스펀 의장은 이러한 것에 대한 가능성을 높이고자 하고 있다. 본인은 그들이 개방된 시장작용을 통해 공표했던 내용들을 보완하는 쪽을 선호해왔다. 다시 말해 본인은 연준이 지난 3년간의 금리수준을 보다 신속하게 정상화시키기를 바래왔다는 것이다. 지금은 태풍 카트리나(Katrina)의 여파로 연준의 정책전략 여지가 줄어든 상태이다.

미국 의회 쪽 분위기는 분명 염려스럽다. 본인이 우려하는 부분은 대중국 조치를 적극적으로 추진하는 뉴욕 상원의원 찰스 슈머(Charles Schumer)와 같은 일부 인사들은 중국과의 경쟁으로 어려움을 겪고 있는 지역 출신이 아니라는 점이다. 여러분들은 금융중심지인 뉴욕의 상원의원은 철두철미한 개방주의자일 것으로 생각할 것이다. 왜냐하면 뉴욕은 개방을 지지하는 쪽일 것이기 때문이다. 이 모든 것들은 미국 의회 내의 분위기가 중국에게 불리한 쪽으로 확산되어 있음을 나타낸다.

질문 현재 논란이 되고 있는 부분에 대한 귀하의 통찰력 있는 견해에 다시 한 번 감사드린다. 귀하는 세계 3개 지역에 대해 각각의 역할을 부여하였다. 하지만 귀하와 미국에 관한 한, 유럽의 잘못된 투표와

현 부시 행정부의 기본입장을 포함한 상대적 진전에 대한 일부 지적은 현안으로 보이지 않는 변화들이 이루지 않을 경우 귀하가 반드시 이루어져야 할 것으로 생각하는 것들이 전혀 이루어지지 못할 것이라 말하는 것처럼 보인다.

일본과 관련하여 어떠한 일이 발생할 경우에는 항상 감질날 정도로 느리게 진행되어 최소한 가까운 장래에는 가시적인 결과를 기대할 수가 없다. 따라서 건설적인 역할을 할 수 있는 유일한 곳은 중국이다. 그러나 중국 정부만의 조정에 대한 윤리성은 우려가 된다. 다시 말해 만일 중국이 환율재평가에 대한 미국의 요구를 수용하기만 한다면 이 모든 문제들이 해결되겠는가 하는 것인데, 본인으로서는 회의적이다. 따라서 본인의 의문점은 미국과 유럽이 요구하는 대로 중국이 조치를 취했거나 취할 경우에도, 이와 같은 세계적 불균형의 해소 효과가 지속되지는 않을 것으로 추측된다는 것이다. 즉, 조정된 행위는 있어야겠지만 세계 3개 지역에 의한 조정행위가 이러한 방식으로 도출되지는 않을 것으로 보인다. 과연 그 가능성이 23%를 훨씬 넘는 수준이 될 수 있겠는가?

두 번째 질문은 약간 광범위한 것이다. 이른 바 치앙마이 이니셔티브(Chiang Mai Initiative)가 금융협력을 위해 출범한지 7년이 지났다. 그리고 본인이 대체적으로 이해하는 바로는 현재 진행 중인 이러한 노력의 결과에 대한 귀하의 입장이 비관적인 것으로 알고 있다. 지금 이 시점에서, 금융·통화협력의 현 국면이나 동아시아 내의 이러한 논의에 대한 귀하의 평가는 어떠한가?

답변 세계경제가 원활하게 다시 균형을 맞출 가능성을 높일 수 있는

한 가지 중요한 요소는 미국의 재정조정이다. 이는 당면한 재정문제에 대한 조치가 없는 경우에도 경기침체를 유발하지 않는 조정의 가능성이 여전히 조금은 있다는 말이었다. 그린스펀 의장이 잭슨호텔에서 언급했던 바와 같이, 주택시장이 점차 안정을 이룬다면 미국의 소비지출은 단순히 약간 더 느리게 증가할 가능성도 있다. 즉 소비수요가 급격히 하락하지는 않겠으나 생산보다는 성장이 둔화될 것이며, 미국 내 소비 및 산출 간의 격차축소가 경상수지 조정의 여지를 만들어 낼 것이라는 말이다. 따라서 원활한 조정의 개연성은 재정조정이 없는 경우에서도 0(zero)보다 훨씬 더 크다. 만약 재정조정이라는 카드를 본인이 보았더라면 보다 낙관적이었겠지만 애석하게도 그러지는 못했다.

부시 행정부의 시각에 대해 본인 아이러니(irony)하게 느끼는 것은 미국에서 심각해진 문제를 중국에서 풀어야 한다는 것이다. 그렇다 하더라도 중국과 아시아가 이러한 해법에 대해 일반적으로 더 많은 역할을 해야 한다는 사실은 전혀 변함이 없다. 본인이 아는 계산법을 제시해 보겠다. 지속가능성을 재축적하고 외국인 GDP의 몫인 미국자산의 외국인 보유분이 급증하는 것을 막기 위해서는 미국의 적자가 7%에서 3%로 축소되어야 한다. 그러려면 달러화의 가치가 앞으로 최소한 20% 정도 하락되어야 할 것이다. 금년에 절반, 그리고 내년에 나머지 절반의 하락이 가능하다고 가정해보자. 즉 금년에 10%, 내년에 10%의 하락이 필요하다는 말이다. 이러한 조정의 대부분은 아시아 통화에 대해 나타나야만 할 것이다. 왜냐하면 아시아경제가 유럽경제보다 더 건실하고 빠르게 성장하고 있기 때문이다. 유럽과 아시아에 대한 미국의 교역규모는 대략 같은 수준이다. 따라서 달러화의 가치가 20% 하락할 경우 15%는 아시아에 대해, 그리고 5%는 유럽에

대해 하락이 이루어져야 한다. 그런 연후에도 향후 달러화에 대한 아시아 통화의 대폭적인 조정은 여전히 불가피하다. 이러한 것이 마음 편하지는 않겠지만 어쩔 수 없는 일이다.

치앙마이 이니셔티브 및 지역통합과 관련해서, 본인은 아시아의 통화、금융협력이 발전해온 속도에 놀라고 있음을 인정한다. 본인은 아시아의 정치적 긴장관계에 대한 역사적 사실로 인해 이러한 전망에 회의적이었으며, 유럽에서 효과를 보았고 또한 아시아에서도 존재했던 정치적 전제조건들을 고려하지 않았다. 이 모든 것들로 인해 본인은 통화、금융협력의 발전을 이루는 것이 더 어렵다는 점을 아시아가 알게 될 것이라고 생각했다. 더 실재적인 문제는 아시아의 통화、금융협력이 발전 가능성은 있지만 정치적、경제적 상황이 다르기 때문에 다른 방식으로 이루어져야 한다는 것이다. 아시아가 진정으로 깊은 통합을 이루고 싶어 하느냐 하는 것은 여전히 근본적인 의문이다. 푸딩이 맛있는지는 먹어봐야 안다. 지금 인도네시아의 루피아화가 압력을 받고 있는 상황에서 치앙마이 이니셔티브의 스왑(swap)과 대출약정이 활발하게 이루어지겠는가? 루피아화를 지원하기 위해 다른 나라들이 구체적인 수순을 밟을 정도로 아시아의 지역적 결속력은 충분한가? 본인이 다음에 이 자리에 서게 되면, 그때는 아시아 지역통합에 관한 보다 많은 자료가 준비될지도 모르겠다.

부 록

《세계경제연구원 발간자료 목록》

1. 세계경제지평

94-01	유목적 세계의 도전	Jacques Attali
94-02	세계주의와 지역주의 混在	이 영 선
94-03	기회와 위협으로서의 中國	김 완 순
94-04	21세기 준비 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-05	화폐의 종말/자본주의 이후의 사회	홍기택 / 주한광
94-06	UR이후 아ㆍ태 경재협력의 과제	유 재 원
94-07	환경과 무역	나성린 / 김승진
94-08	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 종 윤
94-09	세계경제환경 변화와 우리의 선택	사공 일
94-10	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 종 석
95-01	한국경제의 위상에 걸맞는 국제적 역할: 도전과 기회	사공 일
95-02	기업의 세계화와 경쟁규범	김 완 순
95-03	무엇이 세계화인가	김 병 주
95-04	한국과 미국: 2000년의 세계경제	James Laney
95-05	세계경제는 좌초할 것인가	김 적 교
95-06	엔화강세 지속가능성과 우리의 대응	박 진 근
95-07	세계화와 한국경제: 호황인가 거품인가	구 본 호
95-08	확산되는 특혜무역협정과 정책과제	남 종 현
95-09	역사인식과 한ㆍ일관계	홍 원 탁
95-10	일본산업의 네트워크 구조와 그 효율성	이 종 윤
95-11	국제경쟁력의 갈등	이 재 웅
95-12	해방후 우리 경제 반세기의 회고와 전망	김 광 석
96-01	국내 선물시장의 구상과 전망	이 선

96-02	중소기업시대 열릴 것인가	유 동 길
96-03	단체교섭제도 有感	배 무 기
96-04	세계화와 기업의 변신	지 청
96-05	우리나라 금융시장개방의 추진방향	박 영 철
96-06	다변주의 對 지역주의, 兩立은 가능한가?	김 세 원
96-07	派生金融商品의 위험과 효용	민 상 기
96-08	최근 경제위기감의 실체와 대응방향	김 광 석
96-09	경제발전, 제도개혁, 경쟁질서의 확립	이 성 섭
96-10	轉機를 맞이한 정부의 기능	김 병 주
96-11	WTO의 새로운 협상의제	김 완 순
97-01	노동법개정 難局의 해법: 교섭창구 단일화를 前提한 複數勞組 허용	김 수 곤
97-02	감속성장, 왜 바람직한가	김 적 교
97-03	韓寶사태의 教訓	이 재 웅
97-04	세계화시대의 경제운영	남 덕 우
97-05	기업성장의 虛實: 韓寶事態에서 얻는 教訓	지 청
97-06	북한의 식량난과 집단농장체제	문 팔 용
97-07	한국의 금융개혁	윤 계 섭
97-08	高齡化 社會의 도래와 財政危機	박 종 기
97-09	外換危機의 일반모형을 감안한 우리의 대응방향	박 진 근
97-10	벤처기업시대를 열어가려면	유 동 길
98-01	한국의 經濟奇籍은 끝날 것인가?	남 종 현
98-02	파라다임의 대전환없이는 위기 극복이 불가능하다	송 대 희
98-03	기업구조조정과 바람직한 은행－기업관계	남 상 우
98-04	새로운 기업지배구조의 모색과 사외이사의 역할	이 영 기
98-05	고투자－고저축 고리의 단절을 위한 제언	이 영 탁
99-01	연금개혁의 전망과 과제	박 종 기
99-02	지하철파업과 다시 보는 노조전임자 문제	김 수 곤

99-03	금융구조조정과 중소기업금융	박 준 경
99-04	21세기를 향한 환경정책과제	김 종 기
99-05	소득분배 문제의 실상과 대응방향	김 광 석
00-01	2000년 경제전망 및 향후 과제	김 준 경
00-02	세계금융체제에 관한 논의, 어떻게 되고 있나	사공 일
00-03	아시아 금융위기와 한국경제의 미래	사공 일
00-04	高비용 低능률 구조의 부활	이 종 윤
00-05	아시아 경제회복, 지속될 것인가?	사공 일
00-06	국제경제환경과 한국경제	조 윤 제
00-07	기업경영 감시를 위한 기관투자가의 역할	이 재 웅
00-08	미국의 구조조정 경험과 교훈	이 영 세
01-01	한국산업의 경쟁력 위기와 향후 진로	김 도 훈
01-02	주 5일 근무제 도입 신중해야	박 영 범

2. 연구보고서 (세계경제 시리즈)

94-01	UR 이후 아、태경제협력의 과제와 한국의 선택	유 재 원
94-02	환경-무역관계가 한국 무역에 미치는 영향	김승진 / 나성린
94-03	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 종 윤
94-04	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 종 석
95-01	국내 외국인직접투자 현황과 정책대응	주한광 / 김승진
95-02	비즈니스 리엔지니어링 기업: 한、일 기업의 수영가능성 비교	이 재 규
95-03	WTO 체제와 우리의 대응	김 지 홍
96-01	국내선물시장에 대한 구상과 전망	이 선
96-02	일본산업의 네트워크구조와 그 효율성	이 종 윤
97-01	루마니아의 경제현황과 주요개혁과제	김광석 / 김병주 / 고일동
98-01	우리경제의 成長要因과 成長潛在力 展望	김 광 석
98-02	한국과 ASEAN諸國間 무역구조의 변화추이와 대응방향	김 승 진

98-03	The Global Trading System: Challenges Ahead	Wan-Soon Kim / Nakgyoon Choi
98-04	정보화의 세계적 추세와 우리의 대응방안	박 종 국
00-01	Financial Crisis and Industry Policy in Korea	Young Sae Lee / YoungSeung Jung
01-01	한국에서의 기술이전과 정보의 역할	이 영 세
01-02	우리나라의 산업ㆍ무역정책 전개과정	김 광 석

3. 초청강연자료 (특별강연 시리즈)

94-01	21세기 준비 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-02	미국과 일본간의 기술경쟁과 한국에 미친 영향	Ronald Morse
94-03	일본경제, 무엇이 문제인가	Toyoo Gyohten
94-04	미국경제와 세계경제: 현황과 전망	Allen Sinai
94-05	국제환율제도 이대로 좋은가	John Williamson
94-06	The Promises of the WTO for the Trading Community	Arther Dunkel
95-01	멕시코 페소화 위기와 세계금융시장 동향	Charles Dallara
95-02	세계경제 동향과 미국경제 전망	Allen Sinai
95-03	새로운 게임, 새로운 규칙과 새로운 전략	Lester Thurow
95-04	미국-북한관계 전망	Robert Scalapino
95-05	미국의 동아시아정책과 한반도	James Baker III
95-06	미ㆍ일 무역마찰과 한국	Anne Krueger
95-07	동북아경제권 개발 전망—일본의 시각	Hisao Kanamori
96-01	Prospects of Global Economy in 1996	Allen Sinai
96-02	유럽연합(EU)의 앞날과 세계경제	Örström Möller
96-03	세계경제와 OECD의 역할	Donald Johnston
96-04	동아시아 경제성장의 정치적 배경과 영향	Francis Fukuyama
96-05	국제사회에서의 한국의 새 역할	A.W. Clausen
97-01	다국적기업과 동아시아 경제통합	Wendy Dobson

97-02	아、태 지역에 대한 미국의 안보정책	William J. Perry
97-03	뉴질랜드의 공공부문 개혁	Donald K. Hunn
98-01	범 세계적 기업과 다자간 투자협정	Edward M. Graham
98-02	변화속의 안정: 새로운 한、미 관계의 모색	W. Anthony Lake
98-03	한국: 동북아의 새로운 협력중심으로	Donald P. Gregg
98-04	경제적 측면에서 본 독일 통일의 교훈	Juergen B. Donges
98-05	세계화와 종족화—20세기 말의 딜레마	Guy Sorman
99-01	북한의 정치、경제상황과 동북아 안보	Marcus Noland
99-02	엔—달러 환율과 국제금융시장	Kenneth S. Courtis
99-03	한국과 아시아 경제: 전망과 정책대응	Donald Johnston / Hubert Neiss
99-04	미국과 일본 경제의 비교 평가	Hugh T. Patrick
99-05	세계경제: 도전과 전망	Rudiger Dornbusch
00-01	금융세계화, 어떻게 대처하나	James P. Rooney
00-02	2000년 국제금융 및 신흥시장 전망	Charles Dallara / Robert Hormats

4. Occasional Paper Series

00-01	한미관계: 현황 및 향후 전망	Stephen W. Bosworth
00-02	글로벌 뉴 이코노미: 도전과 한국의 활로	양 수 길
00-03	금융감독의 세계적 조류	이 용 근
00-04	성장하는 아시아와 침체 속의 일본	Kenneth S. Courtis
00-05	세계금융체제의 미래와 우리의 대응	Morris Goldstein
00-06	시애틀 이후의 WTO와 한、미 FTA 전망	Jeffrey Schott / 최인범
00-07	다자간 국제경제기구의 미래와 전망	Anne O. Krueger
00-08	남북한 관계: 현황과 전망	Marcus Noland
00-09	Knowledge 시대의 외국인 직접투자 유치	Andrew Fraser
00-10	미국 新행정부 및 의회의 대외、경제 정책방향	C. Fred Bergsten
01-01	2001년 미국, 일본경제와 아시아	Kenneth S. Courtis
01-02	부시행정부의 對韓경제정책과 한국의 대응	Marcus Noland

01-03	3C를 극복하자	Jeffrey D. Jones
01-04	하이테크와 비즈니스, 그리고 세계경제	John Naisbitt
01-05	한국과 IMF	Stanley Fischer
01-06	한국경제의 향후 10년	Dominic Barton
01-07	세계 달러본위제도와 동아시아 환율딜레마	Ronald McKinnon
01-08	新국제질서 속의 유럽과 한국	Pierre Jacquet
02-01	금융위기 再發, 어떻게 막나: 칠레의 경험을 중심으로	Carlos Massad
02-02	세계경제의 기회와 위험	Martin Wolf
02-03	미·일 경제현황과 한국의 대응	Marcus Noland
02-04	미국경제와 세계경제: 회복가능성과 위험	Allen Sinai
02-05	세계화: 혜택의 원동력	The Rt. Hon. Patricia Hewitt MP
02-06	9·11 테러사태 이후의 세계질서: 문명의 충돌인가?	Francis Fukuyama
02-07	아시아지역의 통화·금융 협력	Barry Eichengreen
02-08	세계경제, 회복되나?	Kenneth S. Courtis
02-09	미국 경제와 달러의 장래	Marcus Noland
02-10	도하라운드: 문제점과 전망	Jagdish Bhagwati
02-11	2003 한국경제와 세계경제 전망	Paul F. Gruenwald
02-12	미국경제 현황과 세계경제의 앞날	John B. Taylor
02-13	9·11사태와 미국의 한반도 정책	Thomas C. Hubbard
02-14	미국 경제, 달러 및 대외통상정책 방향	C. Fred Bergsten
02-15	미국의 IT산업 관련 정책과 한국	Peter F. Cowhey
03-01	이라크전 이후의 미국경제와 세계경제	Allen Sinai
03-02	OECD가 본 한국경제	Donald Johnston
03-03	아·태 지역에서의 미국의 새 역할	Charles Morrison
03-04	세계경제 전망과 부시행정부의 경기부양책	Phil Gramm
03-05	침체된 독일·유럽 경제가 주는 정책적 교훈과 시사	Hans Tietmeyer
03-06	동아시아 금융협력과 한국	Eisuke Sakakibara

04-01 2004 미국경제와 세계경제 전망 Allen Sinai
04-02 김정일 이후의 한반도 Marcus Noland
04-03 미국 대통령선거와 韓·美·日관계 Hugh T. Potrick / Gerald Curtis

5. 전문가 진단

· 한국 FTA 정책의 虛와 實 남종현
· A Foreign Businessman's Observations on the Korean Economy & Other Things
William Oberlin

6. 기타 보고서

· The Global Economy and Korea 사공 일 編
· The Multilateral Trading and Financial System 사공 일 編
· Major Issues for the Global Trade and Financial System 사공 일 編
· 탈냉전시대 韓美 정치·경제협력관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
· 새로운 韓美 협력체제의 모색 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
· 세계화시대의 英美관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
· 한반도 통일 및 韓美 관계의 현황과 과제 사공 일 編
· International Next Generation Leaders' Foum(I) 세계경제연구원 編
· International Next Generation Leaders' Foum(II) 세계경제연구원 編
· International Next Generation Leaders' Foum(III) 세계경제연구원 編
· International Next Generation Leaders' Foum(IV) 세계경제연구원 編
· 세계반도체산업의 발전전망과 한국의 대응전략 세계경제연구원 編
· 한국의 금융개혁 세계경제연구원 編
· Policy Priorities for the Unified Korean Economy 사공 일 / 김광석 編
· The Fifty Year of the GATT/WTO: Past Performance and Future Challenges
사공 일 / 김광석 編
· 아시아 금융위기의 원인과 대책 사공 일 / 구영훈 編
· 아시아 금융위기와 한·미관계 세계경제연구원 編
· For Better Tomorrow: Asia-Europe Partnership in the 21st Century
ASEM Vision Group
· 제6차 한·미 21세기 위원회 보고서 세계경제연구원 編

· 동북아시아포럼 2000 세계경제연구원 編
· Reforming the International Financial Architecture: Emerging Market Perspectives 사공 일 / 왕윤종
· 세계 자유무역 의제를 위한 여건조성 세계경제연구원 編
· Rebuilding the International Financial Architecture (EMEPG서울보고서) Emerging Markets Encinent Persons Group 編
· 새로운 국제질서와 한국의 대응(I) 세계경제연구원 編
- 새로운 세계질서: 기회와 도전 -
· 새로운 국제질서와 한국의 대응(II) 세계경제연구원 編
- 세계경제 및 주요국 경제의 앞날 -
· 새로운 국제질서와 한국의 대응(III) 세계경제연구원 編
- 한국 경제의 진로 -
· 세계경제연구원 개원 10주년 국제회의 세계경제연구원 編
· 세계환율체제 개편과 동아시아 경제 John Williamson
· 아시아 화폐단일화, 가능한가? Robert Mundell
· 창업활성화, 어떻게 하나 세계경제연구원 編
· 세계경제, 무엇이 문제인가? Barry Eichengreen

세계경제, 무엇이 문제인가?

2005年 12月 13日 印刷
2005年 12月 13日 發行

發行人 司空 壹
發 行 세 계 경 제 연 구 원
서울시 강남구 삼성동 159
무역센타 2505호
印 刷 오롬시스템(주) 2273-7011

ISBN 89-86828-53-7 정가 5,000원

세계경제연구원
Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
(Website)http://www.igenet.com

ISBN 89-86828-52-9
정가 6,000원