



Series 02-09

Occasional Paper Series

미국 경제와 달러의 장래

**The U.S. Economy and the Future of the Dollar:
An Outlook for the World Economy**

Marcus Noland

2002. 8. 14.

필자 약력

Marcus Noland

Swarthmore大 卒, Johns Hopkins大 경제학 박사

美 대통령비서실 경제자문위원회 선임연구위원 역임. 現 미국 국제경제연구소(IIIE) 선임연구위원.

Johns Hopkins大, 東京大 교환교수, 다수의 경제저널지 편집자로도 활동 중.

'No More Bashing: Building a New Japan-U.S. Economic Relationship' (2001), 'Avoiding the Apocalypse : The Future of the Two Koreas' (2000), 'Global Economic Effects of the Asian Currency Devaluation' (1998) 등 저서 및 논문 다수.

미국 경제와 달러의 장래*

Marcus Noland

레이건 행정부 시절에 있었던 한 일화가 본인에게 생각난다. 당시 OECD에서 환율에 관한 논의를 하던 중, 미국 대표가 반대편에 앉아 있던 프랑스 대표에게 “프랑스는 프랑스의 환율을 관리하라. 미국은 미국의 환율을 관리하겠다”라는 말을 하였다. 본인이 이러한 일화를 기억하는 이유는, 본인이 몸담고 있는 국제경제연구소(Institute for International Economics: IIE)에서 어떤 사람은 달러가 붕괴 될 것이라고 믿고 있고 또 다른 사람은 엔화가 붕괴될 것이라고 믿고 있기 때문이다. 본인은 양쪽 다 실현되기가 그리 쉽지 않을 것이라고 설명했다.

불확실한 미국

신중한 기업들

미국 문제부터 시작해보기로 하자. 미국이 강한 경제회복세를 보이고 있다는 점에는 의심의 여지가 없다. 미국의 1/4분기 GDP 수치는 아주 높지만, 이것이 지속될 수 있을지 불투명하다. 기업들의 움직임이 신중해져서 투자회복이 약해질지도 모른다. 기업들이 생산하고 있는 제품에 대해서 수요가 일어날 지에 대한 우려도 있다. 따라서 기업 경영진들은 설비확장을 망설이고 있으며, 동시에 고용확대도 주저하고 있다.

현재 미국에서는 소위 “실업률” 회복에 대한 논의가 있다. 이는 해고비율은 감소하고 있지만 신규 고용비율이 증가하지 않고 있다는 의미이다. 현재 미국의 실업률은 변동이 없기 때문에(더 이상 해고와 신규 고용이 발생하지 않고 있다), 금년 1/4분기의 경제실적이 대폭 증가함에 따라 미국의 노동생산성 수치가 크게 높아진 것으로 보인다. 그러나 이것은 단지 숫자적인 착각이다. 경제실적이 대폭 증가하고 고용변동이 없을 경우 물론 노동생산성은 높아진 것으로 나타난다. 문제는 이러한 것이 금년과 내년까지 지속될 수 있느냐 하는 것이다. 기업들은 자본과 노동 시장 양쪽 모두에 대해 신중한 자세를 취하고 있다.

소비수요 둔화

* 이 글은 세계경제연구원이 2002년 6월 14일 개최한 특별강연회의 내용을 번역·정리한 것임.

소비수요 또한 둔화를 보일지도 모른다. 그 동안 미국경제의 소비심리는 강하게 유지되어 왔는데, 9·11 사태이후 지난 2분기동안에 특히 그러했다. 작년 가을 미국은 경제가 크게 확장되는 일회성 효과로 득을 보았다. 이는 대부분 9·11 사태이후의 엄청난 불확실성에서 얻어진 것이다.

이러한 일회성 효과 중 하나는 아주 낮은 금리였다. 미국의 주택대출금리가 지난 수 십년 중 최저치를 유지해 왔다. 그 결과 소비자들의 가계조정이 크게 유리해졌다. 소비자들은 기존의 고금리 주택대출을 새로운 저금리 주택대출로 전환하여 주택대출금 월 불입액이 줄어들었다. 작년에 이 금액은 수천억달러에 달했으며, 이는 다시 소비지출을 크게 증가시켰다. 소비자들은 이 금액을 주택에 지출할 필요가 없어져 다른 항목, 즉 자동차 구입에 지출했다. 이러한 충동현상이 지금은 없어졌다. 주택대출금리가 더 이상은 내려가지 않을 것 같다. 실제 미국의 주택대출금리는 지금까지 낮게 유지되고 있지만, 조금씩 상승하는 추세이다.

두 번째의 일회성 효과는 가계수요 측면에서의 감세였다. 여러분도 아시다시피 부시 대통령은 감세를 기반으로 당선되었다. 가계는 금년 4월까지 납부해야 할 세금을 일부 감면 받았을 뿐만 아니라, 작년 가을에는 세금을 환급 받기까지 했다. 앞으로 세율이 더 하락한다 하더라도 2004년까지는 감세조치가 없을 것이다. 이러한 것이 또 다른 일회성 효과를 만들어 냈다.

세 번째 일회성 효과(이는 소비자나 기업 양쪽 모두에 대한 효과로 설명될 수 있을 것이다)는 유가이다. 유가가 비교적 낮게 유지되어 일회성 효과를 더욱 자극한 것이다. 따라서 미국경제가 강세를 보이고 있는 것은 여러 가지 일회성 요소들(거의 대부분이 9·11 테러사태 이후의 불확실성으로 인한 것들이다) 때문이며, 이들 중 대부분은 지금까지 영향을 미치고 있다.

주식시장의 불확실성

향후를 전망해보면, 불확실성의 주요 원천은 미국 주식시장이다. 미국에는 이러한 불확실성을 사로잡는 구호가 있다. ‘*어*는 무엇인가? ‘돈벌이’가 되는 것은 무엇인가? 미국 주요기업의 재무상태를 나타내는 회계장부들은 믿을 수 있는 것인가? 이 모든 질문에 대한 대표적인 본보기가 회계조작으로 문제가 되고 있는 엔론(Enron)과, 회계법인인 아더 앤더슨(Arthur Anderson)의 행위이다. 그러나 엔론만 그런 것이 아니다. 이와 유사한 문제들이 월드콤(WorldCom), 제록스(Xerox) 및 여타기업에 대해서도 제기되고 있다. 미국의 대형 증권사인 메릴 린치(Merrill Lynch)도 증권분석가들이 문제가 있다고 여겨지는 상품을 고객들에게 권했는지에 대한 조사를 받고 있다. 따라서 경제회복이 불확실하기 때문에 앞으로의 수익에 대해서도 불확실하다.

사람들은 실제 공시된 재무제표에 대해 아주 조심하고 있는 상황이다. 또 투자관련 기업으로부터 자문을 받는 것도 주의하고 있다. 즉, 경제전망과 실제 기업 산출이익에 대한 불확실성이 존재하는 것이다.

따라서 이는 미국 주식시장의 리스크 프리미엄(risk premium)의 증가로 개념화할 수 있다. 두 가지 중 한 가지는 반드시 발생하는데 즉 가격이 하락하거나, 시가를 정당화하기 위한 미실현이익의 흐름이 증가할 것이다. 지금은 미실현이익에 대한 불확실성으로 인해 주식시장이 침체되고 있는 것으로 나타나고 있다.

무역적자와 달러가치 하락

미국경제의 불확실성과 의구심에 대한 최종원인은 무역적자이다. 무역적자가 대략 연간 4,000억달러에 달하면서 달러가치의 하락이 시작되었다. 미국의 걱정은 달러의 조정이 원활하게 이루어질 것인가, 아니면 달러가 무너질 것인가 하는 것이다.

그러나 본인이 강연을 시작하면서 지적하고자 했던 바와 같이, 환율은 제로섬 게임(zero sum game)이다. 특정 통화의 가치가 상승하면 상대통화의 가치는 분명히 하락한다. 따라서 미국 달러의 장래가 걱정스럽다면 미국경제만 보는 것은 충분하지 않으며, 반드시 세계 여타지역도 보아야 한다.

유럽경제의 성장둔화

가장 큰 선택을 한 곳은 유럽이다. 유럽은 유로화를 성공적으로 출범시켜 훌륭한 업적을 이루었다. 여기에는 새로운 통화가 아무 문제없이 원활하게 실제 유통되도록 하기 위한 실체적 역량 뿐만 아니라(이 부분은 이미 해결된 상태), 시장이 이를 수용할 의지에 대한 것 등 많은 문제점들이 있었다. 하지만 유로화의 출범은 아주 성공적이다.

제한적인 재정정책

그럼에도 불구하고, 유럽이 마지못해 미국을 따를 것처럼 보이지는 않은 것 같다. 마스트리히트(Masstricht) 협약의 조항으로 인해 유럽의 재정정책은 그리 큰 여유가 없다.

유럽중앙은행(ECB)의 유로화 신뢰성 구축시도

신뢰성 조사를 위해 새로 창설된 기구인 유럽중앙은행(European Central Bank: ECB)으로 인해 통화정책이 신중해졌다. 통화정책이 과도하다고 유럽중앙은행을 비난하는 사람은 아무도 없을 것이다.

구조조정의 지연

더구나 유럽경제는 커다란 구조조정 문제에 직면하고 있다. 예를 들어 노동시장 관행의 경우와 같이, 유럽 국가들은 이러한 문제들을 해결한 뚜렷한 실적이 없다. 그러나 이와 같은 것이 확실적인 것은 아니며 일부 국가들은 다른 국가들보다 훨씬 더 훌륭한 실적을 이루어왔다.

어찌 되었든, 일부 유럽 강대국들의 구조조정 실적이 한결같지는 않다. 따라서 유럽은 미국처럼 복합적인 상황이 전개되고 있다. 어떤 부분은 상당히 좋은 실적을 나타내고 있으며 여타 다른 부분은 그렇게 실적이 좋지 못하다. 지금 이 순간에 말할 수 있는 것은 유럽이 미국을 따르려고 하지는 않고 있다는 것이다.

낙관하기 어려운 일본

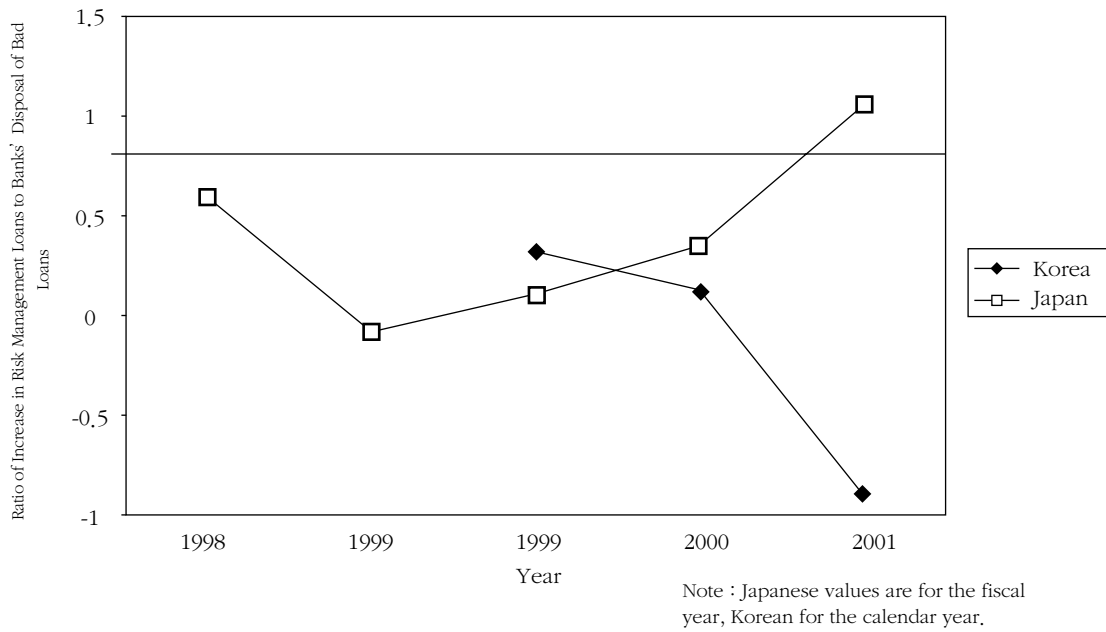
그렇다면 일본은 어떠한가? 일본의 경우 최근에 GDP가 약간 증가했음에도 불구하고 낙관하기 어렵다. 이러한 증가세는 공공지출과 수출이 주도해왔으며, 이 부문만으로는 일본의 경제성장이 오랫동안 지속될 수 있을 것 같지 않다.

금융부문의 문제점

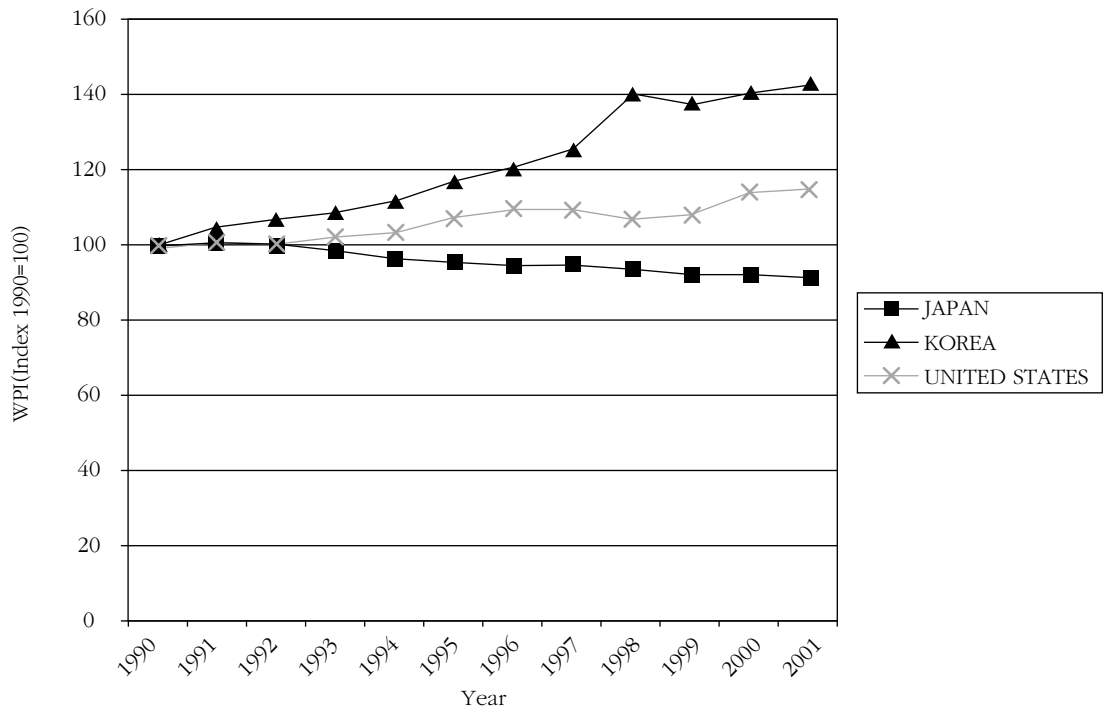
일본은 중대한 경제문제와 정치적 기능장애에 직면하고 있다. 은행들이 보유하고 있는 부실채권의 규모는 대략 1조달러이다. 지난 10년 동안 일본의 은행들은 막대한 규모의 부실채권에 대해 충당금을 설정해왔다. 이와 같이 10년간에 걸친 일본 금융부문의 부실채권에 대한 충당금 규모는 한국 경제의 연간 생산액보다 많고 캐나다의 연간 생산액보다도 많으며, 심지어 독일과 벨기에의 연간 생산액을 합한 것보다 많다. 본인은 이런 말을 하는 이유는 단지 부실채권 문제가 어떤 의미인지를 전달하기 위함이다. 본인은 한국에 오기 전에 일본에 들러 한국이 일본에 주는 교훈(Korea's Lessons for Japan)이라는 제목으로 일본 의회 그룹과 경제통상산업부의 연구소에서 두 차례 강연을 했다. 한국과 일본을 비교하고 지난 몇 년 동안 당면과제에 대응해온 방식이 전반적으로 일본보다 한국이 훨씬 더 나았다는 점에 대한 공개토론을 위해, 일본 경제통상산업부가 기꺼이 본인을 연사로 초청한 것은 매우 긍정적인 징후라고 생각된다.

〈그림 1〉은 한국과 일본의 부실채권 부담율을 비교한 것이다. 이 그림을 보면 작년 일본의 부실채권 부담율이 1을 넘어선 것으로 나타난다. 이는 일본의 경우, 부실채권이 해결되는 속도보다 발생하는 속도가 더 빠르다는 것을 말한다. 문제가 더 커지고 있으며 이러한 상태가 유지되어서는 안된다. 이와 대조적으로, 보시다시피 한국의 수치는 하락하고 있다. 한국의 은행들은 정부와 보조를 맞추어 전환사채 발행 및 충당금 설정을 통해 부실채권 해소에 매우 적극적인 자세를 취해왔다. 이러한 문제해결에 있어서 일본과 한국은 아주 정반대이다

〈그림 1〉 The Growth of Bad Loans Burden in Japan & Korea, 1998-2000



〈그림 2〉 Wholesale Price Index for Japan, Korea & U.S., 1990-2001



디플레이션

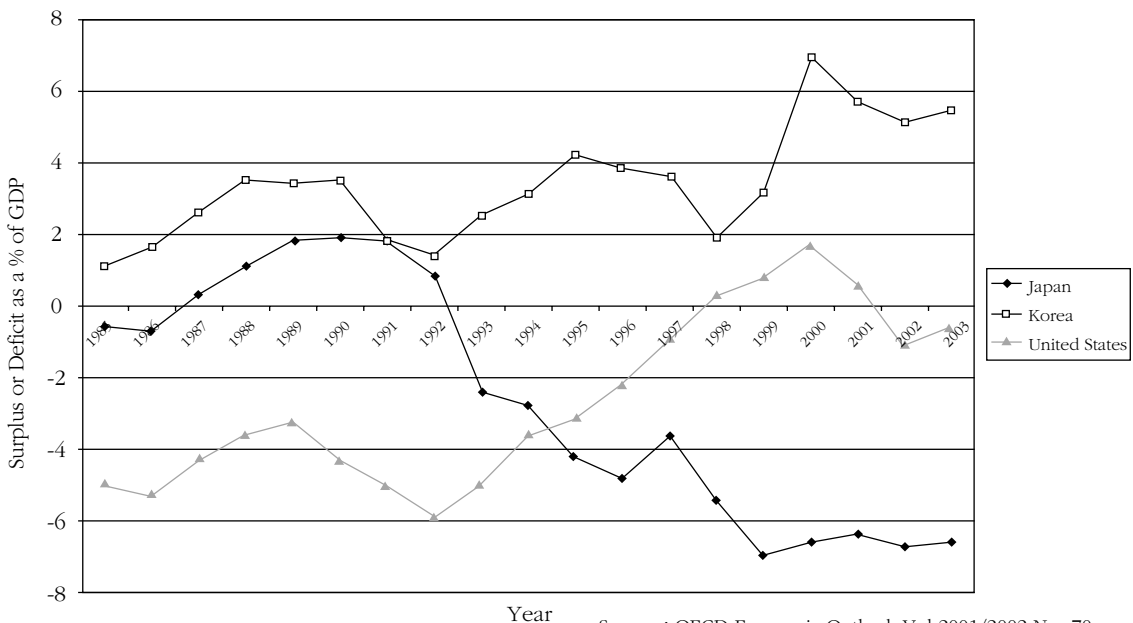
일본이 두 번째로 직면해 있는 과제는 디플레이션이다. 〈그림 2〉에서 보면 미국은 한국과 일본, 두 나

라 사이에 있다. 여기에서 나타난 것은 일본이 약 10년간 겪어온 디플레이션 과정이다. 일본 물가통계 수집방식의 여러 가지 특수성으로 인해 실제로는 데이터가 보여주는 것보다 상황이 훨씬 더 나쁘다. 일본은 실제로 물가하락률을 축소하여 발표하는 경향이 있다. 한국의 경우는 보시는 바와 같이 적정수준의 인플레이션을 유지해왔다. 한국의 인플레이션 목표제도가 완벽하게 성공적이었던 것은 아니다. 한국은 경제 규모가 작고 개방적이어서, 통화조절이 미국이나 일본의 경우보다 더 어렵다. 한국의 경우 1990년대 중반의 미국경제(Goldilocks Economy)처럼 큰 변동이 없다. 왜냐하면 조금만 조절하면 너무 뜨겁거나 차가워지기 때문이다. 미국의 경우는 매년 약 3%씩 증가함으로써 아주 훌륭한 모양을 나타내고 있다. 따라서 미국이 이루어온 실적은 상당히 좋다.

재정압박

일본에게 가장 큰 문제가 될 수도 있는 마지막 세 번째는 재정수입 감소와 잘못된 공공투자, 불확정 채무로 인한 재정압박이다. 결국에는 정부가 지불해야 할 많은 종류의 비용들도 있는데 이는 지금 현재 장부상으로 나타나지 않는다. 그리고 무엇보다도 노령인구 문제도 좋지 않다. <그림 3>을 보면 한국은 재정흑자를 계속 유지한 형태로 나타난다. 미국은 좋지않은 상황에서 출발했지만, 1980년대 말과 1990년대 초에 재정통합에 착수하여 재정을 적자에서 흑자로 크게 반전시켰다. 그러나 최근에 있었던 미국의 감세법안은 재정흑자 문제를 무시한 것으로 보인다.

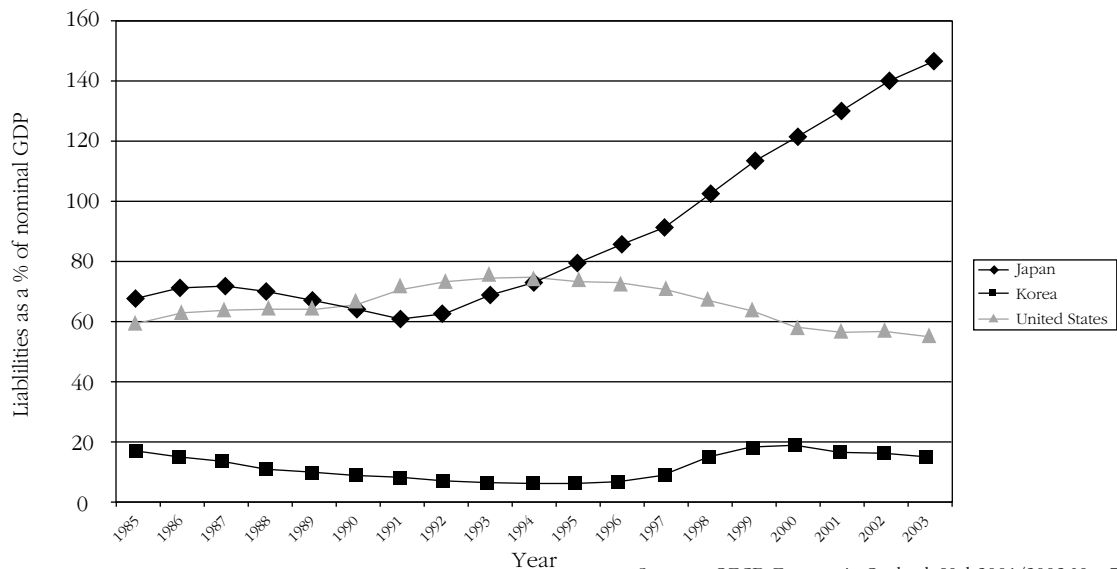
<그림 3> General Government Financial Balance in Japan, Korea & U.S., 1985-2000



일본의 경우, <그림 3>에서 향후 재정적자 전망이 GDP의 6~7%로 나타난 것으로 볼 때 실적이 아주 빈

약하다. 이와 같은 재정적자를 계산해 보면 <그림 4>에서 나타난 것처럼 상황이 아주 나쁘다. 일본의 채무국선은 GDP의 약 150%에 이른다. 이는 장부상의 채무일 뿐이다. 만일 부외채무(소위 제3부문 프로젝트라고 하는, 재정외무를 다할 수 없는 지역 및 지방 정부 대한 긴급융자와 연금기금을 포함한 미확정 채무)를 더한다면, 일본의 실제 GDP대 부채비율은 GDP의 200%를 충분히 넘을 수도 있으며 어찌면 250%

<그림 4> General Government Gross Financial Liabilities in Japan, Korea & U.S., 1985-2000



Source : OECD Economic Outlook Vol 2001/2002 No. 70
2001-2003 values are projected.

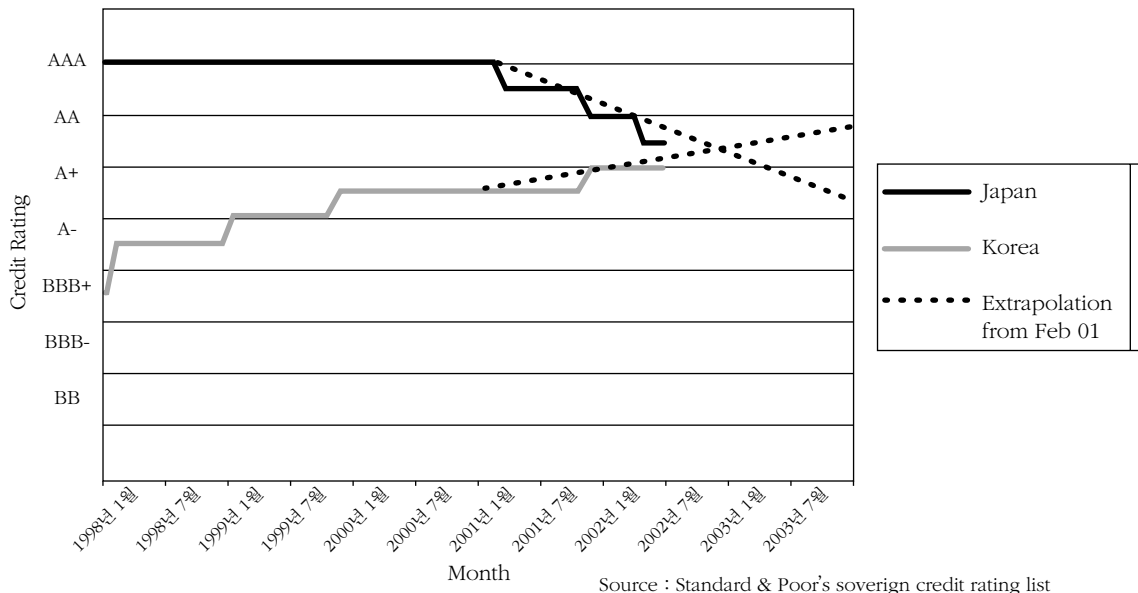
까지 될 수도 있다. 이러한 문제는 실제 막대한 부담을 준다.

구조조정의 필요성

끝으로, 일본은 구조조정을 할 필요가 있다. 현재 일본 정부의 부채비율이 체코나 보스니아와 같은 수준이라고 하는 지적들이 많은데, 이는 잘못된 것이라고 생각된다. 체코는 10년 전에 비해 극히 일부분만이 중앙계획경제 체제로부터 전환된 나라이다. 보스니아도 체코와 마찬가지로이다. 보스니아는 엄청난게 풍부한 천연자원으로 인해 안정적으로 훌륭하게 관리되고 있다. 보다 민주적인 정치체제를 갖추었다는 점을 제외하면, 아프리카 사하라 지역에 속하는 사우디 아라비아와 같은 나라가 이 나라와 비슷하다고 생각하면 된다. 따라서 이러한 나라를 일본과 비교하는 것이 옳은 것인가에는 문제의 여지가 있으며, 더 좋은 비교는 한국과 일본이라고 생각된다.

만약 <그림 5>에 나타난 것처럼 지난 10년간의 투자비율에 대한 변화를 단순히 외삽법(extrapolation)으로 추정해보면, 대략 금년 말경에 한국과 일본은 같은 수준이 될 것이며, 그 이후에는 한국의 투자비율이 일본보다 높아질 것이다. 이는 경제전망치가 아니며, 예상치도 아니다. 단순히 저절로 나온 수치이다. 신용평가기관의 평가에 큰 부담을 주고 함은 아니지만 일본이 안고 있는 문제들을 가지고 일본을 평가하

〈그림 5〉 Credit Rating Convergence, Japan & Korea, 1998-2003



고자 한다면, 〈그림 5〉를 통해 모든 것을 요약한 한국과의 비교가 약간의 동기부여가 될 것으로 여겨진다.

무역정책이 상황을 개선할 수 있는가?

미국은 경제적 불확실성을 야기하는 복잡한 요인들에 직면해 있는데, 막대한 무역적자, 주식시장 침체, 달러가치 하락이 그것이다. 그러나 미국을 대신할 수 있는 두 지역인 유럽과 일본을 살펴보면, 그 지역들 또한 자체적인 문제들을 안고 있다. 따라서 달러가 앞으로 어떻게 될지 정확하게 예측한다는 것은 조금 어려운 일이다.

지난 1980년대 중반에 미국은 막대한 무역적자(GDP의 약 4%로 증가했다)와 달러화의 가치하락으로 인해 지금과 유사한 상황에 처했었다. 1987년도가 특히 중요한 해였는데 결국 외국의 중앙은행들이 미국 경상수지 적자 대부분에 대한 자금을 조달함으로써 종결되었다. 그 당시 미국에서는 거시경제적으로 문제를 실제 해결할 뿐만 아니라, 최소한 미국 및 여타 지역 내의 거시경제 조정에서 파생되는 일부 정치적 긴장에 대한 안전장치를 만들기 위해 무역정책을 사용할 수 있다는 견해도 있었다.

미국내의 바람직하지 못한 징후들

무역정책이 현재에도 유사한 역할을 할 수 있겠는가? 하지만 바람직하지 못한 징후들이 있다. 미국은 최근 수개월동안 리더십이 결여된 여러 가지 조치를 취해왔다. 철강에 대한 보호관세가 그러했다. 또 농업법안도 있는데, 이는 미국이 무역자유화 특히 농업부문의 자유화 측면에서 몇몇 여타 국가들과 관계된

높은 도덕적 기반을 무너뜨렸다. 지금 미국 의회는 소위 “신속처리권한(fast track authority)”이라고 하는 무역촉진권한(trade promotion authority)을 대통령에게 부여할 것이냐의 여부를 심의중이다.

일본 - 싱가포르의 경험

만약 무역정책이 여의치 않다면, 일본이나 여타 지역적 이니셔티브(initiative)는 어떠한가? 본인은 프레드 버그스텐(C. Fred Bergsten) 및 타카토시 이토(Takatoshi Ito)와 공동으로 “No More Bashing”이라고 하는 제하의 보고서를 발간하였다. 우리가 이 보고서의 특정부분을 집필할 당시, 이토 교수는 일본-싱가포르간 신시대 협력협정(Japan-Singapore New Age Partnership Agreement)에 대해 아주 열정적이었다. 그는 이 협정이 일본의 개혁을 자극하기 위한 대외압력을 일본이 자발적으로 자체유도하기 위한 방법이라고 하였다. 그리고 싱가포르와의 자유무역협정(이 협정에는 자유무역 외에도 한두 가지 의제가 더 포함되어 있다)을 체결함으로써, 일본은 전문직종 자격심사 등에 대한 자국의 방식을 바꾸도록 압력을 받게 될 것이라고 한다. 일개 도시국가와의 자유무역협정이 1억 5천만의 인구를 가진 한 나라의 내부개혁을 불리일으킬 것인지에 대해서 본인은 아주 회의적이다. 이토 교수는 이 점에 대해 매우 고집스러웠지만, 불행히도 실제 역사가 본인의 견해를 입증해온 것으로 생각된다. 일본-싱가포르간의 협정이 자유화를 크게 이끌어 낼 것으로는 보이지 않는다.

중국의 WTO 참여에 따른 긍정적 측면

이러한 모든 것들 중에서 긍정적인 면은 중국이 WTO에 참여하고 있다는 것이다. 이 점은 여러분들에게 강조할 필요가 없는 것으로 생각된다. 아시다시피 아시아지역의 일부 국가들은 중국과 분쟁을 겪고 있다. 특히 한국과 일본은 경쟁력이 약한 일부 농산물 부문에서 중국 농산물에 대한 보호관세를 부과했는데, 이에 대해 중국은 공산품 부문에서 전혀 형평에 맞지 않는 보복관세로 대응해 왔다.

따라서 중국이 WTO에 참여하고 있다는 것은 세계 전체를 위해 좋은 일임에 틀림없다. 특히 한국에게는 틀림없이 좋은 일일 것이다. 이러한 상황은 비교적 자유롭고 올바른 생각을 가진 한국정부 인사들의 입지를 강화시켜, 보호관세를 부과하고자 하는 마늘업계와 같이 편협한 이해관계에 대항하는데 도움이 될 것이다. 하지만 이와 동시에 한국이나 일본이 일부 농산물에 보호관세를 부과할 경우 중국은 이 문제를 WTO로 가져가 제소절차를 밟을 수 있다. 그래서 한국이나 일본이 WTO 규정에 저촉되고 이들 두 나라가 방어적인 보호장벽 제거를 거부할 경우, WTO는 보복을 승인할 수 있다. 보복의 형태는 여러 가지가 될 수 있는데, 역사적으로 보면 방어적인 국가에 대한 대항장벽을 부과하는 방식이었다.

한국-중국간의 마늘분쟁이나, 일본-중국간의 부추, 골풀, 표고버섯 등의 분쟁과 같은 경우에도, WTO가 중국에게 보복조치를 승인할 경우 이 보복조치는 형평에 맞게 이루어질 것이다. 즉, 마늘에 대한 것보다 훨씬 더 큰 금액의 관세로 공산품에 대해 보복하는 조치는 더 이상 없을 것이다. 따라서 이와 같이 중국이 WTO에 참여하게 됨에 따른 긍정적인 측면이 있다.

지역협정이 해결책인가?

지역협정은 이루어지나?

자유무역협정에 대한 논의는 특히 동북아시아 지역에서 많은데(아마 한·일 협정이나 한·일·중 협정이 될지도 모르겠다), 개인적으로 본인에게는 그것이 어떤 종류의 지역협정일지라도 회의적이다. 미국, 한국, 일본, 그리고 여타 국가에게 최상의 국익을 제공하는 것은 결국 WTO를 통한 다자적 자유화이다. 더구나 WTO와의 약속으로 인해 한국, 일본 등 동북아시아 지역 국가들이 특혜적인 지역협정을 이행할 수 있는지에 대해서도 회의적이다. WTO체제 하에서 특혜적인 협정을 체결하기 위해서는 근본적으로 모든 상품들을 다루어야 한다. 그리고 한국과 일본뿐 아니라 중국까지도, 농산물 부문에서의 분쟁 때문에 이들 국가가 농업 부문을 포함하여 WTO와 일치되는 협정을 이루어내기는 쉽지 않을 것으로 생각된다. 본인의 한국인 친구들에게 이 문제에 대해 질문하면, 그들은 농업 부문이 한국보다 비효율적인 나라는 세계에서 일본뿐이기 때문에 한국은 이 부문을 포함한 자유무역협정을 일본과 체결할 수 있다고 한다. 물론 이러한 대답은 일본이 이 문제를 어떻게 보느냐에 대해서는 회피하고 있다.

지역협정은 유익한가?

기존의 모델링 연구결과는 이와 같은 동북아시아의 지역협정이 실제 아세안(ASEAN) 국가들과 미국에게 무역역조로 인한 불이익을 줄 수 있을 것으로 나타난다. 따라서 아세안 국가들과 미국은 국익차원에서 비정상적인 방식으로 자국에 손해를 주게 될 이와 같은 모든 협정에 대항할 것으로 예상된다.

지역 금융협정은 도움이 되겠는가?

마지막 항목은 금융협정인데, 한국의 경우 보다 긍정적인 가능성이 실제 있는 것으로 생각된다. 1997~1998년 금융위기 이후 변화해온 흥미로운 사실들 중 하나는 여기에 기꺼이 참여하겠다는 태도를 보이고 있는 중국의 의지이다(초기에 중국은 일본이 제안한 아시아통화기금에 반대했다). 그 이후 치앙마이 이니셔티브(Chiang Mai Initiative)가 나왔다. 따라서 통상부문과는 달리, 지역금융통합 노력은 사실 지역 안정과 번영에 긍정적인 기여를 할 수도 있다.

향후 과제

과거에서 미래로의 복귀인가?

본인은 몇 가지 부분에서 현재의 상황이 지난 세기의 처음 10년간에 있었던 상황을 생각하게 한다는 말을 하면서 결론을 내리고자 한다.

본인이 대학 학부에서 국제무역학을 강의할 당시, 학생들은 세계 역사가 일직선상으로 상향 진보하는 형태로 구성되어 있으며 모든 것이 항상 더 나아진다는 절대적 관념을 가지고 있었다. 그래서 본인은 항상 그들에게 그렇지 않을 경우도 있으며 가끔은 상황이 실제 더 나빠지기도 한다는 것을 확신시켜 주어야만 했다. 19세기 말을 되돌아 보면, 국제무역 통합수치와 지구상의 세계적 자본시장 통합은 높은 수준이었다. 뿐만 아니라 노동시장의 통합수준도 아주 높았다. 그때는 세계화의 황금시대였다.

리더십의 잠식과 자유주의에 대한 약속

20세기 초에 각 상황들이 이탈되기 시작했다. 각국들은 금본위제도 하에서의 의무를 회피하기 시작했으며, 제도는 다 낡아 버려 제1차 세계대전 중에는 이러한 것이 절정에 달했고, 뒤이어 대공황 동안에 대규모 경제분열이 있었으며 결국에는 제2차 세계대전이 일어났다. 이러한 상황은 1990년대 중반까지 세계를 백년 전인 19세기 말의 세계무역 통합수준으로 되돌려 놓았다. 이민문제에 대해 걱정하는 오늘날까지도 국가간 이주는 19세기 말 수준이다.

지구상의 세계 경제통합 수치가 백년 전에 비해 높아지기 시작하고 있다. 그리고 동요되고 있는 리더십 특히 미국의 경우를 살펴보면, 자유주의에 대한 정치적·사상적 약속이 훼손되었던 20세기 초와 비슷한 시대에 우리가 살고 있는 것이 아닌가 하는 의심이 든다.

중국과 이슬람 세계의 국제체제 통합

끝으로, 어떤 측면에서 보면 우리는 19세기 말에 직면했던 것과 유사한 또 다른 과제들을 안고 있다. 19세기 말에 세계가 직면했던 커다란 정치적 문제는 유럽에서 급부상하는 독일을 어떻게 체제로 통합시키느냐 하는 것이었는데, 그 당시 비스마르크(Bismark)의 영도 하에서 통일을 이룬 상태였던 독일은 독단적이었다. 이 통합은 결국 실패했다. 아시아의 경우에는 일본을 어떻게 통합시키느냐 하는 것이 과제였다. 이 경우 역시 어떻게 실패했는지는 여러분들에게 이야기할 필요도 없는 것이다.

오늘날 세계가 안고 있는 커다란 정치적 과제는 급부상하고 있는 중국을 통합시키는 것이다. 그런 연후에 극단주의자들의 움직임과 테러를 전 세계에 확산시켜온 이슬람세계의 불만, 소외감 등을 정리하는 쪽으로 가야 한다.

 질 의 · 응 답

[질 문] 달러/엔 환율에 대해 질문하고자 한다. 본인은 한국에 있는 미국 은행에서 근무하고 있는데, 일본 정부가 환율을 하락시켜 단순히 엔화약세를 통한 수출증가로 자국 경제에 도움이 되도록 하려는지에 대한 한국 기업들의 문의가 많았다.

그리고 엔/원화 환율에 대한 문의도 있었는데, 엔/원화 환율이 한국의 수출에 미칠 영향에 대한 우려가 실제로 나타났던 약 6개월 전에 특히 그러했다.

게다가 당시 1,330~1,340원에서 안정세를 보였던 달러/원화 환율이 1,400원 수준으로 대폭 상승될 것인지에 대한 추측들도 많았다. 그러나 6개월후인 지금 원화는 달러 당 1,225원이다. 이러한 현상에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

[답 변] 엔화의 약세는 일본의 경제회복에 있어서 불가피한 것이며 꼭 필요한 요소이다. 문제는 일본이 당면한 구조적 문제점들을 제기하고, 국내수요 증가에 기여할 수 있는 조치를 취하기 시작하고 있는 상황 하에 엔화의 약세가 이루어지느냐 하는 것이다. 이러한 것은 근본적으로 일본의 경제를 회복시킬 것이며, 그 가운데 엔화약세와 대외수지 흑자는 포괄적 전략의 요소들이다.

이 시나리오는 미국 정부가 아주 만족해 하는 것이다. 이와 같은 환경 하에서 엔화약세가 용인되어야 할 것이라는 신호를 미국 정부는 여러 차례 분명하게 보냈다. 그래서 엔화가 달러 당 135 엔으로 상승했을 당시 미국 정부는 아무런 비판도 하지 않았으며, 미국 당국이 이를 해결하기 위해 환율시장에 개입하려는 움직임도 전혀 없었다.

엔화의 약세가 구조조정 등 다른 것들을 수반하는 일본 경제회복의 요소라면 문제가 되지 않지만, 그 본질이 단지 경제회복만을 이루기 위한 메커니즘이라면 문제가 된다. 예를 들자면 이러한 이유로 인해, 본인은 현재 일본경제의 일시적 회복세가 지속될 것으로 생각하지 않는 것이다. 이는 수출과 공공지출만을 증가시킬 뿐이다. 결국, 이 두 가지 중 어느 것도 경제를 지속적으로 주도하는 엔진이 되지 못하는 것이다.

만약 일본이 완전히 수출주도의 경제성장을 이루도록 조정된다면, 이는 미국내의 정치적 긴장을 야기할 수도 있다. 본인이 동료들과 함께 작업한 일부 모델에서 몇 가지 흥미로운 점이 나타난다. 아시아 금융위기가 미국경제에 미친 충격은 비교적 작은 것이었으며 미국 무역부문 전체에 걸쳐 동일하게 나타났다. 말하자면 항공이나 화학과 같은 일부 수출업계는 아시아 국가들의 어려움으로 인해 주문이 감소했지만, 수입경쟁 부문에서는 아시아 국가들부터의 수입증가로 인한 생산감소가 나타났다. 하지만 이러한 현상은 모두 비교적인 작은 규모였으며, 많은 부문에 걸쳐 동일한 형태로 나타났다.

이와 대조적으로, 일본 경제회복 시나리오를 다양하게 작업한 모델링에서는 일본이 환율주도로만 경제회복을 이룰 경우 미국의 비(非)전기기계류, 전자, 자동차 및 부품 등 3개 부문에 대한

부담이 현저하게 감소하는 것으로 나타났다. 이 부문은 역사적으로 미국과 일본이 무역분쟁을 일으켜온 부문들이어서 일본은 워싱턴에 로비창구를 잘 조직해 두고 있다. 이러한 시나리오로 볼 때 미국과의 긴장관계가 현실로 나타날 수도 있으며, 이는 엔화약세의 한 과정이다.

보다 긍정적인 입장에서, 현재의 상태가 앞으로도 계속된다고 예상할 경우 근본적인 문제는 실물경제에서 나타난다. 쉽게 수익을 낼 기회가 있는 곳이 어딘지 살펴보아야 한다. 이 시점에서 주요 세 지역 중 상황을 억지로 만들어 낼 수 있는 곳은 한 군데도 없다. 자금이 이들 지역으로 유입되며, 이로 인해 환율조정이 이루어질 것이라는 점에 대해서는 논란이 없을 것이다.

이러한 문제를 살펴볼 수 있는 다른 방식은 자본시장의 자본계정 측면에서 보는 것이다. 미국의 경우를 살펴보면, 현재 무역적자가 약 4,000억달러이다. 이는 미국의 순자본유입이 매일 약 20억달러가 되어야 한다는 의미이다. 뿐만 아니라 다른 지역으로 투자되는 미국의 자본유출 계정까지 고려한다면 미국의 총 자본유입이 매일 30~40억달러 선은 되어야 한다.

미국의 자본유출액 중 미국 투자자들에 의한 자본유출이 증가하거나 외국인 투자자들의 미국에 대한 투자심리가 부족할 경우, 필요자본의 흐름이 이루어지도록 환율(달러)이 반드시 조정될 것이라는 점은 분명하다.

국제경제연구소(IIE)의 본인 동료 중 한 사람인 캐서린 만(Catherine Mann)은 최근 한 가지 연구를 하고 있는데, 그것은 과거 유사한 상황이었던 1980년 말에 대해 본인과 캐서린 만이 독자적으로 연구하고자 했던 것이다. 캐서린 만은 전 세계의 국제투자자들이 보유한 포트폴리오(portfolio)의 표시통화(currency denomination)가 무엇인지를 밝혀내고자 했다. 이는 아주 어려운 작업이다. 왜냐하면, 예를 들어 일본 기관투자자들이 미국 국채를 구입하였을 경우에는 이를 알 수 있겠지만, 이 채권들을 스왑(swap)방식으로 매각했을 경우에는 이 채권을 그대로 보유하고 있는지 여부를 알 수가 없기 때문이다.

그러나 캐서린 만의 분석자료에 의하면 외국인 투자자들이 원하는 만큼 달러표시 자산을 수용해 온 것으로 추측되었다. 외국인 투자자들이 계속해서 더 많은 달러표시 자산을 수용하도록 하기 위해서는 그들이 고수익을 얻도록 하거나(이것은 미국 주식시장 상황으로 인해 문제가 있다), 외국통화 측면에서 수익증가에 대한 기대심리가 나타나도록 달러화의 대폭적인 평가절하가 있어야 할 것이다.

그래서 중국에는 자본시장을 세계 여타지역의 수용한계에 이르기 시작하는 상황으로 만드는 것이다. 반면에, 세계 여타지역에는 좋은 투자기회가 그리 많아 보이지 않는다. 따라서 다소 의미 없는 이야기 같지만, 실제 다른 변동요인이 생길 때까지는 동일한 기본범위 내에서 달러가 거래될 것이라는 것이 본인의 생각이다. 이는 예를 들어 유럽의 전망을 밝게 할 수도 있으며, 그 시점에서 실제로 상황이 변하여 자금이 유럽으로 흘러가기 시작할 수도 있을 것이다.

[질문] 귀하는 강연 중에 엔론과 메릴린치, 앤더슨을 언급하였다. 미국이 한국 기업들의 회계관행에 대해 투명성을 요구한다는 것은 매우 흥미로운 점이다. 그런데 미국경제에서 이와 같이 불투명한 회계관행이 드러나고 있다. 귀하는 이를 미국 회계관행의 개선조짐이라고 생각하는가? 그리

고 미국 기업들이 전체적으로 투명하지 못할 경우, 미국 투자자들이 한국 기업들에게 투명성을 요구하는 것에 대한 귀하의 견해는 어떠한가?

[답 변] 투명성은 커질수록 좋다. 투명성 확대를 요구하는 당사자가 본인처럼 외부인이든, IMF나 세계은행과 같은 국제기구이든, 아니면 미국과 같은 외국 정부이든 간에 그들은 옳은 일을 하는 것이다.

지난 5년 동안 한국의 투명성이 현저하게 증가한 것으로 나타났다. 한국의 회계기준이 개선되었으며, 한국 정부도 그 동안 기업의 장부조작을 묵인해준 회계법인을 추적하는 의지를 보여왔다. 그 결과 근본적인 진전이 있었다. 하지만 한국이 가야 할 길은 아직도 멀다.

이는 최근에 본인이 많은 연구를 해온 부분인데, 투명성과 기업지배구조를 포함한 데이터들을 폭 넓게 살펴보면 한국의 경우는 최상도 최악도 아닌 중간쯤 된다. 그 동안 개선이 이루어져 왔지만 아직도 개선되어야 할 부분이 일부 있다.

북미, 유럽, 아시아 및 라틴아메리카 지역 경제의 투명성에 관한 프라이스워터하우스쿠퍼스(PriceWaterhouseCoopers)의 연구에 의하면, 북미지역에서 가장 투명한 경제는 미국이며, 유럽에서는 영국, 라틴아메리카는 칠레, 아시아의 경우는 싱가포르로 나타났다. 만약 한국의 투명성이 현재 수준에서 이들 4개국의 평균수준으로 증가할 경우(이 부분이 높은 장애물인 것은 분명하다), 실제 매입상품에 대한 투자자들의 신뢰감이 높아져 한국에 대한 외국인 직접투자는 3배로 증가될 수 있을 것이다.

미국내 기관투자자들에게 투자자문을 계속 해온 본인의 개인적 경험에서 볼 때, 기관투자자들은 투자결정시 국가위험도, 근본적인 국가 경제위험도, 통화 리스크, 그리고 소위 투명성 리스크라고 하는 것들을 분석한다. 이는 본질적으로 이러한 수치들이 맞는지를 기관투자자들이 믿지 못한다는 사실과 관련된 리스크 프리미엄(risk premium)이다. 다시 말하면, 한국은 최악의 경우도 아니고 최상의 경우도 아닌 중간쯤이다. 만일 한국의 투명성이 중간부분에서 상위부분으로 상승한다면, 한국내 외국인투자는 증가할 것이며 이는 한국인들에게 좋은 일일 것이다. 투자교섭 또한 그리 힘들지 않게 이루어질 것이다.

본인은 한국과 미국, 그리고 여타지역의 투명성 제고가 바람직한 일이라는 쪽이다. 이는 시장시스템이 어떻게 작용하느냐의 문제이다. 엔론(Enron), 다이너지(Dynergy), 메릴린치(Merrill Lynch), 앤더슨(Anderson) 등을 비롯한 미국의 스캔들은 현재 두 가지 종류의 반작용을 끌어내고 있다. 하나는 기업 부문이다. 이러한 스캔들에 대한 우려와 리스크 프리미엄으로 인해, 지금 각 기업들은 다른 기업들과 달리 자신이 투명하다는 것을 앞 다투어 보여주고자 하고 있다. 이러한 상황은 1990년대 말에 아시아가 겪었던 전염현상과 유사하다. 기업들은 자신을 차별화 하기 위해 움직이고 있다.

예를 들면, 이상한 일이지만 미국 주식시장의 경우 소규모 기업들을 합산한 시장 지수들이 이미 6개월 전부터 S&P지수 500을 넘어선 훌륭한 실적을 이룬 것으로 나타나고 있는데, 이러한 S&P지수 500은 본래 대기업의 지수이다. 그 이유는 소규모 기업들의 회계장부가 간단하기 때문에, 회계서류를 보면 해당기업의 상황을 쉽게 이해할 수 있어서 신뢰감이 더 커다는 것이다. 또

소규모 기업들은 앤더슨 등과 같은 회계법인과 함께 회계서류를 조작할 가능성이 더 적다는 계산도 들어 있다. 흥미롭게도 미국내의 리스크 프리미엄은 대기업일수록 더 큰 것으로 나타나며, 상대적으로 소규모 기업일수록 더 작게 나타난다. 사람들이 점점 더 깨끗한 기업을 원하는 만큼 기업 부문에 대한 조정이 이루어질 것이다.

정부 부문에서는 여러 가지 문제점들이 노출되고 있다. 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)는 처음에 이 문제에 대해 특별히 적극적인 자세를 취하지 않았다. 그로 인해 하비 피트(Harvey Pitt) 의장은 미국 내에서 아주 신랄한 비판을 받아왔으며, 사임압력을 받을지도 모른다는 소문도 있다. 그러한 일이 발생하리라고 생각되지는 않지만, 피트 의장과 그 동료들에 대해 증권거래위원회의 역할을 강화하라는 미국의 의회와 여론의 압력이 높아지고 있다.

본인이 한국인이라면 미국의 허약한 모습을 보면서 약간 고소하게 생각할 수도 있다고 생각한다. 하지만 이는 미국을 보는 올바른 방법이 아닐 것이다. 이와 같은 상황은 어느 한 쪽이 이기거나 지는 축구경기가 아니며, 오히려 한국이 개선의 여지를 가지고 있는 것과 같은 상황이다. 그리고 최근의 스캔들은 미국도 마찬가지로 개선의 여지가 있다는 것을 보여주고 있다.

[질문] 과거 원화는 엔화의 움직임에 큰 영향을 받아왔다. 그러나 한국 및 일본 경제실적 간의 격차가 커지고 있다는 귀하의 분석에서 볼 때, 귀하는 제반 조건들이 향후 원화와 엔화 움직임 사이의 격차가 더 커질 가능성 있는 방향으로 갈 것으로 생각하는가? 특히 한국경제의 건실성과 차별성이 커져 감에 따라, 엔화는 약해지지만 원화는 강해지는 상황이 올 수도 있다고 보는가? 원화가 강세를 이룰 수 있겠는가?

[답변] 귀하의 질문은 모두가 알 수 있는 내용이다. 현재 진행되고 있는 것이 차별화이다. 아시아 금융 위기가 기관투자자들에게 주는 교훈 중 하나는 국가들간에 차이를 두는 일을 더 잘해야 할 필요성이 있다는 점일 것이다. 최근 터키와 아르헨티나의 위기에서 나타난 것은 아시아에서와 같은 전염효과가 없다는 것이다. 금융위기 이후의 경제회복으로 인해, 한국은 1997~1998년의 위기를 강력하게 대처해온 아시아(일본을 포함한) 국가로서 그 명성이 전 세계적으로 높아지고 있다. 이는 한국의 모든 것이 완벽하다는 말은 아니다. 하지만 한국은 여러 가지 문제점들에 대해 강력하게 대처해 왔으며, 결과적으로 이러한 것 때문에 한국 주식시장이 이처럼 강세를 보이고 있는 것이다. 귀하의 질문이 의미하는 것은 바로 차별화인 것이다.

특히 일본에 대해서 보면, 한국과 일본간 경제관계의 상대적 중요성이 약화될 경우(이는 한·일간의 무역 및 자본흐름의 중요성이 약화되는 경우를 말한다), 엔화와 원화간의 차별성이 더 커질 것으로 예상할 수 있을 것이다. 실제 이는 지난 몇 년 동안 계속 일어난 일이다. 비록 일본이 미국이나 유럽과 같은 제3국의 시장에서 여전히 한국의 주요 경쟁국이기도 하지만, 한국 무역 부문에 있어서 일본의 역할은 약해지고 있다. 일본 금융기관 및 자본시장의 연계역할 또한 마찬가지로 약해지고 있다. 이는 한·일 양국 환율의 연결관계를 점점 분리시키는데 기여하게 될 것이다.

이와 반대로 만일 일본이 한국과 함께 행동하게 된다면(이는 가능성이 높다), 비록 인구문제 등 여러 가지 문제들을 안고 있지만 일본은 10년간 상당히 건실한 성장을 이루어 경제가 크게 회복될 수 있을 것이다.

가장 최근에 IMF가 발간한 “세계경제전망(World Economy Outlook)” 보고서는 한 개의 장(章) 전체를 선진 산업국들의 경제침체에 대해 할애하고 있다. 이 장에서는 19세기부터 내려온 모든 방식의 역사적 자료들을 시험하여 우리에게 아주 흥미로운 교훈을 준다. 구조적 문제에 빠져있는 산업국가는 경제침체가 재현되는 경향이 있다. 즉, 경제가 붕괴되어 경제실적이 20~30%까지 하락한다는 것이 아니라, 경제침체 현상이 1~2 분기 정도 나타난다. 그리고 다시 침체에 빠졌다가 벗어나기를 반복한다.

이는 본질적으로 일본이 지난 10년 동안 재현해온 경제침체의 형태이다. 본인의 생각으로는, 일본이 어떤 가시적인 조치를 취하지 않으면 현재의 경제회복 상황이 쉽게 바뀌어 일본경제는 다시 침체국면으로 되돌아 갈 것이다.

이와 같은 선진 산업경제들이 결국 자신이 처해있는 구조적 문제점들을 제거할 때에, 문제와 개혁의 깊이에 따라 그 후 10년이나 그 이상 또는 이하의 경제성장이 이루어질 수 있을 것이며 이 경우 상당히 건실한 성장이 이루어진다. 1970년대에 스위스는 큰 문제점들을 안고 있었지만 개혁을 실시하여 꽤 좋은 실적을 이루었으며, 뉴질랜드도 1980년대에 심각한 문제들이 있었으나 개혁 끝에 좋은 실적을 거두었다. 심지어 미국조차도 1970년대와 1980년대에 여러 가지 문제들이 있었으나 개혁기간을 거쳐 1990년대에 높은 성장을 이루었다고 볼 수 있다

만약 일본이 개혁을 실시하여 다시 경제성장을 이룰 경우, 아마 한국과 일본간의 상호작용이 자연스럽게 증가하여 두 경제간의 재통합이 이루어질 것이다. 하지만 일본에서 어떤 진전이 없을 경우, 양국간의 통합이 크게 분열되는 경향이 분명히 나타나며 이에 따라 엔화와 원화 간의 공동 움직임은 현저하게 줄어들어든다는 점을 말해두고자 한다.

[질문] 지역금융협정이 도움이 될 수 있겠는가? 귀하는 앞으로 동북아시아개발은행이나 기금 같은 것이 설립될 수 있을 것으로 보는가? 이와 같은 하부 지역기구에 대한 미국의 입장은 무엇인가? 중국과 미국은 이러한 생각에 어떻게 반응할 것으로 보는가?

[답변] 본인은 특혜적인 무역협정을 그리 좋아하지 않기 때문에, 이와 같은 생각도 크게 좋아하지 않는다. 동북아시아개발은행이 가지고 있는 근본적인 문제는 이 은행에 자금을 제공할 나라가 없다는 것이다. 어느 나라가 그렇게 하겠는가? 중국의 경우는 은행에 자금을 예치하기보다는 인출하고자 한다. 북한과 러시아도 마찬가지이다. 그리고 일본은 자금이 전혀 없다. 한국이 자금을 예치해서 아시아 지역의 다른 나라들이 자금을 대출할 수 있게 된다면 그렇게 해도 좋다. 하지만 이러한 일이 일어나는 것을 볼 수가 없다. 모든 나라들이 돈을 빌리고자 할 뿐이며, 돈을 빌려주고자 하는 나라는 하나도 없다.

본인은 미국의 반응이 중요하다고 생각하지 않는다. 왜냐하면 이 문제는 절대로 간과되지 않을

것으로 생각되기 때문이다. 초강대국으로서의 역사 때문에, 미국에는 미국이 제외된 모든 클럽(club)에 대해 매우 날카로워지는 사람들의 집단이 있다. 이는 저절로 나오는 반응이다. 그들은 미국이 제외된 클럽이 형성될 경우, 그 클럽은 틀림없이 미국에 대항할 것이라고 생각한다.

한 가지 예를 들어보자. 1990년대 초 아시아 국가의 중앙은행들이 스왑협정에 대한 협상을 할 당시, 본인은 동료와 논쟁을 벌였다. 왜냐하면 그 동료가 미국이 제외된 것을 우려했기 때문이다. 본인은 미국이 합류하는 것이 아주 위험한 보험설계라는 견해였다. 본인은 이 보험의 위험성이 아주 높아서 결국 우리가 비용을 지불할 것으로 생각하기 때문에, 본인이 낸 세금을 이와 같은 보험기금에 대한 보험료로 지불하고 싶지 않다. 따라서 아시아 국가들이 상호 보장을 위해 기금을 형성하고자 한다면 그렇게 해도 좋다. 본인은 아무런 이의가 없다.

만약 동북아시아은행이 출범될 경우 일부 영역에서는 놀라운 일을 하여 아시아개발은행이나 세계은행 등 다른 은행들의 활동을 무색하게 할지도 모른다. 하지만 기본적으로 본인은 이러한 일이 일어나기가 쉽지않다고 생각한다.

[질문] IMF는 두 달 전 국제금융안정에 관한 보고서를 배포했다. 이 보고서는 최근의 경제 불안정에 따른 기업수익 저하에서 비롯되는 금융위기 가능성에 대해 우려하고 있다. 자세히 말하자면, 저하된 기업수익이 금융기관을 약화시켜 결국 달러화의 가치하락으로 몰고 갈 수도 있다는 것이다. 이러한 상황은 금융기관으로 하여금 신흥시장에서 자본을 회수하도록 하여 세계금융시장을 불안정하게 만들 수도 있다. IMF 보고서 상의 이러한 시나리오에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

[답변] 지금과 같은 상황에서의 시나리오 구성에는 우리가 지금 각기 다른 분야 전반에 걸쳐 많은 상황이 불확실하다는 근본적인 문제가 있다. 몇 가지 각 방식에서 최악의 결과들을 도출하는 것은 어렵지 않다. 이러한 결과들을 종합하면, 상당히 암울한 시나리오를 얻게 된다. 많은 것이 불확실하다. 따라서 최상의 결과들을 도출해낼 경우에는, 꽤 좋은 결실을 얻게 될 것이다.

미국의 경우에는 경제 데이터가 현재 상당히 좋은 것으로 나타난다고 할 수 있다. 기업들은 신규채용이나 새로운 설비투자를 망설이고 있다. 그래서 실업률 회복 등이 나타나는 것이다. 미국 경제가 다시 침체로 가고 있다는 견해는 경제예측 전문가들 사이에서 소수 의견이다. 미국 경제는 다소 회복이 있을 것으로 예상된다. 수익률이 얼마나 큰 폭으로 높아질지는 모르겠는데, 회계 관행에 대한 문제점들 때문에 주식시장에서의 리스크 프리미엄이 증가하여 현재의 상황이 크게 좋아 보이지는 않는다.

미국 금융기관들이 건전한가에 대한 의문이 오랫동안 제기되어 왔다. 미국 금융기관, 특히 은행들이 상당한 부실채권을 보유한 것으로 나타난다 하더라도 전혀 놀랄 일이 못된다. 이는 장기간 지속된 경제성장의 자연적인 산물이다. 그 결과, 신용 배분 및 할당기준이 소홀해진 것이다. 이 점에 대해서는 한국이 이미 경험을 했기 때문에 여러분들에게 설명할 필요가 없다고 본다. 모든 경제상황이 좋아지고 있을 시에는 자금을 대출해 주는 곳에 대해 크게 신경을 쓰지 않아도 된다. 지금 미국은 10년 동안 경제호황을 누려왔다. 따라서 일부 미국 금융기관들이 취약한 상태라

고 하여도 오랫동안 강력한 경제성장 이후에 나타난 경우라면 본인은 전혀 놀라지 않는다.

신흥시장으로부터의 자본인출과 신흥시장의 손실이 이미 큰 폭으로 이루어진 상태이다. 이에 대한 수치들을 살펴보면, 소위 신흥시장에 대한 포트폴리오 자본의 유입은 실제 작년에 바닥났다. 본인 개인재산 관리의 측면에서 보면 이는 훌륭한 기회라고 생각된다. 모든 사람이 돈을 벌 수 있는 기회에서 물러나 있을 때는 돈을 벌고자 하는 사람이 조금이라도 더 벌 수 있다는 의미이다.

귀하께서 설명했던 그와 같은 시나리오는 가능성이 있어 보인다. 그러나 향후 1~2년을 전망해 볼 때, 본인이 가장 큰 비중을 두고자 하는 시나리오는 아니다.

[질문] 아주 간단한 질문이다. 귀하는 귀하가 살펴본 모든 나라들을 거의 낙관적이 못한 것으로 지적하였다. 이렇듯 낙관적이지 못한 시나리오가 미국 경제팀의 특징과 관계 있다고 생각하는가?

[답변] 현재의 경제 리더십이 안고 있는 문제는, 본인이 아는 한 앨런 그린스펀(Allen Greenspan) 미국 연준 의장이 불멸의 존재가 아니라는 것이다. 그는 의장 임기가 끝나면 아마 재선임되지 못할 것이다. 미국이 당면하고 있는 문제는 아주 강력한 연준 의장인 폴 볼커(Paul Volcker)와 앨런 그린스펀이 취임한 이후 20년이상 후퇴하여 통화정책이 개인화 되는 경향이 있다는 것이다. 사람들은 누가 그린스펀을 대신할 수 있을지에 대해 걱정하고 있다.

최근에 연준 이사진에 임명된 사람들을 보면 상당히 비중있는 인사들이다. 특히, 그 중 프린스턴 대학교의 벤 버네크(Ben Bernanke) 교수는 목표인플레이션 이론의 학문적 대부 중 한 사람이다.

따라서 그린스펀 의장이 퇴임하면 목표인플레이션 방향으로 정책의 움직임이 더욱 분명히 나타날 것인데, 그렇게 되면 정책이 좀더 체계화되어 한 개인을 위해 투입되는 일은 줄어들 것이다. 경제 리더십과 관련하여 미국의 주요 당면과제는 이러한 것으로 생각된다.

[질문] 폴 오닐(Paul O'Neill) 미국 재무장관이 언급해온 것을 보면, 그는 여전히 미국에게 가장 유익한 것은 강한 달러라고 믿고 있다. 2주전 본인은 파리에서 백악관 경제자문위원회(Council of Economic Advisor: CEA)의 글렌 허바드(R. Glen Hurbbard) 의장을 만나, 누적되고 있는 경상수지 적자에 대해 걱정되지 않는지 또 이 문제를 얼마나 중요하게 여기는지에 대해 물었다. 그의 대답은 아무 걱정 없다는 것이었다. 본인은 경상수지 적자에 대해 아무 걱정하지 않는다는 허바드 의장의 말을 듣고 놀랐다. 그래서 본인은 특히 다음과 같은 문제를 제기했다. 즉, 미국이 단순히 평범한 나라이고 경상수지 적자가 GDP의 5%에 달한다면, 이는 분명히 걱정을 해야 한다. 그러나 미국은 평범한 나라가 아니다. 하지만 미국의 경상수지 적자가 어디까지 갈 수 있겠는가? 금년에 미국의 적자는 GDP의 6%를 초과할지도 모른다. 이는 우려할 만한 일이다. 그러나 그의 대답은 걱정스럽지 않다는 것이었다.

따라서 현재의 미국 경제팀은 경상수지 적자에 대해 큰 걱정을 하지 않고 있는 것으로 보인다.

[답 변] 오늘 장관의 미국 의회 진술과 일부 답변에서 이러한 입장과 유사한 것이 실제 나타났다. 이는 그의 기업경영 경력을 반영한 것일지도 모른다는 것이 본인의 해석이다. 알코아(Alcoa)의 대표 이사는 알코아가 세계 전역에서 얻는 수익을 관리한다. 물론 그는 일부 지사의 실적이 좋지 못할 경우 이를 관리하겠지만, 미국이나 아프리카 등지에서와 같은 알코아의 특정 무역수지에 대해서는 크게 관심을 갖지 않는다. 따라서 그는 진정으로 세계화된 관점을 갖고 있는 것이다.

이와 같이 아주 세계화된, 어떤 의미에서는 매우 적극적인 관점—이는 허바드 의장의 관점일 수도 있다—은 엔화의 약세가 일본의 경제회복에 필요한 요소가 되리라는 것을 상대적으로 용인하는 데에 반영된다. 오늘 장관과 허바드 의장은 일본이 구조개혁을 실시할 경우 엔화의 약세가 개혁과정의 한 부분이 될 것이라고 언급함으로써 분명한 입장을 취해왔다. 그들이 원하는 것은 단지 엔화의 약세에 의존하여 일본이 당면한 문제들 속에서 벗어나는 것 뿐이다. 따라서 어떤 의미에서 보면, 이들은 이와 같은 문제들을 상당한 잘 처리해온 그룹이다.

“강한” 달러에 대해서 살펴보면, “강한” 달러는 클린턴 행정부의 루빈(Robert Rubin) 재무장관이 시작한 주문(呪文)으로 이것이 무엇을 의미하는지는 아무도 모른다. 본인의 동료 중 한 사람은 부시 행정부가 “건실한” 달러의 방침을 채택하도록 하기 위해 노력했다. 이는 의미 없는 주문일 뿐이다. “건실하지 못한” 달러를 좋아할 사람이 누가 있겠는가? 그런데도 그는 지금까지도 뜻을 이루지 못했다.

[질 문] 앞으로 전자화폐가 확산되면 국제거래 결제를 위한 달러의 수요가 감소할 것이며, 이에 따라 달러가 약세를 보일 수도 있다. 전자상거래 확대에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

[답 변] 본인 생각에는, 달러거래 수요감소에 의한 달러수요 약세는 전자화폐보다는 오히려 기본적인 거래 이전수단인 유로화의 발전으로 인해 발생하기 쉽다고 본다. 최소한 미국에서는, 전자화폐가 엔론 스캔들로 인해 상당히 부정적인 영향을 받고 있다. 그 이유는 엔론사가 전자화폐 및 전자상거래 구성계획의 핵심 지지세력 중 하나였기 때문이다. 최소한 중간 상태로 간다 해도, 달러 거래수요의 감소는 전자화폐 때문이 아니라 유로화의 확산 때문일 것이다.

The U.S. Economy and the Future of the Dollar: An Outlook for the World Economy*

Marcus Noland

I am reminded of an incident that occurred during the Reagan administration. Once, at the OECD, during a discussion of exchange rates the American representative memorably looked across the table at his French counterpart and said, “You take care of your exchange rate. I’ll take care of mine”. I am reminded of this encounter because I come from an institution, the Institute for International Economics, where I have one colleague who believes the dollar is about to collapse and another who believes the yen is about to collapse. I have explained to them that it is highly unlikely that both of them are right.

U.S.—Uncertain

Firms are cautious

So let me start with the United States. The robustness of the recovery in the United States is questionable. First quarter GDP numbers for the U.S. were very strong, but whether they are sustainable or not is uncertain. Firms are cautious. The recovery of investment may be soft. There are concerns about whether there is truly going to be demand for the products that firms are producing. So managers are hesitant to install more capacity. At the same time that they are hesitant to install more physical capacity, they are also hesitant to hire more labor.

There is talk right now in the United States of a so-called “jobless” recovery. What this means is that the rate of layoffs has slowed down, but the rate of new hirings has not picked up. As a consequence of employment being relatively flat in the U.S. right now—no more big layoffs but no more big hirings—and the big increase in output in the first quarter this year, U.S. labor productivity numbers look very strong. But that is just an algebraic illusion. If output goes up very quickly, and employment remains flat, then of course labor productivity appears to increase. The question is whether this is sustainable for the rest of this year and into the next. Firms have shown caution in both the capital and labor markets.

* A presentation given at the IGE Distinguished Lecture Forum on Jun 14, 2002

Consumer demand softening

Consumer demand may be soft as well. It has been the U.S. consumer who has really powered the economy, especially in the last couple quarters after Sept. 11. In the fall, the United States benefited from some one-time effects that really boosted the economy. This was especially important given the enormous increase of uncertainty after Sept. 11.

One of those one-time effects was the very low level of interest rates. Housing mortgage rates in the U.S. have been the lowest they have been in decades. As a consequence, there has been a huge bulge in consumer re-financing. Consumers traded in their old, higher interest rate mortgages for new, lower interest rate mortgages and reduced their monthly mortgage payments. That amounted to hundreds of billions of dollars last year and added a lot to consumer spending. Consumers did not have to spend as much on housing and they were free to spend money on other items, such as automobiles. That impulse has now dissipated. It is unlikely that mortgage rates are going to fall any further. Indeed, they have been creeping upwards in the United States, although they remain historically low.

A second one-time effect in terms of household demand was tax cuts. As many of you know, President Bush was elected on a platform of cutting taxes. He did that. Households received not only some cuts in taxes that we were required to be paid by April this year, but we even received rebate checks in the mail last fall. Again, that was a one-time effect. Although tax rates are scheduled to fall further in the future, the next round of reductions in rates is not until 2004. This created another one-time boost.

The third one-time effect—and you could really describe this as either an effect on consumers or firms—has been oil prices. These have remained relatively low. And this created a further one-time stimulus. So the U.S. economy has strengthened—very importantly given the uncertainty after Sept. 11—due to a number of one-time factors, most have which have by now have played out.

Uncertainty about the stock market

Looking forward into the future a big source of uncertainty is U.S. equity markets. There is a catch phrase in the United States that captures this uncertainty. What is 'e'? What is 'earnings'? Can we trust the accounting statements that we are reading for major U.S. firms? Obviously,

“Exhibit A” in all this questioning has been Enron, the scandal about its accounting practices, and the behavior of the Arthur Andersen accounting firm. But Enron is not alone. Similar questions have been raised about WorldCom, Xerox, and other firms. In a related situation, Merrill Lynch, the huge U.S. brokerage house, has been prosecuted about its analysts' practices of recommending stocks for retail consumers to purchase when the analysts privately believed that the stocks were not good. So since there is uncertainty about the recovery, there is uncertainty about the future of earnings.

It is a situation where people are wary about the actual financial statements they are reading. They are wary about the advice they are getting from the financial firms. And there is uncertainty about the future of the economy and the actual profit streams that these firms will generate.

As a consequence, one can conceptualize this as an increase in the risk premium for U.S. stocks. One of two things must happen. Either prices fall or there has to be an increase in the stream of future profits to justify current prices. What we are now observing, given the uncertainty of future profits, is a decline in the stock market.

Trade deficit and depreciating dollar

The final source of uncertainty and questioning about the U.S. economy is the trade deficit. It is running at roughly US\$ 400 billion per year, and the dollar has begun depreciating. The worry in the United States is whether this will be a kind of orderly smooth adjustment of the U.S. dollar, or whether this could turn into a rout.

But as I tried to indicate humorously at the outset of my talk, exchange rates are a zero sum game. If one currency rises, then by definition, another must fall. So if we are concerned with the future of the U.S. dollar, it is not sufficient to look only at the U.S. economy. One must look at the rest of the world as well.

Euroland—Growth is Soft

The biggest alternative is Europe. It has successfully launched the euro, a great triumph. There were a lot of questions though, not only about the literal and physical ability to actually get the new currency into circulation smoothly without problems—which has been done—but also the

willingness of markets to accept it. The launch of the euro has been a great success.

Fiscal policy is restrictive

Nevertheless, I would argue that Europe does not look like a compelling alternative to the United States. Growth remains relatively weak in Europe. Fiscal policy, because of the Maastricht criteria, remains pretty tight.

ECB trying to establish credibility of the euro

Monetary policy, because of the creation of the European Central Bank—a new institution that has to prove its credibility—has been cautious. No one would accuse the ECB of being overly stimulative in its monetary policy.

Slow progress on structural reform

In addition, Europe faces some big structural problems with its economies. European governments' track record in dealing with some of these issues, for example in labor market practices, is not outstanding. This is not uniformly the case, however, and some countries have done much better than others. In fact the countries of the ambassadors who are here just happen to be the ones that have done quite well! That may sound like a joke, but it is in fact true. Perhaps, there is a correlation between attending breakfast lectures on economics and structural reform!

At any rate, the track record for some of the big European countries has been uneven in terms of dealing with structural issues. So Europe, like the United States, provides a mixed picture. Things look pretty good on some criteria, and less-so on other criteria. Sufficed to say, at this moment, Europe is not a compelling alternative to the United States.

Japan—Hard to be Optimistic

If not Europe, then how about Japan? With Japan, it is hard to be optimistic, despite the recent up-tick in GDP. This upturn has been driven by public expenditure and exports, and it is unlikely that these alone can generate a sustainable growth in Japan in the long run.

Problems in the financial sector

Japan confronts major economic problems and dysfunctional politics. The banks probably have roughly a trillion dollars in bad loans. Over the last decade, Japanese banks have provisioned for a huge amount of non-performing loans. The amount of provisioning for non-performing loans in the Japanese banking sector over the last decade exceeds the annual output of the South Korean economy. It exceeds the annual output of the Canadian economy, or even the Dutch and Belgium economies combined. I say this just to communicate some sense of the scale of the bad loan problem.

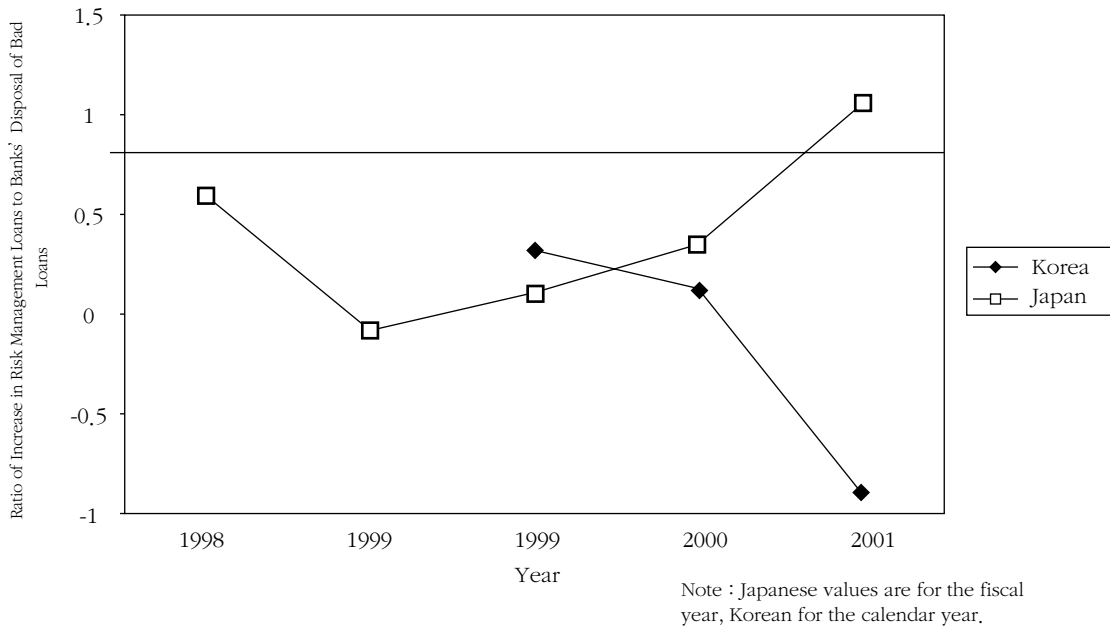
As Dr. SaKong mentioned, I was in Japan before coming here, and while there, I gave a couple of talks. One was to a group of Japanese Diet members, and the other was at the research institute of the Ministry of Economics, Trade & Industry. In my own notes the talk was titled “Korea's Lessons for Japan”. I thought it quite a positive sign that METI was willing to host me for a public discussion of this sort, to talk about the comparison between Korea and Japan and the fact that Korea, on the whole, has done much better over the last several years than Japan has done in dealing with its problems.

Figure 1. is a comparison of the bad loan burden in Japan and Korea. What it shows, is that last year, Japan is above one. That is to say that in Japan they are taking on bad loans faster than they are disposing of them. The problem is growing and ultimately this is not sustainable. In contrast, as you can see, Korea's line falls. The Korean banks, in line with the Korean government, have been very aggressive in disposing of non-performing loans through the issuance of asset backed securities and provisioning. These are really diametrically different directions in the evolution of this issue in Japan and Korea.

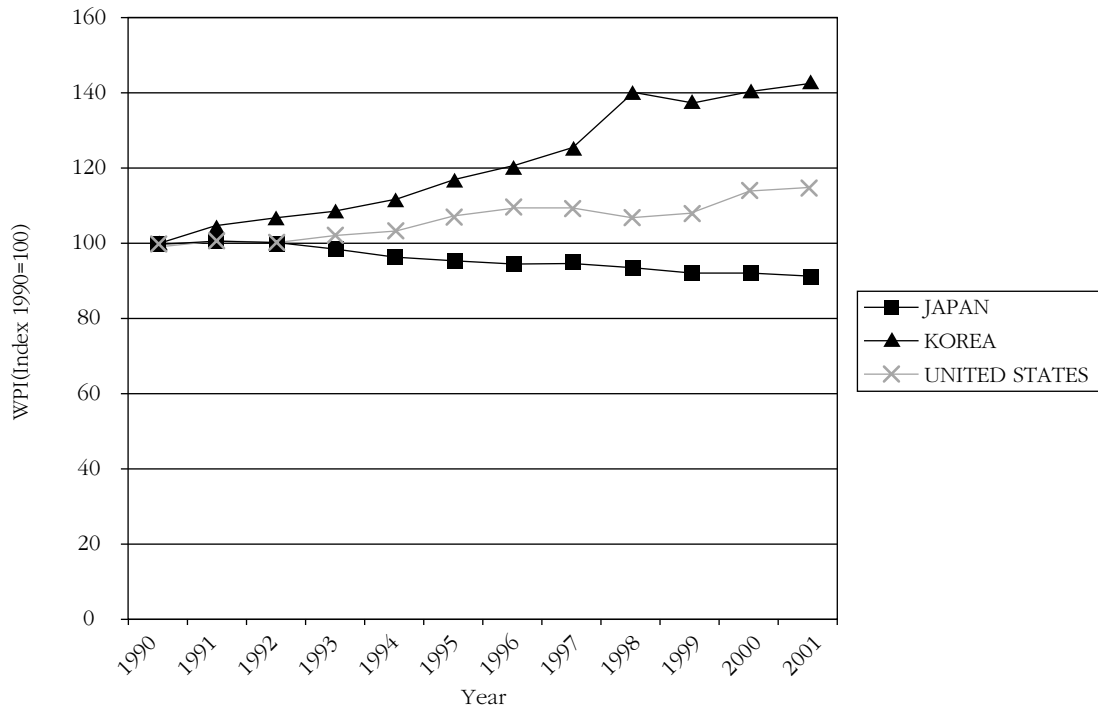
Deflation

The second issue that Japan faces is deflation. In *Figure 2.* you can see that the United States is in between the two other countries, Korea and Japan. What you see here is that Japan has been experiencing deflation for about a decade. The situation is actually a lot worse than that data shows because there are peculiarities in the way the Japanese collect their price statistics. They tend to understate the rate at which prices are actually falling. Korea, as you can see, has actually had a fair amount of inflation. Its attempts at inflation targeting have not been entirely successful. It's a smaller, more open economy, and monetary control is more difficult in Korea than in the

〈Figure 1〉 The Growth of Bad Loans Burden in Japan & Korea, 1998-2000



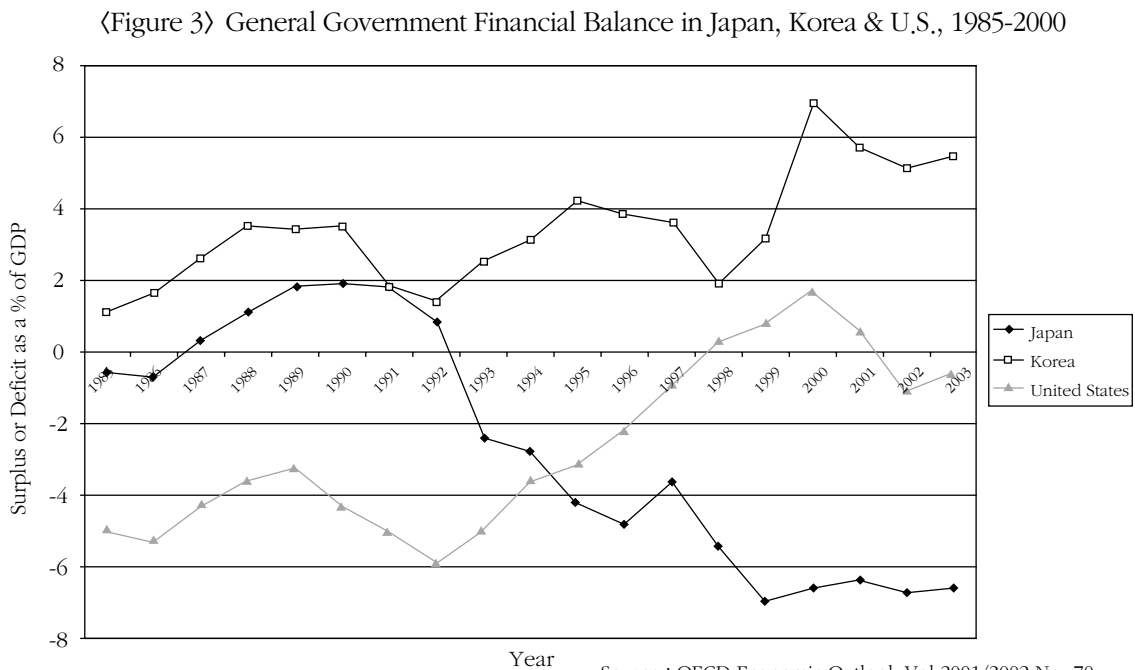
〈Figure 2〉 Wholesale Price Index for Japan, Korea & U.S., 1990-2001



United States or Japan. It's like Goldilocks: a little too hot, a little too cold. The United States' line is a really nice line that goes along at about three percent per year. So the United States has done pretty well.

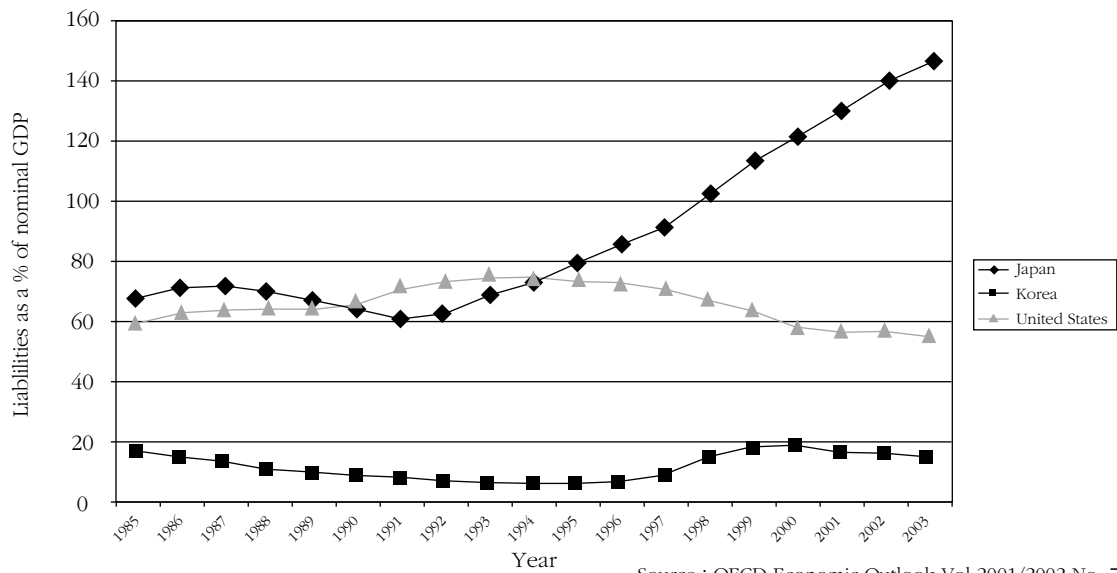
Fiscal squeeze

The third and ultimately what may be the biggest problem for Japan is the fiscal squeeze driven by falling revenues, bad public investment decisions, and contingent liabilities. There are all sorts of expenses the government is going to have to end up paying for which are not on the books right now. And on top of that, there are unfavorable demographics. What you can see in *Figure 3* is that Korea is the model of rectitude, running with fiscal surpluses. The U.S. started out kind of bad, but in the late 1980s and early 1990s undertook fiscal consolidation which led to a great swing from deficit to surplus, however our recent tax bill seems to have eliminated the problem of the surplus.



Japan has really done quite poorly, with the projections seen above in *Figure 3* indicating deficits of six to seven percent of GDP for the foreseeable future. When you accumulate these deficits, the picture looks quite bad, as can be seen below in *Figure 4*. Japan's line sits at about 150% of GDP. That's just what is on the books. If you add in what is not on the book—contingent liabilities involving under funded pensions, having to bail out so-called third sector projects, local and provincial prefectural governments that can't meet their financial obligations—the actual debt-to-GDP ratio in Japan may be well over 200% of GDP. It could be up around 250%. It is really a crushing problem.

〈Figure 4〉 General Government Gross Financial Liabilities in Japan, Korea & U.S., 1985-2000

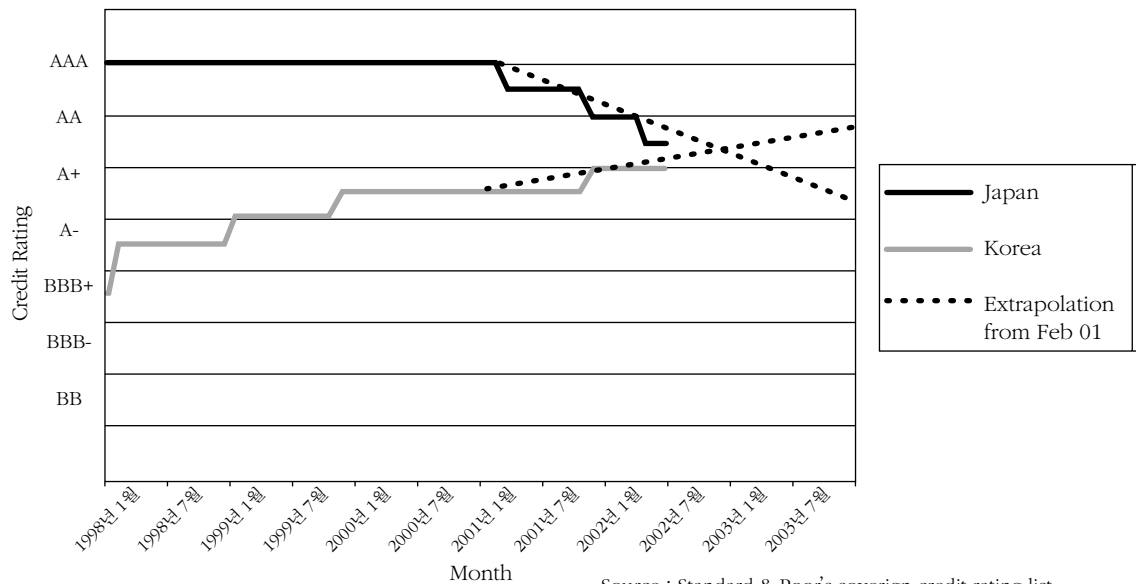


Need for structural reforms

Finally, there is a need for structural reform in Japan. Much has been made of the fact that Japan's sovereign debt rating is now at the same level of the Czech Republic or Botswana. I think that is misleading. The Czech Republic is an economy that only transitioned from central planning a little more than a decade ago. And as for Botswana, I may be the only person in this room who has actually ever been to Botswana. It is a very pleasant place and I would be happy to go back. It is a stable, well-governed country with tremendous natural resource wealth. Think of it as a kind of sub-Saharan African Saudi Arabia, except with a more democratic political system. Whether it is right to compare it with Japan is questionable. I think a better comparison is between Japan and South Korea.

If one simply extrapolates changes in investment ratings over the last year, as shown in *Figure 5.*, on roughly December 31st this year, South Korea and Japan will have the same rating, and thereafter South Korea's will exceed Japan's. This is not a forecast. This is not a prediction. It is simply a heuristic device. I don't want to give too much weight to the opinions of rating agencies. But in trying to get Japanese to come to term with their troubles, I was hoping that a comparison with South Korea, and *Figure 5.*, summarizing it all, would provide some motivation.

〈Figure 5〉 Credit Rating Convergence, Japan & Korea, 1998-2003



Source : Standard & Poor's sovereign credit rating list

Can Trade Policy Improve the Situation?

The United States faces multiple sources of economic uncertainty, it is running a huge trade deficit, the stock market is going down, and the dollar is going down. But if you look at the two major alternatives—Europe and Japan—they have their own problems as well. So it is a little hard to predict exactly where the dollar is going to go.

The last time we were in a similar economic situation, with huge U.S. trade deficits—up at around four percent of GDP—and a depreciating dollar, was in the mid-1980s. Particularly, the key year was 1987. Foreign central banks ended up financing most of the U.S. current account deficit. At that time, there was a sense that we could use trade policy, not to really deal with the macroeconomic issues, but at least to try to create a safety valve for some of the political tensions that were coming out of the macroeconomic adjustment in the United States and elsewhere.

Sings not auspicious in the U.S.

Can trade policy play a similar role today? Well, the signs are not auspicious. The United States has engaged in a number of actions in recent months that really show an absence of leadership. There was the imposition of protection on steel. There was a farm bill that has truly destroyed any moral high ground that the United States had relative to some other countries in terms of trade liberalization, certainly in the agricultural sector. Finally, the United States these days is in the

middle of a congressional tussle over whether the president will get trade promoting authority, what used to be called fast track authority.

Japan-Singapore experience not encouraging

Well, if not that, then how about Japan or some other regional initiatives? I wrote a book called *No More Bashing*, co-authored with C. Fred Bergsten and Takatoshi Ito. When we were writing one particular section of the book, Professor Ito was really very enthusiastic for the Japan-Singapore New Age Economic Partnership Agreement. He explained to me that this was a way for Japan to voluntarily self-induce foreign pressure to spur reform within Japan. By having this free trade agreement—which also included one or two more issues other than free trade—with Singapore, Japan would be forced to change its method of setting professional credentials, etc. I was very skeptical that a free trade agreement with a city was going to cause internal reform in a country with 150 million people. But Professor Ito was very insistent. Unfortunately, I actually think history has vindicated me. The Japan-Singapore agreement does not look like something that will lead to a lot of liberalization.

China in WTO is one bright spot

The one bright spot in all this is getting China into the WTO. I do not think I need to belabor this with a Korean audience. As you know, some countries in this area—Korea and Japan—have trouble with China and have imposed protection on China, especially in very minor agricultural products where Japan and Korea are not very competitive. China has responded with completely disproportionate retaliation on industrial products.

So getting China into the WTO ought to be good for the whole world. It ought to be particularly good for Korea. It will strengthen the hand of relatively liberal, right-thinking people within the Korean government and will help them oppose narrow vested interests, such as the garlic industry, that wants to impose protection. But at the same time, if Korea or Japan do decide to impose protection on these minor agricultural products, China can take them to the WTO and they can go through the process. If the WTO then rules against Korea or against Japan, and if they then refuse to remove the offending protective barriers, then the WTO can authorize compensation. Compensation can take many forms. Historically, it has been the imposition of counter-barriers against the offending country.

Even in the case of some kind of Korea-China squabble over garlic, or the Japan-China squabbles over negi, tatami, shitake mushrooms, etc., if the WTO were to authorize retaliation on the part of China, it would be proportionate retaliation. There would be no more retaliating against some garlic with hundreds of millions of dollars worth of tariffs on industrial products. So the one bright spot thus has been getting China into the WTO.

Are Regional Arrangements the Answer?

Will these transpire?

There is a lot of talk, especially around Northeast Asia, about free trade agreements: maybe a Korea-Japan agreement, or perhaps a Korea-Japan-China agreement. Personally, I am quite skeptical about regional arrangements of any sort. I think that ultimately the United States', Korea's, Japan's, and other countries' national interests are best served by multilateral liberalization through the WTO. Moreover, I am skeptical about the ability of Korea, Japan and other countries in Northeast Asia to implement these preferential arrangements because of their WTO commitments. Under the WTO, to have a preferential arrangement, it must cover substantially all products. And because of trouble in the agricultural sector here in Korea and Japan—and China as well, frankly—I think it is unlikely that these countries would enter into a WTO-consistent agreement that covered agriculture. I ask Korean friends of mine about this, and they respond that since Japan is the only country in the world whose agricultural sector is more inefficient than Korea's, Korea can have a free trade agreement with Japan and include agriculture. That of course begs the question about how the Japanese look at it.

If so, is it a good thing?

What modeling work that does exist suggests that some of these arrangements in Northeast Asia could actually disadvantage ASEAN and the United States through trade diversion. As a consequence, the ASEAN countries and the United States could be expected, out of normal, national interest reasons, to oppose any such agreement that would hurt them.

Can regional financial arrangements help?

The last item covers financial arrangements. I know that Dr. SaKong has been a very important proponent and builder of these, and here, I think, there are actually some brighter possibilities.

One of the interesting things that have changed since the financial crises of 1997-98 has been the willingness of China—which initially opposed the Asian Monetary Fund initiative of Japan—to indicate that it is willing to participate. Since then have come the Chiang Mai initiatives. So attempts at regional financial integration, unlike the trade attempts, may actually contribute positively to regional stability and prosperity.

Future Challenges

Back to the future?

I would like to conclude by saying that in some ways—and I apologize for being so gloomy early in the morning and for ruining everyone's breakfast—the current situation reminds me of the situation we had in the first decade of the last century.

When I used to teach international trade to undergraduates, my students had this implicit notion that world history consisted of some kind of linear upward progress and that things always got better. I always had to convince them that this was not the case, and that sometimes things actually get worse. If you look back to the end of the 19th century, the amount of international trade integration was very high, the degree of global capital market integration around the world was very high, and the integration of labor markets was very high as well. It was a sort of Golden Age for globalization.

Eroding leadership and commitment to liberalism

Things began coming apart in the first decade of the 20th century. Countries started cheating on their obligations under the gold standard, and there was fraying of the system, culminating in the First World War, the massive economic disintegration that followed during the Great Depression, and finally the Second World War. It took the world until the mid-1990s to get back to the level of global trade integration that existed one hundred years earlier at the end of the 19th century. Even today, when people worry about immigration, we are still not at the level of the cross-border migration of people today that we were at in the final years of the 19th century.

The amount of global economic integration around the globe is beginning to exceed where it was one hundred years ago. Then I look at the faltering leadership, especially in the United States,

and I wonder if we are in a period similar to the first decade of the 20th century, with an eroding political and ideological commitment to liberalism.

Integrating China and the Muslim world into the international system

Finally, to finish off this less-than-happy outlook, we also face other challenges that in some ways resemble what we faced at the end of the 19th century. At the end of the 19th century, the great political problem the world faced was, in Europe, how to integrate a rising Germany into the system, a Germany which had unified and which was now assertive under Bismarck. That integration ultimately failed. Here in Asia, the issue was how to integrate a rising Japan. I don't need to tell this audience how that failed as well.

The major political challenge the world faces today is to integrate China, a rising power. Then we must come to some accommodation with the sense of dissatisfaction, alienation, and disaffection that one observes in the Muslim world which has contributed to the rise of extremist movements and the spread of terror throughout the world.

I am sorry that this is not such an uplifting way to end my talk, but maybe things will look better once other people start talking in the questions period. Thank you.

Questions & Answers

Q I would like to ask about the dollar/yen exchange rate. I work in an American bank in Korea, and I recall that many Korean corporates have been asking me about a weak yen and whether the Japanese government was trying to force down the yen to help their economy simply through exchange rates that were more favorable for exports.

They also ask about the yen/won exchange rates, especially some six months ago when there was a real sense of concern surrounding what this would do to Korean exports.

In addition, there was a lot of speculation about whether the dollar/won rate would go from what was perceived at the time as a stable rate of 1'330 or 1'340 won per dollar, and rise up to the "Oh, my God"-level of 1'400 or so. Now, six months later, we are at 1'225 won per dollar. What happened, in your opinion?

A A weaker yen is an inevitable and necessary component of any Japanese economic recovery. The issue is whether that weaker yen occurs in the context of a Japan that is

addressing its underlying structural problems and that is beginning to take some action that could try to contribute to increases in domestic demand. This would be, essentially, a Japanese recovery in which a weaker yen and the generation of some external surpluses are components of a comprehensive strategy.

That is a scenario about which the United States government has been remarkably copasetic. The U.S. government has explicitly signaled on more than one occasion that it would acquiesce to a weaker yen under those circumstances. So when the yen went up to about 135 yen per dollar, you did not hear any criticism coming out of the United States government, and you didn't see any action by U.S. authorities to intervene in currency markets to try to offset that.

A weaker yen is not a problem if it is a component of a Japanese recovery, along with other things such as structural reforms. But there is a problem if a weaker yen is essentially the only mechanism for generating recovery in Japan. That's why, for example, I don't think the current up-tick in Japan is sustainable. It is made up of just exports and public expenditure. Ultimately, neither of those is going to be the engine that continues to drive the economy.

If there were an adjustment that was pure export-led growth in Japan, it could raise political tensions in the United States. Some modeling work that I did with some of my colleagues indicated something very interesting. During the Asian financial crisis, the impact on the U.S. economy was relatively small and uniform across all U.S. trading sectors. That is to say, there were some export industries, like aircraft or chemicals, which lost orders because Asian countries were in trouble. But there were some import competing sectors that saw declines in production because of increases in imports from Asian countries. But this was all relatively small and relatively uniform across a number of sectors.

In contrast, the modeling work we have done on various Japanese recovery scenarios suggests that if you get a purely exchange rate-driven recovery in Japan, the burden of that falls very heavily on three sectors in the United States: non-electrical machinery, electronics, and automobiles & parts. Those are sectors which have a history of trade conflict with Japan, so they have well organized lobbying outfits in Washington. In that scenario, one could expect real tension with the United States. So that is the context of a weaker yen.

From a more positive standpoint, if you are trying to predict where it will go, the basic problem comes down to the real economy. You must look at where profit opportunity is likely to be. You couldn't make really compelling stories for any of the three major areas at this point. You couldn't argue that money was going to go flowing into those areas, and hence there was going to be exchange rate adjustments coming from that.

The other way one could look at this question is from the standpoint of the capital account, and by looking at capital markets. What you see is that in the United States, there is a trade deficit now of some US\$ 400 billion. That means that the U.S. has to generate a net capital inflow of about US\$ 2 billion every working day. If you then take into account that there are also capital outflows from the United States as well, as people invest in other places, the gross capital inflow to the United States has to be in the order of US\$ 3–4 billion every working day.

If there is an increase in the outflow from the United States from U.S. investors, or if there is a lack of willingness by foreign investors to invest in the United States, then obviously the exchange rate—i.e. the dollar—will have to adjust to generate the necessary capital flows.

One of my colleagues at the Institute for International Economics, Catherine Mann, has recently attempted to do something that she and I both independently tried to do back in the late 1980s, the last time we were in a similar situation. She has tried to figure out what was the currency denomination of the portfolios held by international investors all around the world. This is very hard because even if you know that, for example, a Japanese institutional investor purchased some U.S. Treasury Bills, you don't know if they swapped out of them. So you don't know if they are still holding them.

But what her analysis revealed is that we are getting to a point where foreign investors have probably absorbed just about as many dollar denominated assets as they want. To get them to continue to absorb more dollar denominated assets, they are either going to have to be offered higher rates of return, which is problematic because of the condition of U.S. equity markets, or there is going to have to be a big depreciation of the dollar in order to generate the expectation of rising returns in foreign currency terms.

So, at the end of the day, you have this condition in the capital markets where you seem to be starting to hit the limit of what the rest of the world is willing to absorb. But on the other hand when you look at the rest of the world, there does not seem to be too many good investment opportunities. So although it sounds like a bit of a cop out, I think that the dollar is going to trade in the same basic range that it has been until something really pushes it one way or another. That could be the development of better prospects in Europe, for example, at which point things would really tilt and money would start going to Europe.

Q You touched upon Enron, Merrill Lynch, and Andersen in your speech. It is really interesting that the U.S. demands transparency in accounting practices in Korean companies. But then these non-transparent accounting practices turn up in the U.S. economy. Do you see any signs of improving U.S. accounting practices? And what do you

think about the U.S. investors asking Korean firms to be transparent when U.S. companies are not totally transparent?

A Greater transparency is good. Whether it be outside observers like myself, international organizations like the IMF or the World Bank, or even foreign governments like the United States', who call for greater transparency here in Korea, they are all doing the right thing.

What we have observed here is a considerable increase in transparency in Korea over the past five years. There have been some improvements in accounting standards here, and the Korean government has also shown a willingness to go after auditing firms that have connived with their clients to falsify their books. As a consequence, there has been substantial progress. But Korea still has a long way to go.

I have been doing a lot of work on this recently, and if you look at a wide range of data involving issues relating to transparency and corporate governance, Korea is not the best but it not the worst either. It is somewhere in the middle of the pack. There has been improvement, but there is still some ways to go.

PriceWaterhouseCoopers did a study in which they identified the most transparent economies in North America, Europe, Asia and Latin America. The most transparent economy in North America was the U.S., in Europe it was the U.K., in Latin America it was Chile, and in Asia it was Singapore. If Korea moved from where it is now to the average level of transparency in those four economies—and admittedly that is a high hurdle—one could see a tripling of foreign direct investment into Korea because investors would have greater confidence in what they were actually buying.

I have done consulting for an institutional investor in the United States and so I can tell you from personal experience that when they analyze their investment decisions globally, they have country risk, intrinsic country economics risk, currency risk, and then something called transparency risk. It is essentially the risk premium associated with the fact that they cannot believe whether these numbers they see are right or not. Again, Korea is not the worst, and not best, but somewhere in the middle. If it could move from the middle into a higher category, you would see more foreign investment in Korea and you would see foreign investment coming into Korea on terms that were better for Koreans. The negotiations wouldn't be quite so tough.

I do not back off at all about the desirability of improvements in transparency in Korea, in the United States, or anywhere else. That is how you make a market system operate. Now, in the United States, these scandals—and there are going to be more—involving Enron, Dynegy, Merrill Lynch, Andersen, etc., are going to lead to two sorts of reactions. One is on

the corporate side. Because of these concerns, and because of the increased risk premium, firms are now going to be rushing to try to show that they are transparent and not like those other firms. This is the equivalent to the contagion that people here in Asia experienced in the late 1990s. Firms are going to move to try to differentiate themselves.

Already, for example, in the U.S. stock market, we have seen over the last few months that, oddly enough, the broader market indices that incorporate a lot of small firms has actually done better than the S&P500 index, which is basically an index of big firms. The reason is that small firms have simpler balance sheets, so people have a greater sense of confidence that when they look at these balance sheets, they can understand what is really going on. They reckon that small firms have less ability to connive with Andersen, for example, or some other accounting firm, to cook the books. Interestingly, the risk premium in the U.S. appears to be bigger with bigger firms, and relatively smaller with smaller companies. We will see adjustments on the corporate side as people try to show that they are purer than pure.

The government side poses questions. The SEC, the Securities and Exchange Commission of the U.S., was initially not particularly aggressive in dealing with these issues. Its chairman, Harvey Pitt, has come under very severe criticism in the United States. There are rumors that he might even be forced into resignation. I do not think that is going to happen, but I think there is going to be a lot of pressure from both the public and the U.S. Congress on Mr. Pitt and his colleagues to strengthen the operations of the SEC.

I understand that if I were a Korean I might be feeling a bit of schadenfreude [pleasure at someone else's misfortune], seeing that the United States has clay feet [an underlying weakness or fault]. But I do not think that would really be the right way to look at it. This is not a football match, when one side wins and one side loses. This is more like a situation in which Korea has room for improvement. And these recent scandals demonstrate that the United States has room for improvement as well. We would all be better off if we all improve.

- Q** In the past, the won has been heavily influenced by the movements of the yen. But looking at your analysis at the growing divergence in the performance between the Korean and Japanese economies, do you think conditions are being established in which there is the possibility of much greater divergence in the future between the movements of the won and the yen? In particular, can you see possible situations in which you could get a weak yen, but a strong won, based on the growing strength and diversity of the Korean economy? It could become a strong currency.
-

A Yours is a very perceptive question. What is going on now is differentiation. If the Asian financial crises taught institutional investors anything, it was that they need to do a better job of differentiating among countries. What we have seen recently in the crises in Turkey and Argentina is that they haven't had the same kind of contagion effects that happened in Asia. What is happening in Korea is that because of the post-crisis recovery, Korea is developing a reputation around the world as being the Asian country—Japan included—that has responded most forcefully since the crisis of 1997-98. That is not to say that everything in Korea is perfect. It is not. But I think Korea has developed a reputation for having responded more forcefully to these issues and as a consequence, that is one of the reasons you have such a strong Korean stock market. There has been differentiation of exactly the sort intimated in your question.

With respect to Japan specifically, one would expect that if the economic linkages between Korea and Japan decline in relative importance—that is to say if the importance of Japan and Korea's trade, the importance of Japan and Korea's capital flows, decline—one could expect greater divergence between the yen and the won. Indeed, that is what has been happening over the past several years. Japan's role in Korea's trade has declined, though they remain important competitors in third country markets, like the United States or the E.U. The role of Japanese financial institutions and capital market linkages has declined as well. That would contribute to an increasing delinkage between these two exchange rates.

Conversely, if Japan does get its act together, which is quite possible, Japan could experience a decade of pretty robust growth, even though it has demographic problems and so on. It could come back pretty strongly.

The most recent issue of the World Economic Outlook by the IMF has an entire chapter devoted to recessions in developed countries, industrial countries. That chapter examines historical data all the way back to the 19th century and it teaches us a very interesting lesson. Industrial countries with underlying structural problems have a tendency to have recurrent recessions. It is not that the economy collapses and output falls by, say, 20%~30%, but that the economy has a recession and then comes out of the recession for a quarter or two. Then it goes back into recession. And then out. And so on.

That is essentially the pattern that Japan has exhibited over the past decade: recurrent recessions. I think that without some real policy action, the current recovery is likely to be transitory, and Japan will probably go back down.

When those economies finally address their underlying structural problems, they tend to then have a subsequent decade or so of growth, depending on the depth of the problems and reforms. That's pretty strong growth. Switzerland in the 1970s had deep problems, it

reformed, and it did pretty well. New Zealand in the 1980s, had deep problems, and did pretty well after reforms. You could even argue that the United States had problems in the 1970s and 1980s, and then had strong growth in the 1990s after a period of reforms.

If Japan reforms and gets going again, you will probably see a natural increase in interaction between Korea and Japan, and a kind of reintegration of the two economies. But I would say that the trend, absent any kind of development in Japan, is clearly for greater disintegration and, as a consequence, less pronounced co-movement between the yen and the won.

Q Can regional financial arrangements help? Do you think that a Northeast Asia development bank or fund would be foreseeable in the future? What is the U.S.' position on such a sub-regional organization? How would the Chinese and Japanese react to that idea?

A As I am not a great enthusiast for preferential trade arrangements, I am not a great enthusiast for this idea either. The basic problem with the Northeast Asia Development Bank is that there is no one to pay for it. Who would the countries be? Well, China. But they are not going to want to put money into the bank. They want to take money out of the bank. North Korea? It does not want to put money in the bank. It wants to take money out. Russia? It does not want to put money into the bank. It wants to take money out. And Japan does not have any money. So if South Korea wants to pay for this bank, so that all these other countries can borrow your money, then go right ahead. But I cannot see it happening. Everyone wants to be a borrower and no one wants to be a lender.

As for the U.S. reaction, I do not think it is that important because I do not think it will ever come to pass. In the United States there is a group of people who, because of its history as a superpower, get very nervous about any club that does not include them. It is a knee jerk reaction. They feel that if people are forming some club, and it does not include the U.S., then it must be against the U.S.

Let me give you an example. In the early 1990s, when Asian countries negotiated central bank swap arrangements I got into an argument with one of my colleagues because she was worried that the U.S. was not included, and my view was that it amounted to a very risky insurance scheme. I did not want my tax money to be put into that kind of insurance pool because I thought it was excessively risky and we would end up paying. So if the Asian countries want to create a pool to insure each other, then go right ahead. I have no objection.

So if such a Northeast Asian Bank were ever launched, there would be consternation in

some quarters that this might detract from the activities of the Asian Development Bank, or the World Bank, or some other bank. But the bottom line is, I do not think this is likely to occur.

Q The IMF released a global financial stability report a couple of months ago. This report was concerned about the possibility of a financial crisis due to low corporate earnings in the U.S. caused by recent economic instability. To elaborate, lower corporate earnings would weaken financial institutions, which could eventually lead to a devalued U.S. dollar. This could cause financial institutions to withdraw their capital from emerging markets, which could destabilize world financial markets. What do you think about this scenario in the IMF's report?

A I think the basic problem with constructing scenarios in this situation—and that scenario is a good example—is that we have a situation now where there is a fair amount of uncertainty across a whole range of different fields. It is not difficult to pick the worst outcomes on each of several measures. If you put them together, you get a pretty gloomy scenario. There is a lot of uncertainty, and if you pick the best outcomes, you get a pretty nice outcome.

About the U.S., we can say that its economic data right now looks pretty good. Firms are hesitant about hiring or investing in new capacity. So we are getting a kind of “jobless” recovery. But the view that the U.S. is going back into recession is a minority view among forecasters. Some sort of recovery is expected in the U.S. We do not know how strong the earnings growth will be. There are questions about accounting practices. So there is a kind of enhanced risk premium in stock markets, and hence it does not look too good right now.

There have been questions about the strength of U.S. financial institutions for a long time. It would not be at all surprising if some U.S. financial institutions, in particular some U.S. banks, turn out to have a fair amount of non-performing loans. That would be the natural outcome after a period of sustained growth over a long time. As a consequence, over time, laxity in credit rationing and allocation standards develops. I do not need to tell this to a Korean audience. You have experienced this yourself. If everything is going up, you do not have to be too careful about where you lend your money. And everything has been going up in the United States for about ten years now. So I would not be at all surprised if some of those financial institutions have weaknesses, and if that gets revealed after a period of long, strong growth.

The withdrawal of capital from emerging markets and the damaging of emerging markets has, to a large extent, already happened. If you look at the numbers, the flows of

portfolio capital into so-called emerging markets really dried up last year. In terms of my own personal finances, I think that this is a great opportunity. When I see all these people retreating from opportunities to make money, it means that the people who go forward can make even more.

That kind of scenario you described is certainly plausible, but it is not the one that I would put the largest probability weight on, looking forward for the next year or two.

Q I have a very simple question. You made the point that it is very hard to be optimistic no matter which country you look at. Do you think the quality of economic team in the U.S. now has something to do with this less-than-very-optimistic scenario?

A The problem with the current economic leadership is that, as far as I know, Alan Greenspan is not immortal. He will probably not be reappointed at the end of his term as the head of the Federal Reserve. The issue that the United States faces is, after having two very strong chairmen of the Federal Reserve, Paul Volcker and Alan Greenspan, now going back for a period of more than 20 years, there is a tendency to personalize monetary policy in the United States. People worry about whether anyone can anyone fill Greenspan's shoes.

If you look at the recent appointments to the Federal Reserve board, they are pretty strong appointments. In particular, one of the people that have been promoted is Professor Ben Bernanke of Princeton University. He is one of the real intellectual godfathers of the whole inflation targeting idea.

So I think that you will see in the United States that, when Greenspan retires, there will be an attempt to move to a more explicit inflation targeting policy, so that the policy becomes more institutionalized and less invested in a single personality. I think that is the major challenge the U.S. faces in terms of economic leadership.

Q We have been reading what Paul O'Neill, secretary of the treasury, has been saying. He still believes that a strong dollar is in the best interests of the United States. Then, I ran into Glenn Hubbard, chairman of the Council of Economic Advisors (CEA), in Paris a couple of weeks ago, and I asked him whether or not he is concerned about this mounting current account deficit. I asked how much priority do you put on this issue. And he said it is of no concern to him.

I was surprised to hear Chairman Hubbard say that he is not worried about this current account deficit at all. I specifically posed the question as follows. If the U.S. were just a normal country, if it ran a current account deficit of five percent of GDP, it should be

concerned. But the U.S. is not a normal country. So how far can you go? This year, you might go over six percent of GDP. Would it cause concern? He said it would not.

So the current team seems to not be very much concerned about this current account deficit.

A In his testimony to the U.S. Congress, Secretary O'Neill, in some of the question and answers, came really close to taking that position explicitly. My interpretation is that it may reflect his background as a corporate executive. As CEO of Alcoa, he cared about Alcoa's profits globally. Of course he cared if some units were not doing well, but he was not concerned about Alcoa's particular trade balance in, say, the United States, or in Africa, or wherever. He has a truly global view of the world.

This very global, and in some senses a really quite progressive, view which might also be ascribed to CEA Chairman Hubbard, is reflected in this relative acquiescence and acceptance that a weaker yen is going to be a necessary component of a Japanese recovery. Both O'Neill and Hubbard have been very explicit, saying that if Japan undertook structural reforms, they understand that a weaker yen would be part of the process. What they do not want to see is reliance solely on a weaker yen to pull Japan out of its problems. So in some sense, this is a group that has done pretty well with some of these issues.

As for the "strong" dollar, the "strong" dollar is a mantra that Secretary Robert Rubin started during the Clinton administration, and nobody has any idea what it means. One of my colleagues tried to get the Bush administration to adopt a "sound" dollar stance. It is just as meaningless a mantra, and you can always say it: "We are in favor of a sound dollar." Who would ever be in favor of an "unsound" dollar? But he has not been successful thus far.

Q In the future there will be more e-money and less demand for the U.S. dollar for international settlement purposes, and so the dollar may weaken. What is your view on the growth of electronic transactions.

A I think that weakened demand for dollars generated by reduced transaction demand for dollars is less likely to occur because of e-money than the development of the euro as a basic transaction vehicle. E-money, at least in the United States, received a fairly negative blow with the Enron scandal since Enron was one of the strong proponents of e-money and electronic trading unit schemes. I think that, at least in the medium run, if there is going to be reduced transaction demand for dollars, it is not going to be because of the growth of e-money. It is going to be because of the growth of the euro
