

## 엔-달러 환율과 국제금융시장

Kenneth S. Courtis

우선 사공 일 박사께 감사드립니다. 모든 것들이 매순간 더욱 빠른 속도로 변하는 세계시장의 큰 소용돌이 속에서 오늘 아침 여러분들과 함께 있다는 사실이 본인에게는 큰 영광이라고 말씀드리고 싶다. 지금 어떤 일이 일어나고 있는 지 이해하기가 매우 힘들다. 너무 빠르게 변하고 있어서 어떤 면에서는 마치 여러분의 손이 닿자마자 그 모양이 변하는 퍼즐조각들을 짜맞추려고 애쓰는 것같이 느껴진다. 오늘 아침 여러분의 따뜻한 환영을 받고 보니 1996년과 1997년이 떠오른다. 그 당시 본인은 아시아 경제에 어떤 일이 벌어지고 있는 지 감을 잡고 있었고, 그 때문에 일부 한국기업들은 본인을 오늘날만큼 환영하지는 않았다. 그러나 여러분들은 그렇게 힘든 시기를 지나왔기 때문에 여러분들이 아마도 이 위기에 대해 누구보다도 더 많이 알고 있을 지도 모르겠다. 즉, 지금 이 위기가 어디로 향하고 있으며, 또 무엇이 이런 위기를 몰고 왔는지에 대해 말이다. 그래서 본인은 그 문제에 대해 많은 시간을 쏟지 않겠다.

본인은 우리가 현재 당면하고 있는 세계경제의 특징 네다섯 개를 여러분들과 생각하면서 이 강연을 시작하겠다. 그런 후 그 특징들이 무엇을 의미하며, 그것들이 어떻게 세계경제를 끌고가고 있으며, 또 이런 문제에 대처하기 위해서는 어떤 정책들이 실시되어야 할 지에 대해 차례로 살펴보기로 하겠다. 마지막으로, 그 위기가 국제외환시장, 국제금융, (우리가 대처해 나가야 할) 세계경제환경 등에 대해 어떤 즉각적인 의미를 지니고 있는 지에 대한 몇 가지 생각들을 얘기하면서 결론을 짓겠다.

## 세계경제의 주요 특징들

세계경제의 첫 번째 주요 특징은 거의 모든 교역재 부문에서 과잉설비가 존재한다는 것이다. 물론 높은 기술수준이나 특허권 등으로 진입장벽이 있는 일부 부문들, 예를 들어 의약품, 일부 정보기술 분야의 경우는 예외이다. 그러나 철강, 자동차, 중화학, 칫솔, 신발, 섬유 등 그 밖의 거의 모든 교역재 부문들은 엄청난 과잉설비상태에 있다. 자동차의 예를 살펴보자. 현재 선진국들에서 매년 6,000만대의 자동차가 생산될 수 있다. 신흥시장에서는 1,800만대가 생산될 수 있다. 그러나 1999년에 4,500만대가 팔릴 것으로 예상된다. 즉, 총 7,800만대의 생산설비를 갖추고 있으나 팔리는 것은 고작 4,500~4,600만대 정도에 불과하다는 얘기다. 전세계 상위 44개의 자동차생산회사들 가운데 6개사만이 稅後 수익을 기록했다. 44개사 가운데 12개사만이 현금흐름 흑자를 달성했다. 다른 부문들도 하나씩 살펴보면 똑같은 특징을 발견할 수 있다. 이는 어느 특정 국가나 특정 지역에만 한정된 현상이 아니라 전세계적인 현상이다. 이것이 세계자동차 산업에서 대대적인 구조조정을 몰고온 원인이다. 포드(Ford)는 볼보(Volvo)를 인수했다. 르노(Renault)라는 프랑스 국영기업은 일본의 닛산에 구제금융을 지원하기로 결정했다. 또 다임러(Daimler)는 크라이슬러(Chrysler)와 합병했다.

둘째, 전세계적으로 부채비율이 엄청나게 높다. 여러분들은 한국의 부채규모가 어느 정도인지 알고 있을 것이다. 그 문제는 오늘 다시 주요신문들의 1면을 장식했다. 그러나 이 문제가 유독 한국이나 아시아에만 있는 것은 아니다. 국제결제은행(Bank for International Settlements)의 통계에 따르면, 만약 신흥시장 전체를 한 덩어리로 볼 경우 1998년 9월 현재 신흥시장의 외화부채 총액이 이들 각국의 국내총생산(GDP) 합계액의 62%와 맞먹는 수준이다. 1982년 남미 경제가 붕괴되었을 때 이들 각국의 외화부채는 국민총생산(GNP)의 32%에 불과했다는 사실을 기억하고 있을 지 모르겠다.

그러나 외화부채 이외에도 엄청난 자국통화표시 부채가 있다. 그래서 만약 태국 같은 나라를 예로 들면, 외화 및 자국통화 표시 부채의 총액

은 GNP의 230%나 된다. 말레이시아와 인도네시아의 경우 각각 GNP의 245%, 310%를 차지했다. 물론 여러분들은 한국의 경우 그 비율이 어느 정도인지 알고 있을 것이다. 그러나 이것은 신흥시장에만 한정된 문제는 아니다. 1991년 일본의 정부부채는 GNP의 51%를 차지했다. 2001년까지 그 비율은 150%로 상승할 것이다. 일본이 이 10년 사이에 새로이 약 5조 달러의 빚을 지게 될 것이라는 사실을 상상해 보라. 내 생각에는 그 규모가 과거에 기록했던 최고치보다 훨씬 더 높게 될 것 같다. 일본의 이 부채비율은 정부의 (재원이 없는) 연금지급부담을 포함하지 않은 것이다. 만약 그것을 포함시킬 경우 그 비율은 GNP의 300% 이상으로 올라가게 된다.

미국에서는 현재 공공부문이 잘 운용되면서 분명히 재정흑자를 기록하고 있다. 그러나 공공부문이 개선되는 사이에 따라 가계부문의 사정이 급속하게 악화되고 있다. 실제로, 공공부문의 적자규모가 줄어들음에 따라 가계부문의 부채규모는 커지고 있다. 그 결과 미국의 전반적인 재정상태는 1990년대 들어 계속 악화되고 있으며, 금년은 1992년보다 더 상황이 나쁘다.

미국에서는 시장이 매일 열린다. 미국은 전세계로부터 매일 약 10억 달러를 純차입한다. 이 ‘금발族(Goldilocks)’들의 경제는 외국인들의 돈으로 재원공급이 이루어지고 있다. 작년에 미국은 외국으로부터 2,780억 달러를 純차입했다. 이것이 금년에는 아마 3,000억 달러를 약간 상회하는 수준이 될 것이다. 경상수지 적자가 분명히 더 커질 것이라는 전제하에서 말이다. 아무튼 부채규모가 엄청나게 높다.

셋째, 세계경제의 성장이 구조적으로 둔화될 것이다. 전세계 GNP의 16%를 차지하고 있는 일본을 다시 한번 살펴보자. 비록 모든 것이 잘되는 경우에도 일본의 금년 성장률은 0%에 그칠 전망이다. 가장 최근에 나온 각종 경제수치들에 따르면, 모든 것이 다 잘 풀리고 있지만은 않은 것 같다. 1999년 3월중 소비지출은 작년 같은 기간에 비해 3.8% 줄었다. 1999년 4월 5일 선행지표들이 발표되었는데, 신뢰도는 계속 악화되고 있는 것으로 나타났다. 단칸지수가 나왔는데, 낙관적인 부분은 많지 않았다. 기업들은 금년중 투자를 약 10% 줄일 계획인 것으로 나타났다.



다. 일본의 수출시장도 취약하다. 그래서 일본경제가 극적인 반전을 보일 가능성은 매우 희박하다. 비록 내년에 일본경제가 1% 성장하는 경우에도 일본은 여전히 '힘든 10년'을 맞게 될 것이다. 인구구성이 안 좋은 방향으로 변하고 있다. 금융부문은 비록 자본구성이 재편되더라도 당분간은 여전히 취약한 상태로 남아 있게 될 것이다. 기업부문은 취약한 재무구조를 해소하기 위해 대대적인 구조조정을 완수해야 한다. 그래서 우리는 일본으로부터 많은 것을 기대할 수가 없다.

유럽연합(European Union)은 마치 40대 나이가 되어서도 20대 시절에 자주 입던 드레스를 입고 싶어하는 여성과도 같다. 즉, 과거에는 마스트리히트 조약(Maastricht Agreement)에 억지로 맞추려고 애썼고, 현재는 마치 다이어트와도 같은 안정협약(Stability Pact)에 맞추려고 애쓰고 있다. 그 안정협약 때문에 유럽은 재정에 대해 매우 엄격한 통제를 유지해야만 한다. 재정적자는 아무리 많아도 GNP의 3%를 넘어서는 안된다. 유럽중앙은행(European Central Bank)는 이미 프랑스, 이태리, 독일 등 유로화의 3대 중심국들이 올해 이 목표를 달성하지 못할 것이기 때문에 재정긴축을 강화시키도록 권고했다. 그래서 유럽이 안정협약의 제약이라는 콜셋을 느슨하게 해 줄 방안을 찾아내지 못하는 한 유럽은 1990년대 대부분의 기간동안 低성장을 기록하게 될 것이다.

물론 모든 아시아국가들이 수출주도전략을 통해 경기회복을 도모하고 있다. 그러나 국내수요는 여전히 취약한 상태에 머물 것이다. 남미의 현재 경제지표들은 지난 1997년 아시아국가들이 경험했던 것과 비슷하다. 그래서 강력한 회복세를 기대하기는 어려울 것이다. 만약 어떤 기업이 엄청난 과잉설비, 막대한 부채규모, 제품판매 부진 등에 직면했다면 어떤 일이 벌어질 것인가? 우리 모두는 어떤 일이 벌어질 지 잘 알고 있다. 그것은 바로 한국에서 벌어졌던 일이다. 어떤 점에서 그것은 세계경제의 밑바닥에 잠재되어 있는 것이기도 하다.

마지막으로 전세계에 걸쳐 지도력이 매우 취약한 상태이다. 러시아는 그렇게 큰 지도력을 갖지 못하고 있다. 새로운 독일정부는 여전히 자신의 지도력을 증명해 보여야 할 입장이다. (말도 많았던) 라퐁텐 재무장관이 한달이 채 못되어 권좌에서 밀려났다. 녹색당과 적색당 간에 갈등

이 끊이지 않고 있다. 일본도 강력한 지도력을 갖지 못하고 있다. 일본의 지도력은 계속 취약한 상태에 머물 것이다. 미국은 대선 캠페인에 돌입했다. 클린턴은 비록 높은 여론지지를 받고는 있지만 지금까지 의회로부터 별로 얻어낸 것이 없었고, 앞으로도 거의 아무 것도 얻어내지 못할 것이다.

## 국제금융시장 동향과 선진국들의 정책대응

이런 점들을 모두 종합해 볼 때, 상황은 문제투성이이다. 그런데 세계은행권이 처해 있는 상황을 살펴보면 더욱 많은 문제점이 발견된다. 세계 상위 500대 은행들을 살펴보면, 1998년 9월말 현재 신흥시장에 대한 대출은 총 2.4조 달러였다. 현재 신흥시장의 GNP는 약 3.4조 달러이다. 이들 500대 은행들의 자본금 총계는 약 1.6조 달러이다. 이 수치에는 일본은행들의 이론적 혹은 실제 자본금 3,500억 달러가 포함되어 있다.

그래서 전세계와 선진국들인 OECD 경제내 상위 500대 은행들은 2.4조 달러에 달하는 대출금과 1.2~1.3조 달러의 실질자본금을 보유하고 있다. 물론 이들 은행들은 다른 국가들에게도 대출을 해 주고 있다. 이제 여러분이 은행가이고, 이런 대출들을 해줬다고 상상해 보라. 여러분은 스스로에게 얼마를 되돌려 받을 수 있을 것인지 자문해 봐야만 할 것이다. 여러분들 가운데 러시아가 얼마나 돈을 갚을 지 생각해 본 사람이 있는가? 여러분들은 지난 2주 동안에 신문에서 읽었을 것이다. 도이취은행(Deutsche Bank)이 러시아부채에 대한 국제은행 컨소시엄을 추진하고 있다는 기사를 말이다. 루머들이 신문에 등장하고 있다. 우리도 도이취은행이—아마도 체면을 살리기 위해—부채 1달러당 2.5센트와 장래에 부채를 주식으로 전환할 수 있는 권리를 받아들이기로 결정했다는 사실을 부인할 수 없을 것 같다. 10일 전에 태국에서 있었던 경매는 달러당 18센트에 낙찰되었다. 한국에서는 달러당 35~37센트에 낙찰되었다. 인도네시아에서는 얼마를 되돌려 받게 될까? 또 브라질에서는 어떨까?

여러 수치들을 잠시 살펴보자. 만약 달러당 65센트를 되돌려 받게 되

면—어떤 사람들은 그것이 매우 낙관적이라고 말하겠지만—부채탕감규모는 대출금의 1/3에 달한다. 만약 자본금이 1.2~1.3조 달러라면, 그 자본금의 2/3가 잠식당하게 될 것이다. 만약 그런 상황이 벌어진다면 4~5조 달러에 달하는 전세계 대출금이 즉각 크게 줄어들게 될 것이다. 그것은 전세계를 1930년대와 같은 상황으로 밀어 넣을 것이다. 그것이 현재 세계경제에서 돌아가고 있는 역학관계이다. 그것은 여러분이 한가하게 생각해도 괜찮을 만한 문제가 아니다. 이것은 진짜 심각한 문제이다. 그것은 우리가 1996, 97, 98년의 위기를 겪은 지 6개월이 지난 후에 특히 미국과 유럽 시장이 흔들리기 시작한 이유이기도 하다. 지도자들은—클린턴, 쉬뢰더, 오부치 등과 같은 정치 지도자보다는 오히려 그린스판, 루빈, 미야자와 등과 같은 세계 금융지도자를 가리킨다—현재 당면한 위험을 알아차렸고, 세계경제를 부양하기 위해 지난 6개월 동안 매우 적극적인 정책을 펼쳤다. 이는 그 역학관계 속에 부채로 인한 디플레이션 조짐이 내재되어 있었기 때문이다.

지난 주 캐나다 중앙은행이 금리를 내린 것을 포함해 OECD 회원국 중앙은행들은 1998년 10월 8일 이후 101번에 걸쳐 금리인하를 단행했다. 추가적인 금리인하조치가 곧 나올 것이다. 왜냐하면 유럽중앙은행이 이번 주에 금리를 인하할 것으로 생각되기 때문이다. 금년을 지나면서 OECD 국가들에서 추가적인 금리인하조치가 나올 것으로 생각된다. 세계경제의 수요를 재창출하기 위해 이와 같은 엄청난 통화정책적 노력이 추진된 경우는 전례가 없던 일이다. 제품의 수요와 공급이 막대한 불균형을 나타내고, 부채규모가 큰 상황에서 만약 공급을 줄임으로써 구조조정을 시도한다면 은행돈을 갚을 수 없게 될 것이며, 그로 인해 세계적인 금융위기에 휩싸이게 될 것이다. 그래서 우리는 기업들이 흑자를 기록하여 은행 빚을 상환하고 전세계적으로 이런 문제성 있는 부채를 줄일 수 있도록 도와주기 위해서는 수요가 그 공급능력을 충족시켜 줄 수 있게 만들어야 한다.

둘째, 이와 같은 통화정책적 노력 이외에도, 우리는 일본정부가 자국 은행들의 재무구조를 개선하고 자국경제를 부양하기 위해 7,500억 달러를 투입하기로 약속했다는 사실을 알고 있다. 여름을 지나면서 일본정



부는 2,500억 달러에 달하는 추가적인 재정부양책을 검토하게 될 것으로 예상된다. 그래서 일본이 자국 은행들을 재건하고 자국 경제가 1998년 9월부터 1999년 9월까지 이 12개월 동안 신규 수요를 일부 흡수할 수 있도록 하기 위해 투입키로 한 금액은 약 1조 달러에 달한다. 그것은 뉴딜(New Deal)식 재정지출이다. 앞으로 갈수록 일본은행은 훨씬 더 적극적인 통화정책을 채택할 것으로 생각된다. 이런 정책이 외환시장에 대해 어떤 의미를 갖는 지는 나중에 다시 살펴보기로 하겠다.

금년을 지나 내년의 대통령 선거에 가까워질수록 미국 내에서는 조세감면에 대한 논쟁이 늘어날 것으로 생각된다. 조세감면문제는 공화당의 대선전략의 중심내용이 될 것으로 생각된다. 고어(Al Gore) 부통령도 이 방향으로 움직이도록 압력을 받게 될 것이다.

유럽 전역에 등장한 사회민주당 정부들은 자신들이 처해 있는 곤경을 점점 더 인식하게 될 것이다. 그리고 그들은 마스트리히트 안정협약의 제약을 완화하는 방안을 강구하게 될 것으로 보인다. 그들은 오직 정치인들만이 할 수 있는 방식으로 그 일을 처리할 것이다. 그들은 정부지출을 재정의할 것이다. 마스트리히트의 안정협약에 따르면 정부지출은 어느 수준 이상 늘어날 수 없게 되어 있다. 그러나 그들은 정부지출의 어떤 부분을 더 이상 정부지출이 아니라 향후 경제를 더 강하게 만들기 위한 투자로 분류하게 될 것이다. 만약 그들이 그렇게 할 수 있게 될 경우, 그들은 우리들에게 정부는 지출이 아니라 투자를 증가시키는 것이라고 얘기하게 될 것이다.

그래서 본인은 유럽도 2000년에는 재정정책을 완화하게 될 것으로 보고 있다. 결과적으로 G3 경제는 세계경제를 부양하기 위해 엄청난 노력을 쏟게 될 것이다. 태국이 어떻게 하느냐가 중요하지 않다. 중요한 것은 여러분이 태국인인가 아니면 태국에 투자를 한 사람인가 하는 점이다. 그러나 태국의 GNP는 제너럴 일렉트릭(General Electric)의 주가총액의 40% 정도에 불과하다. 그래서 비록 태국이나 말레이시아가 모든 것을 올바르게 하는 경우에도 향후 2년간 실제 경제상황을 끌고 갈 것은 G3 경제가 어떤 일은 추진하느냐에 달려 있다. 만약 세계경제를 부양하기 위한 이런 노력이 통한다면, 물론 한국과 같은 나라들에게는 매우 재

미있는 상황이 전개될 것이다. 그런 것에 대해 너무 민감할 필요는 없지만 한국이 채택한 IMF정책들은 아주 잘 작동되고 있다. 원화와 국내 수율을 공개버림으로써 한국은 아주 신속하게 자국의 금융활력을 재건하기 위해 노력해 왔다. 이는 외채상환을 재개할 수 있을 만큼 충분한 외화를 경상수지에서 창출할 수 있도록 하기 위해서다.

실제로 98년 4/4분기중 OECD 회원국의 은행들로부터 신흥시장 쪽으로 유입된 純신규여신은 전혀 없었다. 신흥시장으로 純유입된 외화자금 은 경상수지를 통해 창출된 것이다. 은행들은 여전히 두려움에 사로잡힌 나머지 신흥시장에 대한 대출을 줄이고 있다. 예를 들어 98년 4/4분기에 국제은행권은 태국으로부터 49억 달러를 빼내갔다. 태국의 GNP가 1,300억 달러에 불과하기 때문에 이 예를 든 것이다. 1분기에 50억 달러를 잃었다고 상상해 보라. 이런 경우 그것을 상쇄시키도 남을 만큼의 외화를 창출하는 유일한 방안은 대규모 경상수지 흑자를 통해서이다.

그래서 지금까지 한국과 태국의 경상수지는 대규모 흑자로 돌아선 것이다. 모든 아시아 국가들이 똑같은 추세를 따르고 있다. 비록 한국이 조금 앞서 가고 있기는 하지만 말이다. 지금 우리가 필요한 것은 경상수지흑자가 계속 쌓이도록 하는 것이지 수출을 늘리는 것이 아니다. 지난 해 상황이 개선된 것은 대부분 수입감소 덕택이다. 수출을 늘릴 수 있는 유일한 방법은 세계경제성장률을 아주 많이 높이는 것이다. (선진국들이) 성장률을 높이기 위해 엄청난 노력을 해왔기 때문에—이런 노력들은 올해 내내 계속될 것으로 생각된다—본인이 보기에 한국은 향후 18개월 동안 이미 시작한 경제재건 노력을 계속할 수 있는 매우 유리한 세계경제여건을 맞게 될 것이다.

## 세계경제 전망

지금 많은 이들이 디플레이션이 발생할 것이라고 얘기하고 있다. 그러나 본인은 디플레이션은 작년 이야기라고 주장하고 싶다. 내 말은 만약 디플레이션이 맞는 얘기라면 왜 유가가 (배럴당) 7달러가 아니라 17달러로 올랐는가 하는 점이다. 또 왜 구리, 펄프 및 종이, 화학 제품들



의 가격이 오르고 있는가? 왜 미국에서는 장기이자율이 오르고 있는가? 왜 이자율은 6%로 가는 길목인 5.5% 대신에 4%로 떨어지지 않는가? 왜 독일의 장기이자율은 내리기 보다 오르고 있는가? 만약 디플레이션이 맞는 얘기라면 말이다. OECD 국가들에서 채권시장의 장기상품들은 이미 1999년과 2000년에는 대부분의 예측기관들이 현재 예상하고 있는 것보다 더 강력한 성장이 나타날 것으로 예상하기 시작했다.

본인은 세계경제는 지극히 위험한 과잉설비 때문에 구조적으로 그 성장율이 둔화될 것이라고 주장하고 싶다. 그런 디플레이션 압력들은 아직 해소되지 않았다. 그러나 향후 18개월에서 2년간 경제부양을 위해 엄청난 노력이 전개되어 이런 세력들은 표면 아래로 끄집어 내려질 것이다. 그래서 본인은 주식시장과 채권시장의 약세 추세는 단기간에 끝날 것이라고 말할 수 있다. 왜냐하면 우리가 그런 상황을 막기 위해 엄청난 노력을 해왔기 때문이다.

## 세계경제 앞에 놓인 위험과 기회

우리는 이런 결론에 다다르게 된다. 즉, 내년을 바라봤을 때 이런 상황이 어떤 위험과 기회를 야기할 것인가? 가장 큰 위험은 만약 일본이 케도를 또다시 벗어나게 되는 경우라고 생각한다. 만약 도쿄에서 실시하고 있는 정책들이 먹혀들지 않을 경우, 또 만약 현 정부가 또다시 깨질 경우 굉장히 문제스러운 상황이 새로이 전개될 것이다.

두 번째 문제는 신흥시장에서, 아마 한국에서, 사람들이 “우리에겐 개혁은 더 이상 필요없다. 만사가 잘 돌아가고 있고, 세계경제도 성장하고 있으며, 경상수지는 엄청난 흑자를 기록하고 있다. 이런 악몽은 끝났다. 우리 가서 돈이나 좀더 벌여보자. 개혁은 잊어버려라”라고 생각할 지도 모른다는 것이다. 만약 그런 일이 벌어진다면 지금부터 1년 내지 1년 반 정도 뒤에는 세계경제에 내재해 있던 디플레이션 압력이 다시 표면위로 부상하면서 한국은 또다시 큰 어려움에 처하게 될 것이다. 그래서 세계경제여건이 좋아진다고 향후 18개월간 개혁노력을 늦추기보다는 오히려 그 반대여야 한다고 주장하고 싶다. 이것이 개혁을 가속화시킬 수 있는

훨씬 더 좋은 여건이 될 것이다. 경기가 뜰 때 더 빨리, 더 많은 개혁을 추진하라. 그러면 그 일이 사회적으로나 정치적으로도 더 손쉬울 것이다.

우리가 직면할 세 번째 위험은 사람들 사이에 “잠깐! 신흥시장에서는 통화가 절하되었고, 임금 비용도 떨어졌으며, 인플레이션 거품도 크지 않은 상태이다. 오늘날 생산하기에 매우 매력적인 곳이 있다. 세계경제는 성장하고 있고, 따라서 우리는 신규투자를 해야 한다”라는 얘기가 나오는 경우이다. 즉, 전세계적으로 아주 잘못된 시기에 사람들이 성장신호를 추가적인 설비확장 신호로 곡해할 우려가 있다는 것이다. 만약 그런 일이 벌어진다면 경기가 내리막길로 접어들었을 때 우리는 더 많은 문제에 직면하게 될 것이다.

그러나 만약 우리가 그런 유혹을 뿌리치고, 일본이 정상궤도를 유지하며, 새로운 자본투자순환이 없다면 향후 2년 사이에 부채규모 뿐만 아니라 세계은행권의 붕괴우려도 크게 줄어 들 수 있을 텐데 말이다. 그렇게 되면 우리는 세계경제의 어려운 문제들과 다시 맞닥뜨릴 필요가 없게 될 것이다. 왜냐하면 그런 문제들이 부분적으로 해소되고, 또 훨씬 더 안정적인 기초를 갖게 될 것이기 때문이다.

### 일본경제의 문제점과 정책방향

이런 모든 문제 외에도 한국에게는 한가지 사항이 계속 문제로 남을 것이다. 그것은 일본이다. 앞의 시나리오를 아무리 살펴봐도 일본 앞에는 ‘힘든 10년’이 기다리고 있다. 이 문제를 생각해 보라. 향후 20년간 일본 인구는 과거 어느 나라 인구보다도 훨씬 더 빠른 속도로 고령화될 것이다. 여러분은 2020년까지 20세에서 60세 사이의 인구 100명당 63명이 일본에서는 은퇴할 것이라는 사실을 알고 있는가? 거대한 압력이 그런 방향에서 일본의 공공정책에 가해질 것이다.

둘째, 일본은 1990년대를 낭비했다. 기업구조조정은 이제 막 시작되고 있다. 그래서 일본은 1990년대의 기술 붐 전체를 잃어버린 상태에서, 여전히 1980년대에 강했던 산업부문에 치중된 산업구조를 가지고 있다. 그래서 일본 앞에는 거대한 구조조정이 기다리고 있다. 그 구조조정은

설비구조조정 뿐만 아니라 기업부문에 대한 금융구조조정이 될 것이다.

셋째, 일본의 부채규모가 너무 엄청나게 커서 마치 이태리의 부채가 잘 관리되고 있는 것처럼 보이게 만들 정도다. 이 부채규모는 훨씬 더 커질 것이다. 그러나 인구구성 면에 비춰볼 때 그 부채규모는 크게 감축되어야 한다.

넷째, 일본의 주력 수출시장들도 1990년에 근본적으로 바뀌었다. 일본 수출의 42%는 아시아 지역으로 가는 것이다. 내수 측면에서 볼 때 아시아 시장들은 당분간 취약한 상태에 머물 것이다. 그들은 수출확대에 주력한 것이다. 이것이 문제다. 일본의 문제들을 더 많이 얘기할 수 있다. 그러나 진짜 문제는 돈문제이다. 모든 이야기의 끝에는 현금흐름이 뒤따르기 마련이다.

일본에 대한 질문은 일본이 이 문제를 해소하기 위해 어떤 유형의 정책조합(Policy mix)을 채택하느냐 하는 점이다. 내가 보기에는 일본은 통화팽창을 통해 부채증가분의 대부분을 흡수해 주는 것 외에는 다른 대안이 전혀 없는 상태다. 역사적으로 부채가 매우 빠르게 늘어나 그만큼 통화량을 늘린 나라들은 자국통화가치의 폭락현상을 경험했다. 그래서 일본 엔화도 향후 3~4년에 걸쳐 크게-대부분이 예상하고 있는 것보다 훨씬 더 큰 폭으로-절하될 것으로 예상된다. 그 결과 (엔화가치는) 지난 12개월 사이에 기록했던 수준 이하로 떨어질 것이다. 달러당 150엔 이하로 가는 것은 확실하다. 그렇다면 달러당 175엔, 200엔도 가능할까? 현재는 그 누구도 모른다. 그러나 확실히 엔화가치는 지난 12개월 사이에 기록했던 것보다 훨씬 낮은 수준이 될 것이라고 생각된다.

한국이 위기에 휩쓸린 이유들 가운데 하나는 과도한 부채와 과잉설비가 있었다는 것이다. 그 당시 엔화가치는 달러당 130엔으로 떨어졌고, 세계성장은 둔화되고 있었다. 그래서 향후 몇 년간에 걸쳐 나타날 일본 엔화의 약세는 한국으로서는 매우 주의 깊게 관찰해야 할 문제이다. 만약 한국이 개혁을 멈추지 않고 지난 18개월 동안 ‘집안정리’를 위해 추진해 왔던 것처럼 계속 노력하고, 또 이를 위한 세계여건이 조성된다면 설령 엔화가 절하되더라도 한국은 여기에 충분히 대처할 수 있게 될 것이다.



넓은 의미로 볼 때 아시아에서의 이번 위기는 아시아가 달러화 기준에서 엔화 기준으로 점차 더 많이 이동한 것에도 일부 원인이 있다. 엔화 가치가 떨어지면 원화 가치도 떨어지고, 바트화 가치도 떨어진다. 엔화 가치가 올라가면 이들 통화들의 가치도 올라간다. 한국의 무역은 점점 엔화의 영향을 더 많이 받게 되고, 앞으로도 계속 그렇게 될 것이다. 그래서 한국이 직면할 수 있는 또 다른 주요한 위험은 미국과의 무역마찰이 커질 것이라는 점이다. 이런 마찰은 이 지역의 다른 국가들로 번져갈 것이다. 따라서 여기에 대해 깊은 주의가 요망된다.

만약 여러분이 지난 10년간의 주식시장을 살펴보면 잘 나가는 기업들은 빠른 기업, 유연하고, 혁신적이고, 적응속도가 빠르고, 전문화된 기업들이었다. 이번 위기 속에서도 잘 나가는 나라는 빠른 국가, 마치 요트 경주를 하는 것처럼 운영되고 있는 국가들이다. 지금 우리는 냉전 이후의 시대에 살고 있다. 그 곳에서 대부분의 국가들이 맞닥뜨린 근본적인 전략문제는 경제학이다. 이런 상황에서는 경제전략을 국가안보의 제일 중심에 두어야 한다고 생각된다. 우리 모두는 자신의 조국을 마치 요트 경주하듯이 운영해야 한다.

한국은 이제 그런 일을 시작할 위치에 있다. 만약 향후 몇 년을 뜻을 단단히 매고, 팀을 훈련시키면서 세계경제를 주시하는 데 쓴다면, 한국은 세계경제 속에 나타나는 광풍을 성공적으로 뚫고 나가 다른 나라들의 모범이 될 것이다.

## 질의·응답

**질문** 내 질문은 Y2K 문제에 관한 것이다. 우리 모두는 Y2K 문제의 기술적인 측면에 대해 많은 얘기를 들어왔다고 생각된다. 이 문제는 아주 잘 공론화되어 왔다. 그러나 막판에 가까워질수록 자본시장 참가자들은 예비적인 조치들을 취하기 시작할 것 같다. 즉, 주식 및 채권 투자로부터 나타날 지도 모를 손실을 줄이기 위한 실질적인 조치들 말이다.

이것은 2000년 1월초에 발생할 지도 모를 Y2K가 초래하는 문제들에 대처하기 위한 비상계획이다. 만약 자본시장의 감정적인 패턴과 행동 패턴을 생각해 볼 때, 이런 문제들은 단순히 컴퓨터 오류로 발생하는 어떤 기술적인 문제보다 훨씬 더 큰 문제가 될 수도 있다. 이런 문제는 상황이 지나갈 때까지 현금이나 다른 안전자산으로의 대규모 이탈현상을 초래할 수도 있다. 본인은 커티스 박사가 이와 같은 자본시장 움직임에 관한 시나리오를 지역적인 문제가 아니라 세계적인 자본시장 문제로서 어떻게 보고 있는 지 궁금하다.

그리고 이런 유형의 세계적인 자본이동을 초래할 수도 있는 주가나 채권가격의 폭락현상을 막기 위해 어떤 안정장치와 회로차단기가 필요하다고 보는가? 이런 움직임은 그 효과가 단기적이고, 그 자체로서는 논리적이거나 합리적일 수도 있겠지만 세계적인 관점에서 보면 매우 파괴적일 수도 있다.

**답변** 시장을 1년 정도 닫을 수도 있다고 보았다. 본인은 이 분야의 전문가가 아니다. 내 동료 중에는 이 문제에 경력을 쌓아온 사람이 있다. 분명히 심리적인 문제들이 1999년 하반기, 아마 9, 10월경부터 표출되기 시작할 것이다. 중국정부는 하나의 해법을 갖고 있다. 모든 중국항공회사의 사장들을 2000년 1월 1일 자기 회사의 비행기를 타도록 하겠다는 것이다. 아마 월스트리트에 종사하고 있는 모든 사람들에게 2000년 1월 1일 자신들의 보너스를 전부 시장에 투자하도록 의무화시킬 수도 있을 지 모르겠다.

실제로 현금 쪽으로 몰리는 현상이 일어날 것이다. 전세계의 모든 중앙은행들은 이미 이 문제에 대해 준비하고 있다. 사람들도 어려움을 예상한 나머지 이미 재고를 쌓고 있을 지도 모른다. 그리고 우리는 현재 약간 더 희망적인 경제수치를 갖고 있다. 왜냐 하면 금년 하반기부터 성장률이 더 상승할 것이기 때문이다.

많은 대기업들과 금융시장들은 자신들의 시스템을 고쳐 놓았다고 믿고 있다. 우리는 지금까지 모든 장비들을 점검하는 예행연습을 실시해 왔다. 또 만약 우리는 괜찮은데 다른 곳이 그렇지 않을 경우 어떤 일이

벌어질 지 시험해본 적도 있다. 진짜 문제는 한 기업이 다른 기업들과 너무 많이 얽혀 있다는 점이다. 그 결과 만약 어떤 기업들의 자료가 잘못되면 다른 기업들이 그 유탄을 맞게 될 수도 있다.

우리는 금년 하반기에 일부 심리적 공포가 시장을 좌우하기 시작하는 것을 목격하게 될 수 있다. 그러나 본인은 이 문제가 너무 과장되어 있다고 믿고 있는 사람이다. 사람들은 유로화가 출범했을 때 유럽시장이 큰 재앙을 맞게 될 것이라고 얘기했지만 실제 그 문제는 아주 순탄하게 지나갔다. 우리는 사전에 많은 준비를 했고, 많은 예행연습을 했다. 결국 이 문제는 아주 순탄하게 지나갔다. 그래서 진짜 문제는 금융시장 바깥에 있는 것이 내 느낌이다. 즉, (전기, 가스, 수도 등) 공익 사업이나 상품유통 등과 같은 부문에서 말이다. 이런 부문에서의 준비는 상대적으로 뒤쳐져 있다고 본다. 금융시장에서는 다소 빠르게 이 문제의 해결에 노력해 왔다. 내게는 그 문제는 블랙박스와의 같다. 현재로서는 이것보다 더 좋은 해답을 갖고 있지 않다.

**질문** 첫째, 새로운 세계금융체제에 대한 박사의 견해를 묻고 싶다. 둘째, 환율불안은 세계경제에 있어 심각한 문제이다. 여기에 대해 버그스텐(Fred Bergsten) 박사 같은 이는 여러 해 전부터 목표환율제를 주장해 왔다. 또다른 주장은 엔/달러 환율을 어떤 수준에 고정시키는 것이다. 일본 소비자와 투자자들은 엔/달러 환율이 어느 정도 안정되었다고 생각하기 전에는 소비와 투자를 늘리지 않을 것이다. 이제 유로화의 출범으로 이와 같은 환율불안은 더욱 복잡한 양상을 보일 것이다. 이것이 최근에 목표환율제 아이디어가 다시 제기되고 있는 이유이다. 쉬뢰더 총리와 블레어 총리는 얼마 전 G8 회담에서 이 체제를 언급했다. 이 문제에 대한 박사의 견해는 어떤 것인가? 박사는 달러-엔-유로 간의 환율 전망을 어떻게 보고 있나?

**답변** 새로운 금융체제에 관한 질문부터 먼저 살펴보기로 하겠다. 본인은 개인적으로 사람들이 산꼭대기에 새 궁전을 짓는 일 따위는 하지 않을 것으로 믿고 있다. 세계 금융기관들이 크게 재편되는 일도 없을 것



이다. 오히려 지붕에 난 구멍을 수리하고 수도관을 고치는 작업이 진행될 것이다. 그런 일들 이상의 것들이 추진되리라고는 생각하지 않는다. 앞에서 본인이 했던 얘기가 옳다면 지금 우리가 해야 할 일은 세계경제를 성공적으로 부양시키도록 노력하는 것이라고 생각한다. 이자율 인하, 조세감면, 재정정책 등에 힘입어 12개월이나 18개월 뒤에는 사람들의 걱정이 훨씬 줄어들 것이다. 어떤 이들은 벌써 그 문제들을 잊기 시작했다. 1994년 말과 1995년 초 사이에 멕시코 위기가 발생했을 때 1995년 6월에 열린 G7 정상회담은 새로운 금융체제를 옹호하는 쪽이었다. 그것이 이번 위기가 발생하기까지 이 문제를 언급했던 마지막 회담이었다. 본인은 이와 비슷한 일이 다시 벌어질 것으로 생각하고 있다.

다음은 달러-엔-유로 간의 환율문제에 답하겠다. 내 感으로는 달러화의 강세가 장기적으로 지속될 것 같다. 특히, 당분간 미국을 중심으로 한 제 3차 산업혁명에 힘입어서 말이다. 현재의 상황은 여러 가지 면에서 1910년대와 1920년대에 벌어졌던 상황과 비슷하다. 당시에는 오늘날 우리의 가정과 사무실에서 흔히 볼 수 있는 수많은 제품들이 발명되었다. 이런 새로운 정보통신기술에 관련된 많은 부문들이 1920년대 초에 자동차산업이 처해 있던 것과 비슷한 국면에 놓여 있다. 이들 부문들은 이제 막 그 국면, 즉 급속한 팽창국면으로 진입했다. 제품들의 확산속도는 S자 곡선을 그린다. 현재는 확산이 가속화되는 바로 그 국면이다. 따라서 이들 부문의 성장잠재력은 매우 크다. 당분간 미국이 이들 산업의 중심이 될 것이기 때문에 많은 투자가 이런 부문에 참여하기 위해 미국으로 몰려들 것이다.

둘째, 미국은 1945년에서 1960년 사이에 엄청난 베이비붐을 경험했다. 사람들은 45세에서 50세 사이에 있을 때 소득수준과 지출수준이 제일 높아진다. 미국인구의 규모에 비해 상대적으로 엄청난 비율을 점하고 있는 베이붐 세대의 경우 향후 7~10년간 지출이 최고조에 이를 것이다. 그래서 몇 가지 일들이 벌어지고 있다. 1920년대 이후 경험한 적이 없었던 거대한 기술혁신이 나타나고 있다. 또 향후 10년간 지출능력이 최고조에 이르게 될 베이비 붐 세대는 엄청난 소비잠재력을 보유하고 있다.

셋째, 이 베이붐 세대는 급진주의자, 기업가, 발명가들이다. 혁신자의 세대에서 체제순응자의 세대로 옮겨가는 것이 전형적인 현상이다. 헨리 포드(Henry Ford)家は 혁신자들이었다. 그러나 1950년대와 1960년대에 대기업들을 경영하는 데 뛰어난 수완을 발휘했던 사람들은 위대한 혁신자들은 아니었다. 현재는 이런 세 가지가 함께 나타나고 있다. 그것이 달러화가 장기적으로 강세를 띠게 만들고 있다고 생각된다.

엔화는 장기적으로 약세를 나타낼 것으로 생각된다. 만약 엔화가 달러당 130엔에서 고정된다면 현재 일본이 안고 있는 부채규모를 감안해 볼 때 아마 일본은 이 부채를 통화증발로 흡수할 수 없게 될 것이다. 그 과정에서 일본의 실질금리는 매우 높은 수준으로 치솟을 것이고, 이는 다시 일본 기업 및 금융부문을 재건하는 일을 훨씬 더 어렵게 만들 것이다. 일본에서 권력을 쥐어 사람들과 다른 말로는 은행과 기업에 종사하는 사람들은 현재 엔화환율을 고정시키는 문제에 대해 거의 관심이 없는 것 같다. 비록 이 문제에 대해 말들은 무성하지만 말이다. 내가 보기에 미국인들도 관심이 없기는 마찬가지다.

유로화의 경우 유럽의 일부 정치인들간에는 세계적인 목표환율제를 두고 많은 얘기가 오가고 있다. 만약 목표환율제가 실시되면 확실히 중앙은행들은 독립성을 상실하게 될 것이다. 일단 환율이 고정되면 중앙은행들은 그 환율수준에 맞게 통화정책을 실시해야 한다. 그런데 환율수준은 일부 정치적 협상에서 고정될 것이다. 그래서 사실상 중앙은행의 독립성을 도로 가져가 버리게 된다. 물론 그들은 그것에 대해 결사반대할 것이다. 목표환율제가 이론적으로는 좋은 생각이 될 수 있을 지 몰라도 그것이 조만간 실제 실시되기는 어려울 것 같다.

**질문** 첫째, 일본의 통화 공급확대에 관한 것인데, 그것 말고는 다른 대안이 없는 것 같다. 그러나 엔화절하는 미국의 무역적자를 더욱 확대시켜 미국내 보호무역주의를 다시 자극하게 될 것이다. BIS 자기자본비율과 함께 이 문제를 고려해 볼 때, 일본이 어떻게 자국내 부채를 통화증발로 흡수할 수 있겠는가? 둘째, 세계경제는 엄청난 문제들에 직면해 있기 때문에 이를 극복하기 위한 G7의 노력만으로는 충분치 않을 것 같

다. 박사가 보시기에 OECD국가들의 경기부양책들이 제대로 먹혀 들어갈 가능성이 어느 정도인가? 이런 (확장적인) 통화정책이 세계수요를 확대시키지는 못하면서 세계적인 인플레이션만 높일 위험성도 있지 않은가?

**답변** 엔화가 절하되면 분명히 무역마찰은 늘어날 것이다. 특히 미국이 다른 나라들보다 더 빠르게 계속 성장한다면 말이다. 미국이 외국으로부터 빌려와야 할 자금수요를 전제로 했을 때 미국의 경상수지적자는 금년에 약 3,000억 달러가 될 것이다. 이런 속도로 갈 경우 미국의 純외채규모는 2002년이나 2003년까지 2조 달러 이상으로 불어날 것이다. 그래서 어느 시기에 이르면 외환시장의 변동성은 크게 확대되고, 무역관계가 정치적으로 다루어지는 경우도 늘어날 것이다. 내가 보기에 이런 일은 분명히 일어날 것이다. 현재 미국은 2차 대전 이후 실업률이 가장 낮다. 그러나 철강산업에서 긴장이 고조되고 있고, 농산물문제 등을 둘러싸고 미국과 유럽간의 긴장도 높아지고 있다.

통화공급확대에 대한 본인의 견해는 이렇다. 즉, 일본정부는 그것 이외에는 별다른 대안이 없다는 것이다. 물론 일본정부는 한가지 단순한 방식으로 그 정책을 실시하지는 않을 것이다. 지난 몇 개월 동안 그랬던 것처럼 가다사다를 반복하는 형태가 될 것이다. 일본정부는 현재 어떤 정책을 추진하고 있는 지를 위장하려고 애쓰고 있다. 엔화 절하속도를 늦추기 위해 시장에서 엔화절상을 얘기할 것이다. 지금은 엔화절하를 언급하고 있다. 현재 그들은 분명히 환율을 120엔대 초반으로 유도하려고 애쓰고 있다. 이는 일본경제가 돌아가게 만들기 위한 노력의 일환이다. 그러나 만약 경제사정이 나아지고 있다는 몇 가지 신호가 나타나기 시작하면, 또 일본 기업들의 구조조정이 계속되면 1999말경부터 많은 외국인 투자자들이 일본주식시장으로 몰려들 수도 있다. 신규 자금이 엄청나게 일본으로 쏟아져 들어올 수 있다는 얘기다. 이 경우 일본 엔화는 몇 개월 동안 강세를 나타낼 것이다. 그래서 내가 보기에는 엔화 절하는 매우 불규칙하게 진행될 것이다. 오늘 달러를 산다면 그것에 대해 잊고 살 수는 없을 것이다. (그 추세를) 제대로 따라가기가 매우 힘들 것이다. 그러나 큰 추세는 ‘엔화 절하’ 쪽이다. 당연히 무역마



찰도 늘어날 것이다. 그것은 불가피하다는 생각이 든다. 나는 이 문제가 어떻게 다뤄져야 할 지 잘 모르겠다. 그것은 분명히 많은 마찰로 이어질 것이다. 그것은 한국에도 전염효과를 미칠 것이다. 그래서 이 문제는 주의를 요하는 중요한 것이다.

둘째, BIS 비율이 주식시장과 외환시장의 움직임에 의해 부분적으로 영향을 받는다는 점이 흥미롭다. 내가 보기에는 향후 수년동안 일본의 경제성장에 대해서는 좋은 소식을 기대할 수 없을 것 같다. 그런 경우가 많지 않을 것이라는 뜻이다. 그러나 일본주식시장에 투자하기에는 매우 좋은 시기가 될 것이다. 왜냐하면 기업들이 구조조정을 추진할 것이기 때문이다. 내가 보기에 이 기간중 일본 주식시장은 아마도 느린 상승세를 나타낼 것이다. 불어난 시중자금이 주식시장으로 유입되고, 기업들이 구조조정을 실시하고, 외국인들이 일본주식시장에서 주식을 사는데 힘입어서 말이다. 그러나 통화공급증가에도 불구하고 이자율은 소폭 올라 투자자들을 일본채권시장으로 유인할 것으로 보인다. 그러나 그 상승폭이 주식시장을 죽일 만큼 크지는 않을 것이다. 전반적으로 볼 때 주가상승은 엔화 절하로 인한 일본은행들의 국제자산가치의 하락을 대부분 상쇄시킬 것으로 생각된다. 엔 약세를 상쇄시켜 줄 수 있는 주식시장 강세에 크게 힘입어 (일본금융기관들이) BIS 비율을 맞추는데 별 문제가 없을 것으로 보인다.

통화팽창에 따른 인플레이션 문제에 대해 말씀드리겠다. 내가 보기에 원유가격이 향후 몇 년에 걸쳐 배럴당 25~27달러까지 오를 수도 있을 것이다. 이런 견해는 상당히 인기가 없겠지만 말이다. 그러나 원유가격이 그 이상으로 오를 것 같지는 않다. 왜냐하면 세계시장의 근저에는 디플레이션 압력이 여전히 존재하고 있기 때문이다. 세계경제환경은 가장 경쟁적인 상태가 될 것으로 생각된다. 따라서 가격을 올릴 수 있는 여지가 많지 않을 것이다.

**질문** 향후 2~3년 사이의 미국경제를 박사는 어떻게 전망하고 있는가? 호황이 계속될 것인가? 또 중국경제는 어떻게 보고 있으며, 그것이 세계경제 전반에 대해 어떤 의미를 갖는가?

**답변** 미국경제에 대한 본인의 대략적인 견해를 말씀드리겠다. 지난 몇 년 동안 그랬던 것처럼 우리는 향후 몇 년동안 미국경제의 활력 때문에 계속 놀라게 될 것이다. 그것이 균일한 상태로 계속되지는 않을 것이다. 내 감으로는 미국 주식시장이 또다시 혼란스러운 조정을 받을 시기가 매우 임박해 있다. 이것이 새로운 공포감을 조성하여 소비자들을 당분간 보다 보수적으로 만들 것이다. 1999년 여름과 가을을 거치면서 만약 주가가 15~18% 떨어질 경우—본인은 그럴 수 있다고 본다—놀랍게도 그린스펀(Alan Greenspan)이 추가적으로 금리인하를 할 수밖에 없게 될 수도 있다. 누가 새 대통령이 되든지 조세감면도 불가피하게 될 것이다. 시장들과 소비자들과 기업들은 이것을 예상하고 있을 것이다. 모든 것들을 종합해 볼 때 전반적으로 미국경제는 우리들 대부분이 예상하고 있는 것보다 더 강한 상태를 지속할 것으로 보인다.

중국경제의 경우 1998년 4/4분기에 바닥을 친 것 같다. 소비지출이 다시 회복되기 시작했고, 신규 여신이 다시 불어나기 시작했으며, 재고 사이클도 아직도 바닥을 치지는 못했지만 바닥에 접근하고 있는 것 같았다. 그러나 1999년 1/4분기에 상황이 다시 악화되기 시작했다. 중국정부는 경제를 운용하는 방식면에서 케인즈(John M. Keynes)주의자들에 가깝다. 그들은 제작년, 작년, 금년에 걸쳐 매우 적극적인 통화정책을 실시해 왔다. 또 매우 적극적인 재정정책도 실시해 왔다. 1998년 하반기 중 재정지출은 연율로 GNP의 8% 정도 늘어났다. 아마 본부에는 마르크스가 아니라 케인즈의 동상이 있을 것 같다. 사실 케인즈는 거짓말에는 세 종류가 있다는 얘기를 한 적이 있다. 실수로 한 거짓말, 임무 때문에 하는 거짓말, 정부통계에 의한 거짓말 등이 그것이다. 중국은 완전히 케인즈주의자가 되었다. 왜냐하면 그 수치들이 매주 나오는 경제관련 통계로부터 계산된 것이 아니기 때문이다.

진짜 문제는 개혁을 위한 재원조달을 어떻게 하느냐는 것이다. 홍콩의 사정이 어렵다 보니 대부분의 은행들이 홍콩을 떠났고, 그 때문에 국영기업들의 상황이 불가능하게 되었다. 그러므로 신규 자금이 중국으로 들어올 가능성은 적다. 그러나 이 지역의 시장은 향후 18개월에 걸쳐 아주 좋을 것으로 생각된다. 중국은 많은 국영기업들을 상장시킬 것이다.

중국국영석유공사(China National Petroleum Corporation), 중국금속공사(China Metals Corporation) 등이 그 후보가 될 것 같다. 자금이 중국으로 다시 유입되기 시작할 때 중국경제도 바닥을 칠 것으로 예상된다. 그러나 경제성장은 느리고, 또 취약할 것이다. 1999년 말경에 중국은 자국 통화의 간접적인 평가절하를 적극적으로 시작할 것으로 생각된다. 여러 가지 이유들 때문에 1999년 중에 그런 조치들이 나올 것 같지는 않다. 그러나 2000년으로 가면 중국은 수출업자들에 대한 보조금을 증가시키고, 간접적인 방식으로 위안화를 10~15% 정도 절하시킬 것으로 예상된다. 중국정부는 이런 조치들을 매우 교묘하게 추진할 것이기 때문에 면밀한 주의가 요망된다. 이것이 중국에 대한 본인의 대략적인 견해이다.

**질문** 최근에 그린스펀이 美의회에서 증언했다. 그는 그 증언에서 “우리는 경제원론 교과서를 새로이 쓰고 있는 중이지만 아직 그것이 출간되지는 않았다”라는 말을 했다. 다른 말로 하자면 현존하는 경제이론과 교과서들은 현재 미국에서 일어나고 있는 현상을 잘 설명해주지 못하고 있다는 얘기이다. 박사는 미국경제가 향후 2~3년간 강한 활력을 유지할 것 같다고 했다. 물론 다소 조정도 있겠지만 말이다. 그 주된 요인이 무엇이라고 보는가? 이것이 소위 ‘新경제학’인가? 다른 말로 하자면 新기술 때문인가 아니면 그린스펀이나 루빈 등의 현명한 정책 때문인가?

**답변** 내가 보기에는 그것은 복합적인 현상이다. 기술혁신이 우리가 일하는 방식, 우리가 하는 일, 소비자와 생산자간의 관계 등을 변화시키고 있다. 앞으로는 우리가 사는 곳까지 변화시킬 것이다. 그것은 역시 앞서 언급했던 인구구성 변화문제라고 생각된다. 우리는 1990년대 중에는 그것을 기억해야만 한다. 일본은 성장하지 못했다. 이런 것들이 세계경제에 많은 디플레이션 압력을 가하여 가격상승을 억제했다. 유럽도 성장하지 못했다. 1990년들어 지금까지 유럽의 성장률이 2% 이상이 된 적은 1년뿐이었다. 그것은 대단한 일이다. 그래서 그것은 가격에 하락 압력을 가했으며, 세계경제에도 영향을 미쳤다.

유럽과 일본은 성장하지 못한 가운데서도 막대한 경상수지 흑자를 기



록했기 때문에 그 돈은 세계경제로 다시 흘러들어 갔다. 그 때문에 미국이 자국의 모든 자금수요를 충족시키고 저금리를 여전히 유지할 수 있었다. 이는 일본과 유럽이 재활용할 수 있는 막대한 자금을 보유하고 있었기 때문이다.

마지막으로 루빈 재무장관과 그린스펀 의장은 아주 훌륭한 팀을 거느리고 있다고 생각된다. 기본적으로 클린턴 대통령이 길을 벗어나기도 했다. 모니카 르윈스키 스캔들이 있었기에 망정이지 그렇지 않았더라면 클린턴은 경제문제로 시달림을 받았을 것이다. 또 무슨 일이 벌어졌을 지 누가 알겠는가? 그는 이 문제를 마치 코소보 사태처럼 다뤘을 수도 있다. 그래서 내 느낌은 미국경제의 장기호황 지속은 그런 서너가지 것들의 합작품이라는 것이다. 기술, 인구구성 변화, 세계환경, 실제 집행 등이 그것들이다. 그런 것들이 합쳐졌다.

**질문** 본인은 엔화가 장기적으로 평가절하될 것이라는 전망과 인구구성 변화에 관한 평가에 대해 동감하는 바이다. 이런 통계학적이고 계량경제학적 분석은 올바르다. 단 키티 호크(Kitty Hawk)號가 코소보 지역으로 이동할 것이라는 오늘 아침 보도를 빼고 말이다. 베트남戰 예산은 365억 달러, 하루 평균 1억 달러로 늘어났었다. 만약 유고슬라비아 사태가 점점 더 확대되면 일본의 엔화 환율은 200선까지 오를 수 없을 것으로 생각된다. 반대로 미국 달러화가 약세로 가고, 금값이 올라갈 것이다. 여기에 대한 박사의 견해는 어떤가?

**답변** 내 느낌으론 코소보 사태가 또 다른 베트남전으로 이어지지는 않을 것이다. 그러나 누가 알겠는가? 확실히, 요즘 진행되고 것들은 과거에 그것들이 계획되었던 이유와는 다르다. 2주전에 전투가 시작되었을 때, 그것이 현상황으로까지 확대될 줄은 몰랐다. 만약 상황이 그 방향으로 전개된다면 물론 가장 크게 타격을 입을 통화는 유로貨나 그리스의 드라크마貨가 될 것이다. 본인은 향후 몇 주나 몇 개월에 걸쳐 유로貨가 美달러화와 1대 1로 될 수 있다고 예상한다. 금년 초 이후 유로貨의 하락세는 계속되고 있다. 만약 코소보 사태가 큰 전쟁으로 확대되

어 발칸반도에서 중동과 이라크로 전파될 경우 원유가격이 인상될 것이고, 또 금과 같은 다른 상품들의 가격도 오를 것이다. 많은 나쁜 뉴스가 있었다. 바로 지금 금값은 실제로 크게 떨어지지 않고 있다. 10일 전에는 내렸었다. 그 때는 미국이 IMF가 금을 일부 처분해야 한다고 주장했던 때였다. 그러나 금값은 놀랍게도 안정적이었다. 세계경제에서 어떤 일이 벌어지고 있는 지를 감안해서 말이다. 그러나 만약 금과 다른 상품들의 가격이 남유럽의 혼란스런 사태로 인해 반등한다면 가장 큰 희생타는 유로화가 될 것으로 생각된다.

일본은 자국에서 사용하는 모든 종류의 상품들을 수입하고 있기 때문에 일본의 경상수지 흑자는 갈수록 줄어들 것으로 예상된다. 그런 중기 전망은 엔화에 대해서는 악재가 될 것이다. 만약 상황이 베트남전 같은 양상으로 치달게 되면—다시 한번 말씀드리거니와 그런 일은 일어나지 않을 것이다—우리는 많은 예측치들을 수정해야 할 것이다.

**질문** 단기자본의 흐름을 규제하는 문제에 대해 두 부류의 생각이 있다. 물론 전혀 규제를 하지 않는 것이 하나의 옵션이다. 그러나 규제를 주장하는 쪽도 다시 두 갈래로 나뉜다. 하나는 마하티르 정부처럼 자본 유출을 규제하는 것이다. 다른 하나는 칠레처럼 어려운 상황이거나 위기에 자본유입을 규제하는 것이다. 단기자본의 변동성이 문제라는 데는 공감대가 형성되어 있는 것 같다. 비록 이 문제를 어떻게 처리해야 할 지에 대해서는 공감대가 형성되어 있지 않지만 말이다. 박사는 새로운 세계금융체제라는 측면에서 단기자본의 흐름을 규제할 필요가 있다고 보는가?

**답변** 본인은 이것이 어떻게 작동될 수 있을 지 생각해 보려고 애써왔다. 그럴 가능성이 있으면서도 가장 실질적일 것 같은 대안은 자본이동을 통제하는 것이 아니라 은행들의 대출에 대해 통제를 가하는 것이라고 생각된다. 누구든지 오늘 오후 비행기를 타고 룩셈부르크, 스위스, 홍콩, 싱가포르 등 어느 곳을 가든지 당장 계좌를 개설할 수 있다. 은행은 여러분이 예탁한 금액의 10배에 달하는 통화거래한도를 제공할 것이다.

만약 여러분이 100만 달러를 넣었다면 1,000만 달러를 거래할 수 있게 된다. 만약 헷지펀드(Hedge fund)일 경우 거래한도는 2,500만 달러까지 늘어난다. 그래서 우리 모두는 소규모 헷지펀드가 될 수 있다.

이런 문제들에 대처하는 가장 실질적인 방법은 마치 다른 형태의 금융대출에 대해 하는 것처럼 은행에 대해 (대출)기준을 설정하는 것이다. 그렇게 되면 은행들은 이런 종류의 대출을 지나치게 많이 해 줄 수 없게 될 것이다. 이런 조치는 대규모 부채를 동원한 투자에 사용될 수 있는 자금량을 크게 줄이게 될 것이다. 국제결제은행(Bank for International Settlements)도 이런 방향으로 가고 있다고 생각된다. 기본적으로 그런 입장이 G7 국가들로부터 지지를 얻게 될 것이다.

둘째, 만약 다른 사람에게 돈을 빌려준 후 (관련)규정을 바꾼다면 이는 불공평하다—여러분들도 비슷하게 느끼고 있을 것이다—고 생각된다. 그러나 살다보면 그런 일이 종종 일어나게 되고, 그 때마다 여러분들은 기분을 상하게 될 것이다. 그래서 두 가지 방안 중에서 칠레의 방식이 더 낫다고 생각된다. 즉, 얼마만큼의 단기자금이 한국시장으로 들어올 수 있는 지에 대해 제한을 가하는 것이다. 여러분도 아시겠지만 마하티르 총리는 기본적으로 자본통제를 해제했다. 그런 통제가 가해진 이후 말레이시아가 다른 아시아 국가들에 비해 특별히 잘한 게 없다. 예를 들어 태국이 더 잘해 왔다. 실제로 인도네시아의 혼란에도 불구하고 말레이시아는 자본통제 실시 이후 인도네시아보다 금융에서나 경제적으로 더 잘한 것이 없다.

그래서 (마하티르의) 자본유출통제는 그렇게 성공적이지 못했다. 본인은 그런 통제가 주로 국내 정치적 이유 때문에 실시되었다고 생각하고 있다. 따라서 지금 필요한 것은 첫째, 은행들의 대출범위에 통제를 가하고, 둘째 사후적으로가 아니라 사전적으로 한 나라에 들어올 수 있는 자본규모를 제한하는 일이다.



