



세계경제, 회복되나?

The Global Economy Rebounds — But How Fast and For How Long? Issues and Implications for Korea and Asia

Kenneth S. Courtis

Goldman Sachs Asia 부회장

2002. 8. 7.

필자 약력

Kenneth S. Curtis

現 Goldman Sachs Asia 부회장

캐나다 Glendon大(B.A.), 영국 Sussex大(M.A.), 프랑스 Institute of Economic Political Studies in Paris(Ph.D.)에서 수학

스웨덴 Stockholm大 초빙교수, 일본 Tokyo大 및 Keio大 강사, Deutsche Bank Group Asia Pacific 부회장, 美 국제전략문제연구소(CSIS) 국제문제 연구위원 등 역임.

국제금융 및 외환문제, 국제투자, 기업전략 등에 대해 Wall Street Journal, New York Times, The Economist, Business Week, Foreign Affairs 등에 다수 기고.

세계경제, 회복되나?*

Kenneth S. Courtis

지금 전 세계에서 나타나고 있는 좋은 일들은 많은 어려운 결정을 내린 결과이다. 물론 이런 결정들이 쉽지는 않았겠지만, 이는 본인이 한국을 낙관적으로 보는 이유 중 하나이다. 그러나 이러한 것들이 지속되지 않으면 문제는 상존할 것이며 점점 더 커질 것이다. 한국은 위기를 포용한다는 의미에서 참으로 어려운 몇 가지 개혁을 이루어냈다. 이러한 변화가 이제 결실을 맺기 시작하고 있다. 세계경제가 앞으로 정상궤도를 유지하는 한, 한국은 내년에 큰 실적으로 이루어리라 생각된다.

세계경제는 전반적으로 침체되어왔다. 그러나 이러한 현상에도 불구하고 소비심리는 꽤 강하게 유지되어 왔다. 많은 부문에 있어서 점진적인 투자증가가 나타나기 시작하고 있다. 지금까지 투자감소가 크게 우려되었기 때문에 이는 중요한 사실이다.

본인이 언급하고 싶은 것은 이러한 상황이 매우 취약하며, 우리에게 기회가 그리 많지 않다는 점이다. 그러나 현안과제와 다른 모든 것들이 “정상”적인 경제환경에 있다면 세계경제는 훌륭한 성장을 이룰 것이다. 미국의 경우, 적극적인 재정정책을 취해온 결과 단기금리가 작년 동기에 비해 73% 하락했으며, 감세조치가 즉각 이루어졌다. 캐나다와 호주는 미국보다 앞서 감세조치를 했다.

물론 9·11 사태 이후에 정부 재정개입으로 유동성이 크게 확대되어 안정을 이루는데 도움이 되었다. 현재의 GDP대비 재고비율은 낮은 상태이다. 따라서 향후 12개월 동안 재고가 “평균”으로만 회복된다면, 그것만으로도 미국경제는 2% 가까이 성장을 이룰 수 있을 것이다.

여기에서 소비와 기업 투자심리 회복 등을 감안하면 경제성장률은 5%까지 볼 수 있겠지만 여러 가지 장애요인들로 인해 5~6%가 되지는 않을 것이다. 이러한 장애요인 중 하나가 여러 부문에서 이루어진 과잉투자로 인한 초과설비이다. 기업들이 안고 있는 채무부담으로 인해 채권시장에서는 이미 1980년대 초에 있었던 공공재정의 역전이 꽤 빠르게 진행되고 있는 것에 대한 우려가 일고 있다.

현재 채권시장은 가파른 수익률곡선을 그리고 있으며 이는 경제성장률이 6%가 안될 것이라는 의미이다. 물론 이러한 수익률곡선은 시장이 경제성장률을 잠식하고 있다는 것을 뜻하며, 또한 기업 및 가계 부문의 역할과 3/4%~1%로 하락한 금리의 재조정에 대한 우려이기도 하다. 이러한 것이 경제를 움직이게

* 이 글은 세계경제연구원과 한국무역협회가 서울 세계무역포럼의 일환으로 2002년 5월 7일 공동개최한 특별강연회의 내용을 번역·정리한 것임.

하는 경기부양이었다. 이는 가계부문이 스스로 역할을 해왔다는 것을 의미했다. 저축부문은 문제의 소지가 계속 있었으며, 시장은 이 점에 대해 우려해왔다.

시장은 높은 부채를 안고 있는 기업 부문의 위험요소에 대해서도 우려하고 있다. 이러한 부채는 특히 첨단기술 및 통신 부문에서 문제가 되고 있다. 10년 만기 정크본드(junk bond)는 2~4류 통신부문 기업들이 자체 재정조달을 위해 사용하는 고수익 증권인데, 10년 만기 고수익 증권과 미국 국채를 비교해 보면 현재 약 6.8%대의 금리차이가 난다. 이러한 금리차이는 2001년 9월 28일에 9.82%까지 상승했다가 대폭 하락한 것이다. 그렇다면 이것은 무엇을 의미하는가? 이는 10년 만기 국채의 금리가 약 5%라고 할 경우, 여기에도 6.75~6.8%의 프리미엄을 더해 10년 동안에 12%~14%의 금액을 지불한다는 의미이다.

성장을 이루지 못한 기업이 이러한 금액을 지불하고 있다면 수익성이 없다는 것을 뜻한다. 대부분의 첨단기업들이 주식시장 거품시기의 마지막 자금을 사용하고 있다. 만약 이 부문에서 기업들이 향후 12~18개월 동안에 크게 성장하지 못하거나 새로운 성장 동인이 나오지 않으면 파산이 증가할 것이다. 이러한 파산증가는 금융권에 영향을 미쳐 악성 및 부실 채권의 증가로 이어진다. 이 때문에 금융부문 또한 주식시장과 재정부분에서 압박을 받고 있다.

역설적으로, 이러한 것들을 해소하기 위해서는 높은 성장률이 필요하다. 이와 더불어 생기는 의문은 첨단기술 부문의 문제를 경기순환적인 것으로 보느냐 또는 구조적인 것으로 보느냐, 아니면 양쪽 모두로 보느냐 하는 것이다. 논란이 있을지 모르겠지만, 이는 분명히 경기순환적인 침체국면이다. 문제는 기존 첨단기술을 포함한 첨단기술 부문이 현재 더 확장되고 있는가 하는 것이다

향후 18개월 동안 휴대폰이나 PC(개인용 컴퓨터)를 새로 구입하거나 바꾸려 하는 사람이 얼마나 되느냐 하는 것이 관건이다. 지난 수 년간 대량 기술시장을 주도해온 것은 이 두 가지 상품이다. 모든 것이 컴퓨터와 이동통신 수단과 연관되어 있다.

1998년부터 2000년 초까지 이 부문에 대한 수요는 최고조에 달했다. 휴대폰을 가지고 있는 유럽인은 72%, 일본인은 62%~70%이며, 미국인은 51%이다. 한국의 경우는 여러분들이 알고 있는 바와 같다.

PC도 마찬가지이다. 중국의 휴대폰 보급률은 12%에 불과하다고 한다. 그러나 앞으로 휴대폰을 구입하려는 사람이 얼마나 될까? 아마 현재의 가격이 아니라면 70%까지도 가능할 것이다.

따라서 수요가 최고조에 달했던 당시 이 부문의 설비가 엄청나게 증가했다. 차세대 제품이 나타나지 않거나, 새 컴퓨터 및 소프트웨어, 주변기기 등을 마지못해 구입해야 할 이유가 생기지 않는다면, 이 부문의 새로운 수요는 최소한 한동안은 대체수요로 이루어질 것이므로 성장은 느려지게 된다. 따라서 이 부문에 대한 주식시장의 가치는 여전히 과대평가되어있다. 이러한 것이 주식시장과 채권시장의 저변에

서 악영향을 미치는 일련의 문제들 중 하나이며, 물론 이는 경제에 부담을 주고 있다. 이 때문에 금년 잔여기간 중에 5%의 대폭적인 경제성장은 이루어지지 못할 것이며, 1/4분기 이후에는 다소 완만해질 것으로 보인다.

둘째, 경제회복을 주도해 온 힘은 실제 다시 반복될 수 없다. 향후 12개월간에 걸쳐 금리가 또 다시 73% 인하될 수는 없는 것이다. 경기부양책을 더 펼 수 있을지는 모르겠지만 선거가 다가오고 있는 관계로, 향후 12개월 동안에 선거를 앞두고 어떤 조치를 내리기가 쉽지 않다. 금년에 재고량은 다시 증가할 것이다. 사실, 1/4분기에 재고가 계속 감소되었다는 것은 매우 흥미로운 점이다. 이는 내년 재고부문에 더 큰 뒷받침이 되겠지만, 이것 역시 일시적 현상이며 재고가 두 배로 증가되지는 않을 것이다.

따라서 정말 중요한 것은 금년 말까지 투자부문이 정상화되는 것이다. 투자계층이 제자리를 찾아야만 실업률이 꾸준히 감소하고 임금이 상승할 것이다. 그러면 그 동안 강세를 보여왔던 소비지출이 회복세로 증가할 수 있을 것이다. 이러한 것이 이루어진다면, 금년 말까지 요란스럽게 서두르지 않고도 미국경제는 안정을 되찾아 2003년까지 지속될 것이다.

이와 같은 것이 세계적인 시나리오라면, 유럽과 일본에서 발생하고 있는 어려움들은 세계경제를 전망해볼 때 크게 문제될 것이 없다. 유럽경제는 미국의 경기주기과정을 6~8개월 뒤쳐져 움직여 왔던 것으로 나타난다. 이는 변함없이 계속되어 온 것이다. 유럽은 여전히 미국보다 6~8개월 뒤쳐져 움직이고 있다. 현재 유럽경제가 회복되기 시작하고 있다는 첫 번째 징후가 나타나고 있다. 예를 들어 독일은 0.7~0.8%의 경제성장을 이룰 것이라는 전망이 있는데 프랑스의 경우에도 크게 다르지 않을 것이다. 여러분들은 어떻게 생각할지 모르겠지만, 본인은 금년도의 유럽 전체 경제성장률이 1.2%가 될 것으로 전망한다.

유럽은 이 이상의 성과를 얻으려 애쓰지 않고 있는데, 바로 이러한 점이 문제이다. 왜냐하면 장기적으로 볼 때, 앞으로 더 큰 성장을 이룰 수 있게끔 하는 구조적 문제제기에 유럽이 많은 노력을 기울이고 있는 것으로 보이지 않기 때문이다.

유럽이라는 엔진은 금년 잔여기간 동안에, 어쩌면 내년까지도 실린더를 점화하려 하지 않고 있고 있다. 유럽중앙은행 총재는 경제상태가 양호한 때조차도 유럽의 경제성장률을 2.5%로 예상한다고 했다. 또 2000년에 유럽이 기대 이상의 성장을 이루었던 것을 그는 일시적인 이상현상이라고 언급하였다. 유럽은 구조개혁에 대한 논의를 잘 해왔으며 이러한 논의가 지속되고 있지만, 개혁이 이루어질 것 같지는 않다. 심도 있는 구조개혁만이 유럽으로 하여금 보다 튼튼한 생산성과 성장 수준을 이루도록 할 수 있을 것이다.

중기적 관점에서 본다면, 유럽은 인구와 비용면에서 문제가 있으며 유럽공동체 확대에 따른 여러 가지 어려움이 있다. 또한 강대국들이 마스트리히트(Maastricht) 협약에서 설정된 부채수준과 관련하여 갖게

된 어려움들도 있다. 이 모든 것들을 종합해볼 때, 시장이 지난 며칠동안 유로화에 대해 낙관적이었던 것으로 알고 있지만 본인은 유럽이 얼마만큼의 성장을 이루어낼지 의심스러울 뿐이다. 본인의 견해로는, 유럽연합(EU)은 앞으로 다가올 일에 대해 보다 현실적으로 대처해야만 한다.

일본을 살펴본다면, 어떤 의미에서 아주 간단하게 생각할 수 있다. 무엇이 가장 중요한 특징인가? 첫째, 일본은 산더미 같은 부채를 지고 있다. 일본 정부는 금년 말까지 부채비율을 GDP 대비 140~143%로 맞추어 나갈 것처럼 보이며, 향후 4년 동안 부채비율을 GDP의 6.5%로 제한할 것이라고 한다. 그러나 이것은 일본정부의 수치일 뿐, 본인이나 골드만 삭스가 생각하고 있는 수치는 아니다.

일본 정부가 부채규모를 과소평가했다고 비판만 할 수는 없다. 따라서 6.5%에 3~4배를 곱하고 다시 140%를 더하면 GDP의 170% 가까이 된다. 이는 일본의 은행들이 자본을 재구성하기 전의 수치이다. 비록 일본 금융감독청(FSA)은 아무 문제가 없다고 하지만, 일본의 은행들이 자본을 재구성해야만 한다는 점을 우리 모두 알고 있다. 최근 일본 금융감독청과 정부 관계자들이 IMF가 재발간하려는 보고서의 무책임성에 대해서 언급해왔는데, 굳이 말하자면 그 보고서에서 사용하고자 하는 IMF의 수치가 일본 정부의 발표 수치보다 더 크다는 것이다.

오닐(O'Neill) 미국 재무장관은 일본 정부가 떠맡아야 할 부실채권의 수준이 GDP의 30%에 이른다고 언급한 바 있다. 오닐 장관이 틀려서, 일부 사람들이 생각하는 것 보다 2~2.5배 작은 20%에 불과하다고 하자. 따라서 20%에 170%를 더하면 일본 정부가 얼마나 과소평가했는지 쉽게 나타난다. 즉 현재의 추정치에 금융부문이 떠맡아야 할 부실채권을 아주 보수적으로 평가한 것을 더하면, 장부상의 부실채권 규모는 GDP의 200% 가까이 이르는 것이다.

민간 금융기관의 재정상태가 어렵다고 하지만, 투명성이 부족한 정부부문 금융기관보다 훨씬 나은 상태라고 일본 총리는 계속 언급하고 있다. 작년에 정부가 발표했던 GDP의 150% 부분은 장부상에서 누락된 상태이다. 그러나 일본 총리는 근본적으로 이러한 수치를 믿지 않는다고 말하고 있으며, 본인도 많은 사람들이 이를 믿지 않고 있다고 생각한다. 따라서 GNP의 약 132%에 달하는 가계 및 민간부문의 총 은행대출과, GDP의 50%를 상회하는 다른 형태들의 기업부채를 합할 경우, 장부상의 부채와 부외부채는 (일본의 가계, 기업 및 공공부문 부채)는 아마 GDP의 5~6배가 될 것이다.

본인은 이러한 부채규모를 가진 경제를 본 적이 없다. 1997년의 한국 30대 기업들의 경우를 생각해 보면 과도한 부채비율이 어떤 것인지 알 것이다. 산더미 같은 부채, 이것이 일본이 풀어야 할 첫 번째 방정식이다.

두 번째 방정식은 경제가 디플레이션으로 가고 있다는 것이다. 공식적으로 일본의 디플레이션률은 약 1.4~1.5%이다. 이는 단지 공식적인 수치일 뿐이다. 미국 연준(그린스핀 의장은 이 부분에 대해 많은 언

급을 해왔다)과 일본 중앙은행 양쪽 모두가 각각 공개적 및 비공개적으로 기술혁신으로 인한 물가하락을 최소한 1%정도 저평가했다는 점을 인정하고 있다. 예를 들어 2년 전에 컴퓨터 가격이 2,000달러였다고 한다면 지금은 동종의 컴퓨터를 899달러에 살 수 있다. 물가하락이 세 배가 빨라진 것이지만 이것이 물가지수에는 나타나지 않는다. 따라서 이는 일본의 물가가 최소한 2.5%까지 하락하고 있다는 사실을 나타내는 것이다.

더구나 물가하락에는 판매시점의 할인이 포함되지 않는다. 예를 들어 본인의 회사에서는 할인을 해주지 않으면 아무 것도 사지 않는다. 그러나 이는 기업만 그런 것이 아니다. 언젠가 본인이 동경을 방문했을 때 두발용 화장품을 사러 상점에 간 적이 있다. 그 화장품은 본인이 10년간 사용해온 것인데, 조그만 병 하나의 가격이 2,000엔이었다. 본인이 정말 비싸다고 하자 점원은 여기가 동경이기 때문에 그렇다고 했다. 다시 본인이 뉴욕에서는 절반가격이면 그 화장품을 살 수 있다고 하자, 그 점원은 대금을 계산하면서 두 병을 사면 한 병 당 1,600엔에 판매하겠다고 말했다.

이와 같이 할인된 20%는 어떤 물가지수에도 반영되지 않는다. 정부 관료들은 개인적으로 이러한 추가적인 디플레이션률이 1~1.5%가 되는 것으로 추정하고 있다고 생각된다. 따라서 일본의 디플레이션률은 3.5~4% 쯤 되는 것이다. 이는 아주 큰 수치이다. 공식적인 일본의 디플레이션률 수치는 1.5%이다. 그러나 이것만으로도 상당히 큰 수치이기 때문에 일본 총리와 경제장관은 연설을 할 때마다 디플레이션에 대해, 그리고 이 문제를 어떻게 해결할 것인가에 대해 언급하는 것이다.

따라서 산더미 같은 부채를 안고 있고 경제활동이 디플레이션 구조 속에 있다면 상당히 큰 문제에 빠진 것인데, 은행권이 충당금을 설정할 수 없는 부실채권을 보유하고 있는 경우에는 특히 그러하다. 이러한 부실대출의 규모는 충당금을 설정해둔 종래의 부실대출보다 더 빠르게 증가하고 있다. 즉, 부실채권의 규모가 증가하고 있는 것이다. 물론 무엇이 부실대출이며 얼마만큼이 부실대출인지를 밝히는 것이 문제인데, 부실대출의 규모를 우리는 절대 알 수 없을 것이다. 소수점 몇 자리까지 가느냐는 실제 중요하지 않다.

정부 수치에 문제가 있다는 것을 무시한다 하더라도 이 수치만 가지고 다시 살펴보면 부실대출 금액은 약 1.5조 달러 규모이다. 여기에는 과거에 발생하여 부실화된 대출도 있다. 분명하게 나타난 은행대출의 73%는 부실이다. 지금 말하고 있는 것은 기업대출만이며, 가계대출은 포함되지 않는다. 이러한 부실대출 규모는 사람에 따라 80~90%까지 이야기된다. 이와 같은 부실대출의 규모를 밝히는 작업이 실제 이루어져야 할 것이다.

기업대출만 가지고 이야기 해보자. 기업대출을 계산해보면 1.2조 달러 규모는 쉽게 바로 나온다. 그러나 은행권이 보유하고 있는 충당금은 4,320억달러이다. 따라서 모든 자본을 동원하여도 이를 충당할 수 없다. 은행권은 이미 세금을 내기도 전에 약 400억달러를 손해보고 있다. 은행권이 향후 12~14년 동안

번 돈을 모두 충당금으로 적립한다 하더라도, 금융감독청이 언급한 것처럼 현 상황을 충당하기는 여전히 어려울 것이다. 일본 정부는 조만간(빠를수록 좋다) 이 문제를 해결해야 할 것이다. 은행은 자금이 없다. 중앙은행의 보유고는 1997년 12월의 한국처럼 제로(zero)에 가깝다. 일본이 1990년대부터 오늘날까지 가지고 있는 문제 중 하나는 일본이 너무 부유하게 살아왔다는 점이라고 할 수 있겠다. 그래서 일본은 부채문제를 회피할 수 있었다.

무엇보다도 저금리는 저축하는 사람들에게는 세금이며, 경제 보조수단이고, 실제 자금조달 비용을 변화시키는 것이다. 일부 기업들은 여전히 자금을 차입하고 있다. 그러나 높은 금리를 부담했다라면 그 기업들은 살아 남지 못했을 것이다. 전체 시스템이 건강하지 못하지만 이러한 상태는 지속될 것이다. 사실 금년에 경제가 회복되기는 할 것이다. 지난 달 수출이 40% 증가하여 경기회복 주기에 들어서 있다.

이러한 것이 전반적인 전망이다. 유럽조차도 경제성장을 이룰 것이다. 지난 주 미국의 실업률은 상당히 회복되어 6%에 이르렀다. 기업의 최고경영자 수준에서는 경제가 회복된다는 느낌을 여전히 갖지 못하고 있으며, 따라서 경제가 회복되는 데에는 얼마간의 시간이 걸릴 것이다. 낙관적으로 본다면 경제회복으로 가고 있는 중이다. 앞서 언급한 바와 같이 유럽의 경제성장은 정체수준이 될 것이다. 본인은 다른 사람들보다 약간 더 낙관적인데, 유럽은 금년에 아마 1~1.2%의 성장을 이룰 것으로 보인다. 일본의 경제성장률은 올해 제로(zero)를 약간 상회하는 0.1%정도로 생각할 수 있겠다. 이는 세계경제에 상당히 좋은 배경이 된다.

이제는 동아시아 신흥시장의 전개상황을 살펴보겠다. 정치적으로 어떠한 상황이 벌어지고 있던 간에 중국의 개혁은 지속되고 있다. 그것도 아주 적극적으로 지속되고 있다. 본인은 중국에서 진행중인 일부 대규모 구조조정 작업에 참여하고 있는데, 앞으로 나아가고자 하는 중국 리더십의 결정은 놀라운 것이다. 그러나 더 놀라운 것은 구조조정이 진행중인 기업 구성원들의 실용주의이다. 또한 중국은 금융부문 개혁도 추진하고 있다. 이와 같이 중국에서 벌어지고 있는 힘든 공급부문 개혁은 대규모의 생산성 향상을 이끌어내고 있다. 이 모든 것들과 함께 엄청난 외국인 직접투자가 이루어지고 있으며, 이는 상당한 수준의 경제성장을 지속시킬 것이다. 중국은 아주 튼튼하고 강력한 성장주기에 있다. 중국의 경제수치가 어떻든 간에(이에 대해 실제 많은 논란이 있는 것으로 보이기 때문이다) 지하경제 부분을 합하면, 당분간 중국의 경제성장률은 7% 수준을 유지할 것이다.

본인은 작년에 한국경제를 낙관적으로 보았는데, 금년에도 계속 낙관적으로 본다. 한국경제는 금년뿐만 아니라 앞으로 수 년 동안에도 좋은 성과를 이룰 것이다. 한국은 국내 및 해외 수요가 제대로 이루어지고 있기 때문에 두개의 엔진이 작동중이다. 당분간 한국경제는 중국과 함께 동아시아에서 가장 강력한 경제가 될 것이다. 어떤 의미에서 보면 이는 그 동안의 고통에 대한 보상이며, 일찍이 문제들을 제기해온 대가이다. 비록 더 이상 이야기하는 사람은 없지만 우리는 신(新)경제와 지식경제 시대에 살고 있다. 한국은 국내 및 해외 수요가 잘 이루어지고 있을 뿐 아니라, 신경제와 지식경제 부문에서도 좋은 성과를 내

기 위해 적극적인 위치를 유지해왔다.

이 모든 것을 종합해 보면 금년은 상당히 낙관적이다. 1년 전에 본인은 아주 조심스러운 낙관만 하였다. 우리는 이러한 점들이 환율, 금리, 그리고 주식시장 측면에서 갖는 의미를 전반적으로 생각해 보아야 한다.

여러분들이 엔화에 대해 얼마나 낙관적인지를 본인이 예측하기는 어렵다. 사실 엔화에 대해 생각해 보면, 더 이상 재정조치를 취할 여지가 없는 상황과 현재의 채무구조 및 디플레이션 하에서, 일본 중앙은행이 단기유동성을 지속적으로 확대하는 것은 거의 불가피하다. 현재 일본은 월간 기준으로 1년 전에 비해 4배나 많은 유동성을 경상계정에 투입하고 있다. 또한 일본 중앙은행에게는 경제에 장기자금을 투입하기 위한 장기자산 매입의 점진적 증가가 불가피해질 것이다.

일본 국채의 공식 매입목표를 살펴보면 1년 전에 비해 현재 2.5배 증가한 것으로 나타나는데, 이러한 현상은 지속적으로 증가할 것으로 생각된다. 이는 환율을 근본적으로 지금보다 더 취약하게 만들 것이며 정상궤도에서 벗어나게 만드는 것이다. 사실 엔화는 달러 당 135엔 수준에서 조정되어 왔다. 그러나 3~4년의 장기추세에서 본다면 엔화는 달러 당 160~180엔 수준이 될 가능성이 있다.

미국이 본인의 생각처럼 경제실적을 이루고 생산성을 훌륭하게 유지할 수 있다면, 유럽은 모든 것이 잘 될 것이다. 미국의 1/4분기 생산성에 대해 평가해 보면 지난 4/4분기의 연 5.6%에서 연 7.2%로 크게 증가했다. 이는 정말 큰 수치이다. 미국이 이와 같이 상당히 좋은 생산성을 유지할 수 있다면, 유럽은 지금보다 더 나은 위치에 있게 될 것이다.

하지만 유럽은 유연한 노동시장을 통해서만 이러한 경제성장을 이룰 수 있으며, 노동시장의 개혁 없이는 어떠한 성장도 얻지 못할 것이다. 또한 선거가 있는 해에는 이러한 개혁이 불가능할 것이다. 따라서 유럽의 경제성장률은 불과 1~2% 수준에 머무르기 쉽다. 이것이 유로화-달러의 관계에 어떤 영향을 미칠 것인가? 아마도 유로화는 달러 당 82센트 수준으로 하락하게 될 것이다.

동아시아에는 두개의 통화그룹이 있는 것으로 보인다. 하나는 미국 달러와 밀접하게 연계된 것으로, 여기에는 말레이시아와 홍콩이 포함되며 물론 중국도 포함된다. 다른 나라들은 일본 엔화를 따르는 경향이 있다. 예를 들어 원화는 엔화와 거의 보조를 맞추고 있는데, 한국과 일본은 서로 발을 밟지 않으며 춤을 추고 있는 것이다. 대만, 태국 및 싱가포르의 통화는 엔화에 대한 계수가 0.98, 0.92 또는 0.78이다. 만약 달러 당 엔화가 본인이 추측하는 것처럼 160~180으로 하락한다면 이들 통화에 아주 흥미로운 문제가 제기될 것이다.

우리는 이러한 상황을 겪은 바 있다. 1997년 외환위기의 일부분은 급격한 수익률변동(leverage)이었던

데, 한국은 이를 극심하게 경험하였다. 중요한 문제 중 하나는 엔화가 달러 당 80엔에서 140엔으로 하락했으나, 한국 원화는 같은 움직임을 보이지 못했다는 점이다. 일본은 전통적인 수출상품 부문에서 시장 점유율을 높이기 시작했는데, 이 부문은 한국이 막대한 투자를 해온 관계로 부채부담을 해결하기 위해 대폭적인 성장이 필요했던 부문이었다.

만약 엔화와 여타 동아시아국가 통화간의 상관관계가 본인이 추측한 것처럼 유지된다면, 엔화가 하락할 경우 중국이 어떠한 조치를 취할 것인가 하는 중요한 국면을 맞게 될 것이다. 본인은 중국 중앙은행 총재가 얼마나 실용주의적인 사람인가 하는 것을 최근에 알았다. 그는 일본과 스왑(swap)협정에 조인할 당시, 최근 IMF가 중국 중앙은행에 대해 강력한 제안을 해왔다고 언급하였다. 내용인즉슨 달러 위주의 고정환율제도를 엔, 유로, 달러화의 통화바스켓 환율제도로 전환하라는 것이었다. 본인은 이를 일본에 대한 암시적 위협으로 보았다. 즉 부채감소가 지속될 경우, 중국은 실제로 위안화를 평가절하 할 수밖에 없을 것이라는 것이다.

서류상의 수치만으로 볼 경우, 중국이 자유변동환율제도를 채택했다면 위안화는 더욱 강해졌을 것이다. 중국은 자유변동환율제도를 채택하지 않고 있고, 또 빠른 시일 내에 이러한 제도가 이루어질 것으로 생각되지 않는다.

이러한 것이 우리가 이 지역에서 풀어야 할 방정식이다. 일부 사람들은 지난 십년 동안 달러가 너무 높게 평가되어 왔다거나 미국의 경상수지 적자에 대해 우려하면서, 이 두 가지 문제에 대해 염려해왔다. 본인이 우려하는 것은 바로 향후 3~4년 동안 역동적으로 움직이지 못해 달러 거품으로 끝날 것인가 하는 점이다. 미국은 빠른 성장을 이룰 것이며, 재정정책의 확대 및 역전현상이 나타날 것이다. 정부지출은 1970년 초 정점을 이루었던 50%이상에서 계속 하락하여 현재 22%까지 감소하였다. 하지만 정부지출이 증가함에 따라 이러한 수치가 회복되는 것으로 보인다.

따라서, 향후 경제를 누가 예측할 수 있겠는가? 아마 미국 자본시장의 실적과 수익률이 앞으로 2~4년 동안 더 우세를 보일지도 모른다. 그렇게 되면 자금이 지속적으로 미국에 유입될 것이다. 이 경우 엔화는 약세를 보일 것이며 이는 깊이 생각해보아야 할 문제이다. 이것이 현재 시장에 대한 견해이다.

작년 세계 주식시장에서 가장 훌륭한 성공사례는 한국이었다. 동아시아 신흥시장국들은 향후 12개월 동안 좋은 실적을 지속적으로 이룰 것이다. 근본적으로, 주식시장은 1980년대 중반에 정점을 이룬 이후 장기 하강국면을 겪었지만, 지금 우리는 지속적인 상승국면을 앞에 두고 있다. 많은 나라들이 한국과 같은 개혁을 이루지 않은 상태이다. 태국의 경우, 현재 달러로 환산한 태국 주식시장이 아직도 과거 최고조에 달했던 때의 10~11% 수준이다. 따라서 동아시아 신흥시장국들은 지속적으로 좋은 실적을 낼 것이며, 주요 지표상으로도 기대이상의 성과를 낼 것이다. 앞서 본인이 언급한 바와 같이, 향후 수개월 동안 미국 투자자들이 수익률의 움직임을 보다 폭 넓게 수용하는 공감대가 형성될 것이므로 이러한 수익률 또

한 상황을 상당히 좋은 방향으로 몰고 가서 미국 주식시장을 크게 회복시킬 것이다.

금리는 바닥에 이른 상태이다. 빠른 시일 내에 단기금리가 상승하리라고는 생각하지 않지만, 최소한 생산성 수치고 풍부한 설비 그리고 달러화의 강세는 모두 미국경제에 도움이 될 것이다. 유럽중앙은행은 깊이 빠진 것은 아니지만 수면상태인데, 본인은 이를 유럽중앙은행이 당분간 단기금리를 인상하지 않을 것이라는 의미로 해석한다. 캐나다, 스웨덴 및 뉴질랜드는 이미 금리를 인상하였다. 경제성장이 회복세를 보임에 따라 장기금리가 하락할 여지는 그리 많지 않다. 이러한 것이 금리에 대한 정황이다.

마지막으로 물가부문에서는, 누구의 지지도 받지 못했던 원유수출 중단조치를 종결하기로 이라크가 공표함에 따라 원유가격이 상당히 큰 폭으로 하락해왔다. 유가의 실제 동인은 두 가지이다. 한 가지는 세계적으로 지난 15년 동안 에너지 인프라에 대한 투자가 그리 많지 않았다는 것이다. 실제로 에너지 인프라 부문(송유관, 유조선, 정유소 등을 말함)의 자본수익률이 계속 하락했기 때문에, 이 부문에서 대규모 자본유출 움직임이 있었다. 예를 들어 미국의 경우를 보면, 지난 15년 동안 정유공장을 신규 건설한 곳은 단 한 군데 뿐이었다.

16~18개월 전의 세계경제를 되돌아보면 유가는 배럴 당 36달러 수준이었는데, 캘리포니아에서 나타나기 시작한 문제가 전 세계로 확산되어 갔다. 이와 같은 문제는 원유나 가스를 충분히 생산할 수 없어서 발생한 것이 아니라, 이를 시장으로 들여올 수 없어서 생긴 것이다. 18개월 전의 세계전체 유조선 가동률은 98%였다. 이러한 설비를 증가시키기 위해서는 시간이 걸린다. 따라서 3% 정도의 경제성장률이 몇 년간 꾸준히 유지된다면, 에너지 가격은 다시 크게 상승할 것이다. 이 부분은 우리가 계속 주시해야 할 과제 중 하나라고 생각된다.

두 번째 문제는 걸프지역의 정치적 전개상황이다. 이는 군사적 전개상황을 의미하는데, 이러한 상황 또한 에너지시장에 영향을 미치게 될 것이다. 따라서 유가를 살펴보고자 한다면 이 지구상에서 정치적 분쟁이 없을 경우에 어느 수준이 될 것인지를 생각해보아야 한다. 그럴 경우 유가는 아마 배럴 당 22달러 수준쯤 될 텐데, 이는 현재의 유가에 정치적 리스크 프리미엄(risk premium)이 추가되어 있기 때문이다. 이와 같은 유가의 정치적 리스크 프리미엄 및 경제적 가격요인, 두 가지 모두가 향후 18개월 동안 유가가 상승하리라는 것을 나타내고 있다.

환율의 경우, 아마도 유로화는 이미 과대평가되어 있는 것 같다. 장기적인 관점에서 유로화의 가치는 얼마나 되겠는가? 달러 당 80유로나 120유로 정도? 아마 낮은 수치보다는 높은 수치가 가까울 것이며 유로화는 금년에 점점 약세를 보일 것으로 생각된다. 환율은 세계경제의 큰 흐름과 불균형에 의해 좌우된다. 이러한 불균형은 더 커질 수도 있다. 그 이유는 일본 금융당국이 앞으로 몇 년간 발생하는 압력만큼의 유동성을 중앙은행으로 하여금 경제에 투입하도록 하면 할수록, 더 많은 유동성이 일본을 이탈하는 상황이 나타날 것으로 생각되기 때문이다. 이러한 자금은 전부 미국시장으로 유입될 것이다.

따라서 달러화의 거품으로 귀결될 수도 있다. 이러한 거품이 미국 채권시장을 키울 것이며, 미국으로 유입되는 방대한 자금으로 인해 일반적으로 금리가 더 낮아지게 될 것이다. 이러한 것이 미국 경제와 주식시장을 자극하여 달러화와 주식시장의 거품으로 귀착될 것이다. 이와 같은 현상이 하룻밤 사이에 일어나지는 않겠지만, 장기적으로는 반드시 나타날 현상일지도 모른다. 이는 미·일 두 나라가 당면한 문제들을 해결할 능력이 없기 때문에 일어나는 것이다. 즉, 미국은 저축을 안하고, 일본은 소비를 안하는 것이다.

질 의 · 응 답

[질 문] 중국경제 및 중국의 경제성장률에 대한 귀하의 견해는 무엇이며, 이러한 것이 한국에 어떠한 영향을 미칠 것으로 보는가?

[답 변] 본인은 현재의 중국 경제성장률에 대해서는 잘 모르지만, 5~8% 범위 내에 있지 않을까 한다. 하지만 확실한 것은 아니다. 본인이 말하고 싶은 것은 중국이 움직이고 있다는 것이다. 중국은 아주 비상한 움직임을 나타내고 있다. 중국의 경제성장률이 5.5%나 7.5%나 하는 것은 그리 중요하지 않은 것으로 생각된다. 어떤 의미에서 보면, 정말 중요한 것은 이 엄청난 거인이 움직이고 있다는 사실이다. 다른 이야기를 해 본다면, 중국은 거의 운명적으로 성장압력을 받고 있다. 본인은 중국의 인플레이션율이 25~26%까지 상승했을 당시 중국의 최고지도자 중 한 사람과 베이징에서 대화를 나눈 적이 있다. 그 모임은 그의 아들이 주선한 것이었는데, 그가 두 시간동안 혼자서만 이야기한 후 본인은 그에게 “13억 인구를 가진 중국 최고위층의 리더십은 무엇이라고 생각하느냐”고 물었다.

그 때는 본인이 어떻게 인플레이션율을 끌어내릴 것인가에 대한 발표를 한 직후였다. 그의 대답은 이러했다. “그것은 13억 인구의 행렬 맨 앞줄에서 있는 것과 같다. 모든 사람들이 그 뒤에서 달리고 있는 것이다. 이때 젊고 유능한 외국인 경제학자가 ‘행렬을 멈추시오. 인플레이션이 너무 심합니다’라고 말할 경우, 행렬 앞줄에서 멈춘다면 우리는 먼지가 된다. 뒷줄에 있는 사람들은 멈추지 않을 것이다.”

중국이 반드시 풀어야 할 문제들을 생각해보면, 환경, 국영기업 구조조정, 금융시장 개혁, 사회보장시스템 개발, 연금, 고용보험, 최소한 도시지역의 보건 등 많은 과제들이 있다. 10년 전 80%였던 농촌인구가 25년 내에 40%가 되려면 중국이 어떻게 해야 할 것인가? 그러려면 5억의 인구가 도시로 이주해야 할 것이다. 이 문제를 해결하기 위한 유일한 방법은 대폭적인 경제성장 뿐이다. 따라서 경제수치가 어떻든 간에, 그리고 이와 같은 대규모 개혁을 이루는데 있어서 중국 지도층이 얼마나 대담한 것으로 생각되든 간에, 실제 중국은 순수히 필요에 의해서 이를 실행하고 있는 것이다.

만약 이와 같은 대규모 개혁조치를 취하지 않았다면 중국은 역사 속에서 쓰레기가 되었을 것이다. 실제로 중국에서 이데올로기를 믿는 사람은 이제 아무도 없다. 말로만 밥이 만들어지는 것

은 아니더라는 중국속담이 있지 않은가? 중국인들은 밥을 원한다. 뿐만 아니라 매일매일 질이 더 좋은 밥을 원한다. 하고 싶은 대로 말을 할 수는 있다. 하지만 이를 실천하지 않는다면, 국민 통제 장치가 얼마나 튼튼한가에 상관없이 그 장치는 제대로 작동하지 않을 것이다.

현재 중국에 대한 견해를 일부 들어보면 상당히 낙관적인데, 1970년대에 일부 국가의 경제학자들이 앞으로 무한한 잠재력이 있다고 언급했던 것과 비슷한 수준이다. 중국이 안정적이지는 않을 것이라는 점은 분명하다. 오히려 아주 탄력적일 것이다. 한국은 이러한 모습을 가장 가까이서 보고 있다. 한국은 이를 매우 주의 깊게 주시하려 할 것이다. 왜냐하면 과거 한국이 훌륭한 수출실적을 이루어온 많은 부문에서 중국이 주요 수출국으로 부상하려 하기 때문이다. 따라서 한국은 신속하게 움직여야만 할 것이다. 우리는 중국이 “마늘분쟁”에서와 같이 아주 엄격한 방식으로 협상하는 것을 보아 왔다.

이와 같은 것을 모두 종합해보면 전체적인 그림을 이해할 수 있다. 하지만 더 폭 넓고 흥미 있는 이슈는 이러한 모든 것들이 진행되고 있는 한 나라가 미래를 포용하는 효과적인 리더십을 가진 반면, 아시아 지역의 또 다른 강대국의 리더십은 미래로 나아가는데 문제가 되고 있다는 것이다. 이는 아주 대조적이며, 특히 그 중간에 위치한 한국과 같은 경우에는 아주 흥미로운 것이다.

[질문] 귀하는 철강부문에 대한 미국의 조치가 WTO 도하라운드 협정을 성공적으로 추진하는데 장애가 된다고 여기지 않는가? 이러한 원리주의적인 보호무역 행위가 세계무역의 공동중대를 저해하지는 않겠는가? 농산물 보호조치에 대한 귀하의 견해는 무엇이며, 이것 또한 반(反)무역적인 것으로 보는가?

[답변] 여러분들은 부시 대통령이 미국 유권자들에 의해 선출되었다는 사실을 이해해야 한다. 웨스트버지니아, 인디애나, 그리고 오하이오주는 중요한 곳이다. 농민들의 투표권도 중요하다. 무역촉진권한법안(Trade Promotion Authority: TPA)은 주택문제를 아주 깊이 있게 다루지 않았다. 백악관은 이 법안을 통과시키기 위해 매우 비싼 대가를 지불하고 있으며, 이 법안은 통과될 것으로 생각된다. 이와 같은 보호무역주의적 방법은 그들이 이 법안을 통과시키기 위해 지불하는 대가의 한 부분이다.

지금 이 순간에 말할 수는 없지만, 우리는 나중에 이 문제를 돌이켜 보면서 무역촉진권한법보다는 이러한 대가를 지불하는 것이 더 나았다고 할지도 모른다. 이것은 우리가 풀어야만 할 방식이다. 현재 캐나다는 목재수출 문제로 아주 어려움을 겪고 있는데, 목재가 미국의 주택가격에 직접적인 영향을 미치기 때문이다.

The Global Economy Rebounds — But How Fast and For How Long? Issues and Implications for Korea and Asia*

Kenneth S. Courtis

When we were last together, not too many people were optimistic on Korea. But I certainly was. Also at that time, I said the only way you could be optimistic about Japan was if you looked at the charts upside down. Well, it's nice to be back with so many old friends and to have this chance to exchange ideas with you about what is going on.

Of course a lot of the good things that are going on in the world economy are a result of very difficult decisions that people made. That's one of the reasons why I was so optimistic on Korea when we met previously, about one year ago. I think that it wasn't easy for you in this country. Everyone knows it's not over because you can never rest on your laurels. There's always a big agenda and if you don't keep moving on it, it just gets bigger and bigger. But Korea made some really difficult reforms, in a sense embracing the crisis. It made the difficult changes. Go back and just think about the changes over the last few years. Those changes are now starting to bear fruit. And as long as the world economy can stay on track in the years ahead, I think next year Korea will gain and show very, very strong performance.

So it is against that background that I would like to share some ideas about how I see things in the North American economy, how I see things in the European economy, and what I see going on this region. I will try to think through some of the implications for Korea, some of the implications for markets, and the perspectives we have for the next 12~18 months.

Broadly, obviously, the world economy looks like it has bottomed. Even in Europe it looks like it has bottomed. Consumer sentiment has remained fairly strong, in spite of what has been going on. In a lot of sectors now—globally, not just in North America—we're starting to see the first month-after-month increases in investment. This is important because up until now there was a great concern that investment would not click back into gear.

* A presentation given at the Distinguished Lecture Forum on May 7, 2002

I would argue that the dynamics of the situation remain extremely fragile and that we really don't have many opportunities out there to make a lot of mistakes. But with what's in the pipeline at the moment, if everything else was the "normal" economic environment, we would get some pretty strong growth globally. For example, take the United States. Short-term interest rates are 73% lower than they were a year ago at this time. We have had a fairly aggressive fiscal policy. The tax cuts, in retrospect, came in at the right time. It wasn't just the U.S. cut backs. The Canadians were ahead of the U.S. The Australians were also ahead of the U.S. And those economies are bouncing back very quickly.

You've had then, of course, after September, the further fiscal stimulus that came with that. You've had a very big expansion of liquidity going into last Fall, which of course helped stabilize things. You have inventories today that, relative to GDP, are at a record low. So even if we only got an "average" rebound in inventory over the next 12 months, that alone could give the U.S. close to 2% growth. Inventories last year were down US\$ 110 billion. So if they only went up this year, say, US\$ 65~70 billion, an average first year increase given that inventories have been coming down for three years, that switch, from -110 to +65~70, would give you close to 2% growth.

When you put that together you realize that when consumption really clicks back into gear, once employment peaks and starts coming down, once corporations are confident enough to start investing, with everything else being equal, it would give you, say, 5% growth. We aren't going to get 5~6% growth because there's a lot of other things that are going on at the moment. One of the other things that is going on is that we have a boom in capital investment such that today, in many sectors, we have large amounts of excess capacity. Companies are carrying large loads of debt. The bond market is already concerned about the reversal of public finances that has been so quick we could go back to a situation we saw in the early '80s.

As you look at the bond market at the moment, what you see is a very steep yield curve. That steep yield curve is not announcing 6% growth. The steep yield curve is announcing that the market does, of course, discount the growth that is coming, and it's also very concerned about the leverage in the corporate sector, the leverage in the household sector, the refinancing boom with interest rates have come down to $\frac{3}{4}$ ~1%. This was really the boom that got the economy off the ground. This meant the household sector has levered itself up even further. The savings rate has continued to be problematic. So the market's worried about that.

The markets are of course also worried about the risk factor in the corporate sector because of

the high levels of debt. Those high levels of debt are particularly problematic in the tech and telecom sectors. Ten year junk bonds are what a lot of second, third and fourth tier telecoms use to finance themselves: high yield securities. And if you look at the spread between the ten year index for high yield securities and ten year U.S. government bonds, it's currently running at around 6.8%. That's down dramatically from where it was in September. On Sept. 28 it was up to 9.82%. But still, what does that mean? If a ten year bond is around 5%, and on top of that you have to add 6.75~6.8% premium, you're paying from 12%, to 13%, to 14% for ten year money.

If you're in those tech sectors where you have not a lot of growth, it means that you're paying for that type of money, with no growth, which means you don't get money. Much of the second, third, fourth tier tech sector—we saw again that tech stocks were hit heavily again overnight on the NASDAQ—are using up the last portions of the funny money that they raised during the stock market bubble. So, if you don't a lot of growth over the next 12~18 months, and if no new drivers of growth come up for the high tech sectors, obviously there's going to be an increase in bankruptcies in that sector. An increase in bankruptcies will come back to bother the banking sector with an increase in non-performing and problematic loans. That's why the banking sector is also currently under pressure on the stock market and on the funding side.

In a paradoxical sense, in order to bring those spreads down, we need strong growth. That is one of the very big equations out there. Together with that, the question in the tech sector is are we looking at cyclical problems or structural problems, or indeed are we looking at both. Certainly, there is a cyclical downturn. I don't there will be much debate about that. The question now is whether there is something more broadly happening in the high tech sectors, or at least the high tech sectors that have driven technology over the past decade.

Let me ask you: how many more people in this room are going to buy another mobile phone over the next 18 months? How many people in this room are going to buy another personal computer over the next 12~18 months? I think that's the situation. They are the two things that have been driving the mass tech market over the last few years: everything related to computers and everything related to handsets and mobile communications.

So what really happened in 1998, 1999 and early 2000 is that demand peaked in those sectors. For example, 72% of Europeans have mobile phones. In Japan, 62% already have cell phones. Can it go to 70%? In the U.S., 51% have mobile phones. You know the numbers for Korea.

The same goes for personal computers. People say that China has only 12% penetration in mobile phones, but how many Chinese are going to have mobile phones? Twenty percent? Certainly not 70%, or at least not at current prices.

So you had a huge increase in capacity in those sectors at the very moment when demand peaked. For those sectors, unless 3G really takes off or unless there's some really compelling reason to buy a new personal computer, software, and peripherals, the new demand in those sectors, at least for a while, is going to be replacement demand. So growth is going to be slow, so valuations on the stock market are still high in those sectors. That's one set of issues that is terribly pre-occupying for the bond market, for the stock market, and of course something that is weighing heavily on the economy. It is part of the reason why we're not going to get very strong 5% growth for the rest of the year, and why growth will moderate somewhat from the first quarter.

Secondly, the forces that have been driving the rebound so far are forces that we can't really repeat. We can't cut interest rates another 73% over the next 12 months. We will have maybe more fiscal stimulus, but with the elections coming up, it's unlikely that anything will happen on that front over the next 12 months. We will rebuild inventories this year. In fact, it is very interesting: inventories came down further in the first quarter. So that is going to give us even more support on the inventory side next year. But that, too, is also just a one time effect. You don't rebuild inventories twice.

So it's really important that by late this year, the investment story click back into place. It's only with the investment story clicking back into gear that we will then see a steady decline in unemployment and a rise in wages. Then the consumer, who has been strong all the way through this, could then click into gear to start spending increasing amounts of money. If that could happen, then instead of sputtering toward the end of the year, the U.S. economy will actually stabilize and accelerate through 2003.

If that is the global scenario, then the difficulties occurring in Europe and Japan become much less problematic when looking at the global outlook. If we look at Europe, what we see is a set of economies that have been running 6~8 months behind the U.S. through this entire cycle. That hasn't changed. Europe is still running 6~8 months behind the U.S. We're seeing today the first signs that Europe is starting to turn up. In comparison, though, the forecasts for Europe are very modern. People are looking for 0.7%~0.8% growth for Germany, for example. Not much more for

France. I think you will get a little better growth, but my overall forecast for Europe is 1.2% growth this year.

Europe is not doing very much to get anything more than that. That's problematic because if you think beyond the short-term, Europe doesn't seem to be doing a lot to address the structural issues that would allow it to get more growth in the future.

The European engine is one that is not going to fire on many cylinders for the rest of this year, or even, say, into next year. You had the president of the European Central Bank saying that even in a good year, Europe should only expect 2.5% growth. He said that in 2000 when Europe got higher growth it was an exception, an aberration. With Europe now well engaged in the debate of structural reform, that debate continues but the reforms don't seem to be coming. It's only with deep structural reforms that Europe can start to release stronger levels of productivity and stronger levels of growth.

If you look mid-term at Europe, there are problems with demographics, and at the cost and the difficulties involved with enlarging the European Community. It's also having difficulties with getting the big countries to respect the debt levels that were established at the Maastricht agreement. When you put all that together, and I know there's optimism in the market over the past few days about the euro, but I just wonder how much growth we can expect from Europe. My view is that the EU should be pretty realistic about what's coming.

If I turn to Japan, in a sense we can be very simple about Japan. What are the key characteristics? Number one, the country is carrying a Himalaya of debt. The government looks like this year it will end up this year with an on balance sheet debt of 140%~143% of GDP. The government says it's capping its debt at 6.5% of GDP for the next four years. So you do the numbers. These aren't numbers that I've dreamed up or that Goldman Sachs has invented. We're using the government's numbers.

The one thing you can't do is criticize the Japanese government for ever having underestimated its debt. So 6.5% times three, four, five, plus 140%, that puts you near 170% of GDP. That's before you recapitalize the banks. We all know the banks will have to be recapitalized, even though the FSA is saying that there is no problem. In contrast, the central bank is saying that there's a big problem. Recently the FSA and other people in the Japanese government have actually been talking about the irresponsible report to be republished by the IMF, which has to tell you that the

IMF is going to use numbers bigger than those the government is publishing. So I don't know.

Mr. O'Neill says that the bad debt in Japan that will have to be taken over by the government equals 30% of GDP. Let's say O'Neill's wrong. Let's say it's only 20%, which is 2~2.5 times smaller than some people think it is. So when you add 20% plus 170%, you can see very easily how the Japanese government, on the basis of its current forecast, plus a very conservative estimate of what the bad debt in the bank sector is that has to be taken over, you have a debt load that, on balance sheet, is going to be close to 200% of GDP.

Then the prime minister keeps going around saying that if you think the financial condition of the private sector financial institutions is difficult, it's much better than the government's financial institutions, for which there's no transparency. You've got an off balance sheet set of claims that the government last year said was 150% of GDP, but the prime minister says, basically, don't believe those numbers, and I don't think many people do. If you also factor in total bank loans to the household and private sector that are running at about 132% of GNP, along with other forms of corporate debt which are just over 50% of GDP, the on and off balance sheet claims—household, corporate and public sector in Japan—probably run at some 5~6 times GDP.

I don't think we've ever seen an economy that has had that much debt. You know what it is to be over-levered when you think of where the top 30 companies in Korea were going into 1997. That is the first equation in Japan: a Himalaya of debt.

The second element of the equation is that the economy is deflating. Officially, we are deflating in Japan at around 1.4%~1.5%. That is only the official numbers though. The Federal Reserve publicly—Greenspan has talked a lot about this—and the Bank of Japan privately both accept that they underestimate price declines by at least 1% due to technological innovation. For example, the computer you bought two years ago was, say, US\$ 2'000. You can buy the same computer today for US\$ 899, but it's three times faster. You cannot capture that in the price indices. So that would suggest here discounting in Japan by at least 2.5%.

In addition, the price discount does not include discounting at the point of sale. In my firm, for example, we won't buy anything unless we get a discount. But it's not just firms either. The other day I was visiting our Tokyo offices. It has to be the most expensive neighborhood in the world, and I go down to the ground floor to buy some hair tonic. I've been buying this stuff for about ten years, so you can see it's not efficient. I actually used to have hair. Anyway, it cost JP 2'000 for a

tiny little bottle. I said to the lady this is really expensive. She shrugged her shoulders and said this was Tokyo. I told her that in New York I could buy the same hair tonic at half the price, and get three times more. So when she was ringing up the bill she said that instead of JP¥ 2'000, she'd sell two bottles to me at JP 1'600 each.

That 20% discount is not reflected in any price index. I think that privately people in the government estimate that extra deflation to be between 1%~1.5%. So you're deflating in Japan at something like 3.5%~4%. That's a big number. That's a very big number. The official number is 1.5%, but because that number is so big, in every other speech the prime minister—and in every speech the minister of economics—talks about deflation and about how to deal with it.

So you have a Himalaya of debt coming down, and you're underlying economic activity is in the structure of deflation, so you got some pretty big problems, particularly when your banks have bad debt for which they can't provision. This is increasing faster than the legacy bad debt they're provisioning for. The amount of bad debt is increasing. Of course it's a definition game to figure out what is the bad debt, how much is a bad debt, and we'll never know how much is the bad debt. It really doesn't matter if you get it down to the fourth decimal place.

Again, if we just take the government's numbers, though it does not admit to there being a problem, the government does say that there are about US\$ 1.5 trillion worth of troubled loans. These are loans that people took out in the past and have trouble making good on. Seventy three percent of the loans that are outstanding are unserviceable. We're only talking here about commercial loans, not loans in the household sector. That is riding at 70%, 80% or 90%, depending on who's talking. It would actually be some work to figure out the portion of those that are unserviceable.

Let's just stick with commercial debt. When you're running a commercial debt book, you will likely have to right off US\$ 1.2 trillion. But the banks only have provisions for US\$ 432 billion. So all of your first year capital, can't cover it. Banks are already falling short some US\$ 40 billion per year before taxes are provided for. Even if they save every yen they earn for the next 12~14 years and keep that money for provisions, they still would have difficulty provisioning their current situation, as described by the FSA. By any mathematics you want to do, sooner or later—and it's better to do it sooner—the government is going to have to pay. There is no money in the bank. Central bank reserves were close to zero at one point in Korea in December of 1997, so you know what this is like. You don't have any choice when that happens. You could say that one of the

problems Japan has had in the 1990s and still today is that it has been too rich. They have been able to avoid their debt.

On top of this, the low interest rates are a tax on people who save their money, subsidizing the economy, and changing the actual funding costs. Some companies are still borrowing money. But if they had to pay higher rates, they wouldn't survive. The whole system is unhealthy, but it's going to continue. In fact this year we're even going to have a rebound, Dr. SaKong was saying. Exports were up 40% last month. We've got a cyclical upturn.

So that's the broad outlook. Even growth in Europe. A pretty good upturn for the U.S. The unemployment numbers last week were at 6%. Corporations at the CEO level still don't feel that growth is back, so it will be some time in coming. If you can believe the optimists, growth is on the way. Europe, as I said, will stay even. I'm a little more optimistic than most people, and it will probably gain 1%~1.2% growth this year. Japan, I could see it coming back to just a little bit above zero, say 0.1% growth, for the year. That's a pretty good background of the world.

Now we come to emerging markets in East Asia and what's going on here. Well, good year, bad year. Whether you like what's going on politically or not in China, the reforms continue. Reforms continue very, very aggressively. I'm involved with some of the big restructurings in China, and it's amazing the determination of the political leadership to move ahead. But surprisingly it's also the pragmatism of the people in companies that are being restructured. China is also trying to deal with its financial sector. These difficult supply side reforms that are happening in China are releasing the huge amounts of productivity increases. The huge amounts of direct foreign investment that is occurring brings all this together, and it will continue to generate pretty good growth. China has a very strong, powerful growth cycle at work. Whatever the number happens to be—because there seems to be so much actual debate about Chinese number—adding in the economy that stays underground—people don't like to pay taxes—growth will sit in the 7% range for a while yet.

In East Asia, I was optimistic about your economy last year, and I continue to be optimistic this year. This economy will do well not only this year, but in the next few years as well. Domestic demand is working and the external sector is working. So you have the two engines at work. The Korean economy will be the strongest economy in East Asia for some time, along with China. That is, in a sense, the reward, the payoff for the difficulties and for having addressed the difficulties earlier. Not only are both domestic and external demand working, but though no one

talks about it any more, we are in the new economy, in the knowledge economy, and Korea has very aggressively positioned itself to do well in that sector.

Put all together, this is a year when you can be pretty optimistic. When I spoke a year ago, I was only a little optimistic. We have to think through what some of this means in terms of currencies, interest rates and equity markets.

It's difficult for me to see how you could be optimistic on the yen. In fact, if you think of it, with no margin of maneuver left on the fiscal side, and the debt dynamics where they are, and the deflation where it is, it is almost inevitable that the Bank of Japan continue to expand short-term liquidity. Today it is injecting into its current account four times more liquidity on a monthly basis than it was a year ago. Also, the Bank of Japan inevitably will get forced into buying more and more long term assets to inject long term funds into the economy.

You can see that if you look at the announced target purchases of Japanese government bonds, which is today 2.5 times larger than it was when we met a year ago. We think that will continue and accelerate. That can only over time lead to a substantially weaker currency than we have today. It's not going to be a straight line. In fact the yen has corrected since it was at 135, but the broad trend over two, three or four years is a yen at something like 160, 170, 180 to the dollar.

In Europe, if the U.S. can perform as I think it will, and if we can keep these good productivity numbers, all will be well. Our estimates of productivity for the first quarter are a stunning 7.2% up on an annualized rate, and were 5.6% in the fourth quarter. Those are really huge numbers. If we can keep fairly good productivity numbers, then Europe will be in a better position than it is today.

But Europe will only see this growth with flexible labor, and it won't get any growth without reform in the labor market. And it won't do that in an election year. So Europe will likely stay at a mere 1%~2% growth. What will this do to the euro dollar relationship? Well, the euro will probably fall, perhaps as low as 82 cents to the U.S. dollar.

In East Asia, there seem to be two groups of currencies. The one is linked closely to the U.S. dollar. That includes Malaysia, Hong Kong and of course China. The other tends to follow the Japanese yen. For example, the won moves almost in step with the yen. Korea and Japan are dancing, and not stepping on each other's toes. Taiwan, Thailand and Singapore as well all have

coefficients with the yen of 0.98, 0.92 or 0.78. So if the yen falls to 160, 170, 180 to the dollar, as I suspect it will, then it opens some very interesting questions for these currencies.

We went through this once. Part of the 1997 crisis was the over leveraging, which Korea experienced sharply. One of the issues was that the yen went from 80 to the U.S. dollar to 147 to the U.S. dollar, and the Korean won didn't follow the same movement. Japan started taking market share in many traditional export goods where Korea had made these huge investments and needed this very strong growth to handle the debt loads.

If the correlations between the yen and some other East Asian currencies hold, as I suspect they will, then we will get to the point when the yen goes down where China will have to figure out what it's going to do. I noticed recently how pragmatic the governor of the central bank of China is. While signing a swap agreement with Japan, he said that the IMF had strongly suggested recently to the People's Bank that they move from a dollar type of relationship with their currency to a relationship to a basket of currencies, the yen, the euro and the dollar. I saw this as a disguised threat to the Japanese that if they continue to see their debt go lower, China would have to, in effect, devalue.

On paper, if you just look at numbers, if China had a free floating currency today it would get stronger. The Chinese currency is not free floating and I don't think it will be free floating any time soon.

That's the equation that we have in this region. Some people talk about the dollar having gone too high, or they're worried about the U.S. current account deficit, and they have been worrying about those two issues for a decade. I'm just wondering if you couldn't get into a dynamic over the next three to four years and end up with a dollar bubble. You'd get faster growth in the U.S., obviously an increase and a reversal in fiscal policy. Government spending has fallen from its peak in the early '70s of over 50%, down to 22% where it is now. But it looks like it's turned up, as government spending increases.

So who knows? Maybe we do have 2~4 more years of superior, out performance of U.S. capital markets, and return on capital in the U.S. economy, which would continue to suck money into the U.S. as a result. You would then get a weak yen, and that's a big issue to think through. That's the current market view.

In equity markets, the best story in global equity markets over the past year has been Seoul. The emerging markets of East Asia will continue to do well over the next 12 months. Basically, the markets peaked in the mid-'80s, followed by a long down cycle. Now we have a continued up cycle ahead of us. A lot of countries have not reformed as Korea has. If you take Thailand today, in dollar terms their market is still 10%~11% of what it was at its previous peak. So you will continue to see the emerging markets of East Asia do reasonably well and outperform the major indices. As I said earlier, the profit dynamics, as they come to be more widely accepted by the consensus investors in the U.S. over the next few months will also lead to a pretty good and surprising rebound in the U.S. equity market.

Interest rates have bottomed. Though I don't think short-term rates are going up any time soon, at least productivity numbers and the excess capacity and a strongish, rather than a weakish, U.S. dollar, will all help the U.S. The European Central Bank is sleeping, not snoring, which I interpret as meaning they're not going to increase interest rates in the short-term any time soon. There aren't any interest rates that are going any lower soon. Canada, Sweden and New Zealand have already raised rates. As we see the growth coming, long-term interest rates don't have much room to come down. So that's the interest rate picture.

For commodities, to conclude, oil has come down pretty hard over night as Iraq announced the end of its embargo, the embargo that didn't get any support from anyone. The real dynamics of oil are two. One, we haven't invested very much globally in the infrastructure of energy over the last 15 years. In fact, returns on capital in the infrastructure sectors—meaning pipelines, tankers, refineries, etc.—has come down, and there has been a macro shift of capital out of that sector. For example, the U.S. has built only one new refinery in the past 15 years.

If you go back 16~18 months in the world economy, oil prices were at US\$ 36 per barrel, California was starting to have problems, and issues were coming up on other horizons. That's not because we can't produce enough oil or gas. It's because we can't get it to market. Eighteen months ago the global tanker fleet was running at 98% capacity. It takes a little time to increase that capacity. So if we do get a couple years of fairly sustained, say 3%, growth, we will see very high energy prices again. I think that's one issue to be watching.

The second issue, when or if there are political developments in the Gulf region, meaning military developments in the Gulf region, that also is going to put some pressure on the energy markets. So if you're looking at oil this morning, you have to ask yourself where it would be if

there were no political concerns in the world. Maybe it would be at around US\$ 22 per barrel, because there's a political risk premium on top of that. That political risk premium and the economic price driver of oil prices both point to an increase over the next 18 months.

On currencies, perhaps the euro is already overvalued. What's the euro worth on a long term basis? Is it worth 80? Or 120? Zero point eight, or one point two? Probably closer to the higher number than the lower number, and I could see the euro getting weaker this year. These currency rates are driven by big flows and big imbalances in the world. These imbalances could get bigger because as the Japanese authorities bludgeon their central bank to inject more and more liquidity into the economy as the pressure's building over the next few years, I think we'll see a situation where more and more liquidity is leaving Japan. That money, on the whole, will fall in the U.S. market.

So we could end up with a dollar bubble; a real bubble. That would feed on the U.S. bond market, and you'd end up getting lower interest rates than you would normally with the huge flows of money into the U.S. That would spike up the U.S. economy and spike up the U.S. stock market, so you could end up with a dollar bubble and a stock market bubble. It's not going to happen tonight, but longer term maybe that's something we should be looking at. It's driven, essentially, by this inability of the two countries—Japan and the U.S.—to come to term with their issues. The U.S. doesn't save, and Japan doesn't consume.

Questions & Answers

Q What are your thoughts on the Chinese economy and Chinese growth rates, and how does that effect Korea?

A I don't know what the Chinese growth rate is. Is it five? Six? Eight percent growth? I would say it's in that range, but I don't know for sure. What I would say is that this country is moving. It's moving with an extraordinary momentum. I think it doesn't really matter if it's 5.5% or 7.5%. In a sense, what really matters is that this enormous giant is moving. Let me also tell you something else: it's almost condemned to grow. It's forced to grow. I once spoke with one of the old leaders in Beijing when the inflation rate was up at 25%, 26%, or 27% in the early '90s. His son arranged a meeting with him, and I asked at one point, after he talked for two hours without letting me get a word in edgewise, "What's it like to be in the top leadership of a country of 1.3 billion people for as long as you've been?"

I had just given a speech which was not given too much publicity about how they have to bring the inflation rate down. He answered, “Well, it's like you're in a parade of 1.3 billion people. You're in the front row. Everyone behind you is running. Then some smart young foreign economists says, 'Stop the parade. There's too much inflation.' If we stop in the front row, we're dust. They won't stop behind us.”

If you think about the problems that China has to deal with—employment problems, reorganizing the state companies, the transition of the financial markets, the creation of a social benefit system, pensions, employment insurance, health care at least for urban china—you see many issues. How do you deal with a country that is going to go from 80% rural ten years ago to, say, 40% rural in 25 years. That would be 500 million people moving into the cities. The only way you can deal with that is have a lot of growth. So my sense is whatever the numbers are, and however courageous we think the Chinese leadership is in making these big reforms, actually they're doing that out of pure necessity.

If they didn't make these huge reforms they would all be part of the garbage can of history. No one really believes in ideology very much any more in that country. Isn't there a Chinese expression that says, “Talk doesn't cook rice?” People want rice, and they want better quality rice everyday. You can talk as much as you want, but if you don't deliver, no matter how strong your apparatus is to control people, it won't work in this environment.

If you listen to some of the Chinese now, they sound so optimistic it sounds a little like some economists from some countries sounded like in the 1970s about the boundless possibilities into the future. Obviously, it's not going to be stable; it's going to be very bouncy. You, in Korea, have a ring side seat to this show. You want to watch this extremely carefully: China is going to become a major exporter in many of sectors where you have been successful exporters in the past. So you're going to have to move up quickly. Finally, we've seen with things like the “Garlic War” that the Chinese negotiate in a very heavy handed way.

When you put that all together, we can see the big picture. But the broader and more interesting issue is that you have all this going on in one country where, effectively, you have a leadership that is embracing the future. And then in the other big country in the region, you have a leadership that is having trouble coming to terms with the future. It is a real contrast, particularly interesting if you, as Korea, are sitting in the middle.

Q Dr. Curtis, don't you feel that American action on steel is a hindrance to the successful processing of the Doha Round of WTO agreements? Won't this basic protectionist action stop the world from trading more together? And what about the farm protection? Isn't that

anti-trade as well?

A You got to understand that Bush is elected by American voters. West Virginia, Indiana and Ohio are important. The farm vote is important. On the trade promotion authority, it didn't get through the house by very much. The White House is having to pay a very high price to get the authority. I think they will get it. But these protectionist measures are part of the price they're having to pay to get it.

Maybe we will have to look back on this and say it was better to pay that price than to not get TPA at all. That may be the equation. We can't tell at the moment. That is the equation we have to resolve. It's not just steel. Canadians have now been hit very hard on the lumber side, which has a direct impact on U.S. housing prices.
