

## 미국과 일본 경제의 비교 평가

Hugh T. Patrick

오늘날의 세계에서는 경제적으로 놀라는 경우가 많다. 1997년과 1998년 아시아는 매우 불행한 일들 때문에 놀랐다. 지금 한국은 좋은 일들로 크게 놀라고 있다. 한국경제의 급속한 회복은 예상치 못한 좋은 소식이다. 일본은 아직도 제대로 돌아가지 못하고 있으며, 경제상황도 계속 좋지 못하다. 금융부문의 사정이 다소 나아지기는 했지만 여전히 안정된 성장세를 회복하지 못했다.

아마 전세계에서 가장 놀라운 일은 고성장, 저실업, 저인플레이션, 중시활황으로 요약되는 미국경제의 활황세가 계속되고 있다는 사실이다. 이것은 미국에서는 전례가 없던 것으로 일종의 수수께끼와도 같다. 우리는 어떻게 이런 상황이 나타나게 되었고, 또 그것이 얼마나 오래 지속될 것인지 알아내기 위해 애쓰고 있다.

### 한국의 구조개혁 노력

본인은 오늘 주로 미국과 일본 경제에 대해 얘기하고자 한다. 그러나 먼저 외국인의 시각에서 한국경제의 현상황에 대해 받은 인상을 이야기해 보겠다. 그러나 그 내용은 기껏해야 몇몇 사항에 대해 질문을 제기하거나 본인이 특별히 관심을 갖고 있는 몇 가지를 언급하는 정도이다. 물론 가장 중요한 사실은 1998년 중에 한국이 구조개혁문제를 해결하고, 경제를 급속하게 회복시키는데 괄목할만한 성과를 거뒀다는 것이다. 그 점에 대해 우선 모든 한국 국민들에게 축하를 드린다.

그러나 본인은 경제학자이기 때문에, 본인의 임무는 단지 사람들에게 축하를 해주는데 그치지 않고 어떤 문제나 어려움이 남아 있는지 찾아내는 것이다. 본인은 현재 한국에는 여전히 많은 문제와 어려움이 남아

있다고 보고 있다. 솔직히 말해, 본인이 가장 우려하는 부분은 경제회복이 너무 빨리 진행되면서 구조개혁 노력이 약화될 것이라는 점이다. 기업인과 은행가를 포함한 많은 사람들이 이제 ‘만사 오케이’고, 구조조정을 계속할 필요가 없다고 생각할 우려가 있다는 것이다. 왜냐하면 구조조정이 매우 고통스럽기 때문이다. 그러나 그것은 큰 오산이 될 수도 있다. 이는 현재의 세계경제는 과거와는 아주 판판이기 때문이다. 세계경제는 훨씬 더 경쟁적이고, 개방적인 형태로 변했다. OECD 회원국이자 IMF의 지침을 따르고 있는 한국도 지금 경쟁적인 환경에 처해 있다. 한국경제가 장기적으로 건강하고 성장하는 경제로 도약하기 위해서는 구조개혁을 철저히 완수해야 한다.

금융개혁문제를 살펴보자. 본인은 한국이 일본보다 훨씬 더 빨리 많은 개혁을 추진한데 큰 감명을 받았다. 일본의 경우 너무 오랫동안 늪장을 부리는 바람에 상황이 점점 더 악화되었다. 일본도 마침내 자국의 은행제도의 신뢰성을 회복하기 위해 많은 조치들을 추진하기 시작했다. 그러나 그것은 한국이 시행했던 것보다 과감성이 부족했다. 현재까지 추진된 한국의 은행부문 개혁은 매우 인상적이다.

그럼에도 불구하고 본인은 몇 가지 우려를 갖고 있다. 부실여신이 여전히 문제가 되고 있으며, 그 중 일부는 숨겨져 있다. 특히 非은행금융기관들의 부실여신이 문제이다. 은행의 경우에도 문제성 있는 여신의 분류가 정확하지 않은 것 같다. 은행들은 자사의 여신을 가급적 부실여신이나 요주의여신으로 분류하지 않으려고 한다. 그러다보니 이런 여신에 대한 대손충당금도 제대로 쌓여있지 않다. 예를 들어, 요주의 여신—약간 미심쩍기는 하지만 아주 부실하다고 보기는 어려운 여신으로서 2%의 대손충당금을 요한다—의 경우 차입자의 20~25% 정도가 기술적으로 부도상태에 있다고 들었다. 이는 문제가 보고된 것보다 더 심각하다는 뜻이다. 요주의여신 가운데 많은 부분은 실제로 훨씬 더 많은 대손충당금을 쌓아야 하는 ‘고정’ 이하로 분류되어야 할 것 같다. 현재 기업개선작업이 진행중인 84개 기업들에 대한 대출조건이 매우 낮은 금리로 변경되었다. 이런 여신들은 ‘고정’ 이하로 분류되지는 않지만 실제로 은행들의 향후 수익성에 엄청난 부담이 될 것이다. 중소기업들에 대한 여

신 가운데 50조원이 만기가 연장된 것으로 알고 있다. 이런 여신도 ‘고정’ 이하나 ‘요주의’ 여신으로 분류되지 않고 있다. 그러나 분명 그 가운데 일부는 부실여신으로 변할 것이다.

따라서 부실여신문제를 충분히 해소하기 위해서는 정부의 추가적인 대규모 자본 투입이 필요할 것 같다. 필요한 자본 규모가 어느 정도인지 잘 모르겠지만 아마 최소 10조원에서 최대 50조원 사이가 될 것 같다.

은행들에 대한 또 다른 걱정거리는 은행들이 과연 기존의 행태를 바꿀 것인가 하는 점이다. 은행들이 과연 자신들의 사고방식을 바꾸고, 차입자의 신용도를 판단할 수 있는 능력을 개발할 것인가? 또 정치권, 기업 등 외부의 압력—과거에는 대출관행을 사실상 좌지우지했다—으로부터 스스로를 잘 지켜낼 수 있을까? 수익성에 중점을 둘 것인가? 아니면 수익성과는 관계없이 관계를 유지하는 데만 관심을 기울일 것인가? 이런 것들은 정말 바뀌어야 할 관행들이다. 그러나 그것은 시간이 걸리는 문제일 뿐만 아니라 어려운 문제이기도 하다.

셋째, 일본에서처럼 한국에서도 많은 부실여신들이 은행계정으로부터 분리되어 성업공사로 이관되었다. 그러나 이 경우에도 그 부실여신들을 어떻게 처리하느냐 하는 문제는 여전히 남아 있다. 현재까지 그런 부실여신 가운데 성업공사가 처리한 규모는 매우 미미한 것으로 알고 있다. 이것은 계속 문제가 되면서 자산의 증권화, 부동산 및 담보물의 유입과 매매각 방식에 변화를 요구하게 될 것이다. 이것은 강력하면서도 효과적으로 다뤄져야 할 중요한 문제이자 어려운 문제이다.

기업들의 구조조정과 재무구조개선과 직접 관계가 있는 채원조달 문제에 대해 살펴보기로 하자. 본인이 살펴본 자료에 따르면, 많은 기업들이 이자를 낼 수 없을 만큼 수익성이 악화되어 있었다. 경제가 회복됨에 따라 수익성이 회복되어 이자비용을 지불할 수 있는 기업들에 대한 여신은 당분간 계속 유지해도 괜찮다. 그러나 경기회복에도 불구하고 이자비용을 지불할 수 없는 기업들도 많을 것이다. 이들은 금융위기가 발생하기 전부터 어려움에 빠져 있었기 때문이다.

그래서 본인은 비록 한국경제가 대체로 매우 잘해 나가고 있다는 사

실을 기쁘게 생각하면서도 이런 금융문제들에 대해서는 계속 우려하고 있다.

다음은 상위 5대 재벌에 관한 문제이다. 이들은 사회적, 경제적, 정치적으로 특수한 문제들을 제기하고 있다. 본인이 이해하기로는 이들은 넘어뜨리기에 너무 규모가 크다. 그렇다고 그대로 살려두면 너무 비싼 대가를 치뤄야 할 판이다. 이들 재벌기업들이 스스로 살아남을 수 있을까? 대부분의 경우 그럴 것이라는 생각이 든다. 각 재벌들마다 살아남는 것은 물론이고 5년 후에 자사를 더욱 강하게 만들 수 있는 경영전략을 마련하기 위해 부산하게 움직이고 있다. 그러나 한, 두 개 그룹의 경우 상황이 불확실한 것 같다. 재벌문제에 대해서는 정책 담당자는 물론이고 학자들도 계속 감독하고 분석해야 할 필요가 있다.

은행들과 주요 재벌 기업들간에 각종 경영목표 설정, 자산 매각 등에 관한 양해각서를 체결하도록 유도한 정부의 노력은 매우 훌륭한 조치였다. 그러나 어떤 기업이 보유자산을 팔고 싶어하지만 가격이 너무 높아 아무도 사지 않으려고 한다고 가정해보자. 그 때는 재벌들의 입에서 합의사항을 지킬 수 없었다는 얘기가 나오게 될 것이다. 그 경우 은행은 대출을 중단할까? 정부는 해당 기업에 심한 제재 조치를 내릴 수 있을까? 본인은 그런 일이 벌어질 가능성은 낮다고 본다. 이것은 앞으로 수개월 혹은 수년 동안 지속적으로 문제가 될 공산이 크다.

그밖에도 한국에 대해 본인이 관심을 갖고는 있지만 잘 모르는 문제들도 많이 있다. 대부분의 非은행금융기관들—손해보험사, 생명보험사, 증권사, 종합금융사—의 소유권이 몇몇 재벌기업들의 수중에 들어가고 있는 것이 걱정스럽다. 그것이 꼭 나쁘다는 뜻은 아니다. 그러나 일단 자금이 그들의 통제하에 놓이게 될 경우 그 자금이 바람직하지 못한 방식으로 배분될 위험성이 있다. 그래서 이 문제에 대해서는 면밀한 감시가 필요하다.

본인은 한국의 어느 경제학자와 기업지배구조에 관한 얘기를 나누는 적이 있다. 이 때 그 분은 사외이사나 투명성 같은 것은 아시아적 개념이 아니라고 지적했다. 그렇다! 그것은 매우 서구적인 개념이다. 이 말에 대해 본인은 기업공개나 소액주주보호와 같은 개념들도 서구적인 것이라

고 응수했다. 문제는 시장제도 하에서 소액주주들을 어떻게 보호해 주느냐이다. 그것은 우리가 기업지배구조문제를 생각할 때 반드시 해결하고 넘어가야 할 문제들이다.

## 미국경제의 활황 요인

이제 미국경제와 일본경제에 대해 살펴보기로 하겠다. 이 양국 경제는 1990년대 들어 대조적인 경제실적을 보여주고 있다. 먼저 미국경제부터 살펴보자. 미국경제의 장기호황이 지속되면서 일종의 ‘미국적 자기오만’ 같은 것이 나타나고 있다. 즉, 많은 미국인들은 미국모형이 미국뿐 아니라 전세계에 대해서도 올바른 모형이라고 믿고 있는 것이다. 언젠가 미국인들은 이 점에 관해 스스로 교훈을 얻게 되겠지만 그 시기가 지금 당장은 아니라는 점은 확실하다.

미국경제의 활황 원인을 찾아내는 일은 복잡하다. 왜냐하면 어떤 면에서 우리는 현재 그것이 창출해 낸 주요 기술혁명, 微細전자제품 혁명, 정보기술 혁명의 한 가운데에 서 있기 때문이다. 여러분들도 잘 아시다시피, 우리는 현재 정보기술의 급속한 변화로부터 혜택을 누리고 있다. 또 우리는 현재 유전자 혁명의 초기단계에 막 진입했다. 이 분야는 아마 21세기의 첫 25년 안에 가장 중요한 기술혁신이 나타날 수 있는 분야가 될 것이다.

그러나 이런 것들은 매우 장기적인 추세들이다. 현재의 미국경제를 살펴보면 경제성장이 어느 정도 둔화될 수밖에 없다는 생각이 든다. 또 경기순환의 법칙이 어느 정도 작용하고 있다고 믿고 있다. 본인이 갖고 있는 의문은 언제 경기둔화가 나타나며, 그로 인해 어떤 일이 벌어지고, 또 그 정도는 얼마나 심할까 하는 것이다. 현실적으로 볼 때, 인플레이션율은 경제실적에 대한 신호이자 정책변수가 되었다. 지난 몇 년간의 경제적 성공의 배후에는 미국이 이자율을 낮은 수준으로 유지할 수 있었던 점이 크게 작용했다. 인플레이션율이 하향 안정세를 보이는데 힘입어 통화정책을 통한 강력한 수요확대가 가능했기 때문이다. 그것은 그 전까지 미국경제가 돌아가던 원리와는 사뭇 다른 부분이었다. 왜냐하면

그로 인해 다른 것들도 모두 가능하게 되었기 때문이다.

역사적으로 미국경제에서 실업이 매우 낮은 수준으로 줄어들면 근로자들은 임금인상을 요구하게 되고, 기업들은 임금을 올려주면서 동시에 제품 가격도 인상했다. 왜냐하면 제품에 대한 수요가 아주 강했기 때문이었다. 그러나 그런 일이 지금은 일어나지 않았다. 왜 임금상승폭이 그렇게 미미할까? 우선 경제적 번영에도 불구하고 많은 미국인들은 경기가 후퇴할 경우 실직할지도 모른다는 공포감을 갖고 있다. 또, 수입제품과의 경쟁 위협이 일반 근로자들의 마음속에 아주 크게 자리잡고 있다. 그것이 근로자와 노조가 경영진에 대해 “임금을 대폭 올려달라”는 요구를 자제하게 만드는 큰 힘으로 작용하고 있다. 경영자들은 “만약 우리가 임금을 올려주면, 우리는 제품가격을 올릴 수밖에 없고, 그 경우 수입제품들이 미국으로 쏟아져 들어와 당신들은 일자리를 잃게 될 것이다”라고 응수하고 있다. 이런 우려 때문에 임금상승세가 약화되었다. 또, 미국 노조도 그 세력이 약화되었다. 지난 20년간 나타난 여러 추세 가운데 하나는 전체 노동인구에 비해 노조가입자의 비율이 떨어진 점이다. 그러나 노동비용을 감소시켜 주는 다른 일시적인 요인들도 작용했다. 기업들이 부담하는 연금분담금이 줄어들었다. 이는 주식시장의 활황으로 연금기금들의 가치가 올라 기업들의 분담금이 줄어들었기 때문이다. 의료비도 과거처럼 빠르게 오르지 않았다. 그 결과 근로자들에게 제공되는 각종 附加 給付 비용의 오름세도 미미해졌다. 그리고 1998년의 경우 미국에서는 노동생산성이 노동비용보다 더 크게 올랐다.

위험이 있다면 이런 모든 것들이 성질상 일시적인 것들이라는 점이다. 우리는 생산성이 1998년처럼 그렇게 빠른 속도로 계속 올라갈 수 있을 지 알 수 없다. 또 그럴 것으로 기대할 수도 없다. 분명히 수입물가의 하향 안정세는 일시적인 현상이다. 왜 미국의 수입물가가 그렇게 낮은 수준에 머물고 있으며, 결과적으로 미국의 인플레이션율을 낮게 유지하는데 도움을 줄까? 그 주된 이유는 아시아 위기, 일본경제의 침체, 유럽의 경제성장 둔화 등에 있다. 미국은 현재 전세계 다른 나라들의 경제상황 악화로 이득을 보고 있는 것이다. 다른 나라들의 경제가 회복됨에 따라 그들은 수출가격을 반드시 올릴 것이고, 그에 따라 미국의 수

입물가는 제조업 제품을 중심으로 상승할 것이다. 지난 몇 개월에 걸쳐 나타난 원유가격의 상승이 조만간 인플레이션 압력이 커질 수 있다는 신호이다.

왜 인플레이션이 그렇게 중요한가? 이미 언급한 것처럼, 만약 인플레이션율이 경기과열이나 수입물가상승으로 인해 오르기 시작하면, 연방준비은행(Federal Reserve Bank)에 이자율을 인상하라는 압력이 가해진다. 1999년 5월 18일에 나온 조치는 이자율을 인상하지는 않았지만 인플레이션에 대한 우려를 담고 있다. 달리 말하면, 美연방준비은행은 앞으로 금리를 올릴 지도 모른다는 신호를 보내고 있는 것이다. FRB가 이런 신호를 보낸다는 것이 앞으로 반드시 금리를 올리겠다는 뜻은 아니다. 5월 19일 아침 CNN방송에 나온 흥미 있는 논평들 가운데 하나는 FRB가 인플레이션 때문에 긴축을 해야 할 지도 모른다는 신호를 14번이나 보냈지만 실제로 금리를 올린 것은 딱 한번뿐이었다는 것이다.

따라서 이자율이 반드시 올라가리라는 보장은 없다. 그러나 1999년 5월 중순에 발표된 4월의 미국 물가상승률은 두 방향으로 해석될 수 있다. 그것이 한 달 동안의 일시적인 현상일 수도 있다. 1개월이라는 기간은 어떤 조치가 나오게 할 수 있는 충분한 정보가 되지 못한다. 그러나 만약 그것이 1개월 이상 지속되어 물가가 향후 몇 개월 동안 계속 오를 경우 이자율은 확실히 오르게 될 것이다. 그 경우 미국 내 투자와 성장이 둔화될 것이다. 그것은 아마 전세계에 심리적으로 좋지 않은 영향을 미치게 될 것이다. 그런 과정이 미국경제가 둔화되는 하나의 계기가 될 것이다.

미국경기가 둔화될 수 있는 두 번째 계기는 투자감소에서 찾을 수 있다. 즉, 경기순환이 마침내 정점에 도달하고, 또 기업들의 이윤이 감소하고, 마땅한 투자기회도 사라져 기업들의 투자가 둔화되는 경우이다. 국민소득 통계에 따르면 소비자들은 현재 자신들이 벌어들이는 것 이상으로 소비하고 있다. 즉, 미국의 가계부문의 저축률이 마이너스라는 얘기다. 그것은 단순히 통계적인 결과일 수도 있다. 미국의 법체계 하에서는 가격이 오른 주식을 팔아 자본이득을 얻더라도 그것을 수취소득으로 간주하지 않는다. 그러나 각종 세금은 수취소득에 부과된다. 만약 1998

년에 사람들이 벌어들인 자본이득을 수취소득에 포함시킬 경우 미국의 저축률은 -0.5%가 아니라 약 8%로 높아진다. 그래서 여기에는 통계적인 문제가 있다는 것이다. 그러나 대부분 미국인들은 자신들이 최상의 세계에 살고 있다고 생각하고 있다. 그러니 번 것 다 쓰면서 인생을 즐기더라도 매년 자신의 재산은 8~10%씩 늘어나고 있다. 바로 주식시장의 활황 때문에 말이다. 앞으로 수개월 안에 소비자들은 계속 그렇게 왕성한 소비를 계속해 낼 수 없을 지도 모른다. 소비와 투자가 아마 다소 둔화될 것이다. 그것이 아마 미국경제가 성장률이 연 2~2.5%인 좀더 지속가능한 수준으로 둔화되는 길이 될 수도 있다. 만약 경기둔화가 더 큰 폭으로 진행된다면 확장적인 재정·금융정책이 신속하게 추진될 것으로 생각된다. 만약 경기둔화가 너무 급박하게 진행될 것 같으면 거시경제 정책을 통해 언제든지 이를 상쇄시킬 수 있다고 본다.

미국경제가 둔화될 수 있는 세 번째 계기는 미국 주식시장이 갑작스레 붕괴하는 경우이다. 그 경우 미국뿐 아니라 전세계 투자자들의 신뢰가 큰 타격을 입게 될 것이다. 우리는 어떤 요인이 주식시장의 붕괴를 초래할 지 정확히 모른다. 그러나 대부분의 경제전문가와 자금운용자들은 1999년 중에 주식시장이 정점(頂点)에 도달한 후 하락할 것으로 예상하고 있는 점이 흥미롭다. 그러나 일반인들은 그렇게 생각지 않고 있다. 그리고 지금까지는 주식시장이 가라앉을 것이라고 얘기한 사람들이 틀렸다. 지난 2년여 동안 본인은 미국의 주식시장이 1년 안에 하락할 것으로 계속 예측해 왔다. 분명히 본인도 틀렸다. 그러나 본인은 여전히 그 얘기가 옳다고 믿고 있으며, 그래서 개인적인 투자내용을 바꾸지 않았다.

우리가 미국의 주식시장에 관한 얘기를 할 때, 서로 괴리되고 있는 여러 추세를 고려해야 한다. 대기업, 우량기업들의 주가는 매우 빠르게 올라 대부분 주가/수익 비율이 크게 상승했다. 반면 중소기업들의 주가는 별로 오르지 못했다. 시장에서의 이와 같은 불균형은 서서히 변하고 있는 것 같다. 미국 주식시장의 가장 놀라운 특징은 하이테크 기업들의 주가가 엄청나게 올랐다는 점이다. 실제로 xxx.com이라는 이름을 가진 인터넷주식의 가격은 급등과 급락을 거듭하고 있다. 1주일 사이에 30~40%씩 오르거나 내리기도 한다.

그런 현상은 두 갈래로 해석될 수 있다. 하나는 미국인들이 욕심이 많고, 무식하여 투기거품을 일으켰다는 것이다. 그러나 아마 투자자의 행태는 그것과 다소 다를 것이다. 마치 복권을 분석하듯이 하이테크 주식을 분석해야 할 지도 모른다. 딸 수 있는 확률은 매우 낮다. 그러나 일단 걸리기만 하면 그 보상은 당첨자의 생활양식을 바꿀 수 있을 만큼 아주 크다. 그런 현상이 하이테크 주식 게임에서도 일어나고 있는 것 같다. 투자자들은 하이테크 기업들의 주식을 사고는 백만장자가 되기를 바란다. 그러나 만약 그들이 투자한 돈을 잃더라도 그 때문에 그의 인생이 크게 바뀌지는 않을 것이다. 현재 하이테크 주식시장을 끌고 가고 있는 것은 바로 그런 식의 위험감수이다.

요약하자면, 본인은 지금까지 미국경제가 둔화될 수도 있는 세 가지 경우를 언급했다. 하나는 통화긴축을 초래하는 인플레이션 압력이다. 두 번째는 내수가 경기순환에 따라 둔화되는 경우이다. 그것은 재정 및 통화 정책에 의해 상쇄될 수 있다. 그러나 그 경우 아마 성장률 목표치는 낮아지게 될 것이다. 어느 누구도 4% 성장이 지속될 수 있다고 생각하지는 않는다. 2~2.5% 성장이 좀 더 합리적이다. 세 번째 경우는 주식 시장 붕괴이다. 이들 가운데 어떤 시나리오가 펼쳐지더라도 주가는 하락하게 될 것이다. 본인의 희망은 두 번째와 세 번째 경우가 함께 일어났으면 하는 것이다. 즉, 내수가 어느 정도 둔화되고, 미국 주가가 마치 1998년 초가을에 그랬던 것처럼 20~25%정도 급락할 것이다. 그렇게 되면 사람들은 미국경제에 대해 기본적으로 낙관하고 있기 때문에 지금은 주식을 살 때라고 생각하게 될 것이다. 그래서 주가는 다시 오르게 될 것이다. 그 결과 미국경제와 세계경제에 심각한 악영향은 발생하지 않을 것이다.

미국경제에 대한 본인의 진단은 지난 2년 동안 대략 동일한 내용이였다. 본인은 “향후 18개월 안에 미국경제가 둔화될 것이다”라는 얘기를 해왔다. 그러나 현재 미국경제가 금년에 크게 둔화될 것이라는 증거를 찾아내지는 못했다. 심각한 경기둔화는 내년에 시작될 지도 모른다. 만약 그런 상황이 벌어지면, 국내 요인들 때문에—한국에서처럼 미국도 내년에는 선거가 있다—정치인들을 지원하기 위해 또는 정치인들이 스스

로를 지원하기 위해 2000년에는 재정지출을 팽창시킬 것이다. 이는 경기둔화를 완충시켜 주는 힘으로 작용할 것이다.

## 일본의 경기회복 노력

미국과 일본의 경제실적은 크게 대비된다. 어떤 면에서는 매우 충격적인 정도이다. 일본인들은 자국의 1999년 경제성장률이 0.5%가 될 것이라는 전망을 두고 '성공'적이라고 표현할 정도로 일본의 경제사정은 매우 좋지 않다. 이는 성공을 아주 잘못 정의한 경우다. 이로 미뤄볼 때 일본의 경제사정이 얼마나 어려운지 짐작할 수 있다. 일본의 경기불황과 저조한 경제실적에 대한 설명은 한 줄도 없다. 기본적으로 그것은 1990년대 초 부동산시장과 주식시장의 거품폭발에 대한 정부와 기업 모두의 정책실패, 잘못된 경제운용과 낙장대응 등에 그 원인이 있다고 본다.

우리들이 일본에 대해 너무 많은 기대를 해온 것에도 문제가 있었다. 1990년대 중 일본의 경제실적은 평범했다. 그러나 1997년까지 일본은 비록 수준은 낮았지만 플러스 성장을 기록했다. 일본의 실적은 유럽국가들과 크게 다르지 않았다. 일본이 장기적인 경기침체 국면으로 들어선 것은 1997년 봄부터였다. 그리고 최근 들어서야 침체국면으로부터 회복되기 시작했다. 일본이 이런 경제혼란을 벗어나기 위해 어떤 조치를 취해야 할 지 열띤 논쟁이 벌어지곤 했다. 일본이 가장 먼저 해야 할 일은 자국의 금융제도를 뜯어고치는 일이다. 그와 관련해서 일본은 이미 몇 가지 실질적인 개혁조치들을 추진했다. 일본에서 금융위기가 일어나지는 않을 것이다. 전체 금융제도의 위기는 끝난 반면 개별 은행, 보험사, 제조업체 등이 안고 있는 많은 문제들은 아직 그대로 남아 있다.

그래서 일본경제가 돌아가게 만들 수 있는 세 가지 방안을 두고 논쟁이 벌어지고 있다. 하나는 계속 확장적인 재정정책을 실시하는 방안이다. 금년과 향후 몇 년간 추가예산편성을 통해서 말이다. 그러나 많은 전문가들은 그런 정책이 장기적으로 지속될 수는 없지만 내년 혹은 내후년까지는 계속될 수 있는 정책이라는 점을 인식하고 있다. 그것은 오부치 수상이 계속 정권을 잡고 싶어하고, 이를 위해서는 일본경제가 단

기적으로 플러스 성장을 하도록 만들어야 하기 때문이다. 그것이 하나의 방안이다.

두 번째 방안은 좀더 적극적인 통화정책을 실시하는 것이다. 하루 짜리 콜금리가 0%인 상황에서 어떤 조치가 취해져야 할 지 얼른 머리에 떠오르지 않는다. 백만 달러를 하룻밤 빌리는 비용이 거래비용을 포함해 50센트 정도에 불과하다. 그것은 너무 낮다. 이런 현상이 전체 이자율구조를 결정짓고 있다. 문제는 통화측면에서 어떤 조치가 취해질 수 있는가 하는 점이다. 그것은 이자율정책이라기 보다는 오히려 통화량 확대정책이자 공시효과를 노린 정책이다. 중앙은행이 어떤 조치를 취해야 할 지를 두고 큰 논쟁이 벌어지고 있다. 인플레이션이라는 말이 좋지 않은 단어로 인식되고 있기 때문에 일본인들은 ‘리플레이션(reflation)’이라는 말을 고안해 냈다. 예를 들어 일본은행은 “향후 5년 동안 소비자물가를 매년 2%씩 올리는 리플레이션 정책을 쓸 것이다”라고 선언할 수도 있다. 그런 정책은 현재 소비자들 사이에 깔려 있는 비관론을 깨뜨릴 수도 있는 과감한 조치가 될 것이다. 많은 소비자들은 조심스럽게 행동한다. 왜냐하면 그들은 지금 미래를 걱정하고 있으며, 또 아파트, 자동차 등을 포함한 내구재의 가격이 더 떨어질 것이라고 생각하고 있기 때문이다. 그 결과 그들은 구매행위를 미루고 있는데, 이는 현 상황에서 불합리한 행동이 아니다.

세 번째 방안은 보다 철저하고 종합적인 규제개혁을 하는 것이다. 현재 빅뱅이 진행 중인 금융부문 뿐 아니라 온갖 규제와 제약들로 인해 수익성 있는 신규투자가 가로막혀 있는 전체 서비스부문도 규제개혁의 대상에 포함시켜야 한다. 경제학자들은 통상 ‘이것 아니면 저것’ 하는 식으로 생각하는 버릇이 있다. 그러나 그런 접근방식은 현재의 일본에 대해서는 적절하지 않다고 생각된다. 일본은 재정지출확대, 통화팽창, 규제개혁을 한꺼번에 실시할 필요가 있다. 문제는 일본의 정책담당자들이 과연 현재 요구되고 있는 그런 어려운 결정을 내릴 의지와 용기를 가질 것이냐 하는 점이다.

장기적으로 볼 때 본인은 일본에 대해 보다 낙관적인 입장을 갖고 있다. 일본은 결국 현재의 경기침체로부터 탈출할 것으로 본다. 경제가 회

복되어 다시 한번 번영을 누리게 될 것이다. 문제는 그런 경기회복이 1999년 중에 일어날 지 아니면 그 이후에 일어날 지 알기 어렵다는 점이다. 외국 및 민간 전망기관들은 대부분 일본경제가 1999년 중에는 소폭의 마이너스 성장을 하고, 내년에 가면 0% 또는 소폭의 플러스 성장을 할 것이라는 전망치를 내놓고 있다. 본인의 전망은 이들보다 약간 더 낙관적이다. 그것은 경제적 이유 때문이 아니라 정치적 이유 때문이다. 1998년 7월에 실시된 일본 상원의원 선거는 자민당에 참패를 안겨주었다. 그 과정에서 모든 정치인들에게 매우 분명한 메시지가 전달되었다. “은행부문의 혼란을 일소하고, 경제를 다시 성장하게 만들어라. 그렇지 않으면 다음 선거에서 당신에게 투표하지 않겠다”는 것이었다. 정치인들은 그와 같은 인센티브에 반응하게 된다. 앞으로 일본 자민당은 내수를 부양하고, 경제성장률을 높이기 위해 매우 적극적으로 움직일 것으로 예상된다.

장기적으로 경제가 일단 회복세로 접어들면 일본경제는 OECD 평균치 정도의 성장을 하게 될 것이다. 물론 초고속 성장은 아니다. 단, 한국이 안고 있는 것과 같은 과잉생산문제를 해소한 후에 말이다. 아주 장기적으로 볼 때 일본은 매우 색다른 문제들에 직면할 것이다. 장단기간의 상충문제가 바로 그것이다. 단기적으로 노동력이 과잉 상태에 있지만 장기적으로 노동력이 부족하게 될 것이다. 단기적으로 경기부양을 위해 금리수준을 낮게 유지하고 있지만 장기적으로 보면 경쟁적인 국제금리 수준에 비해 너무 낮은 수준이다. 단기적으로 예산적자가 엄청나게 늘어났지만 장기적으로 이를 해소해야 한다. 따라서 이와 같은 장단기간의 상충문제를 어떻게 조정하느냐가 현재 일본 정책담당자들이 직면하고 있는 도전과제들이다.

분명히 우선적으로 해야 될 일은 경제를 다시 성장하게 만드는 것이다. 그러나 일단 경제가 성장하기 시작하면 예산적자폭을 줄이라는 정치적·관료적 압력이 가해질 것이다. 그러나 이는 잘못된 것이다. 그 경우 일본이 취해야 할 조치는 금리를 보다 정상적인 혹은 합리적인 수준으로 올리는 것이다. 그런 후에 아주 장기적인 관점에서 예산적자 문제에 대해 고민해야 한다.

## 한국내 저축과잉상태 발생 가능성

일본의 경험이 주는 한 가지 기본적인 문제나 교훈을 언급하면서 오늘 강연을 마치겠다. 이런 경험이나 교훈은 곧 한국에 대해서도 적절하게 될 지도 모른다. 25년 전 일본은 저축이 좀처럼 투자수요를 따라 잡을 수 없는 경제에서 투자수요가 저축보다 훨씬 더 빠르게 둔화되는 경제로 변모했다. 그 결과 일본경제 안에서 저축과잉이 발생했다. 일본 정부와 재계의 정책담당자들은 금융시장, 무역흑자, 환율, 거시경제정책 등에 대한 심각한 변화에 적응하기 위해 여러 조치들을 취했다.

향후 5~10년 정도를 내다볼 때 한국에 대해 갖는 의문은 기업들의 투자수요가 어떻게 될 것이냐는 것이다. 투자가 보다 신중해지고, 수익지향적으로 변할 것인가? 또 GNP에서 차지하는 비중이 과거보다 낮아질 것인가? 본인은 한국 가계부문의 저축률이 급락하기 어려울 것으로 보고 있다. 만약 그렇게 될 경우, 5년 안에 한국은 전혀 다른 유형의 문제들을 만나게 될 것이다. 즉, 한국은 국내투자수요보다 많은 저축, 풍부한 자금사정, 낮은 이자율, 경상수지 흑자, 원화 가치 하락, 대외자산 증가, 충분한 내수 유지에 대한 우려 등과 같은 문제와 맞닥뜨리게 될 것이다. 그것은 한국에게는 전혀 다른 새로운 세계가 될 것이다. 그러나 본인은 이런 근본적인 구조변화가 일어날 가능성이 크다고 믿고 있다. 다만 문제가 있다면 ‘그 때가 언제냐?’일 뿐이다.

### 질의·응답

**질문** 일본 경제는 10년 동안 불황에 빠져 있다. 본인은 ‘거품’의 진짜 원인이 무엇인지 궁금하다. 몇 년 전에 일본 정부의 저금리정책이 현재 거품을 야기한 원인이라고 주장하는 한 보고서를 읽은 적이 있다. 저금리정책이 지난 10년 동안 지나친 수요확대를 초래했다고 보는가?

두 번째 질문은 한국계 은행들의 부실여신 규모에 관한 것이다. 어떤

자료에 따르면, 그 규모가 600억 달러에 달한 반면 일본계 은행들의 부실여신은 약 6,000억 달러에 달하며, 일본 보험회사들의 부실여신도 약 6,000억 달러에 이르렀다. 이는 일본 금융기관들의 부실여신 규모가 한국보다 약 20배정도 많다는 뜻이다. 여기에 대한 교수의 견해를 듣고 싶다.

약 2년 전 일본은 자본금 1,000억 달러의 '아시아통화기금(Asian Monetary Fund)' 창설을 제안했다. 당시 중국은 그 제안에 반대했다. 아마 일본과의 경쟁심 때문이었을 것이다. 한국도 그 제안에 반대했는데, 이는 미국정부가 한국정부에 그 제안에 동조하지 말도록 요청했기 때문이다. 아시아통화기금의 필요성에 대한 교수의 견해를 듣고 싶다.

마지막으로, 교수는 일본은 현재 저축과잉상태에 있다고 말했다. 그렇다면 언제부터 저축과잉이 시작되었는지 알고 싶다.

**답변** 일본경제의 계속된 부진은 경제거품이 만들어졌던데 큰 책임이 있다. 또 경제거품은 이자율이 너무 오랫동안 너무 낮은 수준에 머문 데 상당한 책임이 있다. 일본은행은 1986년 저금리정책을 시행했다. 당시에는 경제가 후퇴하고 있었기 때문에 그 정책은 적절했다. 저금리정책은 1987년에도 계속되었으며 여전히 적절한 정책이었다. 왜냐하면 그것이 주택건설투자와 다른 투자들의 확대에 도움이 되었기 때문이다. 그러나 그런 정책이 1988~89년까지 너무 오래 계속되면서 거품이 만들어졌다. 따라서 당시 통화정책에 실수가 있었고 그로 인해 거품이 발생했다는 점은 분명하다. 결과적으로 그런 거품은 부실여신을 포함한 많은 문제들을 양산했다.

거품을 발생시킨 두 번째 원인은 전후 일본에서는 도시지가와 부동산 가격이 한번도 떨어진 적이 없었다는 점이다. 말하자면 부동산은 가장 안전한 담보물이었던 셈이다. 그래서 은행들을 비롯한 금융기관들은 위험에 대한 잘못된 인식을 근거로 매우 위험한 여신까지 해주었던 것이다. 실제로 그것은 우리가 지나치게 역사적 증거에만 의지하여 미래 추세를 예측할 때 나타나는 여러 문제들 가운데 하나다. 그것은 1998년 9월 미국의 롱텀 크레딧 매니지먼트社(Long Term Credit Management Company)가 쓰러진 원인이기도 했다. 예측을 하는데 그와 같은 근본적

인 실수를 범한 사례들은 역사에 잘 기록되어 있다. 일본인들도 그와 같은 근본적인 실수를 저질렀다.

거품은 그런 문제의 한 부분에 불과하다. 일본정부가 1990년대 중반에 거시경제정책의 판단을 잘못 내렸다. 1996년 일본 정책당국은 경제를 부양하기 시작했고, 실제로 경제가 회복되기 시작했다. 이 때 그들은 비극적인 실수를 저질렀다. 즉, 경기회복이 충분히 완료되었기 때문에 이제는 예산적자를 줄이기 위해 재정긴축을 할 수 있다고 생각한 것이다. 그 결과 경기회복세의 숨통이 막혀 버렸고, 대신 경기침체가 시작되었다. 그것은 대장성의 입김이 많이 들어간 정부의 정책오류였다. 사실 어느 나라고 할 것 없이 재무성은 항상 예산적자를 줄이고 싶어한다. 그것은 큰 실수였다. 일본경제는 전후 가장 긴 침체의 늪으로 빠져들었다.

한국과 일본이 안고 있는 부실여신의 상대적 규모에 관한 질문에 답하겠다. 일본의 부실여신이 한국의 20배라면 한국에게는 분명 좋은 소식이 될 수도 있겠다. 왜냐 하면 한국이 상대적으로 덜 나쁘다는 얘기이기 때문이다. 그러나 한국인들은 자신들의 문제들을 걱정하고 또 해결해야 한다. 일본 은행들의 부실여신에 대한 민간 추정치는 너무 높은 것 같다. 비록 정부와 은행들의 추정치는 여전히 너무 낮기도 하지만 말이다. 다행히 보험사들은 여전히 未실현 자본이득 형태로 숨겨져 있는 준비자산을 보유하고 있다. 그러나 확실히 일부는 진짜 어려운 상태에 있다. 청산되어야 할 부실여신의 규모가 일본의 경우 아주 크다. 또 아마 한국보다 훨씬 더 심한 것 같다. 그러나 일본경제는 한국경제에 비해 더 크고, 더 강하며, 더 부유하여 그런 손실쯤은 능히 처리해 낼 수 있음을 명심해야 한다.

또 부실여신과 관련하여 기억해야 할 것은 이미 발생한 손실을 재분배하는 문제이다. 진짜 문제는 ‘누가 그 손실을 감수할 것인가?’하는 점이다. 예금자들인가? 물론 아니다. 그렇다면 은행의 주주들인가? 대답은 ‘그렇다’이다. 납세자들인가? 아마 그럴 수도 있겠다. 따라서 우리는 이것이 현재의 손실을 재분배하는 방식이라는 사실을 인식해야 한다.

세 번째 질문에 답하겠다. 1997년 늦여름에 일본이 제안한 ‘아시아통화기금’은 그 당시 좋은 구상이었다. 그것이 처음 제안되었을 때, 당연

한 우려는 AMF의 여러 조건들이 IMF 것들보다 더 관대할 것이라는 데 모아졌다. 또 그것이 IMF의 영향력을 약화시킬 것이라는 우려도 있었다. 그것이 미국이 그 제안에 반대한 우선적인 이유였다. 그런 후 일본을 포함한 몇몇 국가들이 새로운 제안을 내놓았다. 즉, 각종 조건들을 IMF와 함께 하자는 것이었다. 그러나 미국은 지엽적인 이유들을 들어 여전히 여기에 반대했다고 생각된다. 솔직히 말해 미국인들은 일본의 힘이 지나치게 커져 동남아시아로 확대되는 것을 우려하고 있다. 그것은 잘못된 시각이라고 본다. 미국은 일본의 영향력을 너무 지나치게 우려해서는 안된다. 설령 그런 상황이 벌어지더라도 미국은 이를 거부하기 보다는 오히려 그런 영향력을 어떻게 건설적으로 활용할 수 있을 지 생각해 보아야 한다.

또 당시에는 아시아위기가 얼마나 심각하게 될 것이며, 또 얼마나 많은 자금이 필요하게 될 지 아무도 몰랐다. 그것은 실수였으며, 그 영향이 지금 나타나고 있다. 자금공급이 아시아통화기금이 아닌 다른 방식으로 이루어지고 있다. 즉, 일본의 '미야자와 기금(Miyazawa Fund)'이 그것이다. 최근 일본정부가 제안한 것은 다른 아시아 국가들의 정부채 발행에 대해 보증을 제공하는 것이다. 만약 아시아통화기금이 앞으로 설립되더라도 딜레마는 항상 있게 마련이다. 즉, '어떤 조건들이 부과될 것이며, 그리고 그것이 실제로 얼마나 강력하고 효율적으로 운영될 것인가?' 하는 점이다.

본인은 이런 새로운 아시아의 자금공급원에 반대하지 않는다. 그러나 여기에는 많은 기술적·정책적 문제들이 있다. '어디서 자본을 조달할 것인가? 일본 이외에도 중국이나 한국이 돈을 낼 것인가?' 등이 그것이다.

넷째, 일본에서의 저축과잉 현상은 제 1차 석유파동이 일어났던 1974~5년경에 나타났다. 기업투자가 급락한 반면 저축은 오히려 그 기간 중에 늘어났다. 보다 장기적으로 봤을 때, 저축-투자 갭은 주로 투자 급감 때문에 발생했다. 이는 기업인들이 일본 경제가 매년 10%씩 영원히 성장하지는 못할 것이라는 사실을 인식한데 따른 현상이다. 일본경제가 연평균 5~6%씩 성장할 수 있을 지 모른다. 그러나 당시 일본경제는 석

유과동에 대한 사태수습과 구조조정으로 인해 둔화되고 있었기 때문에 어느 누구도 저축과 투자간의 괴리확대가 갖는 장기적인 함축성을 이해하지 못했다.

만약 싱가포르나 타이완 같은 소규모 경제의 경우 경상수지 흑자가 GNP의 10%에 달할 수도 있다. 또 그렇더라도 아무도 여기에 관심을 기울이지 않을 것이다. 반면 일본이 GNP의 10%에 달하는 경상수지 흑자를 내는 것은 정치적으로 용납되기 어렵다. 전세계 다른 국가들의 산업에 너무 큰 조정압력이 가해질 것이기 때문이다. 만약 똑같은 상황이 한국에서 벌어진다면, 그 다음 문제는 과연 전세계 다른 나라들은 한국이 계속 GNP의 5~10%에 달하는 경상수지 흑자를 기록하도록 용인해 줄 것이냐는 것이다. 내 생각으로는 아닐 것 같다. 그것은 앞으로 딜레마가 될 가능성이 있다.

**질문** 하이테크 산업에 대한 투자에 관한 질문이다. 미국과 일본간의 경제실적 차이는 양국이 하이테크 산업에 얼마나 많은 투자를 했느냐에 달려 있다. 미국의 경우 많은 투자가 이루어진 반면, 일본의 경우 그렇지 못하다. 이 문제에 대한 교수의 견해를 듣고 싶다.

둘째, 통상적으로 일본의 경제정책 담당자들에게 권고되고 있는 세 가지 정책방안들에 관한 교수의 견해를 듣고 싶다. 그 세 가지 방안은 한국에도 적용될 수 있는가? 그 방안이란 재정정책을 통한 경기부양, 보다 적극적인 통화정책, 그리고 규제개혁 등이 그것이다. 이 세 가지 정책방안들이 모두 현재의 한국에도 적용될 수 있는가?

**답변** 미국과 일본의 하이테크 회사들을 살펴보면, 대기업들은 연구 개발에 많은 투자를 하고 있음을 알 수 있다. 따라서 그 점에서 양국은 크게 다르지 않다. 차이가 나는 것은 미국에는 소규모 신설법인, 즉, 벤처 캐피탈에 기초한 회사들이 아주 많이 있다는 점이다. 그들 가운데 일부는 크게 성공했다. 그것은 미국식 사회·경제 체제하에서 가장 효과적으로 나타날 수 있는 현상이다. 벤처 캐피탈 산업이 성공하기 위해서는 많은 것들이 필요하다. 새로운 아이디어를 가진 사람과 기술적으로

완벽하면서도 상업적으로 응용될 수 있는 새로운 제품이 있어야 한다. 그런 후 그런 신설법인에 자금을 대고 경영을 해 줄 사람이 있어야 한다.

자금은 큰 문제가 아니다. 일본의 많은 벤처 캐피탈 자금들이 일본기업들이 아니라 실리콘 밸리 쪽으로 흘러 들어가고 있다. 일본에는 두 가지 문제가 있다. 첫째, 벤처 자본가의 핵심적인 역할은 자금을 공급할 뿐만 아니라 프로젝트들을 매우 신중하게 평가하여 자금 공급 여부를 결정하는 일이다. 보통 하나의 벤처 캐피탈 회사는 50~100개의 프로젝트를 살펴본 후 10개 정도에만 자금을 대기로 결정한다. 자금을 대는 일이 단지 돈 문제에만 그치는 것이 아니라 해당 기업의 경영에 건설적으로 개입하게 되는 것을 의미한다. 10개 기업 가운데 5개는 실패하고, 2~3개는 겨우 수지를 맞추는데 그치고, 1개는 크게 성공할 것이다. 결과적으로 그 전체 거래는 아주 수지가 맞게 된다. 그러나 그것은 프로젝트를 평가할 수 있는 능력을 필요로 한다. 현재 일본에는 그와 같은 전문적인 서비스를 제공할 수 있는 기관이나 사람이 많지 않다.

두 번째 문제는 실패한 기업가의 향후 진로에 관한 것이다. 실패나 칠전팔기를 용인하는 자세가 바로 실리콘 밸리와 미국의 방식이다. 일본의 경우 한번 실패하거나 대기업을 떠나면 경력이라는 측면에서 불 때 사망한 것이나 다름없게 된다. 그 사람의 향후 기회는 크게 제약을 받게 된다. 따라서 일본에서 자기 사업을 하기 위해 대기업을 그만두는데 따른 비용은 엄청나게 높다. 반면 미국에서는 그 비용이 매우 낮다. 한국도 기업가가 되고자 하는데 어느 정도의 비용이 발생하게 만들지 고민해 볼 필요가 있다고 생각된다.

정책권고에 관한 본인의 간단한 대답은 '그렇다'이다. 즉, 세 가지를 동시에 실시해야 한다는 것이다. 한국은 현재 그렇게 하고 있다. 한국은 현재 필요한 정도로 재정지출을 늘렸고 통화정책도 완화시켰다. 한국경제 내의 생산과잉이 해소되고 경제가 원래의 안정적인 성장세를 회복할 때까지 이 두 가지 조치는 계속 실시되어야 한다. 규제완화와 개혁은 한국 뿐 아니라 전세계 모든 나라들이 추진해 나가야 할 매우 중요한 장기적·구조적 문제이다.

**질문** 오늘 강연에서 환율문제에 대한 언급이 전혀 없었다. 이 문제에 대한 교수의 견해를 듣고 싶다. 주지하다시피 미국의 루빈(Robert Rubin) 재무장관이 곧 사임하고 서머스(Lawrence Summers) 부장관이 그 뒤를 잇게 될 것이다. 루빈 장관이 추구한 여러 중요한 정책들 가운데 하나는 ‘달러강세’ 정책이었다. 달러강세는 ‘엔화약세’를 의미한다. 물론 서머스 부장관은 루빈 장관과 좋은 팀을 이뤘다. 그래서 많은 이들은 서머스 차기 재무장관도 달러강세 정책을 계속 밀고 나갈 것으로 보고 있다. 비록 서머스가 부장관으로 취임했던 초기에는 그런 정책에 반대하기도 했지만 말이다. 교수가 보시기에 환율정책이 특히 인플레이션 면에서 미국경제와 일본경제에 얼마만한 영향을 미칠 것으로 보는가? 본인은 지금 고정환율제도를 도입해야 한다고 주장하는 것은 아니다. 환율 불안 때문에 일본 투자자와 소비자들이 외환시장이 안정되었다는 것을 확인하기 전까지는 투자하거나 소비하지 않으려고 한다는 점을 주장하고 싶은 것이다. 이 문제에 대한 교수의 견해를 듣고 싶다.

**답변** 본인은 루빈 장관의 사임을 그가 현재 금융시장과 세계경제여건이 안정되어 있다고 생각하는 하나의 표시로 해석한다. 그는 1년 넘게 사임하고 싶어했다. 그러나 너무나도 많은 일들이 벌어지면서 그의 사임이 사실상 불가능하게 되었다. 따라서 어떤 의미에서 보면 그의 사임은 현재의 상황이 그렇게 나쁘지 않다는 신호인 셈이다. 그러나 서머스 신임장관이 환율정책에 대해 갖고 있는 견해로 비춰볼 때 그가 어떤 식으로 나올 지 아직 예측할 수 없다.

미국의 달러강세 정책이 수입물가를 낮추고 인플레이션을 억누르는데 도움이 된 것은 분명하다. 경제가 순조롭게 성장하고 있는 한 그런 정책이 실업, 미국기업들의 경쟁력 약화 등과 같은 문제를 야기하지는 않았다. 그것은 1985~1986년의 경우와는 대조적이다. 당시의 달러강세 정책은 많은 미국기업들에 타격을 입혀 그들을 매우 어려운 상황에 빠뜨렸다. 미국의 정책적 사고방식이 어떻게 2,000~3,000억 달러의 경상수지 적자를 받아들일 수 있는 쪽으로 바뀌었는지 정말 놀라울 따름이다. 그것도 이 문제를 논쟁거리로 만들지 않은 채 말이다. 많은 사람들은 그

것이 미국으로 하여금 높은 경제성장을 하도록 돕는 여지로 작용하고 있다고 얘기하고 있다. 달러강세는 엔약세를 의미할 뿐 아니라 원화와 바트화를 비롯한 다른 통화들의 약세를 의미하기도 한다. 그러나 그것이 유로화의 약세를 의미하는지는 확신할 수 없다. 솔직히 말해, 유로화와 달러화간의 관계에 대해서는 잘 모르겠다.

정의상 한 통화가 강해지면 다른 통화는 약해지게 마련이다. 분명히 한국은 달러강세로부터 득을 보게 된다. 그것은 한국이 미국으로 더 쉽게 수출할 수 있다는 점에서 그렇다. 그러나 일본과의 경쟁에서는 엔화 약세로 피해를 보게 된다. 따라서 한국경제의 시급한 문제는 엔화가 어떻게 될 것인가 하는 점이다. 일본이 현재 경기부양책을 추진하고 있기 때문에 엔화는 마땅히 120엔대에서 130~135엔대로 절하되어야 한다. 한국사람들 뿐만 아니라 많은 사람들이 엔화가 언제 달러당 140엔대로 떨어질지 촉각을 곤두세우고 있다. 중국인, 동남아시아인, 심지어 미국인 까지도 그런 걱정을 하고 있다. 일본의 경기부양책이 어떤 결과를 몰고 올 지 분명치 않다. 그러나 그것은 한국의 원화가 너무 빠르게 절상되고 있다는 위험성이 있을 수도 있다는 것을 의미한다. 본인은 그것이 일종의 정책문제라고 생각한다.

만약 우리가 환율이 안정된 세계에서 살면서 가격안정성을 위한 대가를 지불할 필요가 없다면 정말 좋을 것이다. 주요 통화들간의 환율이 불안정한 이유는 각국은 모두 저마다의 거시경제정책을 추구하고 싶어하기 때문이다. 각국은 나름대로의 정책목표들을 갖고 있고, 그것들을 어떤 국제기구들에게도 양보하지 않으려 한다. 이제 유럽인들은 강력한 유럽을 만들기 위해 개별 국가들의 자율성을 내놓는 색다른 선택을 했다. 앞으로 그것이 어떻게 작동할 지 두고 볼 일이다. 그러나 미국이 유로화나 엔화와 달러화간의 환율을 고정시키는 제도를 도입할 준비가 되어 있다고는 생각되지 않는다.

Distinguished Lecture Series 99-04

**Reflections on Korean Recovery and Contrasting  
Present-Day U.S. and Japanese Economic  
Performances**

Hugh Patrick  
*Professor*  
*Graduate School of Business*  
*Columbia University*



## **Reflections on Korean Recovery and Contrasting Present-Day U.S. and Japanese Economic Performances**

Hugh Patrick

This is a world full of economic surprises. In 1997 and 1998, we had very unhappy surprises, certainly in Asia. Now we are having big and very positive surprises in the case of Korea. The rapid recovery of the economy in Korea is very unexpected, and of course, happy news. Somewhat less expected is the surprise that the Japanese still cannot get their act together and that their economy continues not doing very well. They have made some improvements in the banking system but they still have not entered economic recovery and resumed a steady growth path.

Perhaps the biggest global surprise has been the continued strength, indeed the boom, of the American economy in which we have had rapid growth, very low unemployment, very low inflation, and a booming stock market. This is unprecedented for the United States and quite a puzzle. We are trying to figure out how it came about and, more importantly, how long it will last.

### **Korean Structural Reform Efforts**

I want to talk mainly about the American and Japanese economies. But first, let me present some impressions of the current Korean economic situation from the perspective of an outsider. All I can do is raise questions or note matters which are particularly interesting to me. Of course, the most important thing is how impressive the performance has been over the course of 1998, both in really tackling the structural reform issues and now in the rapid recovery of the

economy. I really congratulate all Koreans on that.

However, since I am an economist, my job is not simply to congratulate people but to look for remaining problems and difficulties. And I worry that Korea still has problems and difficulties. My greatest fear, frankly, is that the economic recovery is proceeding so fast that it will weaken the efforts to maintain and carry through the structural reforms.

It is very tempting for business leaders, bankers and others to say that things are becoming okay now and that they do not have to continue the reform process because it is very painful. That would be a big mistake because the world economy is a very different economy now. It is a more competitive, open global economy. Korea, a member of the OECD and following the guidelines of the IMF, is now in a different competitive environment. To continue to be a healthy growing economy in the long run, Korea must carry through on these reforms fully.

In considering Korean financial reform, I have been deeply interested and impressed that Korea has progressed much more rapidly than Japan. Japan procrastinated far too long and the problems became worse and worse. They have finally done a number of things to restore the credibility of their banking system, but it has not been nearly as drastic as what Korea has done. Korea's banking reform has been very impressive so far.

I have several worries nonetheless. I think the non-performing loan problem still exists and remains somewhat hidden. It is certainly a problem in non-bank financial institutions. But even in banks, I suspect that the classification of problem loans is not being done with full accuracy. After all, banks have incentives not to classify loans as bad or precautionary. The loan-loss reserves against these loans are too low. For instance, I have been told that for loans that are classified as precautionary, i.e. a little dubious but not too bad – and which only require 2% of loan-loss reserves – something like 20-25% of those borrowers actually are technically insolvent. That

suggests the bad loan problem is much more severe than reported. Probably many precautionary loans should actually be in the substandard category which would require much higher loss reserves. In addition, for the 84 large companies in which work-out programs are underway, loan terms are being lengthened and with very low interest rates. Those loans are not classified as substandard, but in reality they are a tremendous drag on the future profitability of the banks. I understand also that 50 trillion won of loans to medium- and small-sized enterprises have been rolled over. These loans have not been classified as substandard or precautionary. Surely, some are going to be problem loans.

Thus, my impression is that additional substantial capital injection by the government to banks will be required in order to overcome fully the non-performing loan problem. I do not have any idea how much will be required. Maybe 10 trillion won would be too little, while 50 trillion won may be more than enough.

My second concern about the banks is whether or not they will change their behavior. Will they change their way of thinking, and develop the ability to judge borrower credit-worthiness? Are they able to insulate themselves from the outside pressures—political, business, and others—that have so dominated lending behavior in the past? Will they focus on profitability or will they continue to be concerned more about maintaining relationships regardless of profitability? Those practices have to change but it takes time and is difficult.

Third, like Japan, a lot of the bad loans have been taken off the bank books and placed, in the case of Korea, with the Korea Asset Management Company (KAMCO). But once that is done, the question is how are those bad loans to be disposed of. My impression is that, so far, only a trivial amount has actually been disposed of by KAMCO. This is going to be an ongoing problem that will require changes in asset securitization and in collection and resale of real estate and other collateral. This is an important and difficult problem

which must be tackled strongly and effectively.

As for finances directly related to corporate restructuring and refinancing, data I have seen suggest that there are a large number of companies that cannot earn sufficient profits even to cover their interest payments. As the economy recovers, for those companies that are able to restore profitability and earn enough to cover their interest payments, carrying them temporarily is not a bad policy. However, there will be a number of companies that even with a recovery will not be able to cover their interest payments because those companies were in trouble even before the financial crisis hit.

So, even as I feel delighted about how well the Korean economy is doing in general, these are financial issues I continue to worry about.

How about the big five chaebol? They pose a particular set of important social, economic, and political problems. As I understand it, they are too big to fail, but too expensive to keep alive. Will they keep themselves alive? I think in most cases they will. We can see, chaebol by chaebol, development of business strategies that in most cases will enable them not only to survive but also, five years from now, to be stronger than ever. But there are one or two cases that do not seem to be so clear. The chaebol problems and conditions will require ongoing monitoring and analysis by academics as well as policymakers.

The government effort to require memoranda of understanding between banks and major chaebol borrowers with performance criteria of various kinds, and the selling off of assets and other measures, is a very good approach. But suppose a company says it wants to sell off an asset but sets the price so high nobody wants to buy it. Then the time comes when the chaebol says it could not meet that agreement. Is the bank going to stop lending? Is the government going to have the courage to put severe restrictions on that borrower? I doubt it. This is likely to be a persistent problem for months and even years ahead.

There are many other issues about Korea which I am interested in and know less about and do not have time to discuss here. It is of concern to me that the ownership of most of the non-bank financial institutions—casualty insurance companies, life insurance companies, securities companies, asset management companies, merchant banks—is increasingly concentrated in the hands of a few chaebols. That is not necessarily bad but there are dangers that once those funds come under their control they will be allocated in ways that are not prudential or desirable. This is another matter requiring careful monitoring.

I was discussing corporate governance with a Korean economist colleague who pointed out that outside directors and transparency are not Asian concepts. They are very Western. I replied by saying that selling shares to the public and having minority stockholders is also a Western concept. The problem is how to protect the minority stockholders in such a market system. These are the sorts of problems to be worked through as we consider corporate governance issues and systems.

### Driving Factors of U.S. Economic Growth

Now, let me turn to the United States economy and the Japanese economy, which have exhibited such contrasting patterns of performance in the 1990's. I will begin with the U.S. This amazing period of sustained prosperity in the United States is also creating a kind of American hubris. Many Americans believe that the American model is the right model for the world, not just for America. I suspect that we will learn our lesson about that eventually, but certainly not right now.

Trying to understand American prosperity is complicated because we are in the midst of a major technological revolution, the microelectronics revolution and the information technology revolution that it has spawned. We are now obtaining the benefits of the rapid

changes in information technology, as you well know. And we are just at the beginning of a bio-genetic revolution, which will probably create the most important technological breakthroughs of the first quarter of the twenty-first century.

However, these are very long-term trends. As we consider the United States economy today, I am one of those who believe that some slowdown in the U.S. economic growth is inevitable. We have not outlawed or eliminated the business cycle. So the questions for me are: when will the slowdown come, what will cause it and how severe will it be? In a very real sense, the inflation rate has become both the symbol of and the policy variable for economic performance. The story of the last few years of success has been the ability to maintain stable, low interest rates in the economy, combined with strong demand stimulus through monetary policy, because of the low, and in fact declining inflation rate. That has been the unusual part of the American story because it has made everything else possible.

Historically, when the American economy reached very low unemployment, workers would demand wage increases and companies would give them and raise prices accordingly since demand for their output was very strong. That has not happened this time. Why have wage increases been so moderate? I think, first of all, that despite prosperity many Americans fear they will lose their jobs somehow if things slow down. The threat of import competition looms very large in the minds of ordinary workers. I think that has been a very moderating force when workers and their unions go to management and ask for a large wage increase. Management replies, "Well, if we do that, we'll have to raise the prices and then Korean steel (or whatever product) will come into our country and you won't have a job." That sort of concern has moderated wage hike pressures. Also, labor unions have become weaker in the United States. One of the trends of the past twenty years has been the decline in the membership in unions relative to the total labor force. However, other labor-

cost reducing causes have been more temporary. Pension costs have declined for companies because the stock market has raised the value of the pension funds, thus allowing company contributions to be reduced. Medical costs are not rising as fast as they were before, so the fringe benefit costs of labor have moderated. And the U.S. has finally had a surge in productivity growth over the last year that has offset labor costs.

The danger is that all of these are somewhat temporary in nature. We do not know that productivity improvement will continue to grow so rapidly as it did last year, and cannot expect it to. Certainly, low import prices are a temporary phenomenon. Why are American import prices so low and accordingly beneficial in holding down the inflation rate? It is because of the Asian crisis, stagnation in the Japanese economy, and slow growth in Europe. America has benefited from the relatively mediocre economics or poor economic performance of the rest of the world. As the rest of the world economies pick up, inevitably their export prices will rise and thus U.S. import prices will rise, both directly for manufactured goods, and probably more importantly, for commodity prices. The recent rise of the price of oil over the last few months is indicative of the potential changes and inflationary pressures that are likely to develop.

Why is inflation so important? As I have suggested, if inflation starts to rise due to the overheating of the economy or the ending of the special benefits of cheap imports, then there will be pressure on the Federal Reserve Board (Fed) to raise interest rates. In its decision on May 18, 1999, it decided not to raise rates but indicated a concern about possible future inflation. In other words, the Fed is sending a signal that it may tighten in the future. The fact that the Fed sends this signal does not mean that it will necessarily raise interest rates. One of the interesting comments on CNN this morning was that the last fourteen times the Fed has sent a signal like this indicating it may have to tighten because of inflation, it actually raised interest rates only once.

So there is no guarantee that interest rates will necessarily rise. The April rise in U.S. prices reported in mid-May 1999 can be considered in two ways. It may just be a one-month blip. One month is not enough information to base policy on. However, if it turns out to be more than that, if prices continue to rise in the next couple of months, you can be almost certain that interest rates will rise, thus slowing down investment and growth in the United States. It probably will have adverse psychological effects around the world. Such a process is one channel for a U.S. slowdown.

A second channel for slowdown would be if, in fact, the business cycle does finally peak out and business investment slows as profits decline and corporations see less worthy investment opportunities. Consumers are now, according to the national income statistics, spending more money than they earn, so that American households have a negative savings rate. That happens to be a statistical artifact. Under U.S. law, when people realize capital gains by selling stock at a profit, those capital gains are not counted as earned income. However, the tax they have to pay is subtracted from their earned income. If the capital gains that people received last year are included, the saving rate in the United States last year was probably 8%, not -0.5%. This is a statistical problem. From the viewpoint of most Americans, we are in the best of all worlds. We can spend everything we earn, enjoy life, and still have our wealth increase 8-10% every year because of the stock market boom. In the coming months, consumers may not continue to spend so aggressively; consumption and investment will probably slow down a bit. That would be one way in which the economy could slow down to a more sustainable, normal rate of growth of around 2-2.5% a year. If the slowdown were to be more severe, I think we would see fiscal and monetary policy responding rather expansively and quickly. If the slowdown seems to be too abrupt, macroeconomic policy can readily offset that.

The third channel for slowdown in the American economy is a

sudden sharp decline in the U.S. stock market which would shake investor confidence in the United States, and probably also in the rest of the world. We do not know exactly what would set off a major drop in the stock market. I find it fascinating that many professional economists and money managers seem to expect that the stock market will peak and then decline this year. But ordinary people do not. So far, those predicting the stock markets will decline have been wrong. During the last two years, I have been predicting that the stock market would go down within a year. I have been wrong, obviously. I still think my view is correct, so I have not changed my personal portfolio adjustments.

Any discussion of the U.S. stock market has to take into account several divergent trends. The prices of large companies, blue chip companies, have gone up very rapidly; most now have very high price/earnings ratios. On the other hand, the prices of smaller companies have lagged. This imbalance in the market seems to be changing gradually. Perhaps the most startling aspect of the American stock market has been the extremely high increase in the prices of high-tech companies. Internet stocks, in fact any company named Dot-Com, seems to have very rapid increases in its prices and very rapid drops, 30-40% up or down in a week.

There are two ways of interpreting that phenomenon. One is that Americans are greedy and ignorant, and have created a speculative bubble. Perhaps investor behavior is somewhat different, though. Maybe we should analyze the high-technology stock market the same way we analyze a lottery. The chance of winning is very small, but the winner wins enough to change his or her lifestyle. It seems to me to be the high-tech game. An investor buys some shares in a high-tech company, and hopes to become a millionaire. But if you lost that money, it does not change your life so much. It is that kind of risk-taking that is now driving the high-tech stock market.

To summarize, I have suggested three ways in which the Ameri-

can economy will probably slow down. One is inflationary pressures which lead to a tighter monetary policy response. A second is normal business cycle slowdown in domestic demand. This can be offset by expansive fiscal and monetary policy, but probably with a lower target of growth. No one thinks that 4% growth is sustainable; 2-2.5% growth is more reasonable. And the third is a stock market crash. In all of these scenarios, there will be some decline of stock prices. My hope is that we will have a combination of the second and third. There will be some slowdown in domestic demand and a rather sharp decline in U.S. stock prices—maybe 20-25%—as the U.S. had early last fall. At that time, people will continue to be fundamentally optimistic about the U.S. economy and consider it a good time to buy stock. The stock market will pick up again. So, there will not be any serious adverse effects on the American economy and thus on the world economy.

Thus, my prognosis for the American economy is about the same as it has been for the last two years. I have been saying that within the next eighteen months, the economy will slow down. At present I do not see any evidence that it will slow down substantially this year. It may start to slow down early next year. If it does, for domestic reasons—as in Korea, the United States has an election next year—we will probably see some budgetary stimulus in 2000 to help the politicians—or for the politicians to help themselves, and that will be a moderating force against severe economic slowdown.

### Japanese Stimulus Efforts

The contrast between the American economic performance and the Japanese performance is profound and, in a sense very shocking. It is a sad state of affairs when the Japanese state that a 0.5% growth rate this year would amount to success. That is an extraordinary definition of success. It indicates how difficult Japan's economic situation is. There is no single explanation of the Japanese recession

and poor economic performance. Fundamentally, it is due to some policy mistakes, economic mismanagement and the slowness of everyone, both government and corporate policymakers, to respond to the bursting of the real estate and stock market bubbles of the early 1990's.

Part of the problem is that we are very used to having high expectations of Japan. Japan's performance during the 1990's was mediocre, but up until 1997 Japan experienced positive, though low, growth. Japan's performance was not so different from the European economies. It was not until the spring of 1997 that Japan entered into the long, slow recession that it is only beginning to emerge from now. There has been a big debate in Japan and among foreign specialists about what it should do to get out of this economic mess. Obviously, the first thing Japan has to do is fix the financial system. They have undertaken substantial reforms. There is not going to be a financial crisis in Japan. While the systemic crisis is over, many problems remain for individual banks, insurance companies and others, including many industrial corporations.

In terms of how to get the economy moving again, people are debating three options. One is continued stimulative fiscal policy, another supplementary budget this fall and for the next couple of years. Many realize that in the long-run, this is not a sustainable policy, but for the next year or two it certainly can be continued. This is in large part because Prime Minister Obuchi wants to stay in power and he must deliver positive growth in the short-run. That is one policy route.

A second choice is a more aggressive monetary policy. It is difficult to think what that would be when overnight interest rates are zero. The cost today of borrowing one million dollars overnight, including the transaction costs, is about fifty cents. That is extraordinarily low. This, of course, shapes the entire interest rate structure. What then can be done on the monetary side? It is probably not interest rate policy so much as an expansion of monetary aggregates

and efforts to achieve positive announcement effects. There is major debate as to what the central bank should do. Since inflation is a bad word, the Japanese invented the word "reflation." For example, the Bank of Japan might announce: "we will have a reflation policy of 2% a year rise in the CPI for the next five years." That would be a bold act which might break the pessimism of consumers that exists today. Many consumers are cautious both because they are anxious about the future and because they also think that the prices of apartments, cars, and other durables will go down. They are postponing purchases, which is not unreasonable behavior under current conditions.

The third option is a much more thorough and comprehensive set of deregulation policies, not only in the financial services, where indeed the Big Bang is working its way through, but in a whole range of service sectors where all kinds of regulations and restrictions persist, reducing opportunities for new, profitable investment. Economists think of alternative choices: do either this or that. I do not think such an approach is appropriate for Japan today. Japan needs both fiscal expansion and monetary expansion along with deregulation all at once. The question is whether Japanese policy makers will have the will and the courage to make the difficult decisions needed today.

In the long-run, I am more optimistic about Japan. It will come out of this recession eventually; it will recover and prosper once again. The difficulty lies in trying to figure out whether the economy will pick up this year or later. Most of the foreign projections and private Japanese projections are that this will be a year of slightly negative growth and that next year will be flat, maybe slightly positive. I am somewhat more optimistic, not for economic reasons but for political reasons. The Upper House elections in July 1998 were a resounding defeat for the Liberal Democratic Party (LDP). It sent a clear message to all politicians: clean up the banking mess and get the economy growing again or we will vote you out of office. Politicians respond to those incentives. I expect the LDP to be quite aggressive in trying

to expand demand stimulus and doing what it can to get the growth rate increasing sooner and more rapidly.

In the longer run, once recovery has occurred, Japan will then be growing at an OECD rate, not a super-fast rate, after it overcomes its current output gap, similar to Korea's output gap. In the very long run, Japan faces a very different set of problems. There are many contradictions between the short and long-run in Japan. In the short-run, there is labor surplus; in the long-run, there is labor-shortage. In the short-run, interest rates are very low in order to stimulate the economy; in the long-run, they are far too low for an effective international interest rates structure. In the short-run, Japan must run a huge budget deficit in the government budget, while in the long-run it has to be eliminated. How to handle these contradictions between the short-run and the long-run are the challenges that policymakers face.

Clearly, the most immediate priority is to get the economy growing again. However, once the economy is growing, the political and bureaucratic pressure will probably be to reduce the budget deficit. That would be a mistake. What Japan should do then is raise interest rates to a more normal, reasonable level, and address the budget deficit issue only after that is in the far longer term.

### Expected Saving Surplus in Korea

Let me end with one fundamental issue or lesson of the Japanese experience that may soon become relevant for Korea. About twenty-five years ago, Japan shifted from being an economy in which savings could barely keep up with business investment demand to an economy in which the investment demand slowed down even more than the savings rate slowed, creating a savings surplus in the economy. Japanese government and business policymakers have done various things to try to adjust what has been a profound change for financial markets, the trade surplus, the exchange rate, and macroe-

conomic policy.

The question for Korea, as I look ahead to the next five to ten years, is what is going to happen to business investment demand. Is it going to become more cautious, more profit-oriented? Is it going to be a substantially lower percentage of GDP than it has been in the past? I doubt that the Korean household saving rate will decline sharply. If so, then Korea five years from now may be facing a very different set of problems. Korea may have more savings than domestic investment needs, easy money, low interest rates, a current account surplus, a cheap won, expanding foreign assets and worries about adequate domestic demand. That would be a very new world for Korea. I think this fundamental structural change is likely to occur. The question merely is when.

#### Question & Answer

---

**Q** The Japanese economy has been in recession for ten years. I am interested in knowing the real cause of the "bubble." Some years ago I read one report which said that the low interest rate policy of the Japanese government was the cause of the bubble today. The low interest rates caused excessive demand for the last ten years.

My second question refers to the size of Korean banks' non-performing loans. According to one source, it amounts to US\$60 billion, while the size of Japanese banks' non-performing loans is about US\$ 600 billion and that of Japanese insurance companies is another US\$ 600 billion. This means that Japanese institutes have twenty times as many non-performing loans as Korea. What is your view on this?

Also, around two years ago, Japan proposed the idea of an Asian Monetary Fund (AMF) with a capital of US\$100 billion. At that time, China was opposed to the idea, maybe because of its sense of rivalry with Japan. Korea also opposed this idea simply because the American government told Korea not to agree on this. What is your view

on the desirability of the concept of an AMF?

Finally, you mentioned that Japan started to have a savings surplus problem. I would like to know what year the savings surplus started.

**A** The causes of the continued poor performance of the Japanese economy were indeed substantially due to the creation of the bubble which was in turn due largely to the fact that the interest rate policy stayed too low for too long. The Bank of Japan instituted that low interest rate policy in 1986. It was good then because the economy was slowing down at the time. It continued in 1987 and was still good because it helped stimulate housing and other investment. But it continued too long in 1988-89 and created a bubble. So, it is quite clear that there was a mistake in monetary policy at that time, causing a bubble. Subsequently, that bubble created many problems, including the huge non-performing loan problem.

A second reason for the bubble was that in post-war Japan, the price of urban land and real estate had never gone down. So, real estate was considered the safest collateral. Banks and others made loans, including some very risky loans, with major misperceptions of risk. Indeed, this is one of the problems in relying excessively on historical evidence in trying to predict future trends. That was the problem for the U.S. Long Term Credit Management Company hedge fund fiasco in September 1998. Such fundamental errors in expectations are well recorded in history. The Japanese made such a fundamental error.

The bubble was only part of the problem. The government made a series of poor macroeconomic policy judgments during the course of the mid-1990s. Finally in 1996, they successfully stimulated the economy so that recovery was underway. The government then made a tragic mistake in thinking that recovery was complete enough that they could shift from fiscal stimulus to fiscal tightness in order to reduce the budget deficit. That choked off the recovery and instead created a recession. That was a government policy mistake

influenced very much by the Ministry of Finance, which in Japan as in every country always wants to reduce the budget deficit. It was a major error, and the Japanese economy is in its longest recession in the postwar period.

On the second question regarding the relative size of non-performing loans in Korea and Japan, I suppose it would be very nice for Korea if Japanese loans were twenty times as bad, because then Korea would be relatively less badly off. But Korea has to worry about its own problems and solve them. Private estimates of Japanese bank bad loans may be too high, though government and bank estimates are still too low. The insurance companies fortunately still have some hidden reserves in terms of unrealized capital gains, but certainly some are in real trouble. The magnitude of non-performing loans that have to be written off is very large in the Japanese case and perhaps more severe than in Korea. Remember that it is a bigger, stronger, and richer economy and it is more capable of absorbing those losses.

Remember that for bad loans, the issue is really a reallocation of losses that have already occurred. The real question is who is going to bear that loss? Is it going to be the depositors? Of course not. Is it going to be the shareholders of the bank? Yes. Is it going to be the taxpayer? Probably. So, we have to recognize this is a process of the reallocation of existing losses.

On the third question, the AMF proposal by Japan in late summer of 1997 was a good idea at the time. When it was initially proposed, the legitimate concern was that its terms would be much more lenient than those of the IMF. It was thought that would undermine the effectiveness of the IMF. That was the initial reason the United States opposed the proposal. Then the Japanese and others agreed that the conditions and terms be the same as the IMF's. The U.S. still opposed, but for narrow reasons. Frankly, the U.S. government was worried about Japan's excessive power and expansion in Southeast Asia. In my mind, that was a mistaken view. We should not worry

so much about Japanese power. If it is going to happen, it will happen and the U.S., rather than resisting, should consider how such power could be utilized constructively.

Also, at that time no one understood how severe the Asian crisis was going to be and how much of a need there would be for additional money. That was a mistake; now we see the effect. The funding is coming about in a different way, not as an Asian Monetary Fund but as the Japanese Miyazawa Fund, and the recent Japanese government proposal to insure government bond issues of other Asian countries. The dilemma always is if an Asian Monetary Fund is set up in the future, what will the terms and conditions be and how rigorously and effectively will it be managed in practice?

I am not so opposed to a new Asian source of funding, but there are many technical and policy problems. Where would the money come from? Not only from Japan. Would China put money in? Would Korea put money in?

Fourth, the savings surplus in Japan showed up around 1974-5, at the time of the first oil crisis. Business investment dropped very sharply while savings went up during that crisis. Over the longer run, the saving-investment gap was due mainly to the sharp decline in business investment as businesses came to realize that the economy was not going to grow at 10% a year forever. It might grow at 5-6%. But because that was a cyclical period of adjustment to the oil crisis as well as other kinds of structural adjustment, we did not really understand the longer-run implications of the developing gap between savings and investment.

A small economy such as Singapore or even Taiwan can run a current account surplus of 10% GNP and nobody really will care. Politically it is not possible for Japan to run a current account surplus of 10% GNP; the adjustment pressures on the industries in the rest of the world would be too great. If the same pattern happens in Korea, the future problem is whether the rest of the world would tolerate Korea running a current account surplus of 5-10% of GNP on

a sustained basis. I suspect not. That is going to be a potential future dilemma.

**Q** Regarding investment in high-tech industries, the difference between the U.S. and Japanese economic performance is due to the extent these two countries invested in high-tech industries. In the U.S. much investment was made. But it was not the case in Japan. What is your view on this?

Second, what are your views on the three policy options which are usually recommended to Japanese economic policymakers? Are these three options also applicable to Korean policy? The recommendations are first, stimulation of the economy through fiscal policy, and also more aggressive monetary policy and deregulation. Are all these three policy recommendations applicable to Korea today?

**A** In the case of high-tech industries in both the U.S. and Japan, large high-tech firms are engaging in a great deal of investment in R&D. So, that is not so different. What is different is that the United States has so many small start-up companies, venture capital based companies, some of which have become extraordinarily successful. That seems to be something that can occur most efficaciously in the American social economy. To have a successful venture capital industry, several things are necessary. There should be some people who have a new idea and a new product that is technically sound and potentially commercially applicable. Then, there must be people who will finance and help manage the start-up company.

Money is not really the problem. There is a great deal of Japanese venture capital money available that is going to Silicon Valley, not to Japanese firms. The Japanese have two problems. First, the key role of the venture capitalist is not just to provide money but to provide very careful evaluation of the projects and to decide which ones to finance and which ones not to finance. Typically, a venture capital firm will consider fifty or a hundred projects and decide to finance

maybe ten. Financing is not just money, it means becoming constructively involved with the management. Of those ten, five companies will fail, two or three will break even or barely stay alive, and one or two of them will be extraordinarily successful. Accordingly, the total deal is very profitable. But it takes a special kind of ability to evaluate projects. There are not many Japanese institutions or individuals who can provide that expertise.

The second problem is the career path of failed entrepreneurs. The attitude that if one fails, he or she can move on and try again, is very much a Silicon Valley and American attitude. In Japan, if you fail once, if you leave a large company, you are dead – not literally dead, but in terms of your career, your future opportunities are very limited. So, the cost of leaving a large Japanese institution to start up your own company is extraordinarily high. In America, it is very low. I think Korea needs to worry about whether it is creating high or low costs for people to become entrepreneurs.

As for the policy recommendations, the short answer is yes, Korea should do all three. And Korea is doing them. Korea is engaged in fiscal expansion, which is necessary, and implementing an easy monetary policy, which is also necessary. Both policies should continue cyclically until the economy's output gap is eliminated and Korea once again achieves steady growth. Deregulation and reform are long-run structural issues that are even more important for Korea and indeed every participant in the global economy.

**Q** During your discussion, the exchange rate question was not mentioned. I would like your views on this issue. As we all know, Secretary Rubin has resigned from his post and Larry Summers will take over his post soon. One of the very conspicuous policy lines pursued by Secretary Rubin was a strong dollar policy. A strong dollar means a weak yen. Of course, Larry Summers has made a good team with Rubin. So, many speculate that he will continue the strong dollar policy, even though in earlier days, Larry Summers

had different views on this. How much do you think the exchange rate policy affected the performance of the U.S. economy, particularly on the inflation front, and the performance of the Japanese economy? For instance – and I am not arguing for any fixed exchange rate regime – but because of the uncertainty in the exchange rates, Japanese investors and consumers will not invest or consume until they see that the foreign exchange market is stabilized. What are your views on this?

**A** Incidentally, I interpret Mr. Rubin's resignation as an indication that he thinks financial markets are calm and the world situation is calm. He has been wanting to retire for more than a year, but so many things happened that he felt he couldn't. So, in a sense it is a sign that things are not so bad. However, I cannot predict how Larry Summers will behave in terms of his views on exchange rate policy.

It certainly is true that the strong dollar policy of the United States helped in keeping import prices low and helping hold down inflation. As long as the economy was growing well, it did not cause any problems of unemployment or lack of competition for American firms. That was in contrast with 1985-86, when the strong dollar undermined a number of American companies and was a very difficult situation. It is really remarkable how our policy thinking changed to be able to accept a current account deficit of US\$200-300 billion without it being a debated issue. We are saying that is the margin that is helping us continue our rapid growth. A strong dollar means not only a weak yen, it means a weak won, baht, and many other currencies. I am not sure that it means a weak euro. I do not understand the euro/dollar relationship very well, frankly.

By definition, if one currency is strong, other currencies that counter are weak. Clearly, Korea benefits from the strong dollar in the sense that it is easier to export to the United States, but Korea is hurt by the competition from Japan and the weak yen. I think the

most immediate issue for Korea is what the yen is going to be. The policies that Japan is pursuing of stimulus suggest that the yen ought to be weakening from 120 to 130-135. When it gets close to 140, everyone starts to get nervous, not just the Koreans. The Chinese, the Southeast Asians, even the Americans worry. It is not clear to me what is going to happen in terms of the policy stimulus but it does imply that, for Korea, there may be the danger that the won has been appreciating too rapidly. I think that is a kind of policy issue.

It would be very nice if we lived in a world of stable exchange rates where we did not have to pay the price for that stability. The reason we have volatility between the major currency exchange rates is because each country wants to pursue its own macroeconomic policies. Each country has its own objectives and is not willing to give them up to some international authority. Now, the Europeans are on a different path in which they are preparing to give up national autonomy for the sake of a European strength. We will see how that works out. However, I do not think the United States is prepared to have a fixed exchange rate system with the euro or the yen.

