

2016 IGE Distinguished Lecture Forum

**2016년 세계 경제의 주요 이슈와 리스크**

The Key Themes and Risks  
of the Global Economy in 2016

Hung Tran



## 흥 트란 (Hung Tran)

국제금융협회(Institute of International Finance, IIF) 수석전무, 국제통화기금(IMF)의 통화·자본시장국에서 글로벌 금융 안정성 보고서(Global Financial Stability Report)를 담당함.

런던 라보뱅크 인터내셔널(Rabobank International) 상무이사, 수석 경제학자 및 국제연구책임자를 역임함(1998~2001). 도이치뱅크(Deutsche Bank) 재직 시 뉴욕, 프랑크푸르트, 싱가포르에서 주재하며, 글로벌 채권 연구 책임자(1987~1990), 도이치뱅크 연구소 공동 상무이사(1991~1995)를 역임함. 뉴욕의 메릴린치(Merrill Lynch)와 살로몬브라더스(Salomon Brothers)에서 국제 채권 연구를 수행한 바 있음.

# 2016년 세계 경제의 주요 이슈와 리스크<sup>1</sup>

홍 트란(Hung Tran)

국제금융협회(IIF) 수석전문

오늘 강연의 주제는 ‘약세시장(bear market)과 중앙은행의 유동성’입니다. 좀 더 솔직히 말씀드리면, ‘중앙은행의 과도한 활동 혹은 개입과 펀더멘탈 악화’ 라고 할 수 있겠습니다. ‘펀더멘탈 악화’야말로 오늘 강연의 핵심 주제이자, 여러분께 전하고 싶은 메시지입니다. 세계 경제의 공급 측면 즉 펀더멘탈이 악화되고 있기 때문에 지금까지 우리가 경험하지 못했던 현상이 발생하고 있는 것입니다.

먼저, 베어마켓 전망에 대해 말씀드리고자 합니다. 올해 초부터 금융시장, 특히 주식시장이 크게 요동치면서 폭락했습니다. 이러한 현상은 중국에서부터 시작돼 전 세계로 퍼져나갔습니다. 그러나 저는 좀 더 장기적 관점에서 현재 우리가 어디에 있는지 설명하고자 합니다. 다음은 세 가지 중요한 요점입니다.

첫째, 지난 10일간 시장이 다소 안정되면서 회복세를 보이고 있습니다. 하지만 안심하지 마십시오. 제가 보기에는 이는 단기적인 안정과 일반적인 시장 변동성 현상일 뿐입니다. 폭락을 촉

---

1. 본 글은 2016년 2월 23일 “IGE Distinguished Lecture Forum” 에서 홍 트란 국제금융협회 수석전문가 강연한 내용을 녹취하여 정리·번역한 것으로 연사의 개인 의견을 밝혀둔다.

발시킨 근본적인 문제는 아직 해결되지 않았습니다. 시장이 압력을 받고 있던 연초와 비교하면 전혀 새로운 것이 없습니다. 그 증거로 지난 2월에 발표된 유럽, 미국, 일본, 중국의 구매관리자지수(Purchasing Managers Index, PMI)를 보여드리겠습니다. 구매관리자지수는 전 세계적으로 크게 하락했습니다. 특히, 중국 제조업의 관리자지수가 37.5%로 하락했다는 것을 보여줍니다. 이 수치는 50선에서 한참 떨어진 수치입니다. 지금까지 서비스 부문은 중국 경제를 안정시킬 수 있는 희망으로 여겨졌습니다. 왜냐하면 서비스 부문의 규모가 꾸준히 커져 GDP의 절반 이상을 차지하게 되었고, 계속 성장하고 있기 때문입니다. 하지만 그 서비스 부문조차 37.5%로 하락했습니다. 이는 폭락을 초래한 주요 원인인 성장 부진, 수요 부족, 더딘 회복이 여전히 해결되지 않았을 뿐만 아니라 오히려 가속되고 있는 것을 의미합니다.

둘째, 빨간색 선(성숙시장, mature market)을 보시면 2015년 중반 이후로 지수가 20% 하락하는 하락장이 나타났습니다. 이는 장기적 추세로 보았을 때 완만한 조정입니다. 2009년 이후 우리는 여전히 회복세에 있습니다. 문제는 우리가 여기에 머물 수 있을지, 아니면 하락에 대한 오버슈팅이 추가로 발생할지입니다.

## BEAR MARKET IN PERSPECTIVE

### Equity Market Performance: EM vs. DM

index, 1999=100



Source: Bloomberg, MSCI, IIF.

셋째, 더욱 흥미로운 점이 있습니다. 신흥시장의 현 상황이 세계 시장에서 일어나는 현상을 이해하는 열쇠가 될 것입니다. 1999~2003년 사이에 성숙시장(mature market)과 신흥시장의 주식시장 움직임은 대체로 일치했고, 대부분 같은 방향으로 움직였습니다. 그러나 2000년 초반부터 2008년에 금융위기까지 그리고 2011년부터 2014년까지 위기에서 회복하는 동안 신흥시장의 주가가 성숙시장에 비해 상당히 높은 수익률을 냈습니다. 신흥시장의 주가가 엄청나게 상승했습니다. 2003년부터 2014년까지 약 10년이 넘는 기간 동안 신흥시장이 금융시장에서 낸 수익률이 성숙시장의 수익률보다 약 4~5배 더 높았습니다. 이때가 신흥시장의 황금기였고 “BRICs” 라는 용어가 생겼습

니다. 또한 신흥시장의 경제 성장이 성숙시장보다 6~7%포인트 앞서 나갔습니다. 성장률에서 가장 크게 격차가 벌어졌던 시기는 2008년입니다. 그 덕분에 막대한 자본이 신흥시장으로 흘러들었고, 신흥시장 국가들은 높은 성과를 낼 수 있었습니다. 지금은 당시, 특히 2014년에 나타났던 흥분이 가라앉으면서 신흥시장 주가가 급격히 하락하고 있습니다.

그동안 신흥시장 국가가 빠르게 성장하고 금융시장이 호황을 누렸던 핵심 동력은 원자재 가격이었습니다. 1999~2011년까지 원자재 공급은 85% 상승했고 모든 원자재 가격이 올랐습니다. 그러다 2011년 이후 줄곧 하락해서 지금은 약 60% 수준이 되었고, 모든 원자재 가격이 하락했습니다. 신흥시장이 빠른 성장 기간에 변화를 일구고, 구조개혁을 단행하고, 제도를 바꾸고, 경제를 개선하고, 위기에 대비하여 다각화된 현대 경제로 쇄신하리라는 희망은 대체로 실망스러운 결과를 낳았습니다. 몇몇 모범적 사례가 있기는 하지만, 대부분 신흥국들은 좋은 시기를 활용해 필요한 조치를 취하는 데 실패했습니다. 여기서 핵심은 파란색 선(신흥국)이 계속 내려가서 10년 전과 마찬가지로 빨간색 선(성숙시장)과 만나게 된다는 것입니다. 그러므로 앞으로 신흥시장은 더욱 실망스럽고 저조한 성과를 낼 것입니다.

## BEAR MARKET IN PERSPECTIVE

### Equity Market Performance: EM vs. DM

index, 1999=100



Source: Bloomberg, MSCI, IIF.

이번 폭락의 또 다른 특징은 은행이 정면으로 타격을 입은 것입니다. 전체 지수가 2015년 중반의 정점에서 20% 하락하였고, 아래 그래프에서 알 수 있듯이 올해 초부터 미국과 유럽, 일본, 그리고 여러 신흥국들의 은행 부문이 급격히 하락했습니다. 누구도 예외 없이 하락하고 있습니다. 유럽에 비해 미국의 은행부문 하락폭이 크지는 않지만, 흥미롭게도 일본과 신흥시장 은행도 급락했습니다. 무슨 일이 일어나고 있는 것일까요?

여기서 명심해야 할 것은 여러 국가, 특히 신흥국의 성장 부진과 높은 부채입니다. 성장 부진과 높은 부채로 인해 불량 채권과 신용 비용이 증가했고 모든 은행의 규제 요건이 강화되었습니다. 이런 복합적 상황으로 인해 은행의 수익률이 하락했습니다.

기본적으로 수익이 전혀 없습니다. 이제 투자자들은 이러한 규제 · 경제 · 금융 환경에서 은행이 소득과 이익을 실현할 기회가 매우 적다는 것을 깨닫고 있습니다. 그 결과 주가가 폭락한 것입니다.

## BANKS BEAR THE BRUNT OF SELLOFF

### Bank Equity Market Performance Since End-2008

MSCI, indices, rebased, end-2008= 100



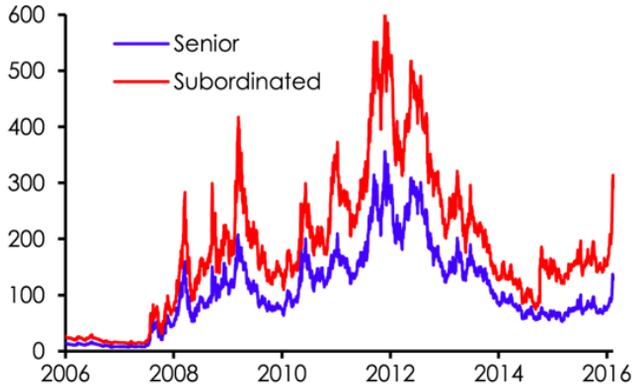
Source: MSCI, IIF.

또한, 주식시장 폭락은 다른 우려로 변졌습니다. 전부는 아니라도 일부 은행에는 코코본드(조건부자본증권, Contingent Convertible, CoCo Bonds)와 같은 후순위차입금(subordinated debt)이 있습니다. 아래 그래프에서 보듯이, 후순위차입금의 스프레드가 상당히 상승했습니다. 2012년 무렵 유럽 은행들이 유럽 국가 부채 위기를 겪고 있을 당시에 비할 바는 아니지만, 2009년 금융위기 당시 겪었던 정점에는 가까워지고 있습니다. 무언가 잘못되었고 여전히 불안감이 존재합니다.

## PRESSURE ON SUBORDINATED BANK DEBT

### European Financials: CDS Spreads

basis points



Source: iTraxx, Bloomberg, IIF.

‘낮은 수익률’ 이야말로 모든 문제의 핵심입니다. 금융위기 전, 은행은 적어도 투자자들에게 관심을 끌만한 ‘고위험, 고수익 (high risk-high return)’ 이라는 모델을 제공했습니다. 수익률은 변동성이 매우 높고 위험하며, 시장 변화에 영향을 받지만 상당히 높은 수익을 올릴 수 있었습니다. 제대로만 하면 상당히 큰 수익을 얻을 수 있었습니다. 높은 위험을 감수하면 높은 수익을 얻을 수 있었던 것입니다. 금융위기 이후 정책 입안자들은 이를 우려하여 과거 모델에서 벗어나고자 했습니다. 즉, 위기 발생 시 세금을 투입해 실패한 은행을 구제할 위험을 최소화하기 위해 ‘저위험, 저수익(low risk-low return)’ 은행 환경으로 옮겨가고자 했습니다. 저위험, 저수익 환경이 더욱 안전하고, 꾸준하고 안정적인 경제성장에 도움이 된다고 생각했습니다.

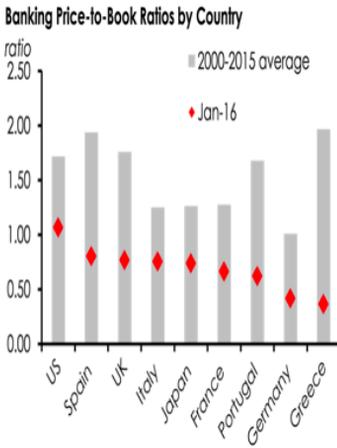
지금까지 우리가 겪은 현상은 그러한 비전에 대한 현실 확인 (reality check)입니다. 저수익은 실현되었지만, 위험이 낮아지는 않았습니니다. 우리는 한 발짝 물러서서 생각해보아야 합니다. 은행은 공익사업이 아닙니다. 은행은 물이나 전기 발전소와 같은 공익사업체로 운영될 수 없습니다. 공익사업은 등급을 규제하고, 자본수익률을 규제할 수 있습니다. 따라서 수익성과 수익은 낮지만 매우 안전하고, 신뢰할 수 있는 안정적 소득이 발생할 수 있습니다. 그러나 은행을 이 모델에 적용할 수는 없습니다. 어느 규제기관도 은행에 안정적이고 신뢰할 수 있는 수익을 보장하지 못합니다. 간단한 은행 사업인 기업 대출조차 기본적인 지역 경제에 전적으로 의지합니다. 경제가 호황을 누린다면 경제에 베타 기업이 많기 때문에 은행도 더 높은 수익을 올릴 수 있습니다. 그러나 경제가 침체된다면 은행도 함께 침체됩니다.

은행이 더욱 복잡한 상품과 투자 사업, 거래 상품을 다루면, 환경은 더 어려워지고 시장은 불확실해지며, 규제 부담은 더욱 커집니다. 은행 사업 모델의 쌍방에서(일반적인 은행업이든 도매 투자 은행업이든) 적절한 소득을 발생시키기 점점 더 어려워집니다. 미국 은행은 자기자본이익률이 금융위기 이전보다 절반 정도 하락한 약 9%에 불과하지만, 그럭저럭 대응해나가고 있는 듯합니다.

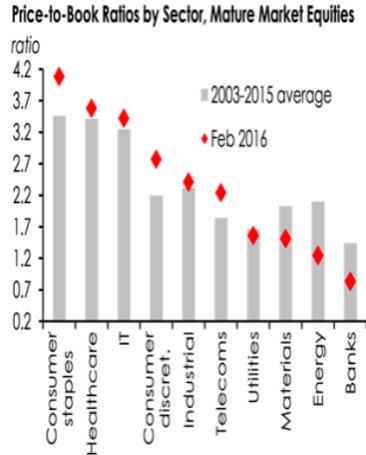
정말 걱정해야 할 것은 유럽 은행들입니다. 기본적으로 유럽 은행들은 금융위기 이후 지금까지 자본 비용보다 자기자본이익률(Return on Equity, ROE)이 낮은 상태입니다. 장기적으로 이러

한 상황은 지속될 수 없습니다. 그에 따라 시장 참가자들은 은행을 낮게 평가하게 되었습니다. 아래 차트의 왼쪽은 국가별 주가장부가치비율(price-to-book ratio)입니다. 미국은 아직 평균 약 1배 정도로 주가장부가치비율이 높지만, 많은 은행이 드러나지 않게 장부가치 이하로 거래하고 있습니다. 그러나 유럽, 영국, 일본 등지에서는 주가장부가치비율이 장부가치보다 훨씬 낮습니다. 그리스의 경우, 금융위기로 인해 이 비율이 장부가치보다 훨씬 낮아졌습니다. 독일의 경우, 한 두 개의 주요 은행으로 인해 가치가 매우 저평가되었습니다.

## LOW P/B VALUATION



Source: Bloomberg, IIF.



Source: Bloomberg, IIF.

차트의 오른쪽은 은행과 공익사업을 비교한 것입니다. 현재 은행은 다른 경제 부문보다 주가장부가치비율의 평가가 더 낮습

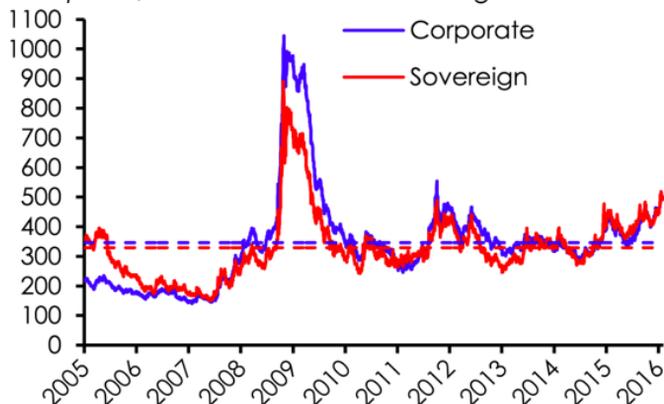
니다. 은행과 공익사업을 비교할 경우, 전 세계적으로 공익사업의 자기자본이익률은 약 5~6%이지만 주가수익비율이나 주가장부가치비율은 훨씬 높습니다. 시장 참가자들이 은행의 수익률이 낮음에도 불구하고 위험이 여전히 높다고 평가한다는 것을 알 수 있습니다. 이러한 조합은 지속되기 매우 어렵습니다.

채무 상환 능력에 대한 우려는 신흥국으로도 확산되었습니다. 지난 8년간 신흥시장에서 국가 부채는 상당히 많이 누적되었습니다. 특히, 신흥국의 기업 부문 기록을 보면 잘 알 수 있습니다. 이 스프레드는 꾸준히 상승하고 있고, 앞으로 더욱 상승할 것입니다. 여기까지가 오늘 강연의 1부였습니다.

## EM SOVEREIGN/CORPORATE SPREADS

### Emerging Markets: Sovereign & Corporate Bond Spreads

basis points, dotted lines=2005-15 averages

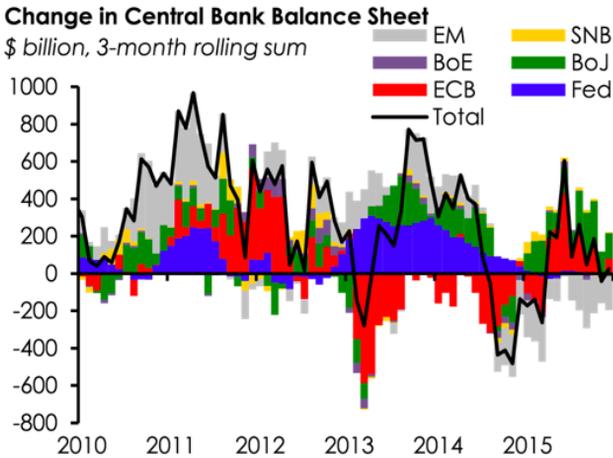


Source: Bloomberg.

강연의 두 번째 주요 내용은 중앙은행이 불확실성, 변동성 및 혼란을 부추기고 있다는 것입니다. 글로벌 금융위기 이후, 미 중앙은행인 연방준비제도(Federal Reserve Bank, Fed·연준)와 영란은행을 비롯한 중앙은행은 상황을 안정시키고, 혼란을 낮춰 회복할 기반을 마련하는 데 도움을 주었습니다. 특히, 미국은 2009년부터 지금까지 꾸준히 회복하고 있습니다.

중앙은행의 조치는 점점 정책 효과가 줄어드는(diminishing return) 영역으로 들어가는 듯합니다. 중앙은행들은 막대한 유동성을 공급했습니다. 덴마크, 스위스, 스웨덴을 비롯한 많은 유로존 국가와 일본의 중앙은행은 금리를 제로뿐 아니라 마이너스의 영역으로 끌어내렸습니다. 또한 현재 연준이 이런 흐름에 편승해 금리를 마이너스로 내릴지 그 귀추에 많은 사람들이 주목하고 있습니다.

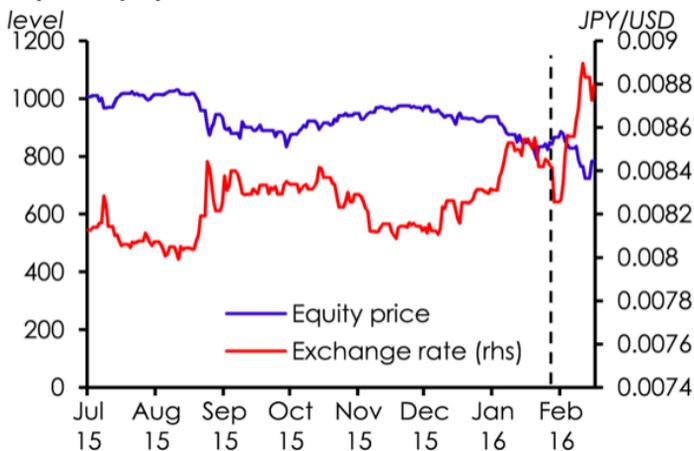
## CB LIQUIDITY PROVISION



중앙은행이 양적 완화를 통해 달성하고자 했던 세 가지가 더는 힘을 발휘하지 못하기 때문에 정책효과가 감소하고 있습니다. 첫째, 중앙은행은 양적 완화를 통해 통화 가치를 낮추고자 했습니다. 그러나 효과가 없습니다. 일본중앙은행이 1월 29일 정책 금리를 마이너스로 낮춘다고 발표한 이후, 지금까지 엔화는 가치가 하락하기는커녕 오히려 7% 상승했습니다. 주식시장은 반대로 6% 하락했습니다. 이 정책은 더 이상 의미가 없습니다. 둘째, 대출을 촉진하는 것도 효과를 보지 못했습니다. 일본은 2012년 이후 일본중앙은행의 강력한 개입에도 불구하고 대출이 제자리걸음을 하고 있습니다.

## JAPAN: EQUITY PRICES AND YEN/USD

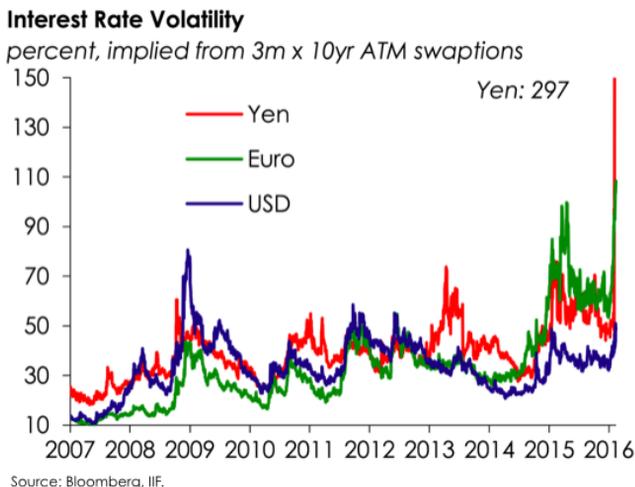
Japan: Equity Prices and FX rate



Source: Bloomberg, IIF.

마지막으로 위험 자산에 투자하고, 전반적으로 높은 수준의 자산 평가 환경에서 부채를 늘리는 것은 성장을 미래에서 빌려오는 것 밖에 안됩니다. 중앙은행의 전략이 성공해서 더 많은 신용이 발생한다면 단기에는 성장을 유지할 수 있겠지만 부채 수준이 높아져 미래에 더 큰 문제가 발생하게 됩니다. 그래서 중앙은행이 변동성 증가에 상당히 기여한 것이 아닌가 싶습니다. 아래의 그래프를 보면 아시겠지만, 지금은 2009년 금융위기가 한창일 때 아주 높았던 변동성 수준을 상회하고 있습니다. 특히, 엔화 금리 변동성이 매우 큼니다.

## HUGE INTEREST RATE VOLATILITY



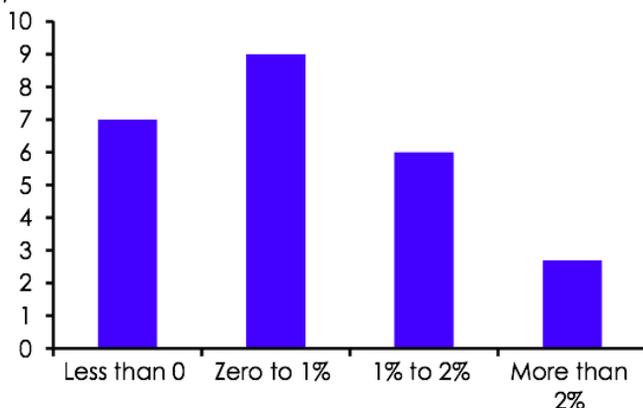
수익률이 마이너스로 하락하면서 성숙시장 국채 7조 달러가 제로 이하의 마이너스 수익률을 제공하고, 9조 달러가 0~1%의 수익률을 제공합니다. 즉, 은행에는 매우 적대적 환경입니다. 은

행은 상승형 수익률 곡선에 따라 만기 전환에서 소득을 얻습니다. 낮은 금리로 단기 예금을 받고, 장기 대출을 해줍니다. 은행은 상승형 수익률 곡선에서 소득을 얻습니다. 중앙은행의 정책으로 인해 수익률 곡선이 제로에 가까워진다면, 은행이 얻을 수 있는 복합적인 소득이 감소하게 됩니다. 그 결과 은행이 소득을 발생시킬 수 있는 설득력 있는 사업 모델을 제시할 수 있을지에 의문이 생깁니다. 앞서 말했듯이 일본은 1월 29일을 기점으로 정책을 반대로 뒤집었습니다.

## NEGATIVE YIELDS

**Negative Yielding Government Bonds**

\$ trillions



Source: Bloomberg Global Developed Sovereign Bond Index

그러나 지금은 모두가 이해하려고 노력해야 하는 주요 중앙은행이 있다면, 그것은 연준이 아니라 중국의 중앙은행인 인민은행(People's Bank of China, PBoC)입니다. 중국 인민은행이 많은 정책을 펼치고 있지만, 어떤 목적을 어떻게 달성하고자 하

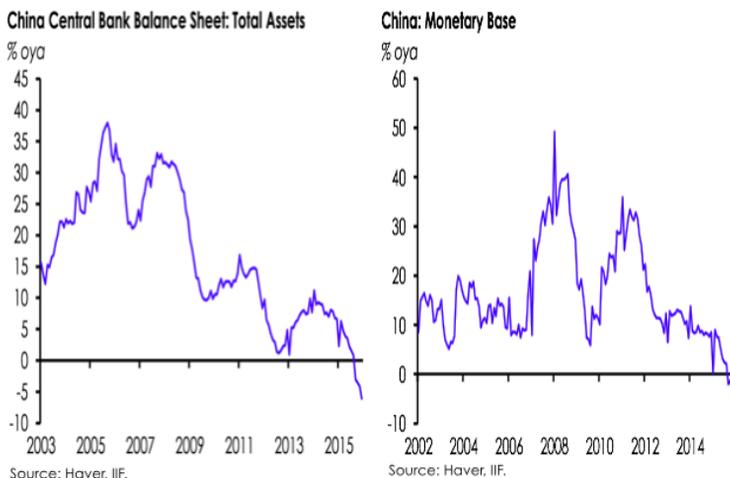
는지 이해하기 어렵습니다. 따라서 중국 인민은행의 정책은 불확실성을 만들고 있습니다. 저는 이를 일컬어 ‘불가능한 삼위일체(impossible trinity)’ 라고 부릅니다. 왜냐하면 세 가지를 동시에 달성하려고 하는 전형적인 함정에 빠졌기 때문입니다. 중국 인민은행은 자본 계정을 자유화하고 시장의 영향에 따라 환율을 변동시키고자 합니다. 인민은행은 그 두 가지를 조건으로 걸고 국제통화기금(IMF) 이사회가 위안화를 특별인출권(Special Drawing Right, SDR)에 포함하도록 설득했고 결국 성공했습니다. 마지막으로 인민은행은 국내 통화정책으로 중국의 성장을 뒷받침하고자 합니다.

그러나 이 세 가지를 동시에 달성할 수는 없습니다. 그래서 중국은 우선순위가 무엇인지, 무엇을 달성하고자 하는지, 그리고 어떻게 달성할 것인지에 대해 제시하지 못하고 있습니다. 이 세 가지 중 어떤 것을 포기할지 구체적인 언급을 피하고 있는 것입니다. 분명 무언가는 포기해야 합니다. 이러한 불확실성은 사라지지 않을 것이고, 시장의 불안을 부추기는 원인이 될 것입니다. 작년 말 이후, 중국은 통화 바스켓(약 13개 통화)을 사용할 것이라고 공식 발표했지만 확실하지 않습니다. 얼마 전 중국 인민은행의 발표가 있었지만, 기준을 찾기 어렵다면, 바스켓에 고정하거나 고정변동환율제를 택할 것입니다. 그러나 현 시점에서는 명확하지 않습니다.

대부분 시장 참가자와 여러 아시아 국가에서 주로 사용하는 환율은 위안화/달러 환율입니다. 이 환율은 지속적으로 가치가 하

락하였고, 이에 추가로 10~20% 이상 하락하리라는 전망이 지배적입니다. 문제는 이러한 추세가 나타나는 시기입니다. 중국이 단기에는 환율을 안정적으로 유지할 가능성이 크지만, 근본적인 압력은 그대로입니다. 중국 인민은행은 통화를 안정화하고 단기에 점진적 하락을 유도하기 위한 노력으로 외환 시장에 개입하고, 외환보유고를 줄이고, 외화 자산 매도를 통해 자산 규모를 낮추고 있습니다. 또한, 2014년부터 지금까지 외환보유고에서 1조 달러 가까이 매도하였습니다.

## CHINA: PBOC BALANCE SHEET AND MONETARY BASE



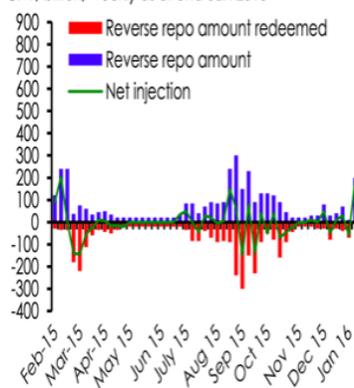
이는 중국의 통화정책에 기반한 성장을 하락시키는 데 직접적인 영향을 미쳤습니다. 중국은 위안화 가치 하락 속도를 늦추기

위해 외환시장에 개입해서 대차대조표를 축소하고 내수 경제에서 유동성을 제거했습니다. 그러나 국내에서는 성장을 뒷받침하기 위해 완화 정책을 펼치고 싶어 합니다. 그래서 더욱 적극적인 공개 조작을 통해 이를 보충하려 합니다. 지난달부터 보셨듯이, 시스템에 막대한 준비금을 추가하면서 매일 같이 공개시장을 조작할 것입니다. 공개시장 조작은 여전히 진행 중이며, 그 결과 익일물 은행 간 금리는 하락하기는 커녕 상승하고 있습니다. 그러나 중국은 경제 성장을 뒷받침할 완화적 통화정책이 필요하므로 금리가 하락해야 합니다. 이 모든 상황에도 불구하고, 대출과 신용 창출은 지속되고 있고, 이것이 중국 경제 부채의 중요한 아킬레스건입니다.

## CHINA: OPEN MARKET OPERATIONS AND O/N SHIBOR

**PBOC Open Market Operation**

CNY, billion, weekly as of end-Jan 2016



Source: Bloomberg, IIF.

**China: Interbank Rates**

percent

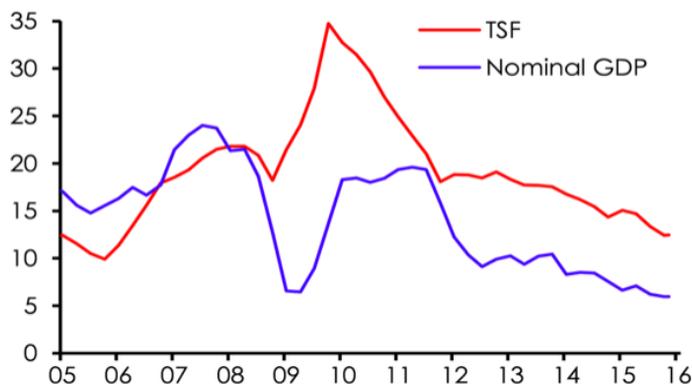


Source: Bloomberg, IIF.

중국의 사회융자총량(total social financing)은 매년 13%씩 증가하고 있고, 지난 1월에는 폭등했습니다. 지난 1월, 사회융자총량은 3.4조 위안으로 치솟았습니다. 어떻게 보면, 전체 파이낸싱 증가 속도가 중국 경제의 명목 성장 가중치의 2배 이상입니다. 이는 증가할 것입니다.

## CHINA: TSF EXCEEDS NOMINAL GDP GROWTH

**China: Total Social Financing and Nominal GDP Growth**  
percent change over a year ago



Source: Haver, IIF.

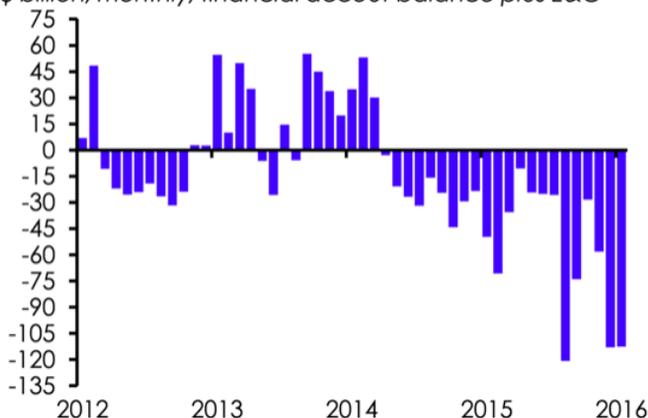
다음은 두 가지 관찰 결과입니다. 최근 국제금융협회(IIF)는 2015년 말 중국의 GDP 대비 부채 비율을 277%로 추정했습니다. 지난 1월만 해도 파이낸싱의 순증가로 인해 부채 수준이 3% 상승하였습니다. 이 시점에서 중국의 부채는 GDP의 약 280%이고, 정점이란 존재하지 않습니다. 즉, 끝없이 증가하게 될 것입니다. 물론, 장기적으로 이런 흐름이 유지될 수는 없지만, '언제

까지 지속되느냐'가 문제입니다. 종합하면 성장은 둔화되었고, 막대한 부채가 있는 데다, 중국 기업의 수익성도 우려되고 주식 시장 폭락으로 인해 중국에서 자본이 지속적으로 유출되고 있습니다. 작년에 상당한 자금이 빠져 나간 이후, 지난 1월에 1,130억 달러가 유출된 것으로 추정됩니다.

## CHINA: NET CAPITAL FLOW

### IIF China Net Capital Flows Tracker

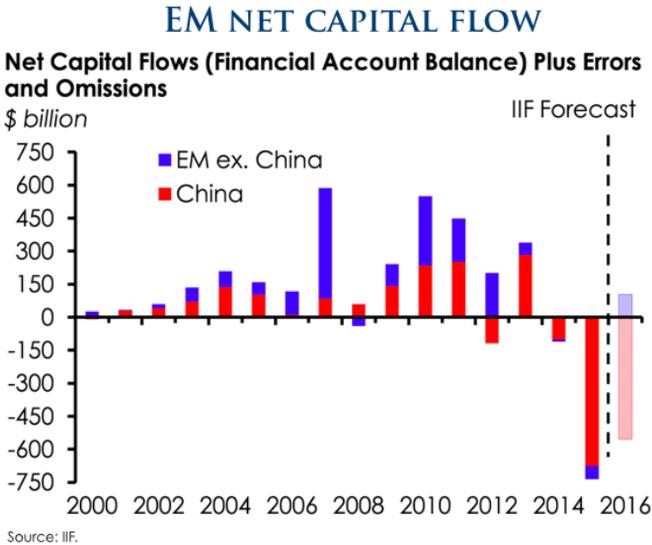
\$ billion, monthly, financial account balance plus E&O



Source: IIF.

이것이 신흥국 전반에 걸친 자본유출 상황입니다. 2015년 거대한 신흥시장 자본 유출은 중국에서 발생하였습니다. 2016년에도 중국에서 자본이 유출되리라고 생각합니다. 신흥국으로 약간이나마 자본이 유입되고 있지만, 전반적으로는 여전히 심각한 자본 유출이 발생할 것으로 전망합니다. 이는 매우 중요한 문제로, 많은 신흥국에 역풍으로 작용할 것입니다. 자본이 유출되면

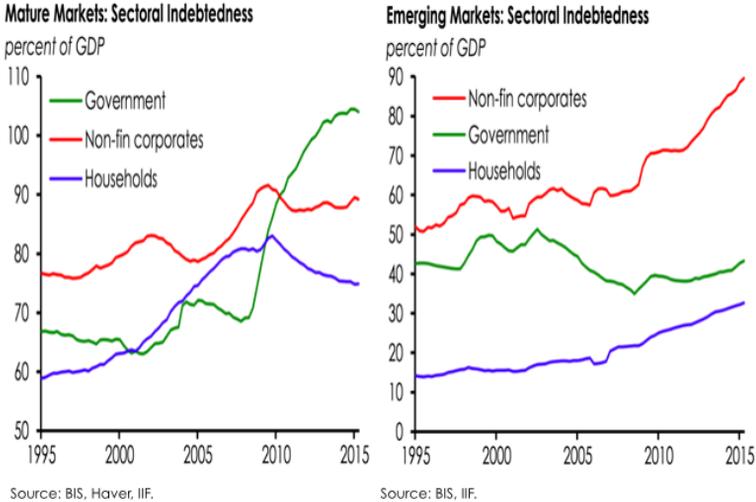
그 국가에서 대출 조건이 까다로워지므로 가계의 활동을 지탱하기 어려워집니다. 종합적으로 보면, 세계 자금 환경은 어려워졌으며, 순자본 유출은 역풍으로 작용하고 있습니다.



세 번째 그래프는 채무 과잉(debt overhang)입니다. 2008년 금융위기가 과도한 부채와 부채감축(deleveraging) 필요성에 의해 발생했다면, 그 이후 우리는 성숙시장에 더 많은 부채를 추가했습니다. 정부 부채는 GDP의 70% 미만이었다가 GDP의 100% 이상으로 크게 상승했고, 그 원인은 재정 부양과 은행 부문에 대한 재정적 지원입니다. 신흥시장 경제에서는 모두가 점점 더 대출을 늘리고 있습니다. 가계부채는 매우 낮았다가, 급격히 상승하고 있습니다. 사실, 몇몇 신흥국에서는 GDP 대비 가계 부채

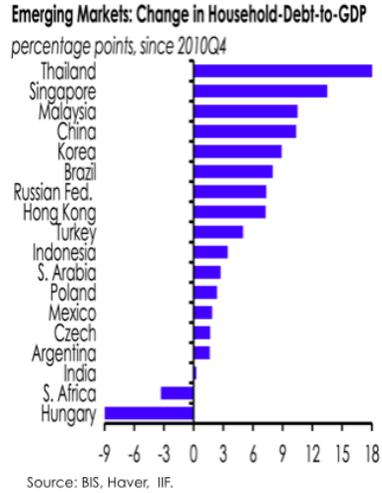
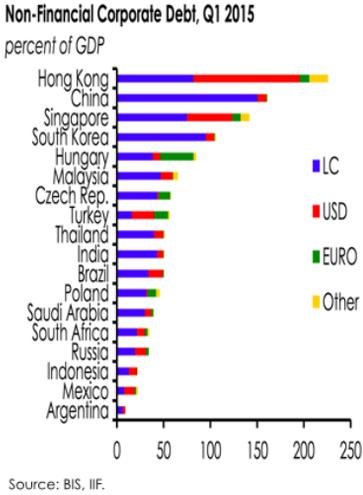
수준이 성숙시장만큼 높거나 그 이상입니다. 한국의 GDP 대비 부채 비율은 약 85%입니다. 물론, 개인 가처분소득 대비 부채는 훨씬 높고, 이 점이 우려를 낳고 있습니다.

## DEBT OVERHANG



그러나 비금융 기업이 핵심입니다. 지난 8년간 한국을 비롯한 신흥국에서는 GDP 대비 기업 부채가 높이 상승했습니다. 중국의 기업부채 수준과 거의 비슷한 한국의 GDP 대비 기업 부채가 150%로 그 어떤 나라보다도 높은 수준입니다. 중국의 GDP 대비 기업 부채는 약 154%로 추산됩니다. 부채가 높다는 것은 두 가지를 의미합니다. 이 정도로 부채 수준이 높으면 앞으로는 더 많은 자금을 빌릴 수 없습니다. 둘째, 앞으로 대출이 제한된다면 (경제)활동을 뒷받침할 수도 없습니다.

## NFC AND HH DEBT

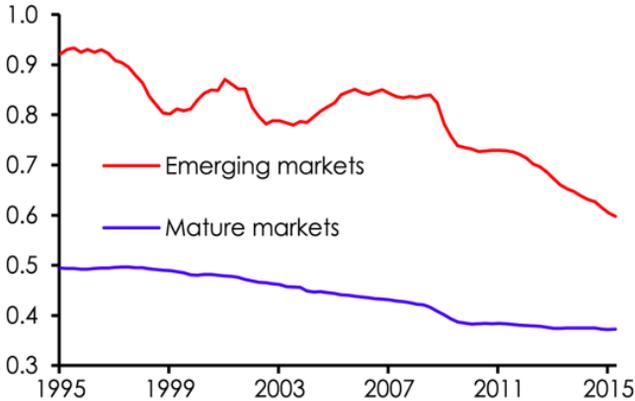


신흥국과 성숙경제도 부채의 생산성 감소에 영향을 받습니다. 과거에는 자금을 1단위 대출하면 GDP가 1단위만큼 올라갔습니다. 지금은 GDP를 1단위 높이려면 자금을 3단위 대출해야 합니다. 이 모든 내용을 종합하면 성장을 지원할 만큼 신규 대출 여력이 없다는 것입니다. 그러므로 성장이 침체되고, 이것이 세 번째 역풍으로 작용합니다.

## DIMINISHING PRODUCTIVITY OF DEBT

### Diminishing Returns on Debt

GDP over non-financial sector debt

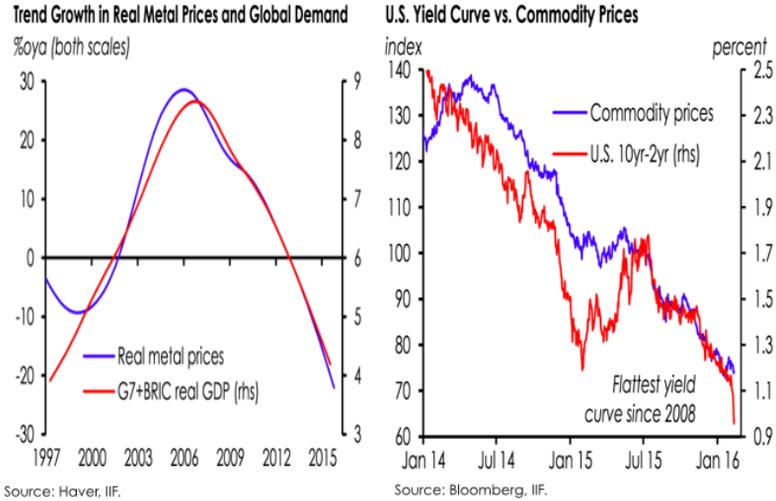


Source: Haver, BIS, IIF.

그러나, 더욱 심각하고 문제가 되는 것은 신흥국들이 크게 의존하고 있는 세계 무역의 둔화와 예상보다 빠른 고령화라는 두 가지 장기 추세입니다.

원자재를 보십시오. 압력을 받고 있습니다. 성장률과 원자재 가격이 더 하락했습니다. 아래 오른쪽 그래프는 산출량 곡선과 원자재 가격을 나타내는데, 서로 상관관계가 큰 것으로 보입니다. 원자재 가격은 이제 신흥국에서 나타날 무역 쇼크의 주요 조건이 되었습니다.

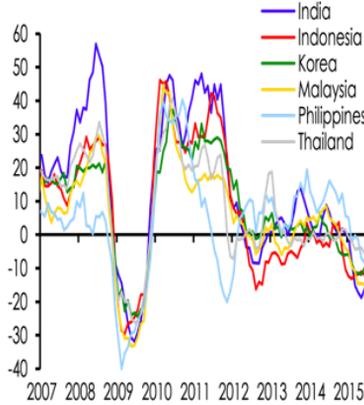
## COMMODITIES UNDER PRESSURE



세계 무역량이 감소했습니다. 아시아 전역에서 수출 증가율은 마이너스입니다. 지난 1월, 중국의 수출은 전년 대비 11.2% 하락했고 일본은 전년 대비 8~9% 하락했습니다. 세계 무역이 붕괴하는 장면입니다. 이렇게 된 원인은 중국이 전보다 훨씬 적은 양의 수입을 필요로 하기 때문입니다. 중국은 한국을 비롯한 아시아 국가들이 과거 중국에 수출하던 물품을 더는 필요로 하지 않게 되었습니다. 그 결과 수출 증가율이 하락하고 있는 것입니다.

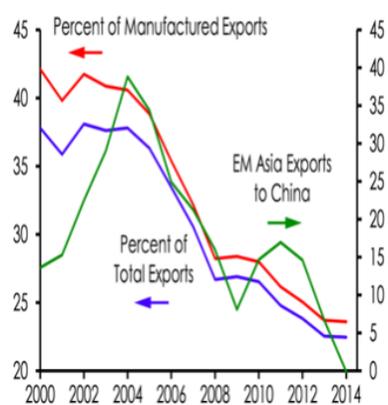
## WORLD TRADE DOWN

**Merchandise Exports**  
percent change oya, 3mma



Source: National sources, IIF.

**China Processed Imports and EM Asia Exports to China**  
percent percent change oya, 3yma



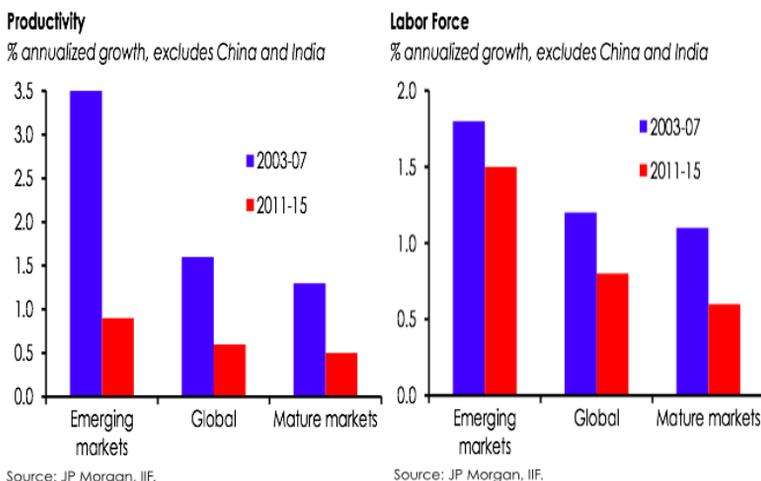
Source: CEIC, IIF.

생산성과 노동력 증가율도 하락했습니다. JP 모건(JP Morgan)의 추정치와 다른 계산들도 이러한 현상을 뒷받침합니다. 생산성 증가율이 둔화된 것은 알지만, 신흥국의 생산성 증가율 둔화가 이토록 두드러지게 나타난 것을 아는 사람은 많지 않습니다. 연간 성장률이 3.5%에서 1% 이하로 하락했습니다. 성숙시장에 비하면 매우 급격한 하락입니다. 또한, 노동력 증가율도 하락하고 있습니다.

이 두 가지를 종합하면, 모두의 예상보다 잠재성장률 추이가 하락했음을 알 수 있습니다. 지난주 JP 모건은 세계 경제의 잠재 성장률 전망을 새로 발표했는데, 2%였습니다. 세계 경제 전체 잠재성장률이 2%라는 말입니다. 잠재성장률이란 일반적으로 경제를 부양할 힘이냐 활동이 없는 상태의 성장률을 의미함

니다. 그러므로 이 모든 것의 부재를 고려하면, 약 2%의 성장을 기대할 수 있습니다. 주요 전망 기관에서는 올해 세계 경제가 약 2.3% 성장하리라 전망합니다. 2%면 침체는 아니기 때문에 그다지 나쁘지는 않습니다. 그러나 세계 경제가 장기적으로 약 2~3%로 천천히 성장한다면, 올해와 내년을 포함하여 벌써 6년 연속 세계 경제가 3% 이하로 성장하는 것입니다. 그러면 온갖 사회적 문제, 정치적 긴장, 소득 분배와 관련된 문제가 발생하고, 과소평가되어 급여를 적게 받는다는 불만을 품은 인구가 나타나게 됩니다. 미래에 이런 문제는 더 많이 발생할 것으로 예상됩니다.

## PRODUCTIVITY AND LABOR FORCE GROWTH

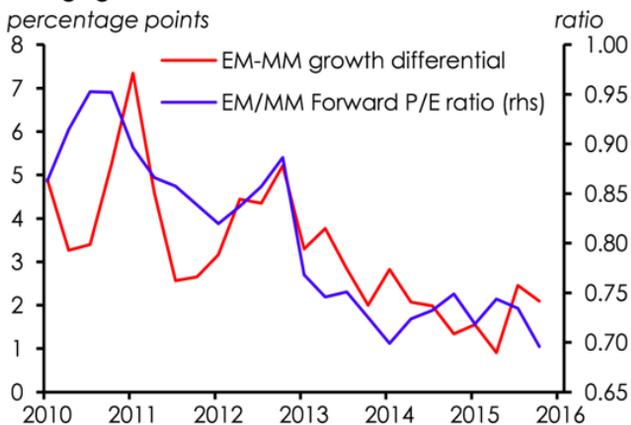


오늘 말씀드린 내용을 모두 요약하는 그래프를 하나 보여드리  
는 것으로 발표를 마치도록 하겠습니다. 5~6년 전만 해도 신흥

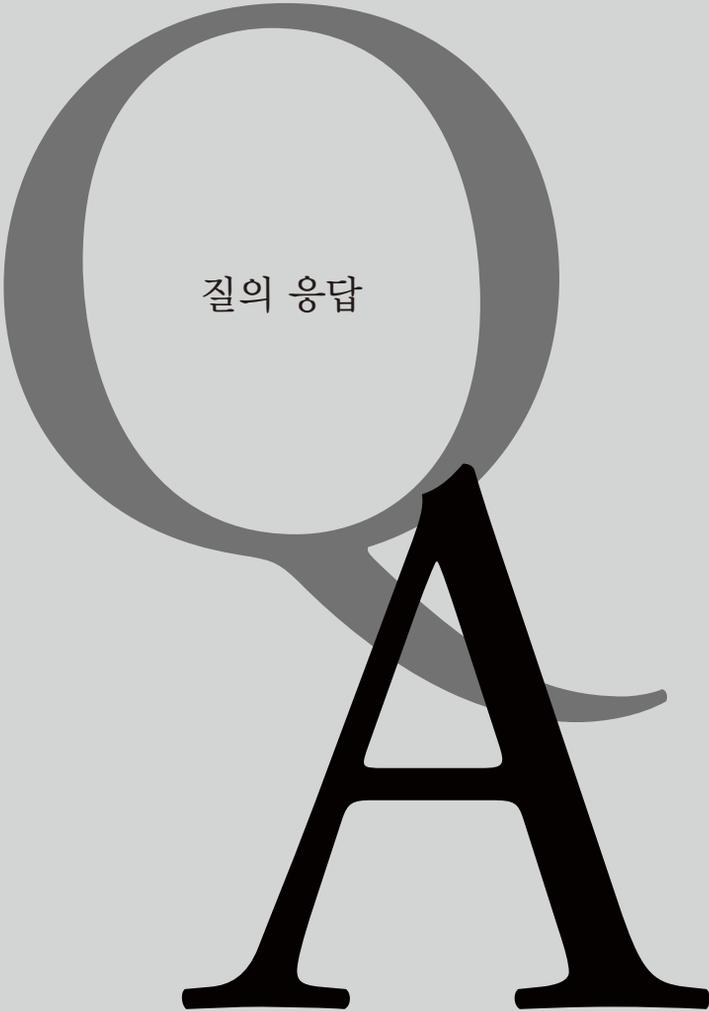
시장과 성숙시장의 성장률 차이는 매우 높았습니다. 이제 그 차이가 좁혀지고 있습니다. 물론, 그와 함께 신흥시장과 성숙시장의 기업가치평가(equity valuation) 차이도 줄어들고 있습니다. 앞으로 이러한 패턴 내에서 새로운 상황들을 보게 될 것입니다.

## MM/EM: GROWTH AND VALUATION DIFFERENTIAL

**Emerging vs. Mature Markets: Growth and Valuations**



Source: Bloomberg, IIF.



질의 응답

**Q** 현재 신흥시장에서 일어나는 현상은 두 가지 힘에 의해 발생하고 있습니다. 원자재와 같은 상품을 수출하는 국가는 낮은 원자재 가격으로 고통 받습니다. 한편, 중국과 같은 저대 경제는 낮은 가격으로 이익을 얻고 있습니다. 이들은 각자 다른 이유지만 같은 방향으로 움직이고 있습니다. 자기자본이익률과 주가장부가치비율 측면에서 중국 시장을 어떻게 평가하십니까?

**A** 수입 및 수출에 대해 상식적으로 생각한다면, 유가 하락 시 수출국은 고통을 받고 수입국은 이익을 내야 합니다. 특히, 많은 아시아 국가가 원유와 에너지의 순수입국입니다. 즉, 아시아 국가는 이익을 내야 하지만, 그렇지 않습니다. 왜일까요? 성장 부진, 과잉생산 그리고 수요 부족이 원인입니다. 그 결과 유가와 금리가 낮음에도 불구하고, 소비나 투자를 촉진하지 못했습니다. 중동과 러시아 등의 원유 수출국은 원유 수출로 인한 재정 수입 감소로 직접적 피해를 입었습니다. 하지만 원유 수입국 또한 경기 부양 효과를 보지 못했습니다.

세계적으로 수요 및 성장률의 전반적 하락과 부족의 원인에 관해 경제학자들 사이에서는 의견이 분분합니다. 제 견해로는 모든 것이 과잉생산 시기에 들어선 것이라고 생각합니다. 모든 사람이 이제 부족함 없이 지나치게 풍족합니다. 제가 1970년대 미국에 공부하러 왔을 때만 해도 중산층 가정이 멋진 차고를 1개 가지는 것이 보통이었습니다. 10~20년이 지나자 이들은 2개의 차고를 보유하게 되었습니다. 이제는 3~4개의 차고를 원합니

다. 한 가구가 차를 몇 대까지 소유할 수 있는 것일까요? 한 가구에 평면 TV를 몇 대나 소유 할 수 있을까요? 여러 가지 상품에 대한 새로운 수요가 존재하지 않습니다. 현재 부의 축적과 흐름 사이에서 모순이 발생했습니다. 부의 축적 수준은 매우 높습니다. 오늘날 많은 사회가 부의 축적으로 따지면 과거보다 훨씬 부유해졌습니다. 그러나 부의 흐름, 즉 새로운 수요는 점점 줄어들고 있습니다. 부채가 너무 많으면 더는 빌릴 수 없듯이 가진 것이 너무 많으면 더는 구매할 수가 없습니다.

**Q** 오늘 박사님의 발표에서 긍정적인 내용은 없었습니다. 무언가 긍정적인 것을 찾아보고자 하는데, 이런 현상이 끝날 만한 희망적인 징조가 있습니까? 무언가 기대할 만한 것이 있습니까?

**A** 한 가지 긍정적인 것을 말씀드리자면, 한동안 시장에서 상당한 조정이 지속되었음에도 불구하고 전반적인 시장 상황이 혼란스럽지 않다는 것입니다. 혼란스러운 공황 등의 위기는 없었습니다. 은행이 전보다 자본금이 많아진 점은 좋은 일입니다. 은행들은 지난 8년간 도입된 규제 요건을 대체로 실천했습니다. 은행은 더욱 튼튼해졌고, 자본금이 많아졌고, 자기자본비율 관리가 잘 되고 있습니다. 이는 시스템 안정화에 도움이 됩니다. 이런 상황이 지속될지는 아직 알 수 없습니다. 최악의 상황이 닥치지 않아서 다행입니다.

큰 위기는 없지만 현재의 경제 둔화를 앞으로 호전시킬 방법이 있을까요? 없습니다. 부채가 너무 많기 때문입니다. 정책 입안

자들이 할 수 있는 일이라고는 더 많은 부채를 만들어서 경제 성장을 지지하는 것뿐입니다. 현대 경제는 부채로 움직입니다. 부채가 없으면 성장도 없습니다. 부채가 너무 많으면 더는 빌릴 수 없게 됩니다. 더 빌릴 수 없는 상태에서 성장을 하려면 기본적으로 부채와 자산의 채무불이행을 시행해야 합니다. 하지만 이는 은퇴를 대비해 국채를 산 저축자들에게 많은 고통을 초래합니다. 정부가 국채를 상환하지 않으면, 부채는 줄어들겠지만 예금자의 부도 줄어듭니다. 따라서 쉽게 빠져나갈 방법은 없습니다.

가장 좋은 방법은 통화 정책에 의지하면서도 감당할 수 있을 정도의 재정 부양으로 잘 조율된 정책을 펴는 것입니다. 국가마다 다른 어려움을 겪습니다. 예를 들어, 유럽에서 독일은 현재 재정이 탄탄합니다. 독일은 성장을 뒷받침하는 데 더 많은 재정 부양책을 사용할 수 있습니다. 그러나 독일은 그렇게 하고 싶어 하지 않습니다. 이는 다른 문제입니다.

또한, 경제와 기업가들이 사회에 가치를 더하는 환경을 조성하도록 구조 개혁을 시도할 수 있습니다. 그러려면 모든 국가에서 볼 수 없었던 뛰어난 정치적 리더십이 필요합니다. 이것이 지금의 어려운 상황을 해결하고 탈출할 수 있는 잠재적 해결책입니다. 그러나 개인적으로는 그럴 가능성이 적다고 생각합니다. 일반 국가차원에서뿐만 아니라 G20 국가 간의 면밀하고 조율된 정책이 없다면 고난의 길을 걷는 수밖에 없습니다. 큰 위기가 오지 않아서 다행일지 모르나, 그 대신 성장이 둔화되었고 오랫동안 고통을 받게 되었습니다. 따라서 갑작스러운 부채는 없겠지만,

긴 고통의 시간이 도래할 것입니다.

**Q** 긍정적인 점은 하나도 없는 것입니까? 인도는 모든 원자재를 순수입하고 내수 시장도 거대합니다. 여기에 희망을 걸어볼 수 있지 않을까요?

**A** 전반적으로는 다소 부정적입니다. 그러나 언제나 국가마다 차이가 있기 마련입니다. 심지어 ‘신흥시장’이란 말조차 환경, 개발 단계, 정책, 체제, 리더십 수준 등이 저마다 다른 국가의 상황을 반영하지 않았기에 올바른 표현이 아닙니다. 물론, 어떤 경우에는 아래에서부터 올바른 방향으로 나아가려는 노력이 나타나기도 합니다.

모디 총리가 정권을 잡은 후, 인도에서 활동을 촉진하기 위한 개혁의 움직임이 명확히 나타나고 있습니다. 중앙은행에 훌륭한 인물들이 있어 상황을 안정시키고 있습니다. 그러나 인도네시아의 경우에서도 볼 수 있듯이, 정책 의도와 목적 등도 중요하지만, 결국에는 실행이 핵심입니다. 좋은 정책을 얼마든지 세울 수 있지만 제시간에 실행하지 못한다면 정책의 효과와 결실을 얻지 못할 것입니다. 인도는 정책 실행에 강한 면이 있어, 어느 정도 제대로 해내고 있다고 생각합니다.

그러나 아직 해야 할 일이 많이 있습니다. 기업 부채 비율은 한국이나 중국에 비해 낮지만 여전히 85% 수준입니다. 그러나 그 중 국영은행의 부실채권(Non-performing Loan, NPL)이 약 40%정도 있습니다. 인도는 이 문제를 해결하기 위해 조치를 취

해야만 은행이 활력을 얻어 더욱 경제를 뒷받침할 수 있습니다. 정책 개혁이나 토지 사용 개혁 등과 같이 실행에 옮겨야 할 개혁도 많이 있습니다. 개혁 의지는 있으나, 아직 해야 할 일이 많습니다.

**Q** 중국의 ‘불가능한 삼위일체’에 대해 말씀하셨습니다. 이번 10월부터 중국 위안화가 IMF의 특별인출권인 SDR 바스켓에 포함될 예정입니다. 지난 몇 개월간 위안화는 이미 상당히 평가절하 되었습니다. 앞으로 위안화의 향방과 가치에 대한 의견을 듣고 싶습니다.

**A** 관점에 따라 의견이 달라질 것입니다. 3~5년 전, 위안화는 미국 달러에 맞춰 움직이고자 했기 때문에 통화 바스켓에 비해 상당히 평가절상되어 있었습니다. 2011년부터 최근까지 미국 달러가 엄청나게 강세를 띠자 위안화도 바스켓 대비 강세를 보였습니다. 장기적 관점에서 보면 달러 대비 위안화가 약세를 보이는 것은 과거의 평가 절상된 금액을 조정하기 위해 바스켓 대비 중립적 평가액으로 돌아오려는 것입니다. 이러한 해석은 바스켓 대비 위안화 강세가 경제 성장 둔화에 한몫했다는 사실로도 뒷받침됩니다. 그러므로 중국은 이런 역풍을 해결해야 합니다. 이런 관점으로 해석한다면, 위안화가 과거의 평가 절상을 상쇄하기 위해 달러 대비 더욱 약세를 떨 가능성이 있습니다.

또는, 중국 지도부가 더는 효과를 내지 못하는 과거의 성장 모델에서 벗어나는 데 난항을 겪고 있다고 볼 수도 있습니다. 예전의 성장 모델은 고정자산 투자와 제조업 수출을 통한 수출에 의

존했는데, 지금은 모두가 겪고 있는 세계 무역량 감소라는 문제를 겪고 있습니다. 그러므로 중국은 국내에서부터 경제의 수요와 서비스를 이끌고, 높은 수준의 부채를 감축하는 방향으로 변하고 있습니다. 이는 아주 어려운 변화이고, 그동안은 성장이 둔화될 것입니다. 문제는 변화에 성공하고 성장이 둔화하는 속도를 늦추어서 연착륙을 할 수 있을지 여부입니다. 연착륙을 할 수는 있지만 과도기에 많은 불확실성이 발생할 것입니다. 그 결과 순자본유출이 발생하는 것입니다. 많은 예금자들이 포트폴리오를 다각화하지 않는데, 이는 자산이라고는 부동산과 은행 예금이 전부이기 때문입니다. 예금자들이 포트폴리오 다각화를 시도하면서 순자본유출이 나타나고 있습니다. 즉, 순자본유출로 인해 위안화 가치가 하락하게 될 것입니다. 따라서 이 모든 것을 종합하면, 위안화가 자유화되고 시장의 힘에 의해 움직이게 될 경우 약세를 띄게 될 것입니다.

**Q** 지난 몇 주, 몇 개월간 중국과 주식 시장에서 빠져나온 자금은 어디로 가고 있습니까? 주식시장에 더 충격이 올까요? 주식시장이 또 한 번 변동을 겪을 가능성이 있습니까?

이는 매우 복잡한 주제입니다. 기본부터 말씀드리겠습니다. 기본적으로 중국은 개혁·개방을 시작한 이후로 경상수지 흑자를 유지하고 있습니다. 매년 경상수지는 흑자입니다. 그러므로 지난 20년간 경상수지 흑자를 유지한 덕분에 중국은 국제 투자시장에서 채권자로서 강력한 입지를 구축했습니

다. 중국은 여전히 채권자 위치를 고수하고 있습니다. 여기서 자본 유출을 이야기할 때는 민간 부문을 이야기하는 것입니다. 중국 전체를 뜻하지 않습니다. 공공 부문에서는 중국 인민은행은 외환보유액을 매도해서 통화를 지지하고, 민간 부문의 자본 유출을 수용합니다. 중국 인민은행은 해외 자산 보유량을 줄이는 한편, 민간 부문은 해외 자산 보유량을 늘립니다. 그 결과, 중국은 언제나 마찬가지로 채권국의 위치를 유지하고 있습니다. 그러나 민간 부문에서 위안화를 팔아서 달러로 외국 자산을 매입하는 바람에 순자본유출이 나타났고, 그에 따라 환율과 금융시장이 움직였습니다. 단기적으로는 순자본유출이 통화나 시장을 불안하게 하겠지만 전체적으로 중국은 여전히 지난 20~30년간 누적한 어마어마한 흑자를 보유하고 있습니다. 중국은 아직 세계 최대 채권국입니다.

**Q** 박사님께서 말씀하신 모든 구조적 문제를 고려할 때, 중국 경제를 어떻게 전망하십니까? 국제통화기금(IMF)은 올해 중국 성장률을 약 6.3%로 전망했습니다. 분명 얼마 후면 하향 조정할 것입니다. 또한 박사님께서서는 마이너스 금리의 원인과 그 장점을 어떻게 평가하시는지요?

**A** 중국은 어려운 변화를 겪고 있습니다. 지도부에서는 변화의 필요성을 알고 있고, 무엇이 필요한지도 알고 있습니다. 언제나 실행이 문제입니다. 이런 다양한 갈등을 헤쳐나가기란 쉽지 않습니다. 이미 채무 수준이 높는데 단기적으로 경제를 부양하고 싶다면 부채를 늘려야만 합니다. 결국, 다시 부

채를 지고 상황은 더 어려워집니다. 문제를 헤쳐나갈 수 있게 균형을 잡기가 쉽지 않습니다. 중국 경제는 서서히 변화하고 있습니다. 서비스 부문이 성장해서 GDP 비중이 50%를 넘게 되었습니다. 제조업 부문은 GDP의 약 50% 수준입니다. 이는 경제가 변화하고 있다는 증거입니다.

그러나 서비스 부문의 문제는 나라를 안정적으로 성장시킬 수 있지만 속도가 느리다는 것입니다. 서비스 부문은 절대 제조 부문만큼 역동적으로 성장할 수 없습니다. 또한, 제조업에 비해 임금이 낮습니다. 그러므로 제조업에서 서비스로 너무 빨리 구조를 바꾸는 것은 많은 신흥시장 국가에 양날의 검입니다. 한편, 수출 수요가 감소하는 상황에서 아무것도 없는 것보다는 뭐라도 있는 것이 낫습니다. 그러나 서비스 부문으로의 전환은 느린 성장 속도 및 임금과 생산성의 하락을 의미합니다. 성숙시장은 높은 설비로 인해 서비스로 이행해야 하는 시점에 이르렀고, 그것이 올바른 결정입니다. 하지만 이로 인해 성숙시장의 성장이 둔화된 것입니다. 신흥국이 성숙시장과 같은 대응과 개발을 지속한다면, 지나치게 빨리 성장이 둔화되어 스스로 목을 조르게 됩니다. 여전히 현대화와 경제 발전이 필요한 상황에서 이를 실천하기가 어렵게 됩니다. 길게 말씀드렸지만, 요점은 성장 둔화가 온다는 것입니다.

제가 본 수치는 실질 GDP 성장률이 아니라 명목 GDP 성장률로, 성장 둔화가 매우 놀라울 정도로 크게 나타났습니다. 그래프를 보면 2011년 명목 GDP 성장률은 15%에 육박하지만 지난

해는 5.7%에 불과합니다. 중국은 GDP 디플레이터가 마이너스이기 때문에 지난해 명목 성장률은 실질 GDP보다 낮습니다. 마이너스 인플레이션, 디플레이션 압력이 존재하는 상황에서는 실질 수치뿐만 아니라 명목 성장률에도 주목해야 합니다. 명목 성장률을 보면, 실제로 끊임없는 압력에 시달립니다. 산업 생산은 약 6%이지만, 생산자물가지수(PPI)는 7개월 연속 -5.3%였습니다. 중국의 명목 산업 생산은 제로에 가깝습니다. 신흥국에서 경제 성장 둔화가 수출 수요에 큰 영향을 미친 이유를 알 수 있습니다. GDP 성장률의 둔화 때문은 아닙니다. 왜냐하면 중국과 같은 대국에서 성장률 6.9%는 매우 높은 수치입니다. 6.9% 성장률은 좋은 수치입니다. 6% 성장을 바라는 나라들이 많습니다. 그러나 명목 성장률의 감소는 세계에 미칠 영향을 보여줍니다.

저는 마이너스 금리가 현명하지 못한 일이라고 생각합니다. 온갖 근본적인 문제가 생길 것입니다. 결국, 금리란 국민과 정부 간의 사회적 계약입니다. 왜 시민들이 마이너스 금리에 돈을 뺏기고 세금을 내고 싶어 하겠습니까? 비트코인(bitcoin)이나 블록체인(block chain)을 사용하여 직접 결제 시스템을 구축하고 중앙은행들의 마이너스 금리를 피하지 않을 이유가 있습니까? 중앙은행이 지난 8년간 “인지된(perceived)” 제로 금리 정책을 취한 데다 마이너스 금리로까지 내려가면 엄청난 정치적, 사회적 저항에 맞닥뜨리게 될 것입니다. 심지어 (정책의) 정당성에 의문을 제기할 수도 있습니다. 중앙은행에게는 매우 위험한 결정입니다. 또한, 효과도 없습니다. 물론 문제를 무엇으로 정의하느냐에 따라 달라집니다. 문제가 과잉생산, 수요 부족이라고 생각한다

면 마이너스 금리로는 투자를 유도할 수 없습니다. 과잉생산 시, 투자를 많이 해봐야 초과 생산이 늘어나기만 할 뿐 문제가 해결 되지 않습니다. 그러므로 이 시점에서 통화를 팽창하는 것은 존 메이너드 케인즈(John Maynard Keynes)가 말했듯 “실 끝을 잡고 미는 행위”입니다. 그러므로 재정 정책이나 구조 개혁으로 이를 보완해야 하는데, 이런 정책들은 실행하기 더 어렵습니다. 마이너스 금리는 미지의 영역이고 매우 위험합니다. 중앙은행은 정책을 펼치기 전에 잠시 멈추고 신중히 고민해야 한다고 생각합니다.



## **Hung Tran**

He is Executive Managing Director at the Institute of International Finance. Prior to his work at the IIF, Mr. Tran served for six years at the International Monetary Fund as Deputy Director, Monetary and Capital Markets Department, where his responsibilities included the overall management of the Fund's semi-annual Global Financial Stability Report.

He also served Managing Director, Chief Economist/Global Head of Research for Rabobank International in London from 1998 to 2001. He had spent the prior 12 years with Deutsche Bank with assignments in New York, Frankfurt and Singapore including serving as Director of Global Fixed Income Research from 1987-1990 and as Co-Managing Director of Deutsche Bank Research from 1991-1995. Earlier in his career he had worked in international fixed income research for Merrill Lynch and Salomon Brothers in New York.

# The Key Themes and Risks of Global Economy in 2016<sup>1</sup>

**Hung Tran**

Executive Managing Director  
Institute of International Finance (IIF)

The title of my short presentation today is “Bear Market and Central Bank Liquidity”. That is a polite way to put it rather than using “Central Bank: Super Activity or Hyper Activism and Deteriorating Fundamentals”. The last words are really the key theme running through the presentation and that is what I want to leave you with. The supply side fundamentals of the global economy are deteriorating and that is why we are seeing the kind of things that we have not seen so far.

First, I will talk about the bear market perspective. We have had sharp turmoil and sell-off in financial markets, particularly in equities since the beginning of the year, which started from China and then spread throughout the world. But I would like to put it in perspective in a bit longer term, so that you see where we are. Here are three take away points.

Number one, we have seen some stabilization and recovery in the past ten days or so. Do not be too complacent, because

---

<sup>1</sup> This is a transcript of the speech by Dr. Hung Tran at the IGE Distinguished Lecture Forum on February 23, 2016. The views expressed here are the speaker's.

in my view those are short-term and normal market up and downs. The underlying problem that causes the sell-off in the first place is still there, not being resolved. There is nothing new now compared to the beginning of the year when the market was under pressure. To reinforce this point, we had the latest February Purchasing Managers Index (PMI) released from Europe, the US, Japan, and China. It was significantly down everywhere, across the world. China's PMI, in particular, shows that manufacturing is down to 37.5. It is way below the 50 line. The services sector, which has been the hope for Chinese economic stability until now because of its steady growth, now accounting for more than half of the GDP, also declined to 37.5. That means that the main challenge that we have causing the sell-off, lack of growth, lack of demand, and slow recovery is still with us, and things seem to be accelerating.

Number two, if you look at the red line (mature markets) in the chart below, we have had a bear market since mid-2015, in the sense that indexes declined by 20%. It is basically a very mild correction from the long term trend perspective. We are still ahead in terms of recovery since 2009. The question is whether we can stay there or whether there will be more overshooting on the downside to come.

## BEAR MARKET IN PERSPECTIVE

### Equity Market Performance: EM vs. DM

index, 1999=100



Source: Bloomberg, MSCI, IIF.

Number three is a more interesting point. It is what has been happening with the emerging markets world that will hold the key to understand the developments in the global market place. Between 1999 and 2003, equity markets in both regions behave more or less in sync. They moved more or less in the same direction. However, from the early 2000 until the crisis of 2008 and then the recovery from the crisis until 2011 and basically in 2014, what we saw is quite a significant outperformance of the emerging market equity indexes compared to mature market counterparts. We saw a huge increase, almost 4-5 times better performance by emerging markets' financial markets over those years, 2003-2014, for more than a decade. Those were the golden days of the emerging markets; that was the day when the

term “BRICs” was coined. That was the day when the growth in emerging markets exceeded that in mature economies by 6-7%p and the highest growth differential was in 2008. That attracted a huge amount of capital inflow into emerging markets, helping emerging economies to perform very well. What we have seen is the correction of that euphoria since then, particularly in 2014 with a sharper decline of the emerging market equities, in my own understanding.

It turns out that the key motor of this superior performance in growth and financial markets of emerging economies in those years was commodity price. Commodity supply went up strongly from 1999 to 2011 by 85%. Everything went up. Then since 2011 commodity prices have fallen by about 60% by now. Everything has plunged. The hope that the emerging economies could use the period of strong growth to make changes, to make structure reforms, to change the institution, to improve the economy, and to become a diversified modern economy to cope with bad times, by and large, has been disappointing. There are a few good examples but, by and large, many emerging economies simply failed to use a good time to do what was needed to be done. The key point is the blue line (emerging markets) will go all the way down to meet the red line (mature markets) like it used to be a decade ago. Therefore, there is more room for disappointment and underperformance on the part of emerging markets.

## BEAR MARKET IN PERSPECTIVE

### Equity Market Performance: EM vs. DM

index, 1999=100



Source: Bloomberg, MSCI, IIF.

Another key distinguishing point of this market sell-off is that the banks are at the front of the sell-off. The overall index declined by 20% since the peaks in mid-2015. The banking sectors in the US, Europe, Japan, and many emerging markets declined sharply since the beginning of this year. Everyone is coming down. The fall in the US banking sector is relatively less compared to others, but interestingly Japan's banking sector has also shown a very sharp downturn and so have emerging market banks. So what is going on?

The key things we have to keep in mind are slow growth and high debt in many countries, particularly in emerging market countries, causing non-performing loans and credit costs to

rise and higher regulatory requirements by all banks which all together produce slow profit growth for banks. So, there is basically no profit. That is what investors are realizing now. The regulatory, economic, and financial environments they are operating in have a very poor opportunity to realize the income and profit and therefore there has been sell-off.

## BANKS BEAR THE BRUNT OF SELLOFF

### Bank Equity Market Performance Since End-2008

MSCI, indices, rebased, end-2008= 100



Source: MSCI, IIF.

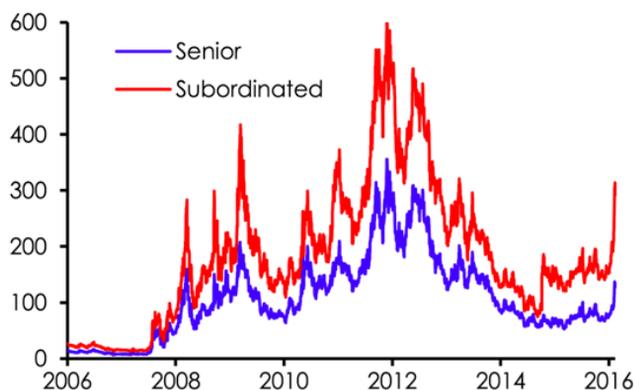
The sell-off in equity markets also spilled over to the concerned that, for some banks at least, there are subordinated debts such as CoCo (Contingent Convertible) bonds. You see in the below chart that there is a significant increase of spread in subordinated debt. But it is nowhere near the 2012 in case

of the European banks at the time of the European sovereign debt crisis, but is getting closer to the peak that we saw in 2009 during the Great financial crisis. Things are not quite right. Things are still under stress.

## PRESSURE ON SUBORDINATED BANK DEBT

### European Financials: CDS Spreads

*basis points*



Source: iTraxx, Bloomberg, IIF.

This is really the key to the whole things: low return. Before the crisis, banks at least offered to investors an interesting model, a high risk-high return model. Return is very volatile, risky, and subject to many changes in the market but quite high. If they do it right, they can have very significant profits: high risk-high return. After the crisis, I think that the concern and the intention of policymakers were to move away from the past model to minimize the risk of crisis and the risk of using taxpayers money to bail out failing banks and to move toward

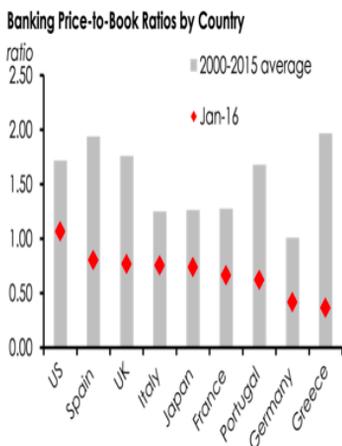
a low risk-low return banking environment which is thought to be safer and contributing to the steady and stable growth of the economy.

I think that what we have seen is a reality check on that vision; only 50% or half of that vision has been realized. The low return has been realized but the low risk has not. We have to step back and think. Banks are not utilities; banks cannot be made into utilities such as water or power generator utilities. Utilities can have regulated grades and regulated return on capital. Therefore, they can show, despite low profitability and low return, a very safe, reliable, and stable income. Banks cannot be put into that mode. No regulators can guarantee stable and reliable returns to banks. Even in a simple banking business, lending to business, they are utterly dependent on the underlying local economy. If the economy is doing well, the banks are doing much better because they are high beta player in the economy. But if the economy is in recession, banks go down.

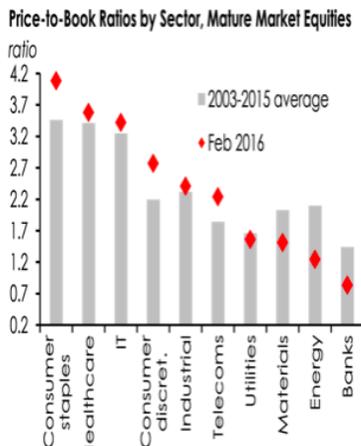
If they do more sophisticated products, investment banking and trading products, the environment is getting very difficult, markets are very uncertain, and regulatory burdens become higher. On both sides of the bank business model, the normal simple banking and the wholesale investment banking, the challenges to generate decent income are getting more and more difficult. US banks seem to be trying to cope with that and even though their return on equity is now around 9%, half of what it used to be before the crisis.

It is the European banks that we really have to be concerned about. They basically have not been able to consistently provide a return on equity (ROE) above their cost of capital since the crisis. This situation is not sustainable in the long run. That is reflected in the low valuation that market participants have given to banks. On the left hand side of the chart, you see the price-to-book ratio by country. The US is still better with the price-to-book, the average about 1 time, but that hides a lot of banks already trading at below book value. Basically in Europe, the UK, and Japan, it is way below book value. In the case of Greece, it is way below book value because of the crisis. In the case of Germany, it is below book value because of one or two major banks suffering from very low valuation.

## LOW P/B VALUATION



Source: Bloomberg, IIF.



Source: Bloomberg, IIF.

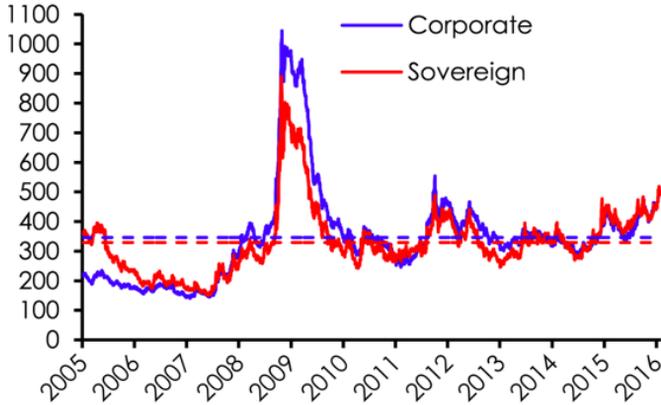
On the right hand side of the chart, again, I refer to the comparison between banks and utilities. At the moment banks have the lowest valuation in terms of the price-to-book ratio compared to any other sectors of the economy. But if you compare banks and utilities, even though utilities globally show the same rate of return on equities, about 5-6%, they enjoy far higher multiples in terms of the price-to-earnings and the price-to-book. It is clearly the way for market participants to say that banks have low return but not low risk, still high risk and low return, which is a very difficult combination to maintain.

These concerns about the ability to service debt have also spread to the emerging market countries. They have accumulated a significant amount of debt over the past eight years. Records come out particularly by the corporate sector of emerging market countries. This spread is steadily rising and I personally think that it will continue to rise even more, going forward. So that is the first part.

## EM SOVEREIGN/CORPORATE SPREADS

### Emerging Markets: Sovereign & Corporate Bond Spreads

basis points, dotted lines=2005-15 averages



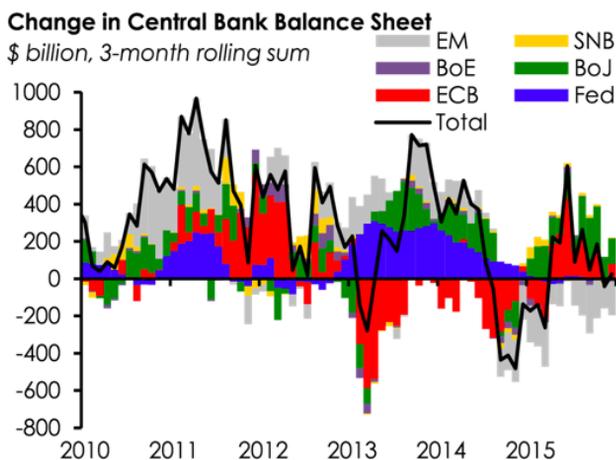
Source: Bloomberg.

The second part is that central banks are contributing to this sense of uncertainty, volatility, and disarray. After the great financial crisis, action by central banks such as the Fed (Federal Reserve Bank, Fed), the Bank of England and so on, did contribute to stabilizing the situation, reducing the panic and setting the stage for recovery. In the US particularly, recovery has been going on steadily since 2009 until now, subpar but steadily recovering.

I think that central banks' action is now getting into a diminishing return territory. They have added a huge amount of liquidity. Central banks in the eurozone countries including Denmark, Switzerland, and Sweden and the Bank of Japan have pushed their interest rates down, not only to zero but to

negative area. There is an increasing question about whether or not the Fed will follow up with that and push rates eventually to negative territory as well.

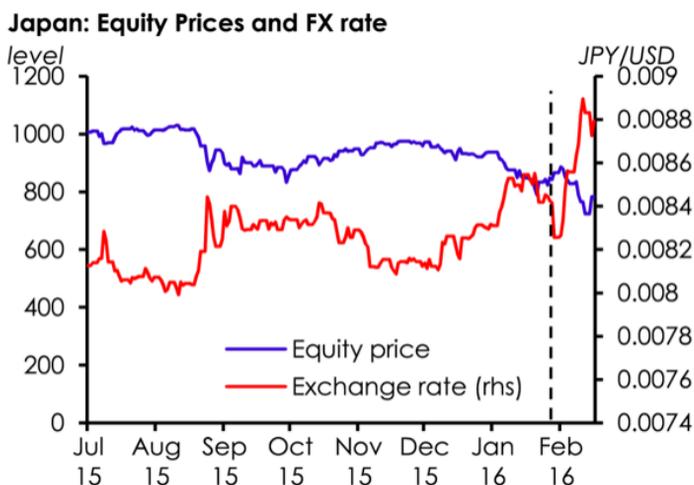
## CB LIQUIDITY PROVISION



Source: Bloomberg, Haver, IIF.

It is a “diminishing return” because the three things that central banks’ easing activity has hoped to achieve are not working anymore. One is that central banks hoped to depress the value of their currency by easing. It does not work anymore. After the Bank of Japan announced the negative policy rate on January 29, from then until now the yen is 7% stronger, not weaker. This equity market is 6% lower, not higher. It does not work anymore. Second, in terms of encouraging borrowing, that has not worked that well. In Japan, since 2012, despite significant intervention from the Bank of Japan, borrowing has remained flat.

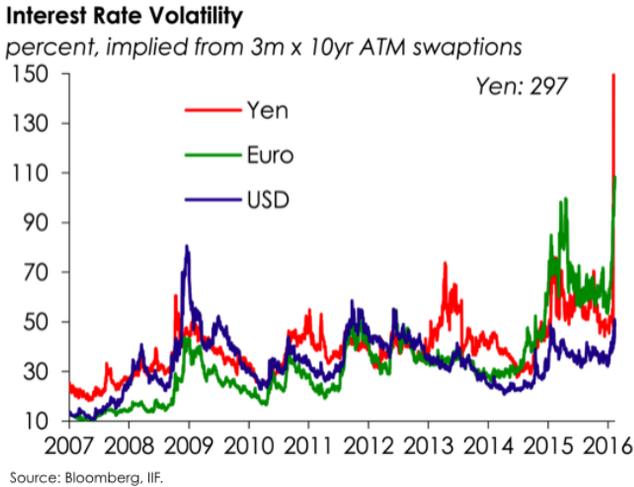
## JAPAN: EQUITY PRICES AND YEN/USD



Source: Bloomberg, IIF.

Last but not least, supporting risky assets and borrowing in the environment of overall high level of asset valuation and in the context of high debt, you can only borrow growth from the future. If central banks are successful and can stimulate more creation of credit, they can support growth in the near term but at the cost of creating a bigger problem in the future with a higher level of debt. That is why central banks, in my view, contributed to a significant increase in volatility. If you look at the chart below, we are way above the high level of liquidity that we experienced during the depth of the financial crisis back in 2009, particularly the yen interest rate volatility.

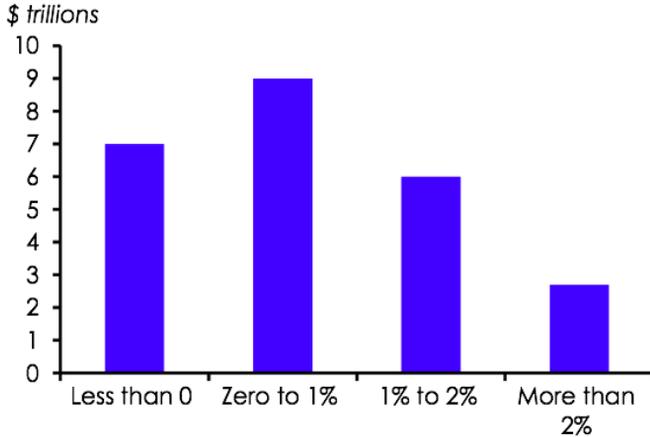
## HUGE INTEREST RATE VOLATILITY



With that negative yield, we have almost US\$7 trillion of mature market government bonds offering negative yields below zero and no more than US\$9 trillion giving yields between 0% and 1%. In other words, it is a very hostile environment for banks. Banks rely on the positive yield curve to get income from maturity transformation. They take in short-term lower interest rate deposit. They lend out long term. They get the income from the positive yield curve. Because of the central bank activities, if the yield curve becomes not only flat but also close to zero, then the mixed source of income for banks reduces. That again raises the question of how banks can demonstrate a convincing business model that can earn this in return. Japan, I said before, reversed reaction after January 29.

## NEGATIVE YIELDS

### Negative Yielding Government Bonds



Source: Bloomberg Global Developed Sovereign Bond Index

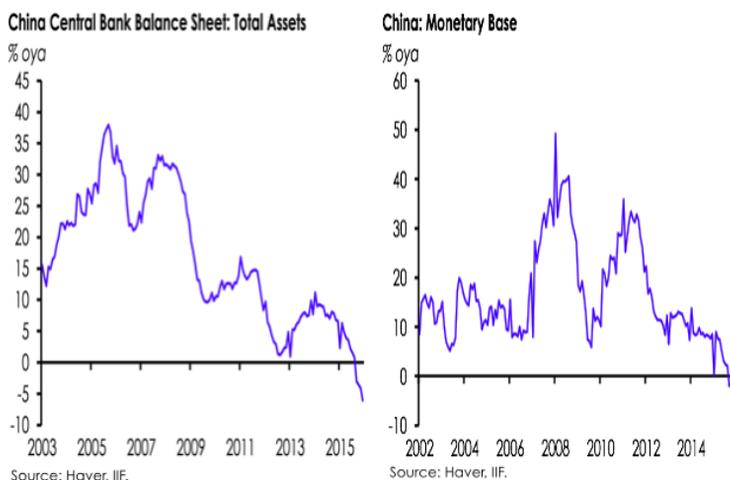
But the main central bank that everyone should try to understand now, in my view, is no longer the Fed but the Chinese central bank, the People's Bank of China (PBoC). The PBoC does many things but it is very difficult to understand what it is that it wants to achieve and how. The impact, therefore, has been creating uncertainties. I call this "impossible trinity", in the sense that they are falling into a classic trap of trying to do too many things, basically three things at the same time, which seem to have been quite impossible. China wants to liberalize the capital account and let the exchange rate to be set more by market influences, both of which are conditions for China to persuade the IMF Board to include renminbi in the SDR (Special Drawing Rights, SDR), which it succeeded. Third, which is more important, is that they still want to have a

domestic monetary policy to support growth in China.

But they cannot have all three at the same time. Therefore, they are failing to say what their priorities are, what they want to achieve and how they achieve it. They have not been very specific as to what of the three things they want to drop. They certainly have to drop something. I think that uncertainty will be around with us and it will be at the back of market nervousness. Since late last year, China officially announced that they will try to use a basket of currencies (about 13 currencies), but it is not clear. Even with the latest announcement from the PBoC, if the reference is hard, they will peg to the basket or do pegged float against the basket. At this point, it is not clear.

In the meantime, the key rate that many market participants and foreign countries in Asia refer to is the renminbi/dollar exchange rate. It continued to weaken and that is why there is a widespread expectation that it will continue to weaken further by at least another 10-20%. The question is the timing of that trajectory. It is very highly likely that China will keep it stable in the near-term but the underlying pressure will remain. Because of the effort to keep currency stable and engineer the weakening in a very gradual way in the near term, they have been intervening in the foreign exchange market, selling foreign exchange reserves and therefore reducing the size of the balance sheet by selling foreign exchange (FX) assets. Significantly, since 2014 until now, almost US\$1 trillion equivalent of reserves have been sold.

## CHINA: PBOC BALANCE SHEET AND MONETARY BASE



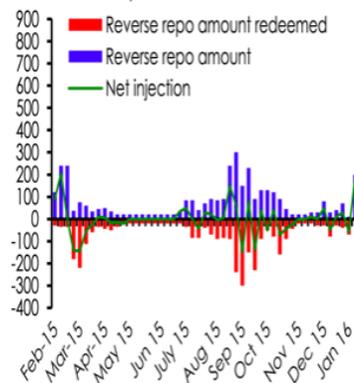
That has a direct impact on reducing the monetary policy based growth of China. By intervening in the FX market to keep the decline of the renminbi gradually, they shrank their balance sheet and withdrew liquidity from the domestic economy. However, they want to have accommodative monetary policy at home to support growth. Therefore, they compensate for that by actively using more open market operations, which now they will do on a daily basis, as you have seen since last month, adding a huge amount of reserves into the system. These things are still out and the net outcome is the overnight interbank rates which seem to be going up, not down. But it should be going down because they need easier conditions to support the economy. Nevertheless, given all of these developments,

borrowing and credit creation continue and debt is one of the key Achilles heels of the Chinese economy.

## CHINA: OPEN MARKET OPERATIONS AND O/N SHIBOR

**PBOC Open Market Operation**

CNY, billion, weekly as of end-Jan 2016



Source: Bloomberg, IIF.

**China: Interbank Rates**

percent

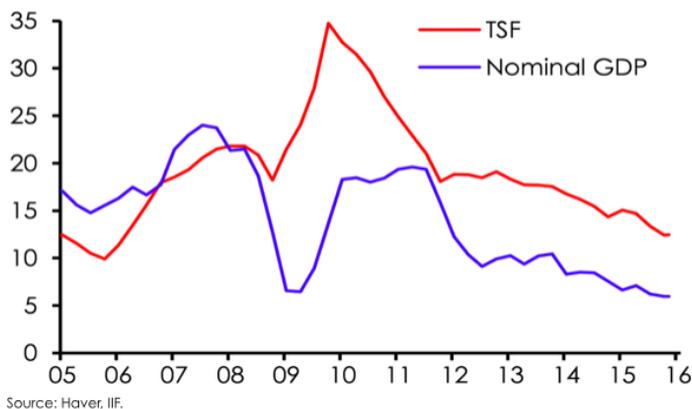


Source: Bloomberg, IIF.

China's total social financing continues to grow by 13% year over year and in January there was a big jump. In January, the total social financing jumped up to 3.4 trillion renminbi, to the extent that the pace of growth in total financing is almost more than twice than the nominal growth rate of the Chinese economy. That is going to increase.

## CHINA: TSF EXCEEDS NOMINAL GDP GROWTH

**China: Total Social Financing and Nominal GDP Growth**  
*percent change over a year ago*

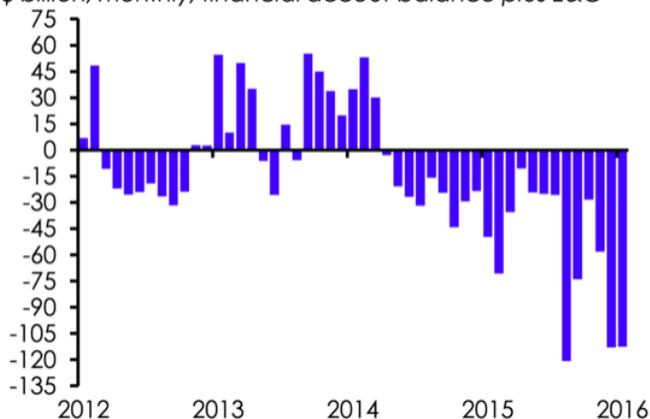


Here are two observations. The IIF's latest estimate puts the Chinese total debt to GDP at 277% at the end of 2015. In January alone, the increase in financing on a net basis added another 3%p to the level of debt, according to our estimate. At this point, the Chinese debt is about 280% of GDP and there is no peak inside. In other words, it will continue to rise. Of course, it cannot be sustained in the long run but the question is until when this long run is going to be. If you put everything together, slow growth, a huge amount of borrowing, the concern about profitability of Chinese companies, and the state of the equity markets that really account for continued net capital outflow from China, we estimate another \$113 billion net outflow from China in January after the significant outflow that we saw in the past year.

## CHINA: NET CAPITAL FLOW

### IIF China Net Capital Flows Tracker

*\$ billion, monthly, financial account balance plus E&O*

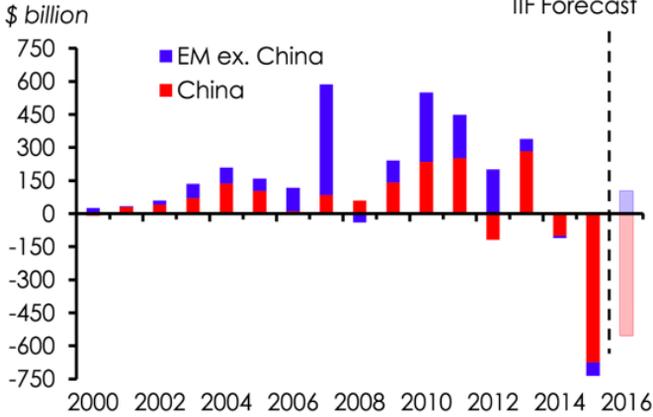


Source: IIF.

That really is the story behind the overall net capital outflow from emerging market countries. In 2015, the bulk of the outflow from emerging market countries came from China. In 2016, we estimate that the outflow from China will remain. There is some small re-inflow to emerging market countries but overall, there will be still a significant net outflow from emerging market countries. It is very important and will add to the headwind to many emerging market countries. Net capital outflow means tightening of financing conditions in the country concerned, making it difficult for companies and households to support their activity. Overall, the global financing conditions are difficult and net capital outflow is a headwind.

## EM NET CAPITAL FLOW

### Net Capital Flows (Financial Account Balance) Plus Errors and Omissions



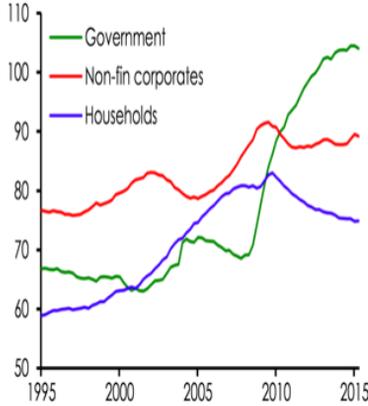
Source: IIF.

The third one is debt overhang. If the crisis in 2008 was thought to be caused by too much debt and the need for deleveraging, what we have done since then is to add even more debt in the mature economies. The government debt increased significantly from less than 70% of GDP collectively to more than 100% of GDP caused by fiscal stimulation and fiscal support to the banking sector. In the emerging market economies, everyone goes out and borrows more. The household debt is going up very strongly from a very low base. In fact, in some countries the level of household debt to GDP is as high as or even higher than that of some mature economies. Korea's debt to GDP is around 85%. Debt to personal disposable income is much higher and it is one of the areas for concern.

## DEBT OVERHANG

**Mature Markets: Sectoral Indebtedness**

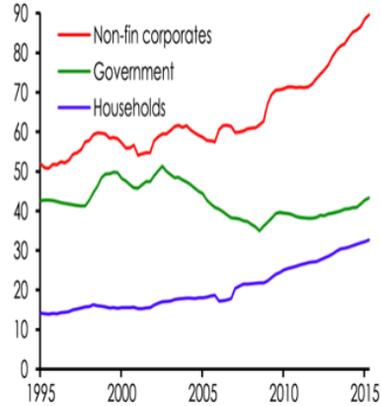
percent of GDP



Source: BIS, Haver, IIF.

**Emerging Markets: Sectoral Indebtedness**

percent of GDP

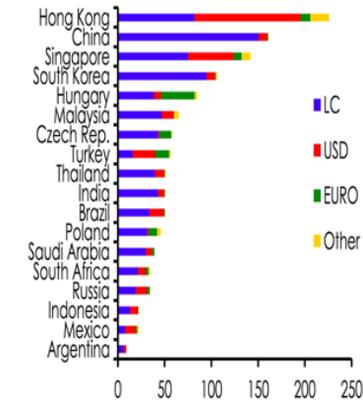


Source: BIS, IIF.

Non-financial corporate, however, is the key. In the past 8 years, there has been a significant increase in debt to GDP with regards to corporations in emerging market countries including Korea. In Korea, the corporate debt to GDP is 150%, one of the highest in the world, on par with China whose corporate debt to GDP stands at about 154% in our estimate. High debt means two things. You cannot borrow much more, if you are that highly indebted. Number two, if you cannot borrow more, you cannot support activity.

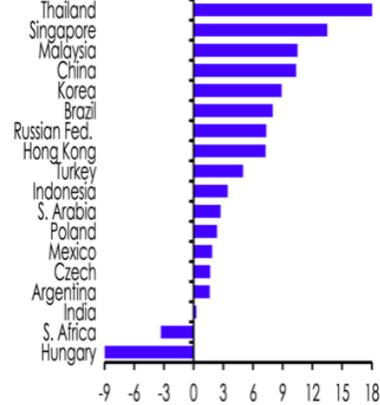
## NFC AND HH DEBT

**Non-Financial Corporate Debt, Q1 2015**  
percent of GDP



Source: BIS, IIF.

**Emerging Markets: Change in Household-Debt-to-GDP**  
percentage points, since 2010Q4



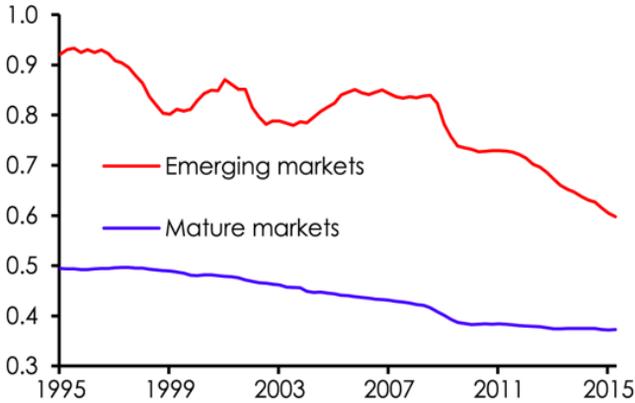
Source: BIS, Haver, IIF.

Emerging market countries and mature economies suffer also from this diminishing productivity of debt. In the past, if you borrow one unit of debt, you could create one unit of GDP. Now you have to borrow roughly three new units of debt to support the same creation of one new unit of GDP. If you put all of this together, it only means that the room for creating debt is not enough to support growth. Therefore, growth will remain slow and this is the third headwind.

## DIMINISHING PRODUCTIVITY OF DEBT

### Diminishing Returns on Debt

*GDP over non-financial sector debt*

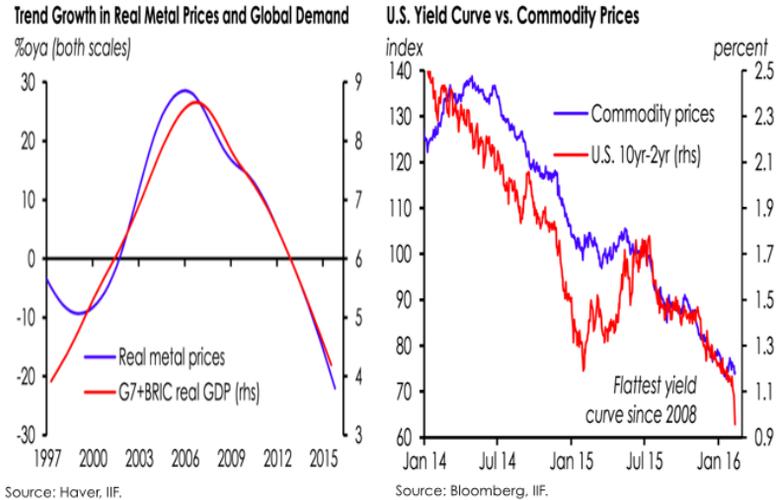


Source: Haver, BIS, IIF.

However, more serious and troublesome are the longer term developments: 1) the slowdown in world trade, which emerging market countries are very dependent on and 2) the premature aging of emerging market countries.

Look at commodities, it is under pressure. Growth and commodity price are lower. The right hand side of the chart below shows the shape of the yield curves and commodity prices. It turns out that they correlate pretty well. Commodity price is now a major term of trade shock in emerging market countries.

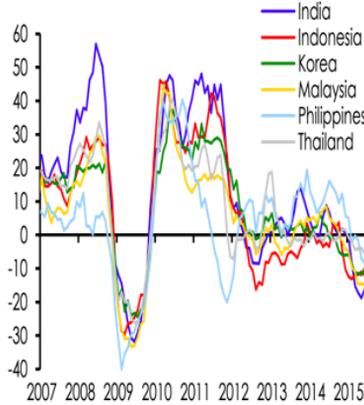
## COMMODITIES UNDER PRESSURE



World Trade is down. Export growth is negative everywhere in Asia. China's export declined by 11.2% in January year over year, while Japan's export declined by 8-9% in January year over year. It is a picture of the collapsing of world trade. One of the factors behind it is that China simply needs to import much less than before. China simply does not need a lot of things that Asia including Korea used to export to it. That is one of the reasons why you see that the export growth is collapsing.

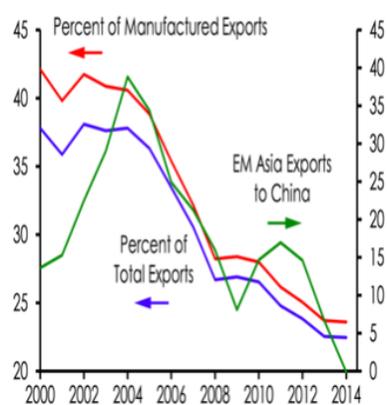
## WORLD TRADE DOWN

**Merchandise Exports**  
percent change oya, 3mma



Source: National sources, IIF.

**China Processed Imports and EM Asia Exports to China**  
percent percent change oya, 3yima



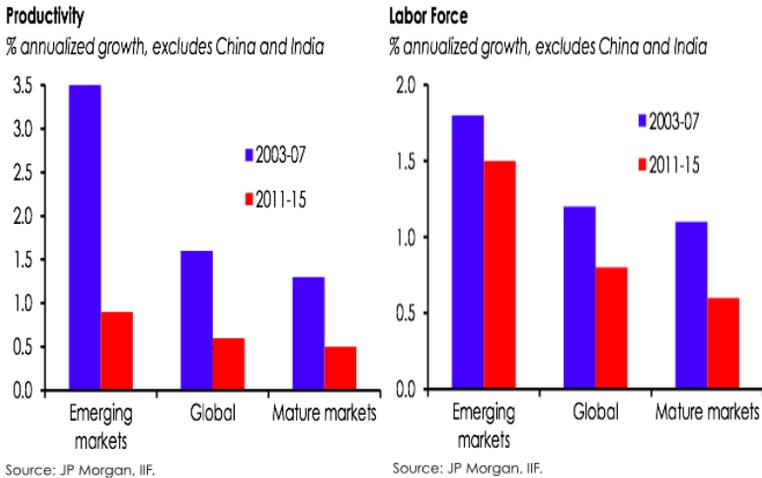
Source: CEIC, IIF.

Productivity and labor force growth are also down. A JP Morgan estimate and our calculations kind of support these findings now. We know that productivity growth has been slowing but not too many people realize that the deceleration in emerging market countries had been so pronounced, going from 3.5% annualized growth to less than 1%. It is a very sharp deceleration compared to mature markets. Also, labor force growth is slowing.

If you put the two together, the potential trend growth rate has been much slower than everyone has estimated. Last weekend, JP Morgan came out with a new estimate for potential growth rate for the global economy, which is now 2%. For the whole global economy, the potential growth rate is 2%. Potential

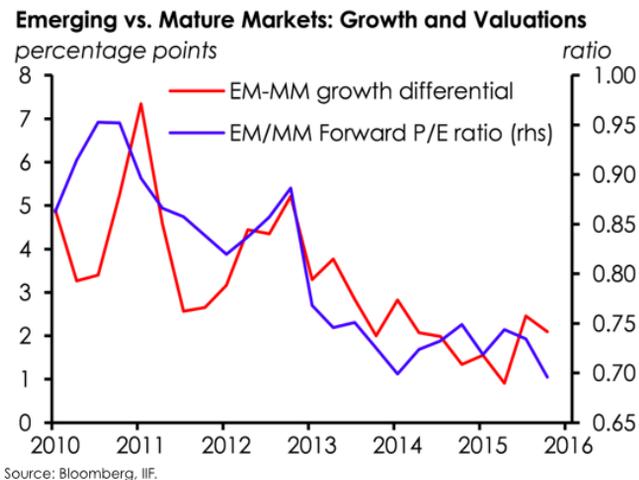
growth rate means that normally in the absence of any forces or actions to stimulate, the economy can revert to the potential rate. So in the absence of everything, it is about 2% that we can hope for. That is what almost every major forecaster expects the global economy to perform, about 2.3% this year. As 2% does not mean a recession, it is not that bad. However, if we have slow growth about 2-3% for the global economy for a long term - in fact, this year and the next, it will be 6 years in a row that we have the global economy grow below 3%. Then, we have all kinds of social problems, political tensions, issue pertaining to distribution of the fruits of economy, and some segments of the population feeling underappreciated and underpaid. I think that we will continue to see more of these issues in the future.

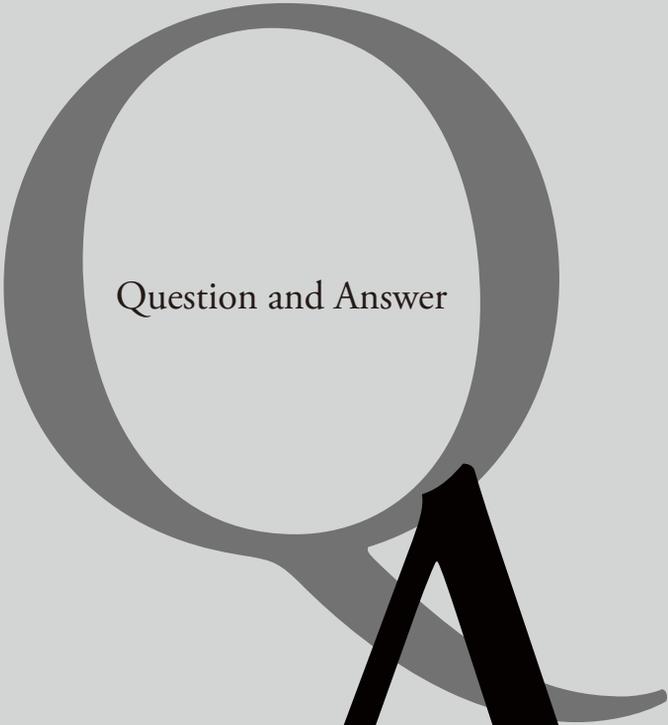
## PRODUCTIVITY AND LABOR FORCE GROWTH



I will conclude by offering this chart that summarizes everything we have covered so far. The growth differential between emerging markets and mature markets used to be very high 5-6 years ago. Now it is going down. With that, the differential in equity valuation between emerging markets equity valuation and mature markets is also coming down. We will see the developments in this pattern in the period ahead.

## MM/EM: GROWTH AND VALUATION DIFFERENTIAL





Question and Answer

**A**

**Q** What is happening in emerging markets today is driven by two distinctive different forces. The countries which are exporting the commodities like raw materials suffer from low commodity prices. On the other hand, big economies like China should benefit from the lower prices. They are moving together in the same direction for different reasons. Thus, how do you evaluate the Chinese market, particularly the return on equity and the price-to-book value aspect?

**A** Regarding import and export, the conventional wisdom is that when the oil price declines, exporters suffer and importers benefit. In particular, many Asian countries are net importers of oil and energy. Therefore, Asia should benefit from it. But it has not. Why? It is the same story: lack of growth, excess capacity, and no demand. Therefore, even though the oil price is low and interest rates are low, that has not stimulated consumption or investment. Oil exporters in the Middle East and Russia suffer directly from reduction in fiscal revenue based on oil export. But the oil importers have not benefit from it in the sense of seeing their activity being stimulated.

Economists are debating about the cause of this overall slowdown and lack of global demand and growth. My personal view is that we are getting into a situation of excess capacity on everything. Everyone now has too many things that anyone can wish to have. When I came to the US to study in the 1970s, it was usual for middle income suburban house with one nice

car garage. 10-20 years later, they wanted two garages. Now, they want three or four garages. How many cars can one family drive? How many flat screen TVs can you have at your home? Therefore, new demand for many goods is simply not there. There is a contradiction between stock and flow. The stock of wealth is very high. Many societies are much better off today in terms of stock of wealth compared to many years ago. However, the flow, the new demand, is slow. If you have too much debt, you cannot borrow more. If you have too much stuff, you cannot buy more.

**Q** I did not hear anything positive from your presentation. In an effort to find something positive, what would be the hopeful sign that this will end? Are there any such thing that we can look for?

**A** One positive thing is that despite the very significant correction in the markets that has been going on for some time, overall market conditions remain orderly. We have not had crisis in terms of disorderly panic and so on. That is a good thing in the sense that the banks are much better capitalized now than before. They have more or less implemented most of the regulatory requirements that have been put in place in the past 8 years. They are stronger, capitalized, have better liquidity ratio management and so on. With that, it helps to stabilize the system to the extent it has. Whether or not it will last, it is an open question. We are lucky not to have a worst outcome.

Going forward, is there anything that will turn this around? No, because you have too much debt. Anything that policymakers can do is to rely on creating more debt to support economic growth. Modern economy is a debt-driven economy. No debt, no growth. If you have too much debt, you cannot borrow more. If you cannot borrow more, you cannot have growth unless you are willing to destroy debt and assets by default. But that also creates a lot of suffering and pain on the part of the savers, who save and buy government bonds for their own retirement. If government does not pay the bonds, that reduces the debt but it also reduces the wealth of the savers. Thus, there is no easy way out.

The best way out of this is not only relying on monetary policy but also having a very well coordinated policy with fiscal stimulation where fiscal stimulation can be afforded. And not all countries are in the same predicament. For example, Germany has an excellent fiscal balance sheet at the moment. It can afford and use more fiscal stimulus to support growth, but it does not want to do it. That is a different question.

You could also try structural reform to create conditions for the economy and entrepreneurs to add value to the society. It really requires a degree of political leadership that we have not seen for a long time in almost every country. That is the potential solution and potential way out of this difficult situation. But, personally, I think it is not likely. In the absence of such well thought-out coordinated policy, not only within countries but

among countries in the G20, we are muddling through. Perhaps, lack of big crisis is good news but instead of big crisis we have slow growth and slow long misery for many years. So there will be no sudden debt but long misery.

**Q** Is there any bright spot? India is a net importer of all commodities and they also have a huge domestic market. Is that the bright spot we are looking for?

**A** The overall impression is a bit negative. However, there are always differences among countries. Even the term “emerging market” is misleading because it includes a huge number of countries with different conditions, different stages of development, different policies, different regimes, different quality of leadership and so on. Of course, there are efforts from a bottom up perspective, going into the right direction in some cases.

Since Prime Minister Modi came into power, there are a lot of clear narratives of reform to try to promote activities in India. They happen to have a good central banker who is keeping things stable for them. However, like in the case of Indonesia as well, while policy intention and initiative and narratives are important, at the end of the day, implementation is the key. You can have all kinds of good policies you want, but if you cannot implement them on time, then eventually the impact and the fruits of such intention are not coming. India is a little bit in this area. There are some things that have been done right.

However, there are many things yet to be done. For example, corporate debt is relatively lower than that in Korea and China, but still high at 85%. And of the corporate debt, about 40% is non-performing loans (NPL) among the state owned banks. India has to take action to deal with that before the banks can energize and support the economy more. They have all kinds of reform they need to go through. We can say that there is a narrative of intent to reform. Yet, a lot needs to be done.

**Q** You talked about the impossible trinity in the case of China. From this October, Chinese renminbi will be included in the SDR basket. Over the last several months, renminbi has already substantially depreciated. May I ask your view on the future of renminbi and its value?

**A** I think it depends on your perspective. If you go back 3-5 years, renminbi showed significant appreciation against the basket of currencies because China tried to be closely pegged to the US dollar. When the US dollar strengthened for most between 2011 until lately, renminbi also strengthened significantly vis-à-vis the basket of currencies. If you look that with that long perspective, the weakening of renminbi against the dollar is simply allowing getting back to a more neutral valuation vis-à-vis the basket to unwind the past appreciation of the currency. That interpretation is consistent with the fact that the strengthening of renminbi against the basket plays a part in slowing down the economic growth. Therefore, China needs to unwind that headwind. If that is the interpretation of yours,

then there is a room for renminbi to weaken against the US dollar a bit further to offset the past appreciation.

Another way to look at it is simply looking at the effort that the Chinese leadership is being confronted with in engineering a very difficult transition to move from the old growth model, which is not workable anymore. The old growth model relying on fixed asset investment and export via manufacturing export is confronted with the same slowdown in world trade that everyone else is being confronted with. Therefore, China is making a transition led by domestic demand and services in the economy while deleveraging the high level of debt that it has. It is a very difficult transition to make and during that transition growth will be slower. The question is whether it can make the transition and maintain slower growth in a very gradual manner to have a soft landing. Chances are it can have a soft landing. But in the transition period there are a lot of uncertainties. That is behind the net capital outflow. Many savers started with an undiversified portfolio because they used to have nothing else but basically real estate and a bank deposit as their asset. Now that they try to diversify their portfolio and that prompts the ongoing net capital outflow. That means that renminbi will have to weaken because of net capital outflow. Thus, if you put everything together, it looks to me that if the renminbi is freed up and dictated by market forces, the natural tendency would be that it would go further down.

**Q** Where does the money go which flows out from China and which has been flowing out of the stock market over the last weeks or months? Is there more to come in the stock market? Also, do you see any potential for further turmoil in the stock market?

**A** This is a very complicated topic. Let's start from the basics. The basic is that China has been running current account surpluses since it began its reform and opening up. China constantly runs current account surpluses every year. Therefore, all the current account surpluses over the past two decades put China in a very strong international investment position as creditor. China remains a creditor. When we talk about capital outflow, we talk about private sector capital outflow. We do not refer to the whole country. What we have seen is the public sector, the central bank of China, selling reserves to support the currency and to accommodate outflow from the private sector. While the central bank reduces its holding of foreign assets, the private sector increases its holding of foreign assets. As a result, China is still the same international creditor as it always has been. However, the selling of renminbi to demand dollars to buy foreign assets by the private sector is what caused the net private sector capital outflow and that is what drives the exchange rate and the financial market. Yes, the near-term impact of net private capital outflow is unsettling for the currency and the market but the total picture is that China is still in possession of the huge accommodated surpluses it

has accommodated in the past 2-3 decades. It is still the largest international creditor nation.

**Q** What is your view on the prospect of the Chinese economy considering all these structural problems you have presented to us? IMF's forecast for the Chinese growth was 6.3% for this year. I'm sure it will revise down shortly.

How do you assess the causes and benefits of negative interest rates?

**A** China is going through a difficult transition. The Chinese leadership is aware of the need for it and what is required to do it. Implementation is always the key. It is not easy to navigate through these different conflicts in demand. You have a high level of debt and then you want to support the economy in the near term, which means you encourage more debt. Overall, you are indebted and make it more difficult. It is not easy to strike the balance to get through. The economy has slowly been transformed. The services sector is now getting to be growing and is slightly more than 50% of GDP. The manufacturing sector is more or less than 50% of GDP. That is some proof that the economy is indeed being transformed.

However, the problem with the services sector is that while it offers the country a more stable growth, it is a slower growth. Services sector can never grow as dynamically as manufacturing. It also offers lower wages compared to the manufacturing sector. Therefore, for many emerging market countries switching

from manufacturing to services prematurely is a double-edged sword. On the one hand, at least they have something instead of nothing in terms of fueling up when the export demand is slowing. On the other hand, switching to services means slower growth, low wages, and low productivity. The mature economies got to the point where they have high capacity and need to move to services, which is right. But that is why they have low growth. For emerging market countries to imitate the same responses and development of mature economies is to condemn themselves prematurely with low growth, which will make difficult for them to continue to modernize and develop the economy which they still need to do. That is a long way to say that the slowdown is coming.

The number I look at is not the real GDP growth but the nominal GDP growth where the deceleration is very striking. Back in 2011 the nominal GDP growth was almost 15% percent but last year it was 5.7%. Last year the nominal growth is lower than the real GDP growth because China has a negative GDP deflator. In the environment of negative inflation, deflation pressure, low inflation, at least to me, the nominal growth is something that people should focus on, not just the real numbers. If you look at that, it really continues to be under pressure. Industrial production is about 6% but Producer Price Index (PPI) continued to be -5.3% for seven months in a row. In nominal terms, industrial production of China is close to zero. That explains the significant impact of the slowdown on

demand of exports from emerging market countries, not the slowdown in GDP growth. Because 6.9% is still very strong for a big economy like China. Many countries would have been keen to get 6%. But the deceleration in nominal growth explains the impact on the rest of the world.

Regarding negative interest rates, I personally think that it is not a good thing to do. It will get into all kinds of big problems at the basics. The end of it is the social contract between citizens and the government. Why should citizens want to have their money being kind of confiscated and taxed by negative interest rates? Why should they not just go ahead and organize payment system among themselves by using bitcoins and block chain and avoid negative interest rates by central banks? I think central banks moving into negative interest rates in addition to the “perceived” zero rate that they have conducted in the past 8 years is tantamount to that we are running into big political and social resistance. Even their legitimacy can be put in question. I think it is a very dangerous area for central banks to go into. Also, it is not that effective. Again, it depends on how you define the challenge. If you think the challenge is excess capacity and a lack of demand, then negative rates do not induce people to go and invest more. Because if you have excess capacity, you invest more and you create more excess capacity. That does not solve the problem. Therefore, monetary expansion at this point is like pushing on a string like John Maynard Keynes said. Therefore, it needs to be supplemented by other policies such as fiscal policy

and also structure reform policy which is more difficult to do. Thus, negative rate is uncharted waters and very dangerous. I think that central banks should really pause and carefully think before they do more of these things.