



Occasional Paper Series

09-01

Global and Regional Economic Developments and Prospects, and the Implications for Korea

2009년 한국 경제와 세계 및 아시아 경제 전망



Subir Lall

March 2009

세계경제연구원

Institute for Global Economics

Subir Lall

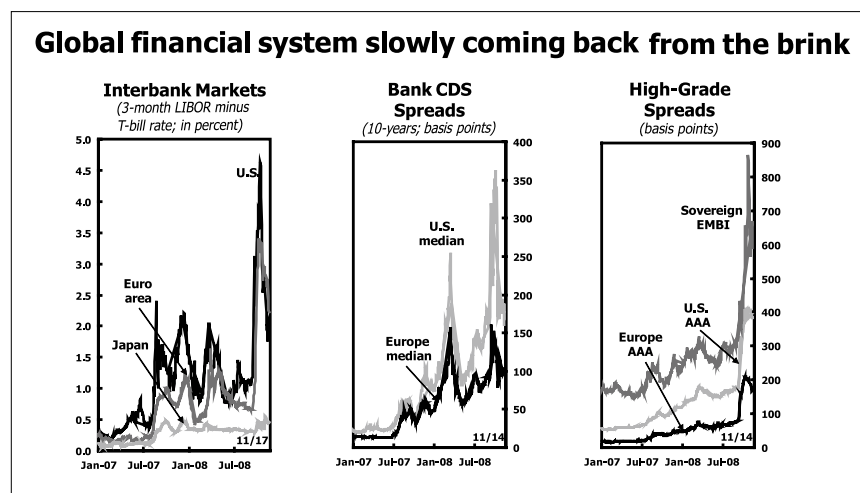
- 현 IMF 아태국 한국담당 과장
- 인도 Delhi대 경제학과 졸업, 미국 Brown대 경제학 박사
- IMF에서 약 15년 을 재직하면서 국제금융, 국제자본시장, 아태지역 등에 관한 조사/연구 업무를 수행해온 국제금융 전문가임.

Global and Regional Economic Developments and Prospects, and the Implications for Korea*

Subir Lall

Thank you all very much for making it here so early this morning. Thank you, President Lee, for inviting us to this presentation, and for that nice introduction. What I'm going to talk about here is global developments and the regional economic outlook. And this is based on the last exercise we did on forecasting global, regional and country growth at the IMF in November. But I will also try to give you a little bit of a background on the overall picture of the story that is emerging, and there have been some more recent data released especially in the US and Europe for example and trade data as well. So, I would like to give you an idea of what we see as the main patterns and the main risk factors for the outlook going forward and then I will conclude by talking a little bit about the prospects for Korea and what the implications of these global developments are for Korea.

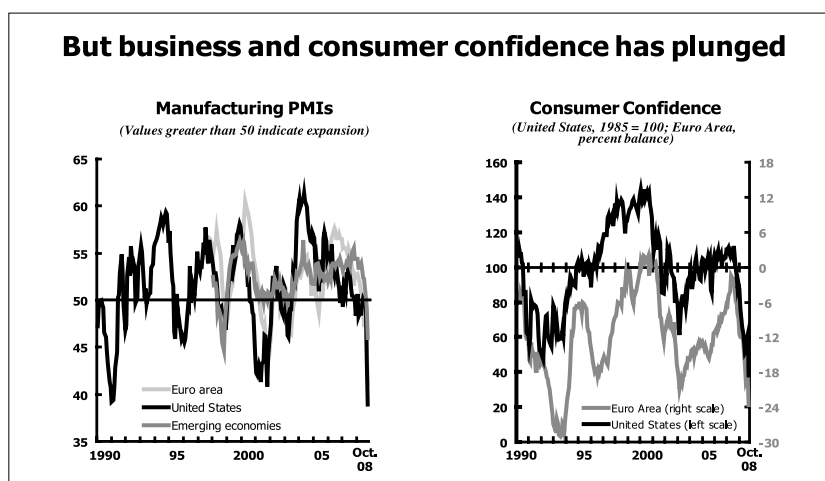
〈Figure 1〉 Global Financial Crisis Impact



* Transcription of a speech given at the Distinguished Lecture Forum on Tuesday, December 9, 2008

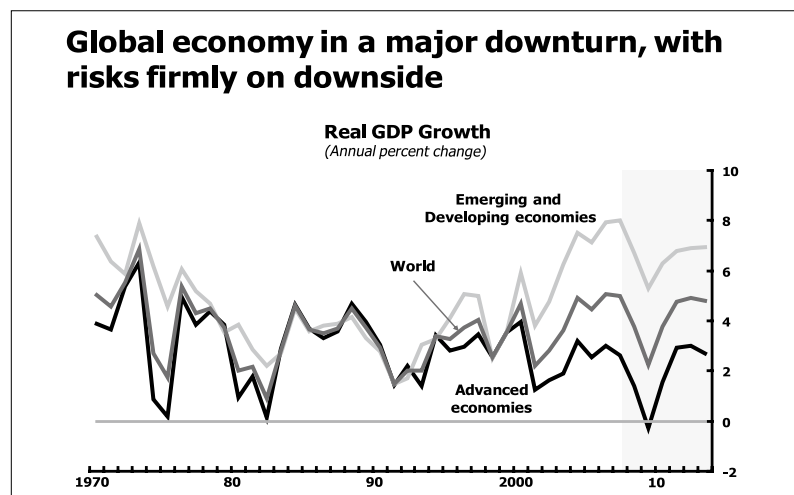
So, the first thing is Figure 1 where you can see that the global financial crisis really started last year in July, mid summer 2007. And it has gone through several phases. The first phase was somewhat localized. If you recall, equity markets were not affected and, in fact, many reached their peaks in October 2007, several months after the crisis began. But then, things began to take a turn for the worse early this year and culminating at the time with the collapse of Bear Sterns. Then things were somewhat quieter in the summer and then you can see these big spikes which are associated with the collapse of Lehman Brothers back in September. So since then, and this was exemplified by stresses in inter-bank funding markets, which you can see in the first chart there, bank, CDS spreads which is the measure of credit risks of banks. But also, high-grade spreads, and so even if you look at the emerging markets, the sovereign EMBI, you can see the spikes in those spreads, it's been quite unusual, certainly a very big financial shock. Its very global and some of them have characterized it as for the US, the biggest financial shock since the "Great Depression." But since September, by and large, and there have been forceful policy actions across a number of countries, both in terms of liquidity injection, monetary policy and also talk of fiscal policy that has improved sentiments. And you can see that in these charts, slightly improving conditions, which we would characterize as back from the brink but clearly nowhere near being normal yet.

〈Figure 2〉 Business and Consumer Confidence



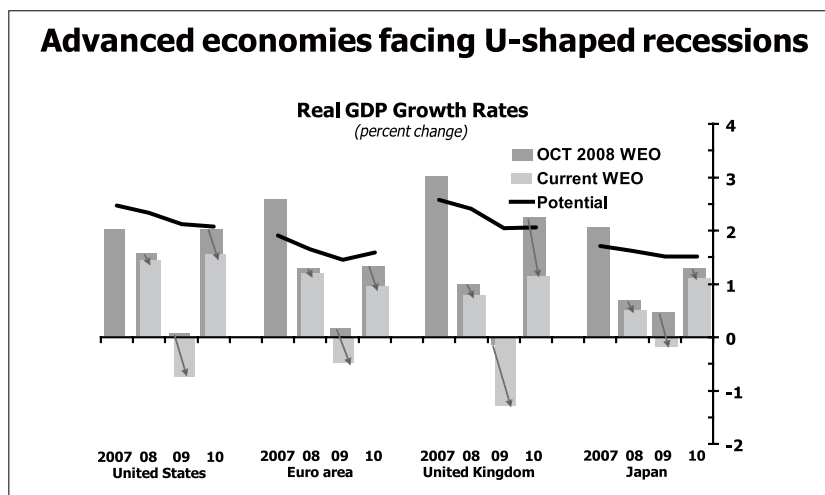
However, at the same time the focus in some sense has shifted from the financial markets to the real economy in many countries. And so, you can see that in Figure 2, business and consumer confidence, which are in multi-year lows, in fact, in some cases 20-year lows and so you can see that here for the Euro area, the United States, emerging economies. The Manufacturing Purchasing Managers Index, which is a good indicator of where the manufacturing sector would likely to be, they show a contraction and then you see consumer confidence in the right chart which is also low and, in fact, the lowest it's been for the United States in the whole period that we are looking at the chart. So based on these developments, the IMF's World Economic Forecast predicts a major downturn in the global economy. And you can see that in our projections for 2009 (Figure 3), where global growth is predicted to be 3.7% in 2008 but only 2.2% in 2009. And then, a recovery is expected after that. You can see that advanced economies are having a much sharper downturn than emerging economies, and we will come to that in a few minutes. But, in fact, in advanced economies, as you can see, there is expected to be overall negative growth in 2009. In addition to that, the risk, and I will discuss some of the risk factors in a few minutes, are firmly on the downside, which means that this is a very difficult time for the global economy. The focus has shifted now from the financial sector to its impact on the real economy and then feeding back to the financial sector.

〈Figure 3〉 Risks in the Global Economy



So, what we have for the advanced economies is something like a U-shaped recession (figure 4). So as you can see, negative growth in the US and the Euro area, in the UK and even Japan in 2009, before recovery takes over in 2010 and certainly growth is expected to be a lot lower than potential in each of these regions, very much synchronized downturn.

〈Figure 4〉 Advanced Economies Facing U-Shaped Recession

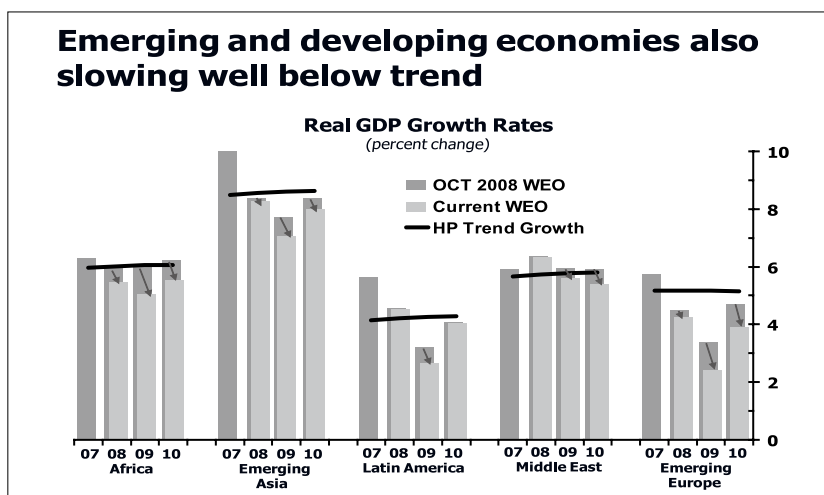


Emerging economies are also expected to slow below trend and especially the very strong growth in emerging economies between 2002 and 2007, which was one of the best continuous growth rates since the early 70s from many countries in the world. This is quite a striking turn around in performance. Although if you look at growth rates, they are still high on average, much higher than in advanced economies (Figure 5). Some regions are affected more than others, and you can see that in the chart, the right most in Emerging Europe, for instance, appears to be facing the biggest impact of this downturn and certainly Emerging Asia is still expected to maintain the highest growth among all the other emerging and developing countries and regions of the world.

Now, the argument has been made before that emerging economies has de-coupled and somehow the economic prospect are not linked to that of the advanced economies. We looked at that question in some detail (figure 6) and based on our own projections, and if you look at the left-hand side chart, it is true that growth seems to be diverging not decoupling

completely, but the fact is the underlying growth rate trend is actually higher for emerging economies than for the advanced economies, so on the right-hand side chart you can see, looking at deviations from trend of both emerging and advanced economies, their prospect move, in fact, very closely together. So the overall divergence that you see does not mean that emerging economies are not affected by what's going on in the G3. It is very much affected and, in fact, it is quite closely synchronized, if you take away the underlying differences in trend growth rates.

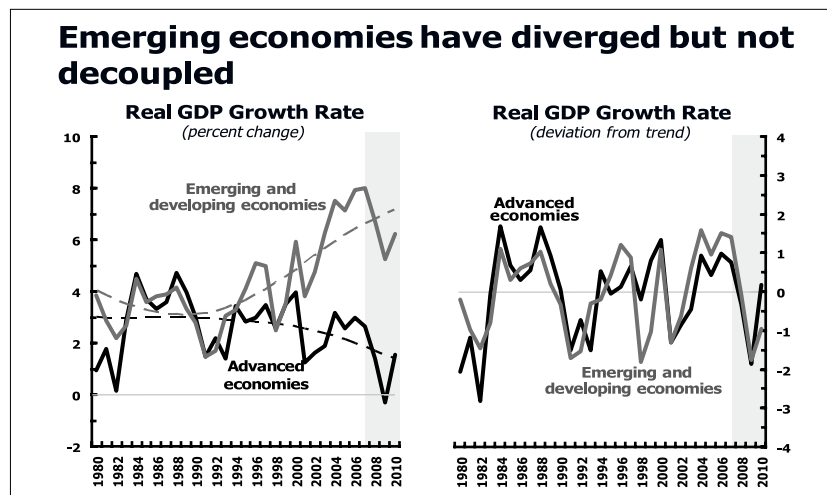
〈Figure 5〉 Growth Rates of Emerging and Developing Economies



So, in summary, what we see is going forward given that the financial sector issues have still not been resolved, credit conditions have continued to remain tight and the deleveraging process which is expected to continue for a while. There's going to be a slow recovery, as I mentioned, a U-shaped recovery in advanced economies and the emerging market as well, not a V-shaped recovery as been seen in previous recessions. We anticipate that the financial conditions will stabilize, but there will still be significant uncertainty around that, and as you know every few weeks there's new news and under these uncertain conditions it's very hard to project how soon financial conditions will stabilize in spite of the forceful policy actions taken across a number of countries. There's certainly greater resilience in emerging market economies as I showed you with the growth projection trends, the underlying trend growth, but there are vulnerabilities

in some, particularly those countries heavily reliant on external financing and foreign aid and those with larger current account deficits. They are vulnerable to turn around and counterflows.

〈Figure 6〉 Decoupling



Inflation has been subsiding quite rapidly and you've seen central banks in many countries and regions cutting rates quite aggressively and, in fact, oil prices have now fallen from above 140 dollars a barrel back in July of this year to somewhere around 40 dollars. So that is bound to reduce the pressure or inflation coming from oil prices particularly in oil-importing countries. And now the question is, given the weak prospects for growth and contractions in many sectors, are there deflationary risks?

More recently since our baseline forecast which is what I am talking about today, and which is less than a month old I think, there has been recent data that has been extremely weak. Now according to National Bureau of Economic Research, the US has officially been in recession since December 2007. Business surveys in the G3 economies have been extremely weak in November 2008, and activities in weakening in emerging markets and especially weaker trade, and that's true across the region. We have seen export numbers in Korea from November, data from other regions and indicators from China suggesting weakness in the region, and

in the emerging markets more broadly.

But there have been some offsetting factors, so the news is not all bad. The monetary policy has been eased aggressively and you saw the concerted actions taken just last week by a number of central banks across the world. Central banks have also injected liquidity to its credit conditions and financial markets and used sometimes unprecedented scales of interventions and very unorthodox tools to try to improve the liquidity conditions in the market and try to offset credit crunch. Fiscal policy is also being contemplated in a number of countries and, in fact, across the globe, and certainly the IMF has been advocating that especially for countries that have the room for fiscal expansion to limit the downturn and limit the scope of the downturn that we see in the economy.

On the plus side, oil prices have fallen sharply from the peaks in the summer putting more money in the pockets of consumers and reducing the cost for many businesses and that's something that is on the plus side.

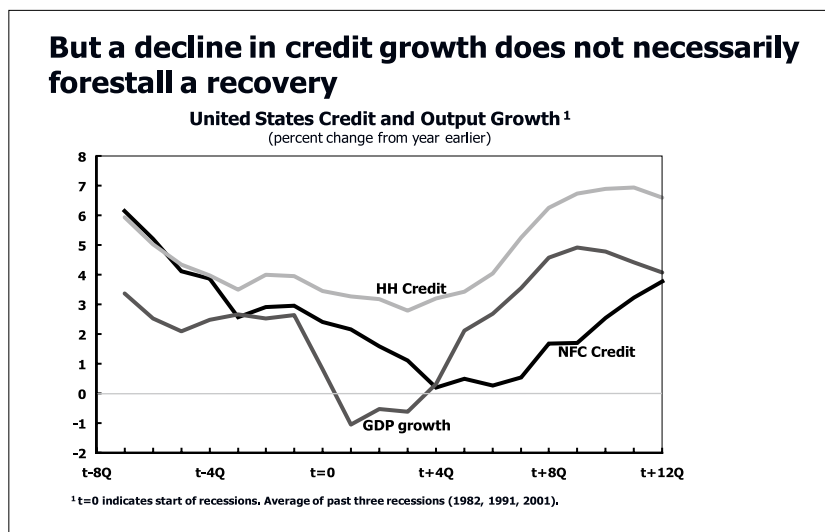
Based on a study that I did with a couple of colleagues in the summer *in the World Economic Outlook*, we found that when there's a financial crisis that affects the banking sector, the economic downturn that follows tends to be larger and deeper. So, in some sense, now that the global economy and banking systems in many countries has been hit by the shock, it is unavoidable that there will be a downturn and thus, this is consistent with the forecast that I wanted to show you that based on the empirical evidence we've looked at, 117 episodes of financial stress in the last 30 years across all advanced economies. We find that financial stress, when it hits the banking system produces deeper downturns and longer downturns, so our forecast which shows a kind of U-shaped recovery is consistent with past episodes of financial stress especially those where banking systems have been affected.

Why do we care about deleveraging? Because it reduces credit to the economy and the use of credit available for investment and for the use of

households and the housing sector. And so the deleveraging process, when bank institutions shrink their assets while maintaining or trying to shore up the capital, is likely to reduce lending to the rest of the economy and so the projections are for quite a sharp reduction in the availability of private sector credit growth in the US and the Euro area.

However, credit is not a precondition for a recovery. And if you look at Figure 7, this is based on past trigger sessions. In fact, GDP growth can recover before households credit and corporate credit resume but only for about a year or so but eventually the credit process needs to start recovering again, but getting credit flowing again is not a precondition to having a recovery.

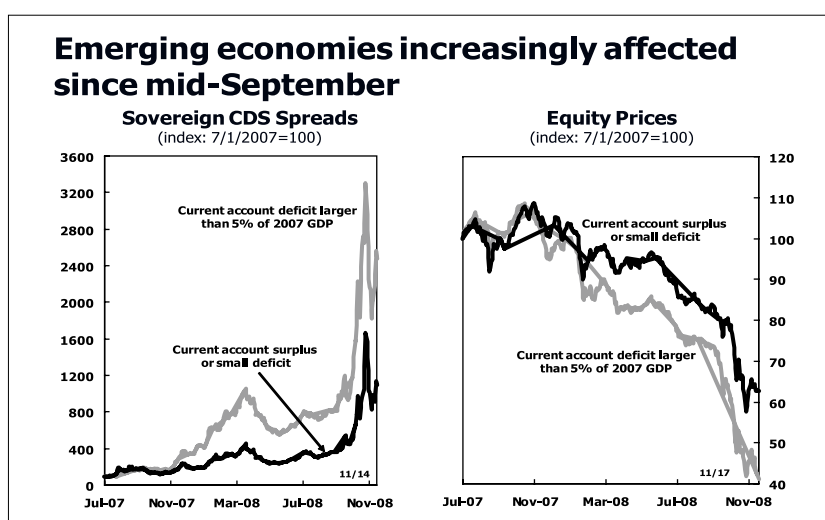
〈Figure 7〉 Credit and Growth



Finally, just a couple of more things on the global picture. Inflation pressures as I've mentioned, are receding fast and that is partly because of slowdown and certainly because of easing pressure from the oil and commodity markets. But emerging markets have been, as you well know, increasingly affected since mid-September because of this financial crisis. They were relatively well shielded in the first half of 2008 (Figure 8). And in the left side you can see that there have been some differentiation in terms of impact, countries which have bigger than 5% of GDP current account

deficits have seen the spread wide and much more sharply than countries with smaller current account deficits or even surpluses which means there are some differentiation in terms of the need for external financing. And again, equity prices have fallen across all emerging market economies and this has certainly been quite the remarkable sell-off in emerging market equities in the order of 40 to 60 percent.

〈Figure 8〉 Impact on Emerging Economies

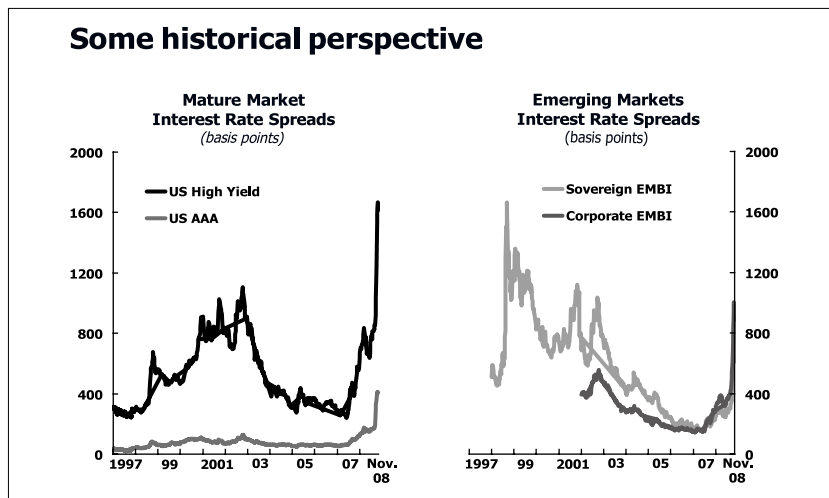


To give you a historical perspective (figure 9), on this financial crisis, if you look at the US on the left side, interest rates spreads are much higher than they have been at least in the last 10 or 12 years including for triple A borrowing and, of course, for US high-yield credit. In emerging markets, what you can see, which is on the right-hand side, the sovereign spreads are not as high as during the time of the 1997/1998 emerging market crisis. But corporate spreads and corporate market are relatively new phenomena in an emerging market in terms of large-scale access to international bond issuance by emerging market corporates, that has risen very sharply from when the market really took off in the early 2000s.

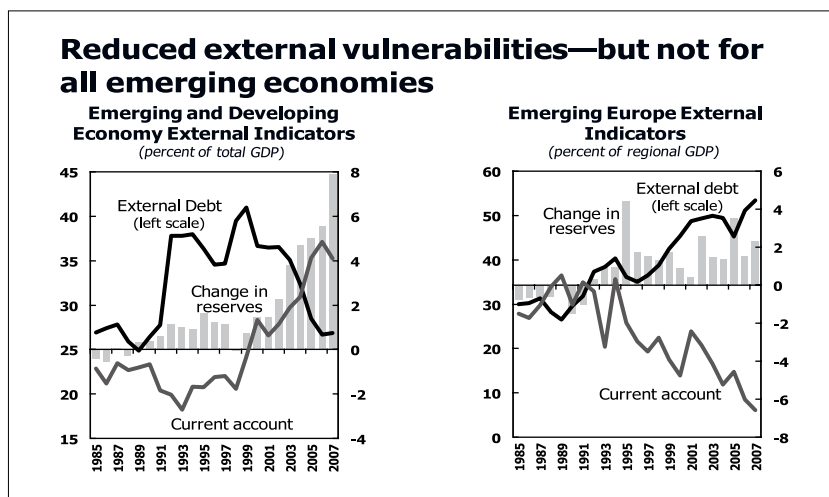
As I mentioned, in general, there are reduced vulnerabilities for emerging markets (figure 10) but not for all of them, on the left-hand side, you see in general, that external debt has declined, and reserves have increased, and

current account deficits are generally in much better shape. But if you look at one example, which is emerging Europe, the picture is slightly different, certainly that might explain to some extent why financial market pressure is somewhat higher in emerging European countries and the growth prospects are lower.

〈Figure 9〉 Historical Perspective



〈Figure 10〉 External Vulnerabilities



What does all this mean for Asia? Asia is a very open part of the global economy. It has strong trade linkages with the rest of world. Clearly what happens in the advanced economies is going to have an impact on Asian

countries, because the linkages, if anything have grown. Although, intra-Asian and intra-emerging market trade links have been growing over the past decades, especially in the past five or six years, it is not realistic to think that what happens to the US or Europe will not affect Asia. This is also true for financial markets including equity markets when there is large foreign investor participation in these markets it is bound to affect all the markets in the region just because of the greater integration of the capital flows. So we project growth to slow quite sharply in Asia next year, but then if you look for instance, growth in emerging Asia is expected to slow from 7.7% to 6.5% and in Korea we have been projecting for growth to slow from 4.1% this year to 2% next year. Because of the decline in trade, most of the growth next year, we anticipate, in Asia is expected to come from domestic demand including consumption.

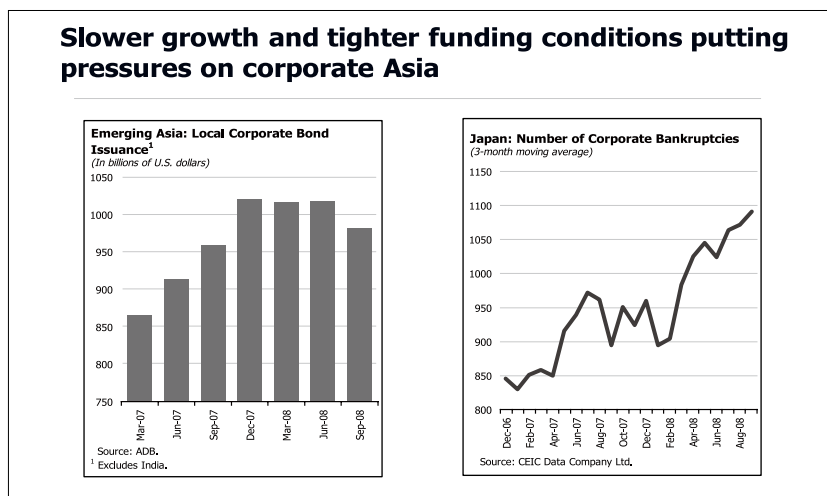
However, this is our baseline forecast and this is about a few weeks old and in the current environment, things change very quickly, so our risk to the forecast is certainly to the downside because there are a number of things that remain matters of concern and of course, in addition to growth prospects, I mentioned a few of them, trade seems to be declining quite sharply across many countries and regions that affects Asia. The prospects for growth in US and Euro areas will need to be revised depending on the incoming data over the next few months. And, of course, there is also some uncertainty about policies and on the upside, some kind of policies to help improve or limit the downside. But overall, financial market uncertainties remain, and that, in some sense, is tied to the prospects of the US housing sector. You could say that a lot of the crisis relates to the US Subprime market and until the US housing market bottoms out, it will be difficult to say that the financial crisis will be behind us, because the market needs to find the floor asset price, to find the bottom so that we can recover. So that's one of the main risks on the downside.

And for Asia, what is the slower growth and slightly tighter funding conditions doing? They are putting pressures on the non-financial corporate sector (figure 11). What you see on the left, here, is local corporate bond

issuance. But in fact, if you look at overall borrowing the picture is more striking. Banks and financial institutions are becoming more cautious, as they are everywhere else in the world in this uncertain environment.

So funding conditions appear to be tightening for corporations and so this is likely to have an impact on slower investment next year. But the vulnerabilities differ across countries in the region and more generally, they depend on whether countries have current account deficits, how much the domestic financial sector relies on wholesale funding including by banks and how much foreign participation there is in domestic equity and bond market. In other words, how quickly the money can leave if investors panic or if there's some development in their advanced economies that is affecting risk perceptions in their home market and so they need to pull out from other markets.

〈Figure 11〉 Pressures on Non-Financial Corporate Sector



And then corporate balance sheets are, of course, important because if funding conditions tighten abruptly, how long can corporations manage by just relying purely on internal financing and weakened earnings. Countries with greater domestic macro-imbalances including, for instance, very large debt burden or inflation will be more vulnerable in this environment of extreme financial distress and some countries have property sector booms and, of course, in the US there has been a downturn in the property sector.

And in Europe many housing markets have also risen and some of them are actually at a greater pace than in the US, but they seem to follow down to the lags. So one could expect that to be the case even in emerging markets where there has been a very large property boom. And, of course, lower commodity prices matter for commodity exporters as their export earnings would suffer and make them more vulnerable, on the other hand, it does benefit for commodity importers.

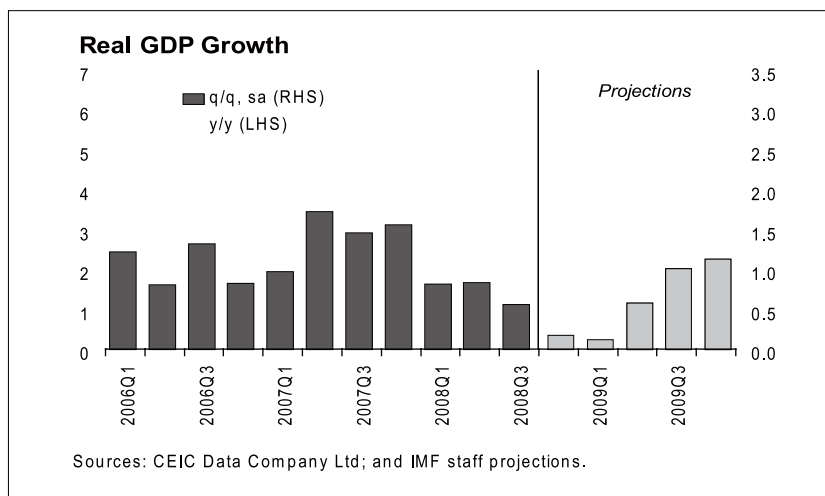
All these developments have painted the picture of global economy as a little grim both in terms of growth prospects and the financial market backgrounds, so how is this affecting Korea?

In Korea, consumption has suddenly been trending down for a while now. And the most recent data continues to show that pattern. You can also see that equity prices have been falling and these are indicators for consumer spending which are trending down. And investment activities have also been slowing for some time, construction orders have certainly been shrinking and machinery orders with SMEs are also slowing.

More recently, the export market has been strong in the first half of the year, but recently it has been showing some signs of weakness. As of November, the export and import numbers were very weak and this is, in some sense, symptomatic of a mode of general weakness in global trade across the world, and you can look at the other indices in global trade and shipping which consistently show that global trades are dropping. And in the case for Korea, this is also true for China and other non-traditional markets whose shares have grown quite rapidly in recent years. And trades to those destinations have also been falling. So, in general, measures of economic activities are decelerating rapidly and industrial production have been shrinking and, at the same time, inventories to shipment are rising which means perhaps, not all the goods are moving. Business confidence, which is another good indicator of growth, is at a ten-year low now. So, all the indicators are pointing to a slowing of the domestic economy and a slowing of global trade, which, of course, affects Korea.

As a result of that, our baseline projections, what we have here is (Figure 12) the headline number of 2% growth in 2009 and this means growth basically bottoms out in the first quarter of 2009 and there's gradual recovery in line with the projected recovery in the global economy and in improvements in global financial conditions. At the same time, because of the slowing of the economy and reduced pressures from commodity prices, we expect inflation to return to the target band of the Bank of Korea in early 2009. Headline inflation is already easing and foreign exchange although trending slightly higher is expected to follow soon. The current account should swing back into surplus in 2009, again helped by the easing of oil prices and softening of imports and the depreciation of the exchange rate this year.

〈Figure 12〉 Growth projection



The key messages overall is certainly the global downturn is deep, and we expect recovery to be very gradual. The financial crisis itself will have a protracted impact on the advanced economies, and our own empirical studies have shown that it takes time. The downturns related to the financial stress are much deeper and tend to last longer and this is certainly one of the biggest episodes of financial stress in the last 70 years. Emerging economies have not decoupled and they cannot decouple in an increasingly integrated world. But the underline trend growth rate still continues to be

higher so the slowdown activity in overall emerging markets will not be as big as in advanced economies.

Growth in Korea is definitely slowing, but is expected to recover in mid-2009 with the current account returning to surplus and inflation receding. I should also mention that questions are asked about the financial sector in all the countries and how the financial crisis is affecting them. Banking system fundamentals appear to be sound here, but as in other countries, looking forward is what everybody is focusing on. Policy makers are focusing on and, of course, markets are focusing in on the feedback loop between the real and the financial sector which is once the real economy slows and if that affects asset quality and the feedback to the financial sector which leads to reduced credit and then slowing the economy, that's one of the main questions in many countries.

This is our baseline forecast but as with the global economy, the risk is tilted to the downside given the range of uncertainties in the outlook including growth in partner countries. How soon can the financial market conditions normalize or more or less normalize? When will the deleveraging process stop? How soon will the US housing market bottom out and start growing, which is at the core of the stabilization of the global financial market? And when will the global trade recover? So there are a lot of uncertainties. Policy actions are being undertaken but a slowdown in the global economy is unavoidable given the size of the shock that's hit the global economy, so as I said, risks are very much tilted to the downside.

Questions & Answers

Q I already experienced that forecasts done by local economist is better than international economists from other countries. So I believe that the Korean economy could be better than the US. I think that you are too optimistic on the growth prospect and the bounce back prospect. The

Korean economy has just plunged into a very low level and next year I feel that the recovery will come faster, probably the end of next year. So, I think talk of surplus seems to be too optimistic because the US, Japan and EU seems to be worse. So, I think Korea will try to produce as much as it can to maintain the employment though they can't export much, so I think surplus is a bit different.

A You make a lot of valid points and certainly I agree that prospects for the Korean economy are closely tied to that of the rest of the world. I should mention that the baseline forecast and the whole exercise we did was actually about a month ago now and developments are changing by the week and part of the reason we are here is to get a better understanding and a feel on the ground of what the prospects are. And as I mentioned though, I think the way to put your remarks in context, I did mention that the risks are firmly to the downside in our projections so far, and of course we will be updating as developments and data comes in, but at the moment that's our baseline.

Certainly, we are aware of the many risks including from a sharper slowdown in the US and Europe, so our next line of forecasts will reflect all that is happening now and what will happen in the next couple of months. And, also it is a very difficult time to make forecasts because of the great uncertainty and the linkages between the financial and the real sector. Also, the financial sector changes on a daily basis. So as a forecaster it is a very difficult time to come up with something stable for a long enough period of time but thank you for your remarks.

Q There is a really serious and bigger crisis in the US housing market, and far bigger and serious than the Subprime mortgage. If housing prices keep falling down, this is a really worrisome prospect and we should address this issue right away. So what do you think the US will do if the housing market continues to drop?

A Certainly, the US housing sector is a very important sector, and it is a concern when it will find bottom. Recent indicators suggest that there are some positive signs like refinancings are rising. Of course, new home sales are still weak but part of the reason again is because of the financial crisis, even though policy rates are low, the spreads on mortgages hasn't fallen as much because of the risk aversion of the financial institutions. And we'll have to see. Policy measures are being contemplated to reduce the spread again on housing and mortgages. But it will take time, once those measures are implemented. There has been a discussion in the press, for instance, to boost lending by Fanny Mae and Freddie Mac and if those are reduced, the spreads on mortgages is very likely. The market is very flexible, so it's likely to boost buying and purchases of homes, and bring a floor to the housing market. Of course, there's greater uncertainty about when that will happen and financial conditions, financial market conditions need to be stabilized for the housing market to recover.

Q One magazine published an article about the Citibank incident as the latest unthinkable rescue of a very large institution, so this made me think about when will the financial crisis finally be over. My second question is when will the dollar start to depreciate?

A When will the financial crisis be over? I don't know. I don't think anybody knows, because there is uncertainty and a lot of it is linked to sentiments in the market and when will investors decide that valuations have reached a level that they feel safe coming in. Our projections are conditions that will continue to stabilize and improve, but the process itself is drawn out because the deleveraging process itself can take one to two years. It's not one to two months. So it's hard to define when the crisis will be over. In many ways I guess one definition would be when does normal credit resume and certainly our projections are the markets will turn around by the end of next year. The normal credit will resume and gather full steam by 2010, but as I said there's always new news, but it is very difficult when you are in the middle of a crisis to call an end to the crisis and certainly

anybody who can successfully do that will be very rich, but I think everybody is groping in the dark.

And now on the exchange rates, as economists, we really have a very hard time predicting exchange rates and its effects on major exchange rates for instance. The only thing I would point out is that you know, the US is pumping in a lot of liquidity but the other central banks around the world are doing the best to pump in liquidity and shore up markets and make sure that transmission mechanism does not break down. It is very hard to look into that factor alone and make any conclusions about the exchange rate but beyond that I don't think it's appropriate for me to comment on a major exchange rate.

Q The Korean exchange rate's volatility and its rampant rise has been the main cause of many Koreans' worrisome prospect, so to resolve this first we utilized foreign exchange reserve, but now we're hitting the 200-billion-dollar-level in the last three month period. So Korea is proposing to expand the current swap arrangement out to 80 billion dollars. Do you think this should be enough to handle the exchange rate to return to a normal level or do we need to add some other defense?

A It is actually an interesting question because certainly all measures you mentioned. I mean there's a lot of firepower available and you know, even when you look at, I mean this is a very tricky question to answer but part of it, I mean, there's a global deleveraging process going on and this is happening worldwide, banks, financial institutions, their contracting, and lending then they are pulling out of the more liquid market where they can. But, certainly if you look at the numbers in terms of external debt, Korea's external position is very comfortable in that way, there is a lot of firepower. Deleveraging adjustment in the exchange rate is inevitable in this process because of what really is happening in the US and in Europe and that's natural. The financial system, if you like globally needs to shrink a little and so money needs to flow out a little bit so that the financial institutions in

Europe and the US can get to deleverage ratios and hedge funds as well. But the underlying conditions and, in other currencies, are part of the deleveraging process and, in that sense, there's nothing completely alarming about it and we see that in every country where there has been these kinds of channels at work.

Q Recently, the Korean government proposed to invest in infrastructure to rescue the economy but there is controversy whether infrastructure investment is good for the Korean economy, what do you think of this plan of the government to revive the Korean economy?

A We are still very much in the middle of our visit here and we've only been here three working days so far, so I think it would be too premature for me to make observations on policy advice or as I've said earlier we are still doing our diagnoses and we are trying to get our feet on the ground and talk to our counterparts so, I'm afraid I don't really have anything to say at this early stage in our process, we are still in the process of informing ourselves, informing our views on policies and I don't really have anything to add to that right now.

Q In mid-November we had the G20 meeting in Washington DC and Korea now serves as co-chair with the UK and Brazil. The Korean camp played a significant role to provide foreign exchange facilities to emerging economies and do you think Korea can play a very effective role in the G20 meeting and design a new architecture in implementing monetary policies and prompt corrective actions in the G20 process?

A Certainly there's no question that Korea is one of the most important economies in terms of size and influence in the global economy and yes I mean, Korea is very welcome in playing an important role in the G20. Certainly, I think it is very constructive and a great opportunity to follow through on some of the main proposals that were discussed, it's a long

process, of course. The summit last month is in a way the beginning of the process. Certainly the G20, and more generally the policy committees, are looking toward Korea playing an important role and providing guidance as the process moves forward although it's a long process.

Q Do you think one of the reasons we have this equity problem and excessive risk-taking is due to imbalances. We've seen the rise of these problems for 20 years without being able to resolve this sort of macro-economic issues and I wonder if in the future we would be able to see some improvements because I think if we can't convince our respective public that this won't happen again then we have therefore failed.

A There is a range of views on what led to this crisis, and certainly the imbalances of one kind or another. And many very influential people have been looking at this. Part of it is caused by excessive consumption in the United States while others have said it's because of a global savings glut. Another views is because regulation is lax and then a related view was well, interest rates were so low and you know, what could we do, we have to buy risky stuff to make more money and then, the development of derivatives market. So I think, it is in the early days and we are still in the middle of a crisis and I think it is probably important to put the fire out first and then think about how to revise the fire code. And I'm sure there will be a lot of debate, certainly it has served in many ways as a wake up call in terms of the financial architecture and certainly there are measures on the way. I do believe that there will be constructive suggestions coming out of this but at the moment, the priority is also, of course, to try to put this crisis behind us.

Will there be improvements? I'm actually confident there will be and I'm extremely confident that important lessons are being learned including by us and will be learned from this crisis. It is important to keep in mind that we take all the factors and all the arguments into account and come up with something reasonable and you certainly don't want to throw the baby out with the bath water. This is something that will be discussed. Expect many

PhD dissertations to be written on this crisis and books to be written as well. So there is a lot to learn from this for everybody with an open mind.

Q In the last two or three months, sometimes international press painted the Korean economy outlook in a really miserable way pointing out that Korea might face another liquidity crisis. Sometimes those reports from the international press are based on distorted data and wrong information. Since we've got the IMF expert relying on the most active database, can you correct that international press treatment of the Korean economy?

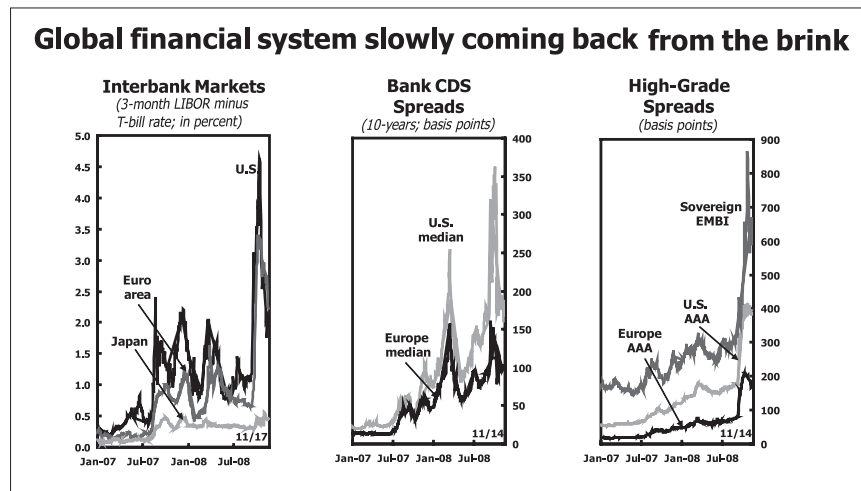
A Well, we try to because the forecast for the Korean economy comes out at the same time as the World Economic Outlook. It used to be twice a year, then four times a year, now it seems we're doing it every month or so, so we do try to be as transparent and open as possible in our assessment and I agree with you implicitly in what you are saying because it is important to speak objectively about these things. And you know, I mean, of course, as in any country that there are things, it makes a good story sometimes to make it very dramatic or something but we do our best. We are always very open, I mean this presentation, what I talk to you about was from November, we'll have another one in January, then we'll have another one in April and so on, so every few months we are updating and we are trying to play as constructive of a role as we can.

2009년 한국 경제와 세계 및 아시아 경제 전망*

Subir Lall

이 자리에 참석하신 여러분 모두와, 세계경제연구원 주최 특별강연회에 본인을 초청해주신 이영탁 원장님께 감사드립니다. 오늘 본인이 발표하고자 하는 내용은 세계 및 아시아 경제 전망에 관한 것으로 지난 11월에 IMF가 각 지역 및 국가별로 예측했던 성장률 전망을 바탕으로 하고 있다. 또한 본인은 현재의 상황에 대한 전반적인 배경에 대해서도 언급할 것이다. 최근에 특히 미국과 유럽에서 가령 무역 데이터(data)와 같은 우울한 데이터들이 일부 나오고 있다. 따라서 지금 상황의 주된 패턴(pattern)과 향후 전망에 대한 주요 리스크(risk) 요인에 관해 언급한 후, 한국에 대한 전망과 작금의 세계 경제상황이 한국에 대해 갖는 함의로 마무리하고자 한다.

〈도표 1〉

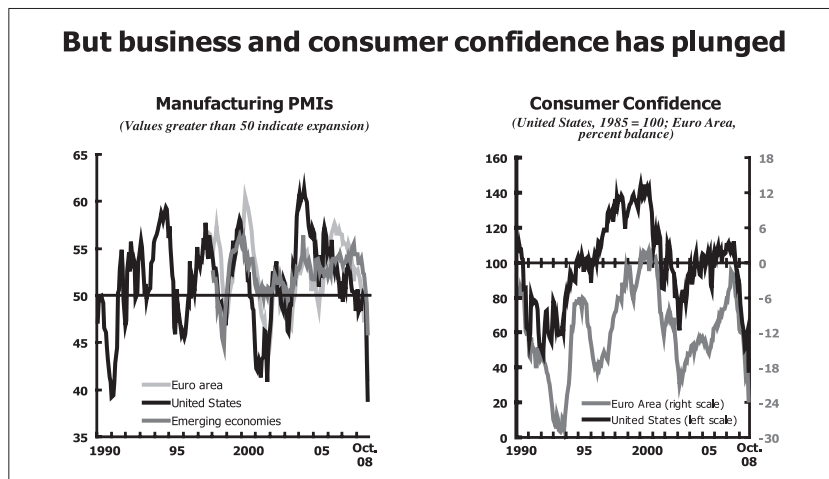


우선 <도표 1>에서 나타난 바와 같이 세계금융위기는 2007년도 여름 중반인 작년 7월에 시작되어 몇 단계의 과정을 거쳤는데, 첫 번째 단계는 국지적인 것이었다. 당시 주식시장은 영향을 받지 않았으며, 실제로 위기가 시작된 지 몇 달 후인 2007년

* 이 글은 2008년12월 9일 개최된 특별강연회의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둡니다.

10월의 대다수 주식시장이 정점에 달했다. 그러나 상황은 금년 초에 나빠지기 시작하여 Bear Sterns의 붕괴로 인해 최악으로 치달았다. 그리고 나서 금년 여름에 다소 잠잠해진 뒤 9월에 Lehman Brothers가 파산하면서 다시 악화되었다. 그 이후 은행간 자금조달 시장에서의 어려움은 <도표 1>에서 나타난 바와 같다. CDS Spread는 은행의 신용리스크 척도를 나타낸다. High-Grade Spread도 상황은 같다. 신흥시장 채권지수(EMBI)조차도 정점에 이른 것으로 나타난다. 이는 아주 예외적인 경우로, 분명히 매우 큰 전 세계적인 금융쇼크(shock)다. 미국에서는 “대공황” 이후 가장 큰 금융쇼크라고 단정하는 사람들도 일부 있다. 그러나 9월 이후 대체로 많은 국가에서 강력한 정책들이 나왔다. 이러한 정책들은 유동성 투입과 통화정책이라는 두 가지 측면 모두와, 경제심리를 향상시킨 재정정책과 관련된 것들까지 일컫는다. 그러나 도표에서 나타나듯이 아직 정상적인 수준은 아니지만 위기로부터 약간 벗어났다고 할 수 있는 수준까지 다소 나아졌음을 알 수 있다.

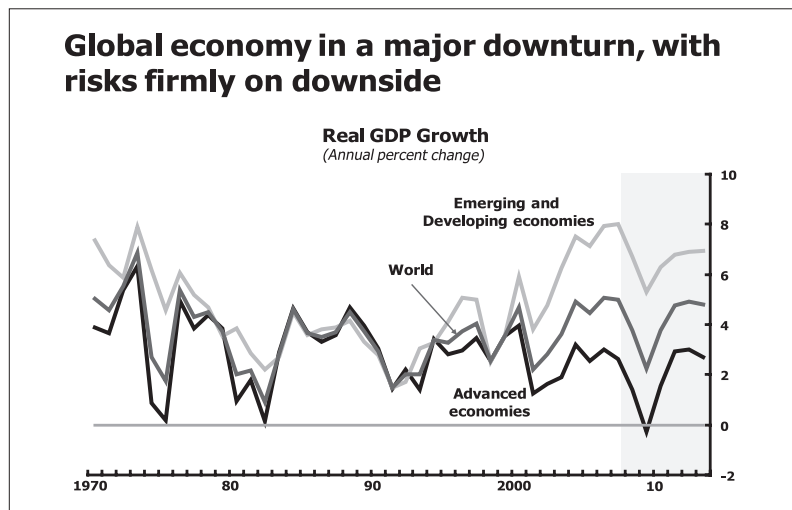
< 도표 2 >



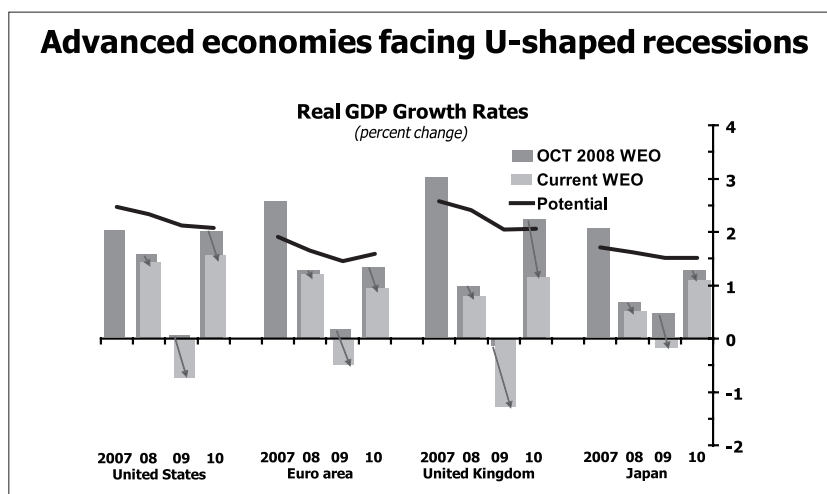
하지만 이와 동시에, 많은 국가들의 경우 어떤 의미에서는 초점이 금융시장에서 실물경제로 옮겨졌다. 따라서 <도표 2>에 나타난 바와 같이, 기업 및 소비자 신뢰는 지난 수년간 최저수준이며 어떤 경우에는 실제로 20년 이래 최저치를 보이고 있는데 유로지역, 미국, 신흥시장국들이 여기에 해당된다. 향후 제조업 부문이 어떻게 될 것인가에 대한 좋은 지표인 제조 및 구매관리자 지수(Manufacturing Purchasing Managers Index)가 위축되고 있는 것으로 나타난다. 소비자 신뢰도 역시 낮은 수치를 보이고 있으며, 미국이 도표에서 나타난 전체 기간 중 제일 낮은 수치를 보이고 있다. 이와 같은 상황전개에 기초하여 IMF의 “세계경제전망(World Economic Forecast)” 보고서는 세계경제가 크게 하락할 것으로 예측하고 있다. <도표 3>에

서 볼 수 있듯이 IMF의 2009년 세계경제 성장률 전망치는 2008년도의 3.7%에 비해 2.2%에 불과하다. 그리고 그 이후에는 회복될 것으로 예상된다. 선진국 경제가 신흥 시장국 경제보다 더 급격히 하락하고 있는 부분에 대해서는 잠시 후에 설명하겠지만, 2009년도의 선진경제는 전반적인 마이너스(-) 성장이 될 것으로 전망된다. 여기에 덧붙여 일부 리스크(risk) 요인들에 관해 잠시 언급하자면, 이러한 요인들은 뚜렷한 하향추세를 나타내고 있다. 이는 세계경제가 매우 어려운 시기를 겪고 있으며, 초점이 이제 금융부문에서 실물경제로 이동한 상태이고 그 영향을 다시 금융부문이 받고 있다는 의미다.

〈도표3〉



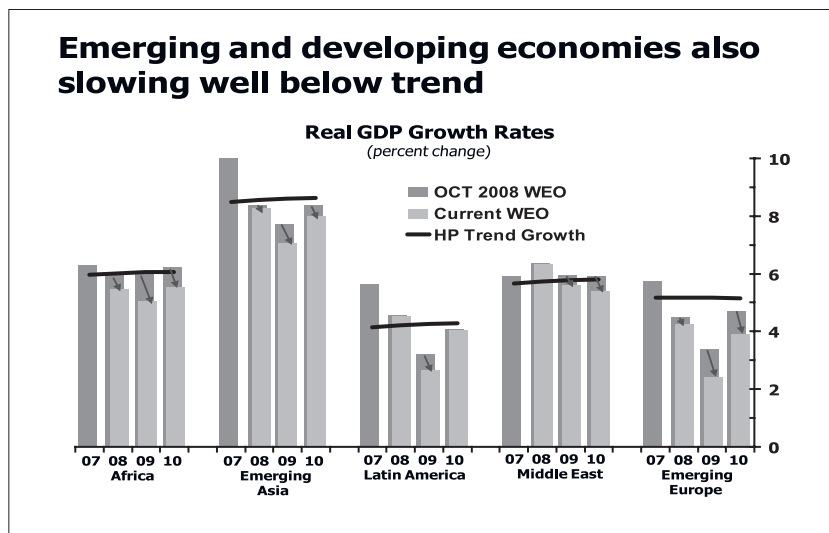
〈도표4〉



IMF는 선진경제가 일종의 “U”자 형태의 경기침체를 겪을 것으로 보고 있다. <도표 4>에서 볼 수 있듯이 미국, 유로지역, 영국, 그리고 일본의 2009년 경제가 2010년에 회복되기 전까지는 마이너스 성장을 나타낼 것이며, 각 지역의 잠재성장률보다 낮은 성장률을 보여 하향동조화를 이룰 것임이 분명하리라 예상된다.

신흥시장국들 또한 추세치 이하로 성장이 둔화될 것으로 예측된다. 신흥시장국들은 특히 2002~2007년 기간 중에 매우 강한 성장세를 보였는데, 이 기간은 1970년대 이후 최상의 지속성장기간 중 하나였다. 신흥시장국들의 성장둔화는 아주 현저한 선회이지만 성장률 측면에서는 여전히 선진경제보다 높은 수치다(<도표 5>). 일부 지역은 다른 곳보다 더 많은 영향을 받을 수 있으며, <도표>에서와 같이 유럽 신흥국가들이 경기하강의 충격을 가장 많이 받고 있는 것으로 나타난다. 아시아 신흥국가들은 여타 신흥국 및 개도국 중 여전히 가장 높은 성장률을 유지할 것으로 전망된다.

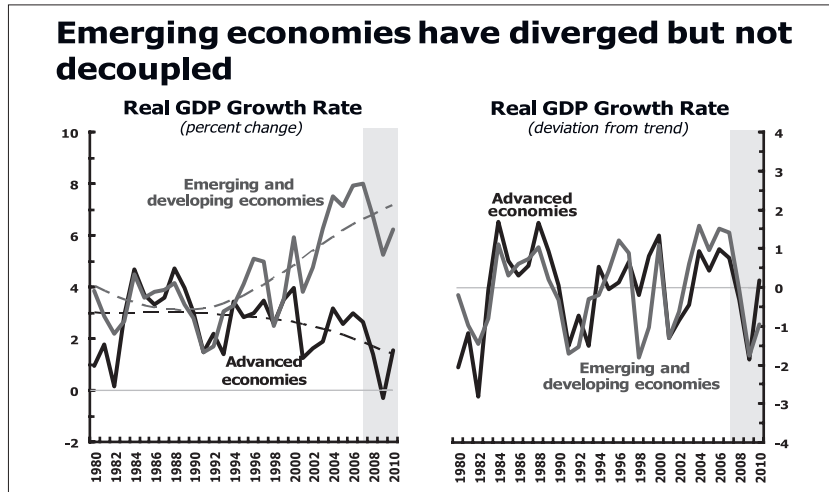
<도표5>



신흥시장국 경제가 비동조화(de-coupling)되어 선진경제와 연계되지 않는다는 주장은 이전부터 있어왔다. IMF가 이에 관한 문제를 IMF의 전망치에 근거하여 좀더 자세히 검토한 결과, 성장률이 완전히 비동조화되지는 않았지만 갈라지고 있는 것이 사실이다(<도표 6>). 그러나 기본적인 성장률 추세는 신흥시장국 경제가 선진경제보다 높은 편이며, 도표에서 나타나듯이 신흥시장국 경제와 선진경제 양쪽 모두의 기본 성장추세에 대한 편차 전망치는 사실상 아주 밀접하게 움직이고 있음을 알 수 있다. 따라서 전반적인 모습을 보면 신흥시장국 경제가 현재의 G3 국가 경제상황으로부터 영향을 받지 않는 것이 아니다. 실제로는 많은 영향을 받고 있으며, 성장률

추세에서 기본적인 차이점을 따로 떼어 놓고 보면 아주 밀접하게 동조화되어 있다.

〈도표6〉



요약하자면, 금융부문 문제가 해결되지 않을 경우 신용경색은 계속될 것이고 디레버리징(deleveraging) 현상이 한동안 계속되리라는 것이 IMF의 시각이다. 앞서 본인이 언급한 바와 같이 경제는 서서히 회복될 것이며, 선진경제 뿐만 아니라 신흥시장국 경제도 과거 경기침체에서 나타났던 “V”자 형태의 회복이 아닌 “U”자 형태의 회복이 이루어질 것이다. IMF는 금융상황이 안정을 이룰 것으로 기대하지만 불확실성은 여전히 상당부분 남아 있다. 아시다시피 매주 또는 몇 주마다 새로운 뉴스가 나오는 불확실한 상황 하에서는, 대다수 국가에서 강력한 수준의 정책이 나오고 있음에도 불구하고 현재의 금융상황이 안정될지 예측하기란 쉽지 않다. 물론 신흥시장국 경제는 앞서의 성장전망 추세에서 나타난 바와 같이 더 큰 내성을 가지고 있지만 일부 국가 특히 대외자금조달 및 외국 원조, 대규모 경상수지 적자에 크게 의존하는 국가들은 취약하기 때문에 경기선회 및 역류로부터 상처 받기 쉽다.

인플레이션이 아주 빠르게 잠잠해지고 있으며 대다수 국가 및 지역의 중앙은행들이 이자율을 공격적으로 인하고 있다. 실제로 금년 7월에 배럴 당 140 달러에 이르던 유가가 40 달러 정도 하락했으며, 이러한 것이 석유수입국들이 받는 유가로부터의 인플레이션 압력을 줄여주고 있다. 따라서 앞으로의 문제는 성장약세의 전망과 제조업 위축을 감안할 때 디플레이션의 위험이 있느냐 하는 것이다.

오늘 본인이 언급한 IMF의 기초전망치가 나온 이후 아마 한 달도 채 지나지 않은 아주 최근에, 경제상황이 극도로 취약하다는 것을 보여줄 만한 데이터가 나왔

다. 미국 NBER(National Bureau of Economic Research)에 따르면, 미국은 2007년 12월 이후 공식적인 경기침체에 빠졌다. G3 국가들의 기업경기실사지수(Business Survey)는 2008년 12월에 극도로 취약해진 상태이며, 취약해진 신흥시장의 경제활동도 특히 무역에 있어서 더욱 악화되고 있는데 아시아 역내 무역은 실제로 그러하다. 11월부터 한국은 물론 중국 및 여타 아시아 국가들의 수출지표가 아시아 지역의 취약성을 보여주고 있으며 보다 넓게는 신흥시장국들이 전반적으로 그러하다.

하지만 이를 상쇄하는 요인들도 존재하므로 모두가 나쁜 소식인 것만은 아니다. 통화정책 완화가 적극적으로 이루어지고 있으며, 지난 주에 전 세계에 걸쳐 많은 국가들의 중앙은행이 일치된 조치를 취했음은 아시는 바와 같다. 또한 각국 중앙은행들은 신용상태 및 금융시장을 호전시키기 위해 유동성을 공급하고 때로는 전례 없는 규모의 개입과 비전통적인 수단을 사용하면서 시장 내 유동성을 개선하고 신용경색을 해소하기 위해 노력하고 있다. 전 세계 많은 국가들은 재정정책도 진지하게 고려하고 있으며 IMF는 이를 분명히 지지한다. 특히 재정적 확장의 여유가 있는 국가들이 경기하향의 범위를 제한하기 위한 정책을 지지한다.

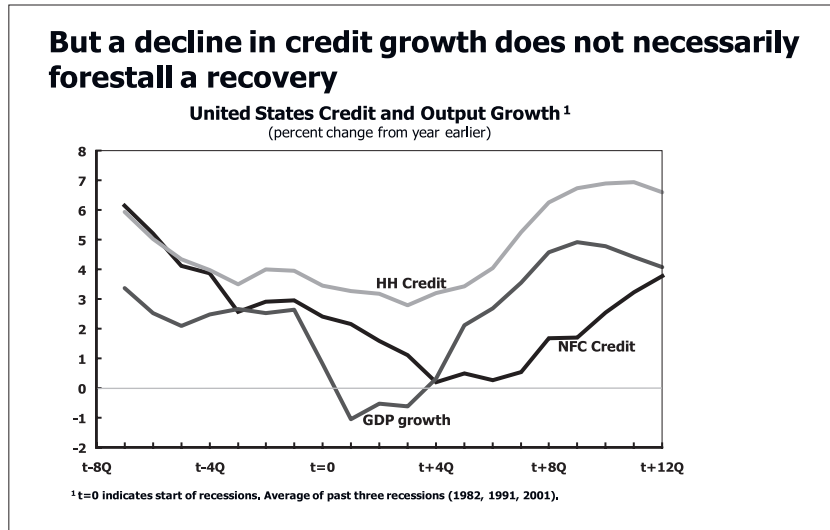
게다가 지난 여름에 정점에 달했던 유가가 급락했으며 이러한 유가하락이 소비자들의 주머니 사정을 보다 여유 있게 만들어 많은 기업들의 비용을 줄임으로써, 플러스(+)-적인 측면으로 작용하고 있다.

그러나 본인이 금년 여름에 동료들과 함께 수행했던 “세계경제전망” 보고서 연구에 근거한 한 가지 사항이 있다. 우리가 발견한 바에 의하면, 금융위기가 은행 부문에 영향을 미칠 때는 그에 수반되는 경제하향 국면이 더 크고 깊어진다는 것이다. 그러므로 어떤 의미에서 보면 전 세계 경제와 대다수 국가의 은행시스템이 충격을 받은 관계로 경기하향은 피할 수가 없다. 이는 본인이 제시하고자 했던 예측치와 일치하며, 지난 30년 동안 모든 선진경제 전반에 걸쳐 있었던 117건의 금융압박 사례에서 나타난 경험적 증거를 바탕으로 하여, 금융압박이 은행시스템에 타격을 주었을 때 경기하향이 더욱 오래가고 심화된다는 것을 우리가 알아낸 것이다. 따라서 “U”자 형태의 회복을 이루리라는 IMF전망은 특히 금융압박이 은행시스템에 영향을 미쳤을 때의 과거 사례들과 일치한다.

물론 디레버리징의 진행도 마찬가지로인데, 우리가 디레버리징을 우려하는 이유는 디레버리징이 경제에 대한 신용을 축소시킴과 동시에 투자, 가계지출, 주택부문에 필요한 신용도 축소시키기 때문이다. 또한 금융기관들이 자기 자본을 유지하거나 확

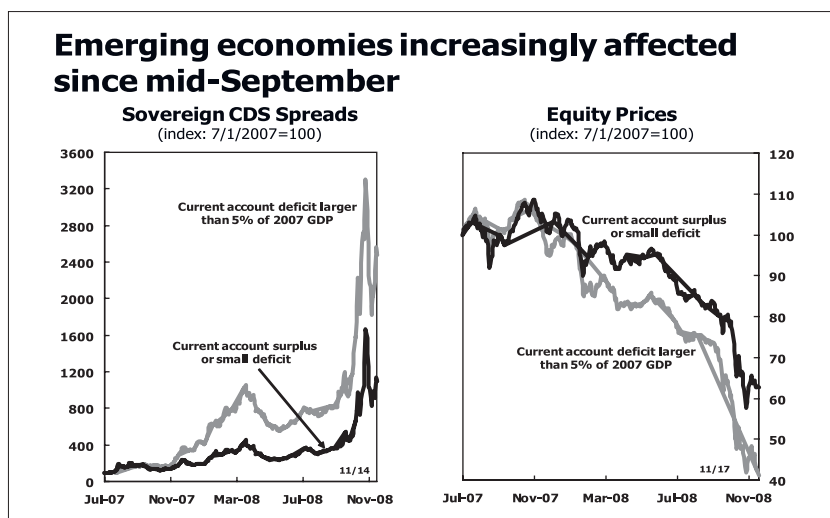
대하면서 자산을 축소할 경우, 디레버리징의 진행은 경제 여타부문에 대한 대출을 감소시킬 가능성이 크다. 그러므로 미국 및 유로지역 내 민간부문의 신용성장이 급격히 위축될 전망이다.

〈도표7〉



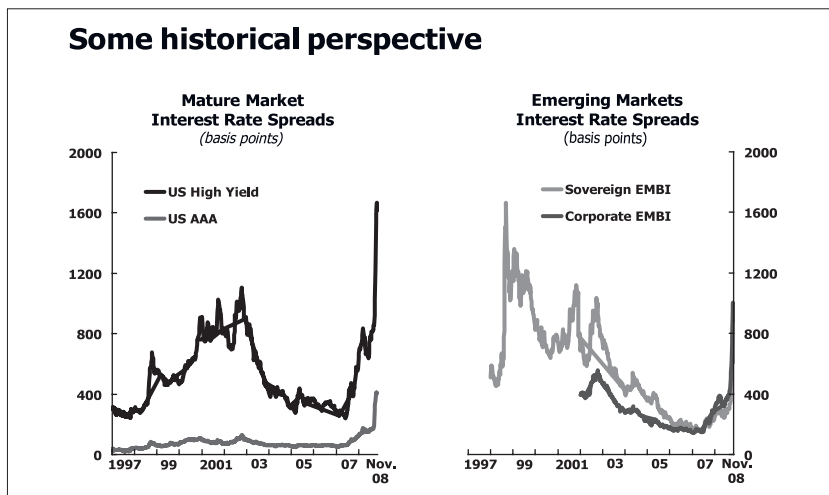
하지만 신용이 경제회복의 선결조건은 아니다. <도표 7>은 과거의 기록에 근거한 것이다. 사실 GDP 성장률은 가계 및 기업 신용이 제자리를 잡기 전에도 회복 가능하다. 일년 남짓 동안에 궁극적으로 신용과정이 다시 회복되어야 하기는 하지만, 신용흐름을 회복하는 것이 경제회복의 선결조건은 아니다.

〈도표8〉

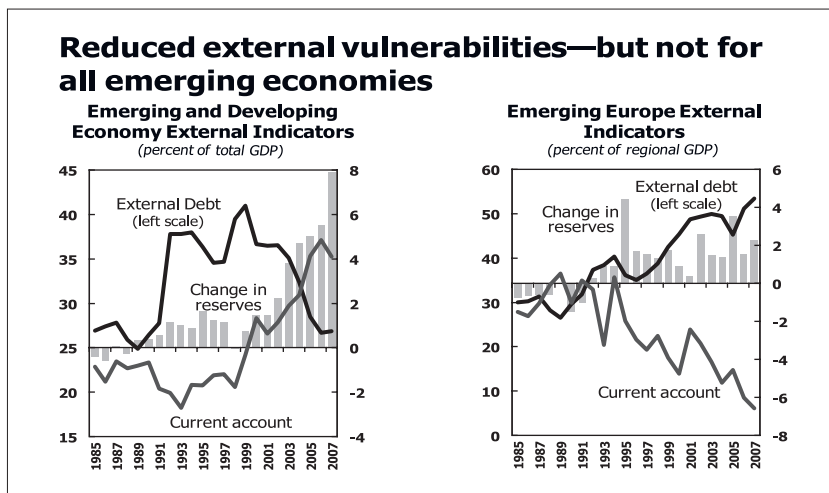


마지막으로 세계경제 전망에 대해 몇 가지 더 언급하겠다. 앞서 설명한 바와 같이 인플레이션 압력이 빠르게 약해지고 있다. 이는 경기하강으로 인한 부분도 있지만 분명한 것은 원유 및 원자재 시장으로부터의 압력이 완화되었기 때문이라는 점이다. 그러나 아시다시피 이번 금융위기가 신흥시장국들에 미치는 영향이 9월 중순 이후부터 점점 커지고 있다. 2008년 상반기까지는 신흥시장국들이 금융위기의 영향력으로부터 잘 비껴나있었지만 <도표 8>의 왼쪽 그래프에서 볼 수 있듯이 충격이라는 측면에서 약간의 차이가 나타난다. GDP 5% 이상의 경상수지 적자를 보이는 국가들은 경상수지 적자가 크지않거나 흑자인 국가들에 비해 격차가 훨씬 많이 벌어지고 있다. 이는 대외자금조달의 필요에 따라 약간의 차이가 있다는 의미다. 그리고 신흥시장국들의 주식시장이 전반적으로 하락한 상태인데 40~50% 정도 대폭 하락했다.

< 도표9 >



< 도표10 >



이번 금융위기에 대한 시계열적 전망(〈도표 9〉)을 보면, 미국의 금리스프레드(spread)가 최소한 지난 10~12년(트리플 A 등급 차입과 미국의 하이일드 신용을 포함하는) 동안보다 훨씬 높다. 신흥시장국들의 국가 금리스프레드는 1997~1998년 기간 중에 있었던 신흥시장 금융위기가 당시처럼 높지 않다. 그러나 신흥시장국의 기업 금리스프레드와 기업시장 국제채권 발행에 있어서 신흥시장국 기업들의 대규모 접근이 있었다는 점은 비교적 새로운 현상으로, 2000년대 초에 시장이 실제로 부상하면서부터 급격히 증가해왔다.

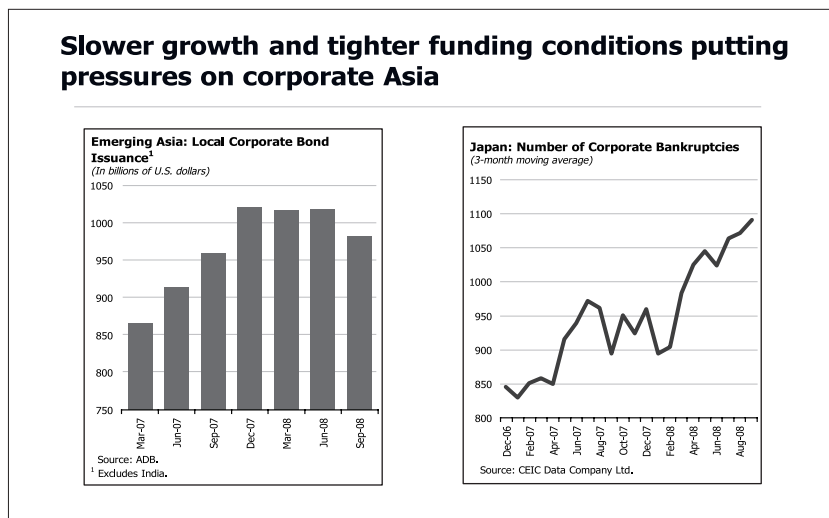
앞서 본인이 언급한 바와 같이 전부는 아니지만 전반적으로 신흥시장국들의 취약성이 감소하였는 바, 〈도표 10〉에서 볼 수 있듯이 대외채무가 감소하였고 외환보유고는 증가한 상태이며 경상수지 적자도 급격히 개선되었다. 반면에 유럽 신흥국들의 경우는 상황이 약간 다르게 나타나는데, 이는 유럽 신흥국들의 금융시장 압력이 다소 높고 성장전망이 낮은 이유에 대한 설명이 어느 정도 될 것이다.

이러한 것이 아시아 지역에 대해 어떤 의미를 갖는가? 아시아는 세계경제 내에서 개방된 하나의 지역으로 세계 여타 지역과 강한 무역 연계성을 가지고 있다. 그리고 분명한 것은 이와 같은 연계성으로 인해, 그리고 그 연계성이 확대되어 왔기 때문에 선진경제에서 일어나고 있는 일들이 아시아 국가들에게 영향을 미치게 된다는 점이다. 비록 아시아 역내 및 신흥시장국 간의 무역 연계성이 지난 수 십년 간 특히 최근 5~6년 동안 커져 왔다 하더라도, 미국이나 유럽에서 일어나는 일이 아시아에 영향을 미치지 못할 것이라는 생각은 비현실적인 것이다. 이는 주식시장을 포함한 금융시장의 경우도 마찬가지이며, 특히 많은 외국인 투자자들이 참여하고 있는 주식시장은 자본흐름의 대통합으로 인해 아시아 지역의 모든 주식시장에 영향을 줄 수밖에 없다. 따라서 내년도 아시아의 경제성장은 크게 둔화될 것으로 보이며, 신흥 아시아 지역은 7.7%에서 6.5%, 한국의 경우 금년 4.1%에서 내년에는 2%로 둔화될 것으로 전망되고 있다. 또한 아시아의 경우 무역감소로 인해 내년도 경제성장의 대부분이 소비를 포함한 내수부문에서 이루어지리라는 것이 IMF의 예상이다.

그러나 이는 IMF의 기본적인 전망치로 약 몇 주전에 만들어진 것이다. 지금의 환경에서는 상황들이 매우 급변하고, 우려되는 문제들이 여전히 많이 있기 때문에 전망치에 대한 리스크는 부정적이다. 물론 이러한 성장전망 외에도 앞서 언급한 바와 같이 아시아에 영향을 미치는 여러 나라 및 지역들의 무역이 급격히 감소하고 있는 것으로 나타난다. 미국과 유로지역에 대한 성장 전망치는 향후 몇 개월 간에 걸쳐 입수되는 데이터를 바탕으로 수정될 필요가 있다. 또한 각종 정책에 대한 불확실성이

여전히 있지만 일부 정책들은 경기하락을 제한하거나 개선하는데 도움이 될 것이다. 그러나 전반적으로 금융시장의 불확실성은 남아 있다. 이는 어떤 의미에서 보면 미국의 주택부문과 연결되어 있다. 많은 위기가 미국 서브프라임(Subprime) 시장과 관계 있으며, 미국 주택시장이 바닥을 치고 올라올 때까지는 금융위기가 완전히 끝났다고 말하기는 어려울 것이다. 왜냐하면 시장이 회복되기 위해서는 최저자산가격이 어느 정도인지, 그리고 바닥이 어디인지 찾아낼 필요가 있기 때문이다. 따라서 이러한 것이 경기하강의 주요 리스크 중 하나이다.

〈도표11〉



아시아의 경우는 성장둔화와 자금조달 압박이 어떻게 진행되고 있는가? 〈도표 11〉은 비금융 기업부문에 대한 압박을 나타낸 것으로, 왼쪽 그래프는 현지 회사채 발행 현황이다. 하지만 실제로 전반적인 차입상황은 보다 심각하다. 은행 및 기타 금융기관들이 한층 신중해지고 있는 것이다. 지금과 같은 불확실한 세계 환경 속에서는 예외적인 지역이 있을 수 없다. 기업대출 환경이 경색되면서 내년에는 투자가 더욱 둔화될 가능성이 높다. 그러나 아시아 지역 내 국가별 취약성은 다양하게 나타나고 있다. 경상수지 적자, 국내 금융부문의 도매금융(은행 포함) 의존도, 외국인의 증시/채권시장 참여도, 투자자 패닉 발생시 자금이탈 속도, 즉 자국 시장의 리스크 인식에 영향을 미칠 수 있는 상황이 선진경제권에서 발생할 경우 다른 시장에서 투자자들이 철수해야 할 가능성 등에 따라 차이가 있다.

물론 기업의 대차대조표 현황 역시 중요하다. 자금상황이 갑작스럽게 경색될 경우,

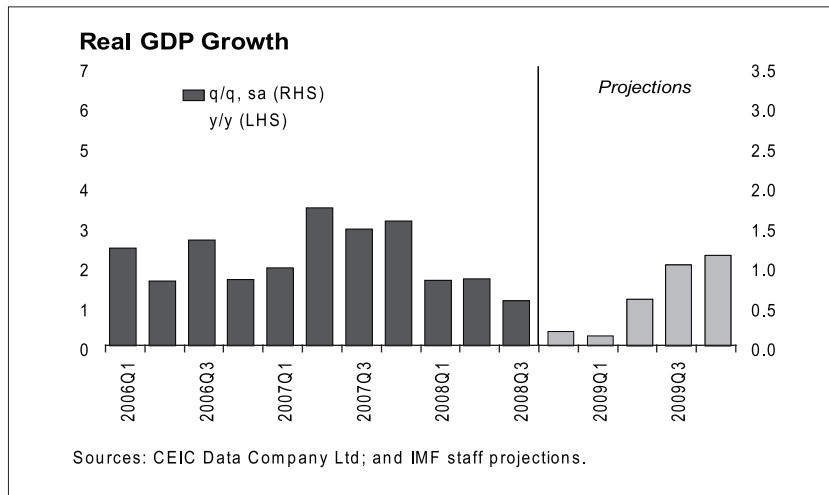
순전히 약화된 수익과 내부자금에 의해 얼마나 버틸 수 있는 지가 관건이기 때문이다. 대규모 부채 부담이나 인플레이션 등 국내 거시환경의 불균형이 심한 국가들일 수록 지금과 같은 극도의 금융압박 속에서 더욱 취약해지기 쉬우며, 일부 국가들은 부동산 붐을 누리고 있다. 물론 미국의 경우는 부동산 부문이 하락하고 있지만 유럽의 경우 부동산 시장이 계속 상승하고 있는 나라들이 많고, 실제로 일부 국가에서는 미국보다 상승 속도가 훨씬 빠르다. 그러나 이들 시장 역시 하락세로 돌아설 것으로 보이며 상당한 수준의 부동산 붐이 있었던 신흥시장국 또한 예외는 아닐 것이다. 물론 원자재 가격 하락 문제는 원자재 수출을 수입원으로 하는 국가들에게 고통스러운 일이 될 것이며 그들을 더욱 취약하게 만들겠지만, 반대로 원자재 수입국들에게 원자재 가격 하락은 도움되는 일이다.

경제성장 전망과 금융시장 측면에서 약간 암울한, 이와 같은 전개상황이 전 세계 경제권에서 나타나고 있다. 그렇다면 이 같은 상황이 한국 경제에는 어떤 영향을 미칠 것인가?

한국의 경우 소비가 갑작스러운 둔화추세에 있다. 가장 최근 자료들은 이러한 패턴이 지속되고 있음을 보여주고 있으며 주가 또한 하락하고 있는 상황인 것으로 나타난다. 이와 같은 지표는 소비지출이 감소 추세를 나타내는 것들이다. 투자활동도 어느 정도 둔화되고 있으며 중소기업의 기계류 및 건설 수주도 위축된 상태임이 분명하다.

금년도 상반기에 수출시장이 강세를 보였지만 최근에는 약세의 징후가 보이고 있다. 11월의 경우 수출과 수입이 모두 상당한 약세를 보이고 있는데, 이는 어떤 의미에서 보면 전반적인 세계 무역의 약세 분위기 조짐이기도 하다. 세계 무역의 또 다른 지표를 보면, 조선 부문에서도 세계 무역이 하강하고 있는 것으로 계속 나타난다. 이와 같은 한국의 상황은 중국 및 최근 수년간 급성장을 해온 여타 비전통적 시장에서 또한 마찬가지로 적용된다. 이들 국가의 무역 역시 하락하고 있는 것이다. 전반적으로 세계 경제활동 수단들이 급격히 속도를 잃고 있으며 산업생산도 위축된 상태이다. 그리고 수출재고 물량이 증가하고 있다는 것은 때 물류 이동이 이루어지지 않는다는 뜻이다. 또 다른 훌륭한 성장지표인 기업신뢰도 역시 현재 지난 10년 내 최저수준이다. 이 모든 지표들은 국내경제 및 세계무역의 둔화를 나타내는 것으로 물론 한국도 그 영향권에 있다.

〈도표12〉



그 결과 IMF의 기본 전망은 한국 경제가 2009년도에 2% 성장한다는 것이다(〈도표 12〉). 이는 한국 경제의 성장률이 2009년도 1분기에 바닥을 찍고, 세계 경제 및 금융 시장의 회복기조 속에서 점차 회복된다는 의미다. 이와 동시에 경제둔화 및 원자재 가격 압력 감소로 인해, 인플레이션율은 2009년도 초에 한국은행의 목표대로 돌아갈 것으로 예상된다. 이미 헤드라인 인플레이션(headline inflation)은 둔화되고 있으며, 아직은 다소 상승하고 있는 환율 역시 곧 이러한 추세를 따를 것으로 보인다. 2009년도 경상수지는 유가하락, 수입둔화, 원화절하 등에 힘입어 흑자로 돌아설 것이다.

전체적으로 중요한 사실은 세계 경기침체가 깊다는 것은 분명하기 때문에 그 회복이 매우 점진적으로 이루어질 것으로 예상된다는 점이다. 금융위기 그 자체는 선진국 경제에 상당 기간 영향을 미칠 것이다. IMF의 경험적 연구 결과들도 이와 마찬가지로, 금융압박과 관련된 경기침체가 생각보다 깊고 오래 지속될 가능성이 있는 것으로 나타난다. 이번 위기가 지난 70년 간의 가장 큰 금융위기 중 하나임은 분명하다. 신흥시장국들 역시 점점 통합되고 있는 세계경제의 영향을 받고 있으며 피할 수도 없다. 그러나 기초 성장률은 여전히 높은 편이기 때문에 전반적인 신흥시장국들의 경기둔화 움직임이 선진국들만큼 크지는 않을 것이다.

한국의 성장세가 둔화되고 있음은 분명하지만 경상수지가 흑자로 돌아서고 인플레이션 압력이 약화되면서 2009년도 중반에는 회복될 것으로 예상된다. 각국의 금융부문과 이번 금융위기가 각국 금융부문에 미치는 영향에 대해서도 살펴보자. 한국 은행시스템의 펀드멘털은 건전한 것으로 나타나지만, 다른 나라들과 마찬가지로

정책입안자, 시장 등 모든 구성원들은 실물과 금융부문 간의 피드백 루프(feedback loop)에 초점을 맞추고 있다. 다시 말해 실물경제가 둔화되고 그것이 자산 품질에 영향을 미치면, 다시 금융부문으로 되돌아와 신용도 하락으로 이어져 경제가 둔화된다는 것이다. 이는 대다수 국가들의 주된 문제 중 하나이다.

이러한 것이 IMF의 기본 전망이지만 협력국들의 성장, 금융시장의 정상화 속도 및 정도 등을 포함한 전망치의 불확실성 범위를 고려할 때 세계 경제의 위험요인은 감소국면에 있다고 하겠다. 디레버리지 진행의 정지 시점, 미국 주택시장의 저점 통과 시기 등은 세계금융시장 안정화 및 세계무역의 회복시기를 파악하는 핵심 요인들이다. 불확실성이 여전히 많이 남아 있고 다양한 정책들이 나오고 있지만, 세계 경제에 주는 충격의 규모를 감안할 때 세계 경제의 둔화는 불가피하다. 하지만 앞서 언급된 바와 같이 위험요인은 감소국면에 있다고 봐도 거의 무방하다.

질 의 · 응 답

질문 본인은 각국의 국제적 경제학자들보다 현지 경제학자들의 예측이 더 나은 경우를 경험한 바 있다. 그렇기 때문에 본인은 한국 경제가 미국 경제보다 더 나을 수도 있다고 믿는다. 귀하의 성장 및 회복 전망이 너무 낙관적이라는 생각이 든다. 한국 경제는 바닥점으로 진입한 상태이며 내년, 아마도 내년 말 경에는 빠르게 회복될 것이라는 것이 본인의 생각이다. 따라서 흑자와 관련된 부분은 지나치게 낙관적이지 않은가 생각된다. 미국, 일본, EU의 경제상황 악화가 예상되기 때문이다. 한국은 많은 수출을 할 수 없음에도 고용유지를 위해 가능한 한 생산을 많이 하려고 노력할 것이다. 따라서 흑자 전망은 다소 다를 것으로 생각된다.

답변 매우 의미 있는 지적들이며, 한국 경제가 세계 경제와 밀접하게 연계되어 있다는 데 동의한다. 그리고 IMF의 기본 전망 및 모든 작업은 약 1개월 전에 이루어진 것임을 언급해 두고자 한다. 지금은 상황이 주 단위로 바뀌고 있으며, 우리가 이 자리에 모인 이유도 향후 전망의 근거에 대하여 보다 나은 이해를 구하고자 하는데 있다. 귀하의 질문은 전체상황이 고려되어야 하며, 앞서 언급된 바와 같이 위험요인은 분명히 감소하고 있다는 것이 IMF의 전망이다. 물론 전개상황에 따라, 그리고 그에

대한 데이터가 나오면 전망치는 업데이트되겠지만, 이러한 것이 IMF의 기본 전망이다.

분명 미국 및 유럽의 급격한 경기둔화 등 많은 리스크들이 있음을 우리는 알고 있다. 그래서 다음 단계의 IMF 전망은 지금의 상황과 향후 2~3개월 후에 나타날 상황을 모두 반영하게 될 것이다. 지금은 금융과 실물 부문 간의 연결고리와 불확실성이 매우 크기 때문에 예측을 하기가 아주 어려운 시점이다. 또한 금융부문도 1일 단위도 변하고 있다. 따라서 경제예측가로서는 장기전망과 관련한 안정적인 예상치를 내놓기가 쉽지 않다. 좋은 지적에 감사드린다.

질문 미국 주택시장에 서브프라임 모기지보다 훨씬 더 크고 심각할 수도 있는 위험이 있다. 미국 주택가격이 계속 하락한다면 이는 실로 걱정스러운 일이므로, 이 문제가 당장 제기되어야 한다. 미국 주택시장이 계속 하락할 경우 미국이 취해야 할 조치에 대한 귀하의 견해는 어떠한가?

답변 미국 주택시장이 매우 중요한 부문임은 분명하며, 저점 통과시점이 주요 관심사이다. 최근 지표에 의하면 재대출 증가 등과 같은 플러스(+)적인 신호들이 일부 나타나고 있다. 물론 신규주택 판매가 여전히 미미한데 그 주된 이유는 금융위기 때문이며, 정책금리가 낮음에도 불구하고 모기지 스프레드가 하락하지 않고 있는 것은 금융기관들의 위험기피 현상 때문인 부분이 매우 크다. 이러한 부분이 우리가 보아야 할 것들이다. 각종 정책 수단들이 주택 및 모기지 금리 하락에 맞춰져 있다. 어느 정도 시간이 걸리겠지만 이러한 정책 수단이 시행된다면 효과가 있을 것이다.

예를 들면 언론에서 Fanny Mae와 Freddie Mac의 대출부양에 관해 논의되고 있는데, 그럴 경우 모기지 스프레드가 하락할 가능성이 있다. 시장이 매우 유연해질 것이며, 그로 인해 주택구매력이 상승할 공산이 크기 때문에 주택시장을 저점으로 가져갈 것이다. 물론 이러한 것이 이루어질 시점과 금융조건에 대한 불확실성은 존재하지만 금융시장 여건이 안정되기 위해서는 주택시장이 회복될 필요가 있다.

질문 최근에 있었던 대형 금융기관 구제와 관련하여, Citibank에 대한 기사가 어느 잡지에 게재된 바 있다. 때문에 본인은 금융위기가 언제쯤 완전히 끝날 것인지 궁금하다. 그리고 달러화는 언제쯤 하락하겠는가?

답변 금융위기가 언제쯤 끝날지는 본인도 알 수 없으며, 아무도 모를 것으로 생각된다. 왜냐하면 여전히 불확실성이 존재하고, 그 중 상당 부분이 시장심리, 즉 투자자들이 여러 가지 평가들을 통해 안전하다고 느낄 수 있는 단계에 진입했다고 결정하는 시기와 연결되어 있기 때문이다. IMF는 제반 여건들이 지속적으로 안정 및 개선될 것으로 보지만 그 과정 자체는 길어질 것이다. 왜냐하면 디레버리징 과정 자체가 한 두 달이 아닌 1~2년 정도 걸리기 때문이다. 그러므로 금융위기의 종료 시점을 정의하기란 어려운 일이며, 본인은 다양한 방식으로 신용 정상화의 시점을 추측하고 있다. 내년 말 경에는 분명히 시장상황이 바뀔 것으로 전망된다. 신용정상화가 본격적으로 이루지는 것은 2010년이 되어야 가능하겠지만, 앞서 언급했듯이 항상 새로운 뉴스가 나오고 있어서 우리가 위기의 와중에서 종료시점을 말하기란 매우 어렵다. 이를 훌륭하게 예상할 수 있는 사람은 누구나 분명 엄청난 부자가 될 것이다. 아직은 모두가 어둠 속을 헤매고 있는 것으로 생각된다.

환율과 관련해서는, 경제전문가들인 우리도 환율을 예측할 때가 제일 어려우며 이런 어려움 자체도 주요 환율에 영향을 미친다. 본인이 언급할 수 있는 것은 미국과 세계 각국의 중앙은행들이 유동성을 공급하여 시장을 끌어올리고, 전달체계가 절대 무너지지 않도록 하기 위해 최선을 다하고 있다는 것 뿐이다. 한 가지 요인만을 가지고 환율에 대한 결론을 내리기란 쉽지 않은 일이며, 무엇보다도 본인이 주요 환율에 대해 논평한다는 것이 적절치 못하다고 생각된다.

질문 앞으로의 한국 경제전망에 대해 많은 한국인들이 우려하고 있는 주된 요인은 원화의 환율변동성 및 환율급등이다. 이 문제를 해결하기 위해 한국은 우선 외환보유고를 활용한 결과 지난 3개월 동안 외환보유고가 2,000억 달러 선으로 감소했다. 한국은 현재 통화스왑협정을 800억 달러로 확대할 것으로 제안하고 있는데, 귀하는 이러한 조치가 환율정상화를 위해 충분하다고 생각하는가? 아니면 다른 방어책이 추가적으로 마련되어야 하겠는가?

답변 귀하께서 언급한 모든 방안을 고려할 때 매우 흥미 있는 문제라 생각된다. 즉, 방법을 찾는다면 활용 가능한 대책이 많이 있겠지만 다루기 힘든 문제라는 말이다. 지금 세계적으로 디레버리징이 진행되고 있으며 이러한 과정은 은행, 금융기관, 계약, 대출 등 전방위적으로 벌어지고 있다. 이는 가능한 한 더 많은 유동성을 확보하기 위한 노력이다. 그러나 외채 측면의 수치를 살펴보면 한국의 대외포지션은 매

우 양호한 수준이므로 여력이 있다. 환율 측면에서의 디레버리징 조정은 미국과 유럽의 현 상황을 고려해볼 때 필연적이며 당연한 현상이다. 미국 및 유럽의 금융기관들이 차입과 헤지펀드 비율을 축소할 수 있다면 전 세계적인 금융시스템의 위축과 자금이탈은 어느 정도 필요하다. 그러나 기본적으로 여타 통화들은 이러한 디레버리징 과정의 일부이기 때문에 불안해할 필요가 전혀 없으며 이와 같은 채널을 가진 모든 국가들이 겪는 현상이다.

질문 최근 한국 정부는 경제회생을 위한 투자를 제안했지만 그 유효성에 관해 논란이 되고 있다. 한국 정부의 경제회생책에 대한 귀하의 견해는 어떠한가?

답변 IMF 연례협의단이 한국이 온지 3일 밖에 되지 않아 정책적 조언에 관한 견해를 밝힌다는 것은 다소 이른 감이 있는 것 같다. 이미 언급한 바와 같이 우리는 아직 진단 작업을 하는 과정에 있으며, 이를 바탕으로 한국측 협의단과 의견을 교환하고자 한다. 그러므로 현 단계에서는 실제로 언급할 만한 것이 없고 여전히 각종 정책에 대한 우리의 견해와 정보를 입수하는 중이다.

질문 11월 중순에 미국 워싱턴 DC에서 G20 정상회담이 열렸다. 현재 한국은 영국, 브라질과 함께 의장단을 맡으면서 신흥시장국들의 외환편의를 제공하기 위해 중요한 역할을 하였다. 귀하는 한국이 G20 회의에서 효과적인 역할을 하면서, 통화정책 개선을 위한 새로운 구조를 설계하며 신속하게 시정할 수 있을 것으로 보는가?

답변 세계 경제 내에서 차지하는 경제규모나 영향력 면에서 한국이 가장 중요한 경제 중 하나임에 의문의 여지가 없다. G20에서 한국이 중요한 역할을 하는 것은 크게 환영 받을 일이다. 그리고 G20에서 논의되었던 주요 제안들을 준수한다는 것은 매우 건설적이고 엄청난 기회라고 생각된다. 물론 이와 같은 일들은 긴 여정이 될 것이다. 지난 달에 있었던 정상회의는 이러한 과정의 시작이다. 정책위원회들은 한국이 중요한 역할을 담당하여, 그것이 비록 지나긴 여정일지라도 이러한 과정이 나아갈 지침을 제공할 것으로 기대하고 있다.

질문 현재 한국의 주가문제가 과도한 리스크 감수의 불균형 때문이라고 생각하지 않는가? 한국은 이와 같은 거시경제적 문제를 해결하지 못한 채 문제가 커지는 것을 20년

동안 방치해왔다. 본인은 앞으로 한국이 이에 대한 개선책을 내놓을 수 있는지 의심스럽다. 왜냐하면 이러한 일이 재발되지 않으리라는 확신을 국민 개개인에게 주지 못하고 있기 때문이다.

답변 이번 위기의 원인에 대한 다양한 견해가 존재하며, 분명 불균형의 문제도 있을 것이다. 이에 대해서는 많은 전문가들이 살펴보고 있다. 미국의 과소비도 그 원인 중 하나이겠지만 세계적 저축과잉에서 문제의 원인을 찾는 전문가들도 있다. 규제완화가 원인이라는 시각도 있으며 이와 관련해서 저금리가 원인이라는 견해도 있다. 아시다시피 우리는 돈을 많이 벌기 위해서 위험한 상품을 사야 했으며 파생상품 시장의 발달도 한몫 했다. 아직 초기 단계이기는 하지만 우리는 여전히 위기의 한 복판에 있다. 따라서 먼저 급한 불은 끈 후에 개선 방안을 마련하는 것이 중요할 것으로 생각된다. 분명 이에 대한 많은 논의가 이루어질 것이며, 이러한 논의는 여러 가지 면에서 금융체계에 관한 경각심을 불러일으키는데 기여해왔다. 여러 가지 방안들이 있겠으나 이와 같은 논의를 통해 건설적인 제안들이 나올 것으로 믿는다. 하지만 당장의 우선순위가 위기극복을 위한 노력임은 물론이다.

그렇다면 개선책은 있겠는가? 개선책은 분명히 있다. 그리고 이번 위기를 통해 우리가 중요한 교훈을 얻고 있으며 앞으로도 얻을 것으로 본인은 확신한다. 중요한 것은 우리가 모든 요인과 주장들을 고려하여 합리적인 방안을 마련하는 것이다. 빈대잡자고 초가삼간을 태우고자 하는 사람은 분명 없을 것이다. 이 문제에 관해서 많은 논의가 이루어질 것이며, 이번 위기에 대한 박사논문과 전문서적이 나올 것으로 보인다. 이번 위기에서 모든 사람들이 열린 마음으로 얻은 교훈이 많다.

질문 지난 2~3개월 동안 세계 언론들은 한국 경제가 또 다른 유동성 위기를 맞을 수도 있다는 부정적 전망을 내놓곤 하였다. 이러한 기사들 중 일부는 왜곡된 자료와 그릇된 정보에 기초한 것이었다. 가장 역동적인 데이터베이스에 의존하고 있는 IMF 전문가들이 한국 경제에 대한 외국 언론의 입장을 바로잡을 수 있겠는가?

답변 우리는 ‘세계경제전망(World Economic Outlook)’ 보고서를 통해 한국 경제에 대한 예측을 발표한다. 이 예측자료는 1년에 2번씩 발표되다가 그 후 4번, 그리고 지금은 대략 월 단위로 발표되고 있다. 그러므로 IMF는 이러한 평가가 가능한 한 투명하고 공개적으로 이루어지도록 노력하고 있다. 이와 같은 자료들은 객관적으로 발표되는 것이 중요하기 때문에 본인은 귀하의 견해에 전적으로 동의한다. 아시다시

피, 물론 특정 국가와는 관계없이 양질의 정보가 만들어지는 경우도 있고 경우에 따라서는 소셜 같은 정보가 만들어지기도 한다. 그러나 IMF는 최선을 다하고 있으며 항상 매우 공개적이다. 11월부터 시작된 오늘과 같은 발표는 내년 1월, 4월 등 몇 개월 마다 있을 것이다. 그리고 그 때마다 IMF의 발표자료는 업데이트될 것이며, IMF는 건설적인 역할을 하도록 최선을 다해 노력할 것이다.

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원
-
- 법인회원에 대한 서비스
연구원 주최 행사에 우선 초청
연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능
연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공
법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최
-
- 개인회원에 대한 서비스
연구원 주최 행사에 초청
행사 참가비 할인
연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공
-
- 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능
-
- 회원 가입 문의
551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
E-mail : igenet@igenet.com
<http://www.igenet.com>
-



세계경제연구원
Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호

전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339

E-mail : igenet@igenet.com

<http://www.igenet.com>