



세계경제의 기회와 위험

Globalization and Korea: Opportunities, Backlash and Challenges

Martin Wolf

Financial Times 副편집인 겸 수석경제평론가

2002. 4. 10

세계경제연구원 · 한국무역협회

Institute for Global Economics / Korea International Trade Association

필자 약력

Martin Wolf

現 Financial Times 副편집인 겸 수석경제평론가.

Oxford대 경제학과 추 (1971).

World Bank 선임이코노미스트(1971-1981), 영국 Trade Policy Research Centre 연구부장 (1981-1987) 역임.

현재 Oxford대 초청교수, Nottingham대 특별교수, 다보스 세계경제포럼(WEF) 위원으로도 활동중임.

세계경제의 기회와 위험*

Martin Wolf

이 자리에 서게 되어 매우 기쁘다. 다소 딱딱한 주제의 강연을 듣기위해 이렇게 일찍 많은 사람들이 모인 것에 대해 본인은 충격을 받았다. 본인이 말할 수 있는 것은, 사람들이 이와 같은 강연을 들으러 이곳으로 오기 위해 아침 5시 30분이나 6시에 일어날 준비가 되어 있다면 한국경제가 잘못될 수 없다는 것이다. 왜냐하면, 유명한 한국의 '일 중독' 윤리는 분명히 아직도 살아 있으며 제대로 작용하고 있기 때문이다.

본인은 한국이 아니라 세계에 중점을 둔 강연준비를 했다. 본인이 한국에 대해 언급할 수 있는 것이 특별히 유익한 것이리라고는 생각하지 않지만, 강연 마지막부분에 한국에 대한 몇 가지 의견을 포함하였다.

본인이 다루고자 하는 것을 간단하게 언급하겠다. 우선, 우리가 처한 상황에서 장기적인 경제적 기회에 대한 본인의 생각을 다룰 것이다.

본인은 여러분들에게 어둠 속에서의 작은 불빛을 제공하고자 하며, 이 강연에서 다루고자 하는 향후 몇 년간은 상당히 어둡다. 따라서 본인은 여러분들에게 몇 가지 실마리를 제공하고자 한다. 그리고 나서 본인은 9.11 테러사태 이전에 이미 일어나고 있었던 일(위기, 위험 어떤 것이든)에 대해 언급하려 한다. 본인은 9.11 사태 이전에 전세계가 이미 불황에 빠져 있었음을 이해해야 한다고 생각되며, 그 이유를 설명하고자 한다. 그 다음으로는 9.11 사태 이후의 상황에 대해 언급할 것이다. 부분적으로는 단기적인 반향에 관한 것이겠지만, 이 비극적 사건에 대한 장기적 영향에 관한 몇 가지 추측(단지 추측에 지나지 않는다)도 해볼 것이다. 그 후 이러한 모든 것에 동아시아가 어떻게 적응할 것인가 하는 본인의 느낌을 간략하게 설명하고, 한국의 위치에 대해서도 언급할 것이다. 그리고 마지막으로 간단한 끝맺음이 있을 것이다.

본인은 세계 전체의 장기적인 기회에 대한 본인의 생각으로 시작하고자 한다. 세계 장기 경제성장에는 세 가지 요소가 있다. 첫 번째 요소는 선구적인 분야의 생산성 증가율이다. 즉, 세계경제의 선구적인 분야에 있어서의 생산성(새로운 사고, 혁신, 발명)이 얼마나 빠르게 개선되느냐 하는 것이다. 지난 1세기동안, 실제로는 1세기 이상이지만 그 선구자는 미국 경제였다. 분명히 이러한 것은 지속되며, 내기를 건다면 미국 경제의 성장 지속에 거는 것이 가장 안전한 내기가 될 것이다. 그러나 이러한 내기는 단지 보신을 위한 것일 뿐이다. 여기에서 우리가 이야기하는 것이 생산성의 증가율이라면 "신(新)경제"가 가장 핵

* 이 글은 2001년 11월 6일 개최된 특별강연 내용을 번역정리한 것임.

심이 될 것이다.

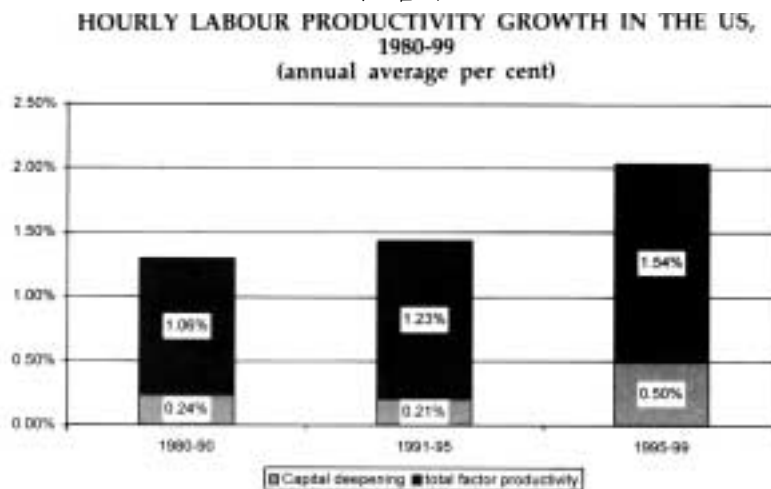
두 번째 동인(動因)은 세계화, 즉 국가들 간의 경제통합이다. 2세기 이전 산업혁명의 초기 이후 세계 경제 성장이 빠르게 진행될 때마다 국가간의 경제통합이 추진되어 왔다. 이러한 현상에 대해서는 예외가 존재하지 않는다. 세계가 통합되지 않은 유일한 시기는 두 차례의 세계대전 기간으로 지난 2세기 동안 경제 상황이 좋지 않았던 때이기도 하다.

경제성장의 세 번째 요소는 수렴, 또는 격차해소로서 상대적으로 생산성이 낮은 국가들이 생산성이 높은 국가들과의 격차를 줄여나가는 것이다. 이러한 요소들이 세계 경제성장의 세 가지 동인이다. 본인은 이러한 세 가지 동인에 대해 간략하게 언급하려 하는데, 왜냐하면 이러한 것들은 장기적인 요소들로 우리에게 어떤 의미가 있을지도 모르기 때문이다.

첫 번째로 신(新)경제에 대해 생각해보자. 특히 기술이 붕괴되고 투자가 감소하는 현재 시점에서 우리는 신경제의 의미에 대해 커다란 의문을 가지고 있다. 신경제란 것이 실존하는가? 신경제는 중요한 것인가? 만약 그렇다면, 신경제는 널리 확산될 것인가? 이러한 질문들에 대한 본인의 견해는 신경제는 실존하는 것이고, 중요하며, 널리 확산될 것이라는 것이다. 그러나, 기본적으로 정보 및 통신 기술과 같은 신경제와 관련된 기술 집합체들의 영향은 얼마나 클 것인가? 우리는 다음 경제 사이클에 진입할 때까지 이에 대해 정확하게 알 수 없을 것이다. 그러나, 우리가 이야기할 수 있는 것이 한 가지 있다. <그림 1>은 지난 20년간 미국의 시간당 노동생산성의 변화를 나타낸 그림으로, 1980년대와 1990년대 초반 및 후반으로 나뉘어 있다.

1990년대 후반에는 시간당 생산성이 연간 약 0.5% 포인트 정도씩 개선되고 있는 것으로 나타난다. 연간 0.5% 포인트라는 것이 그렇게 중요하지 않을지도 모르지만, 전 세계라는 기준으로 봤을 때 이는 아주

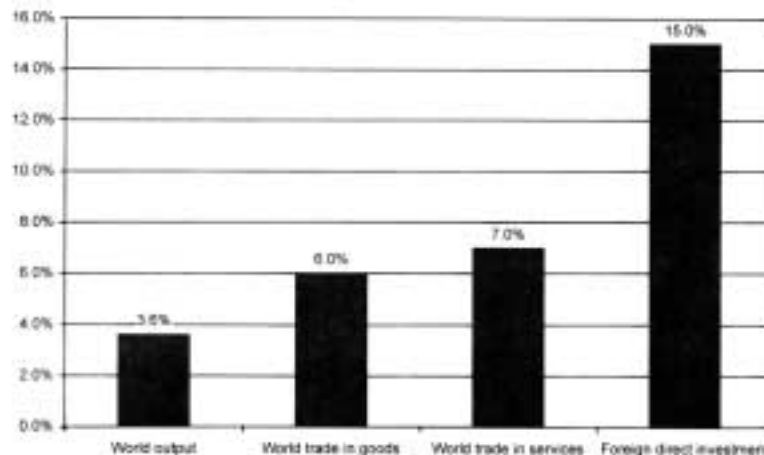
<그림 1>



대단한 개선이다. 10년 간 이를 축적할 경우 첨단분야에서의 생산성은 5% 포인트 이상, 즉 5% 이상 증가 되는 것이다. 이러한 현상이 다음 경기순환에 들어서면서 얼마나 지속될 지는 알 수 없다. 그러나 그 중 상당부분은 경제학자들이 총 요소 생산성이라고 부르는 것에 의해 주도되는 것처럼 보인다. 총 요소 생산성은 그림의 위쪽에 검은 색으로 표시되어 있다. 총 요소 생산성은 단순한 투자에 의해 설명되지 않는 생산성의 개선을 의미하는 것이다. 따라서 어느 정도인지는 모르겠지만 일부 개선이 있었는데, 그것이 생산성 증가율에 있어서 일부 개선이 있었다라고 생각하는 정도로 설명하면 좋을 것 같다.

두 번째 요소로 언급된 것은 세계화이다. 무역, 외국인 직접투자, 그리고 포트폴리오(portfolio) 자본유입은 모두 1990년대에 믿을 수 없을 정도로 역동적이었다. 다시 말하면, 2001년에는 상황이 다르다는 것을 알고 있지만 이것은 경기 침체기에는 아주 당연한 것이다. 이러한 현상은 이미 이전에 발생된 것이다. 그러나 우리가 기억해야 할 점은 1990년 전 기간동안에 상품 및 서비스 무역규모와 외국인 직접투자는 모두 세계생산 증가보다 훨씬 빠른 속도로 증가했다는 점이다.

〈그림 2〉
INTEGRATION OF THE WORLD ECONOMY IN THE 1990s
(per cent a year)



이러한 모든 것들은 1950년대 이후 세계경제의 특징으로 점차 광범위하게 공유되고 있는 것이다. 아주 최근인 2000년까지, 이러한 성장통합의 엔진은 과거와 마찬가지로 강력한 것처럼 보인다. 1990년대는 세계 경제통합 움직임에 있어서 아주 예외적인 시기이다.

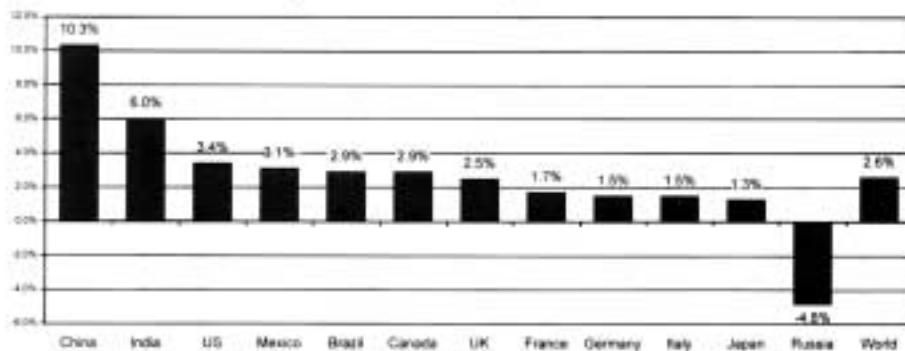
두 번째 요소는 좋아 보인다. 도하(Doha)에서 새로운 라운드의 시작에 대한 합의가 이루어질 것이라는 점은 아주 좋은 기회이다. 정치, 경제적인 상황을 볼 때 이는 통합과정에 대한 정책 유인과 기술적인 유인이 온전하다는 것을 알려주는 대단히 중요한 지표가 될 것이다.

세 번째 요소는 수렴, 격차 해소로서 경제들이 첨단영역과의 격차를 해소하는 것의 중요성을 의미한다. 지난 2세기동안의 경제성장에 대해 생각해본다면, 19세기 전반부에 영국은 근대 경제성장을 시작하

여 이러한 성장을 지속하였다. 그 후 서부 유럽에서 격차해소 과정이 있었으며, 미국은 19세기 후반과 20세기 전반에 이러한 모든 격차를 넘어섰다. 전후 시기에 엄청난 격차해소가 일본은 물론 한국, 대만, 홍콩, 그리고 싱가포르 등과 같은 나라에서 나타났으며 이는 동아시아 전체로 확산되었다.

지금은 어떤 종류의 수렴 및 격차해소 과정이 나타나고 있는가? 누가 수렴할 것인가? 이는 어떠한 차이를 만들어 낼 것인가? 본인이 여기에 제시한 것은 World Bank와 IMF의 정의를 이용한 세계 상위 12개 경제의 지표인데, 이는 소위 구매력 동가(purchasing power parity)에 근거한 것이다(〈그림 3〉 참조). 이는 통상적인 일련의 가격체계에서 평가된 아주 다른 상대가격으로 여러 나라의 GDP를 비교할 수 있도록 측정하는 방식이다. 이러한 것이 정확한 방법인지에 대해서는 논의가 있을 수 있지만, 여기에 제시된 것은 가장 큰 12개의 경제이다. 유감스럽게도 한국은 13번째로 여기에서 제외되어 있다. 만약 한국이 포함된다면, 한국의 경제실적으로 보아 인도의 바로 오른쪽에 위치할 것이다.

〈그림 3〉
AVERAGE ANNUAL ECONOMIC GROWTH, 1990-2000
(top twelve countries, by GNP at PPP)



본인이 가장 큰 경제들을 여기에 제시한 이유는 이들이 전체적인 윤곽을 제시하기 때문이다. 이 그림에 있어서 중요한 점은 세계에서 인구가 가장 많은 3개 국가들이 1990년대 들어 가장 빠른 경제성장을 기록했다는 것이며, 물론 그 나라들은 중국, 인도, 그리고 미국이다.

여러분들도 아시다시피, 중국의 경제성장이 지속된다면 이는 장기적인 의미에서 지난 20년간 가장 중요한 세계의 경제적 사건이 될 것이다. 이러한 견해는 인도의 경제성장 증가에도 똑같이 적용된다. 그러나 이러한 경제적 개선이 향후 10년간 지속될 수 있을 것인가에 대해서는 의문의 여지가 있다.

이전에 격차를 해소한 국가들과 비교하여 중국과 인도가 중요한 점은 그 규모이다. 이 두 나라를 합치면 전세계 인구의 거의 40%를 차지하게 된다. 이들 나라는 근본적으로 노동력이 무한하다. 중국의 인구는 현재 고소득 국가들의 인구를 전부 합친 것보다 많다. 이는 인도의 경우에도 마찬가지이다. 따라서 이들 국가의 격차해소가 실제로 가능하다면, 그 과정은 세계를 변화시키는 사건이 될 것이다. 지난 2세기 동안 이와 필적할 만한 경제사적인 사건은 미국의 성장 뿐이라는 것이 본인의 견해이다.

이들 두 나라는 세계 다른 나라들보다 더 빠르게 성장했다. 그리고 이러한 성장 특히 중국의 성장이 향후 20년간 지속된다면(이러한 성장이 지속되려면 노동자원이 관련되는 한 다른 자원의 문제들이 분명히 있을 것이다), 분명히 세계는 변화될 것이며 더 빨리 성장할 수 있을 것이다. 왜냐하면 이들의 경제는 세계에서 더 큰 비중을 갖게 될 것이며, 그렇게 됨으로써 19세기 후반의 미국 경제성장이 세계경제를 더 빨리 성장하도록 만들었던 것과 마찬가지로 세계경제 성장을 더 빠르게 가속시킬 수 있을 것이기 때문이다.

따라서 위와 같은 것들은 세계 역학에 관한 본인의 장기적인 낙관론이다. 이러한 거대한 조정은 위와 같은 변화, 새로운 기술과 생산성 성장, 무역, 무역 및 외국인 직접투자의 통합, 그리고 격차해소 과정으로 함축된다. 그러나 이것들은 역학의 근본적인 요소이다. 이와 같은 기본 엔진이 지속적으로 작동되고 가정할 때, 장기전망에 대해 낙관적인 것이 이치에 맞는 것이라고 생각된다.

그러나 우선 우리가 그 위치에 있어야만 한다. 그리고 우리는 당분간 상당한 어려움을 겪게 되리라는 것이 본인의 견해이다. 우리는 2차대전 이후 가장 포괄적인 세계 경제침체라고 볼 수도 있는 주기를 거치고 있는 중이며, 이는 매우 심각한 경제침체 과정임이 분명하다.

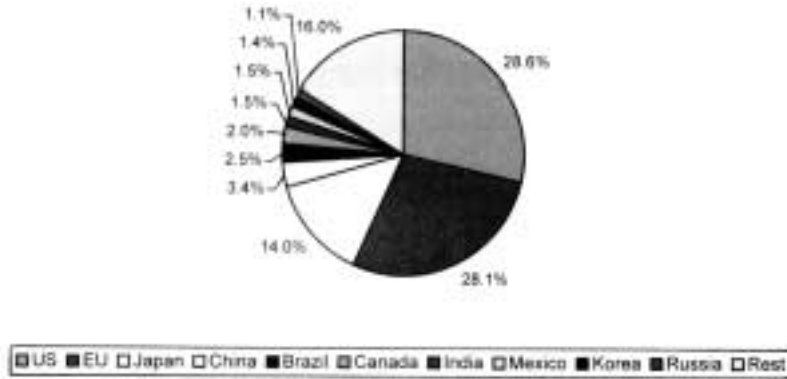
본인은 위에서 중점적으로 다룬 특정 경제에 왜 초점을 두고 있는지에 대해 설명함으로써 이에 대한 논의를 시작하고자 한다. 수요(경기침체는 수요에 관한 것이다)의 관점에서 볼 때 누가 중요한가? 세계에서 어느 나라가 중요한가? 그리고 나서 본인은 세계 경기침체와 그 이면에 있는 주요 요소들을 취합하여 이야기하고자 한다. 염두에 두어야 할 점은 이 부분에서 본인이 이야기하는 것은 9.11 테러사태 이전의 상황이라는 것이다. 9.11 사태 이후 나타난 현상들은 다음에 다루어질 것이다.

주요 요소로서, 미국의 경제침체에 의해 발생하는 위협에 대해 이야기하려고 하는데 이는 사실 아주 간단한 것이다. 세계 수요와 동일한 의미를 갖는 세계 GDP의 비율을 보면, 세계 경제에서 미국은 29%, EU는 28%, 일본이 14% 정도를 차지하고 있으며, 한국의 경우에는 1.5%로 중국의 3.4%에 이은 수치이다. 다른 국가들은 <그림 4>에 나타나 있다. 이는 우리가 실제 화폐구매력에 대해서 언급하고 있는 것이므로 명목수치를 사용하고 있다.

여기에서 중요한 점은 미국, EU, 일본의 경제를 합칠 경우 시장가격 기준으로 세계경제의 거의 3/4를 차지한다는 것이다. 따라서 이들은 시장 가격에서 세계 화폐 수요의 3/4를 창출하고 이는 다시 실질수요를 나타낸다. 따라서 시간상의 제약때문에 이 강연에서는 이들 3개 경제에 대해, 특히 미국에 대해 초점을 맞추고자 한다.

본인이 미국에 초점을 두는 이유는 단지 미국이 세계에서 가장 큰 경제이기 때문만이 아니라, 지난 5년 남짓동안 특히 1997년과 1998년의 신흥시장 외환위기 시와 그 이후에, 미국은 증가하는 세계 수요의 상

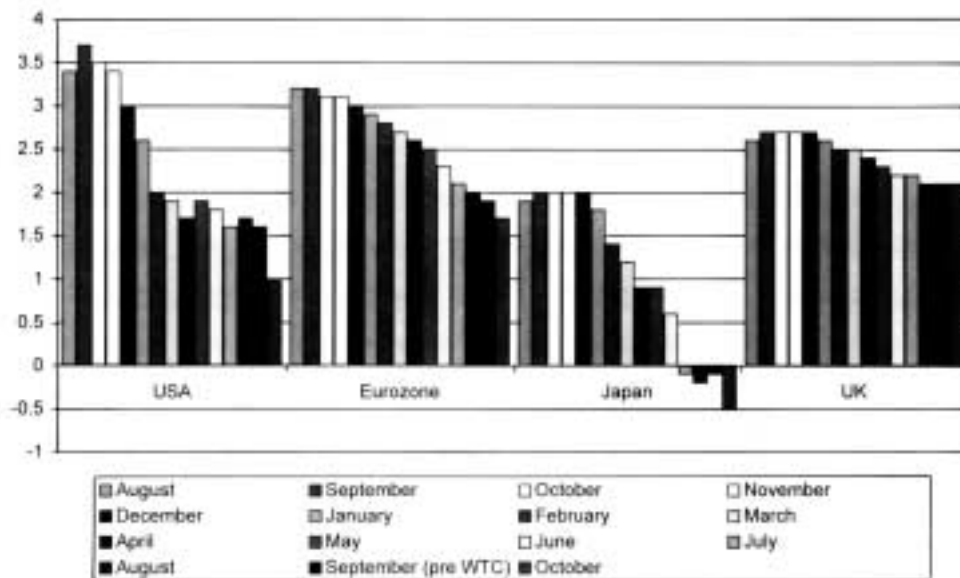
〈그림 4〉
SHARES IN WORLD GNP, 1999
(at market prices)



당한 부분을 창출해 냈기 때문이다. 아주 대략적으로 볼 때, 2001년의 경기침체시까지 5년 동안 미국은 GDP 성장 증가분의 약 40%를, 세계 수요 증가분의 약 45%를 창출하였는데, 이는 세계 수요성장 증가분의 거의 절반에 달하는 수치이다. 따라서 수요와 관련된 한, 1990년 후반에 미국은 전 세계 경제시스템의 엔진이었다고 할 수 있다.

이를 다른 측면에서 보면, 미국의 수입은 미국을 제외한 세계경제 GDP의 6%에 달할 정도이다. 미국 수입의 대폭적인 감소는 대단히 큰 충격을 야기할 수 있으며, 이는 많은 나라들 특히 미국에 대한 기술수출에 의존적인 아시아 지역 국가들에게는 훨씬 더 중요한 문제가 된다. 이것이 근본적으로 지금까지 벌어지고 있는 일이다. 아래의 〈그림 5〉를 보면, 사람들이 올해 경제에 대해 갖는 전망과 그 변화가 어떻게

〈그림 5〉
DECLINE IN CONSENSUS FORECAST FOR 2001
(GDP growth per cent)



진행되어 왔는지 나타난다. 사람들의 예상에 대단한 변화가 있었다.

2000년 말에 사람들은 너무 낙관적이었다. 2000년 8월의 미국 경제예측에 대한 통계(이는 경제예측 전문가들의 통계이다)는 2001년에 미국 경제가 3.6% 정도 성장할 것이라는 것이었다. 2001년 초에 이러한 수치는 이미 약 1.7%까지 하락했다. 9월 11일 직전에 이는 대략 1.5%까지 다시 하락하였다. 이것은 1년 동안 경제성장 전망이 1년 동안 2% 포인트 하락했다는 것이다.

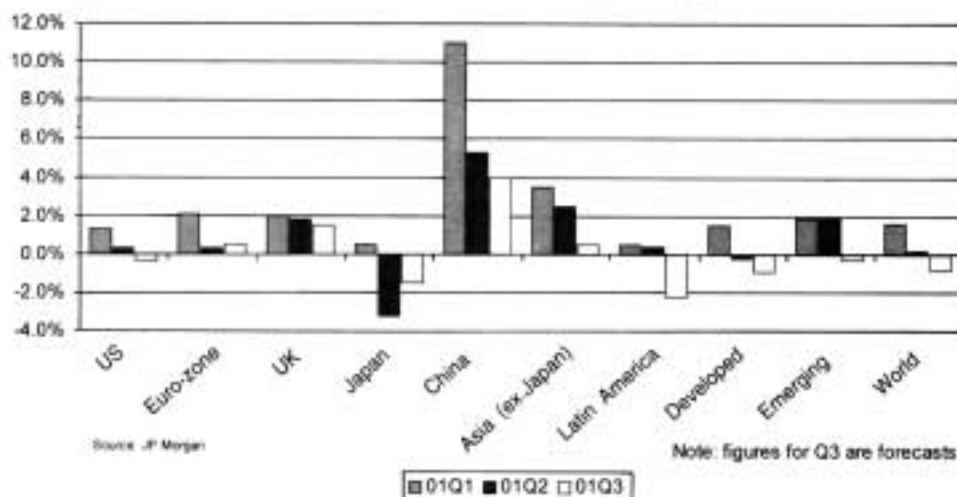
그러나 이런 상황이 미국에만 적용되는 것이 아니다. 미국의 경제성장이 둔화됨에 따라, 다른 주요 경제들의 전망도 악화되었다. 유로(Euro)지역은 매일 경제예측이 하향조정 되었으며, 2001년의 경제전망은 더욱 어렵게 나타났다.

이는 올해 경제전망이 어두운 지역이 더 많을 것이라는 점을 나타낸다. 유로지역의 경제예측은 9.11 이전에 거의 1.5% 포인트까지 하향조정 되었다. 흥미롭게도 일본의 경우, 경기회복에 대한 자신감의 붕괴는 미국과 마찬가지로 컸지만 그 폭은 더 낮은 수준이었다. 그래서 1년 전에 사람들은 일본경제가 약 2% 정도 성장할 것으로 전망했다. 9.11 이전까지 일본경제가 침체에 빠지리라고는 예상되지 않았다. 따라서 9월 11일 이전에도 2001년의 경제상황에 대해 상당히 지나친 자신감이 존재해왔다. 본인은 왜 이런 일이 일어났는지, 그리고 무엇이 이러한 상황을 이끌어왔는지에 대해 설명하고자 한다.

이러한 것이 세계경제에 무엇을 의미하는지 간략하게 살펴보자. 우리는 지금 어디에 있는가? <그림 6>은 세계 주요 경제의 분기별 성장률을 연율로 표현한 것이다. 중국(일본을 제외한 아시아의 주요 견인차이기도 하다)을 제외하고는 2/4분기와 3/4분기에 뚜렷한 성장을 보인 경제가 없다는 것을 알 수 있다.

<그림 6>

SYNCHRONISED SINKING, 2001
(seasonally adjusted annualised quarterly growth)



미국은 정체된 상태에서 3/4분기에는 성장이 감소했으며, 유로지역은 정체된 상태이며, 영국은 지난 30년 동안 처음으로 G7 국가들 중 가장 빠른 성장을 해왔다. 남미지역은 침체 상태이고, 일본을 제외한 아시아 지역은 정체 상태이다. 일본의 경우는 침체에 빠져 있다. 세계 전체를 보면 2/4분기는 정체 상태에 있다가 3/4분기에는 성장이 감소했다. 3/4분기의 세계경제 침체는 세계경제에서 아주 드문 사건이다. 왜냐 하면 세계 인구가 매년 2% 정도 증가하고 있기 때문이다. 따라서 만약 실제 생산이 감소한다면, 이것은 예외적인 사건이다. 이는 1인당 생산량이 크게 감소했다는 것을 의미한다. 이와 같은 것은 매우 드문 현상이다. 신흥시장조차도 3/4분기에는 침체에 빠진 것이 거의 확실하다.

본인은 중국에 대하여 이미 언급해왔으므로, 인도에 대해서는 중국과 마찬가지로 강력한 성장을 유지하고 있다는 점을 제외하고는 자세한 설명을 하지 않겠다. 인도네시아는 회복을 해왔으나, 3/4분기에 이러한 회복이 사라진 것으로 보인다. 그러나 아시아 지역을 좀더 자세히 살펴보면, 여타 지역들이 몹시 상황이 좋지않게 나타나는 반면 한국은 실제 아시아 경제의 호랑이들 가운데 가장 건실한 나라 중의 하나로 나타난다.

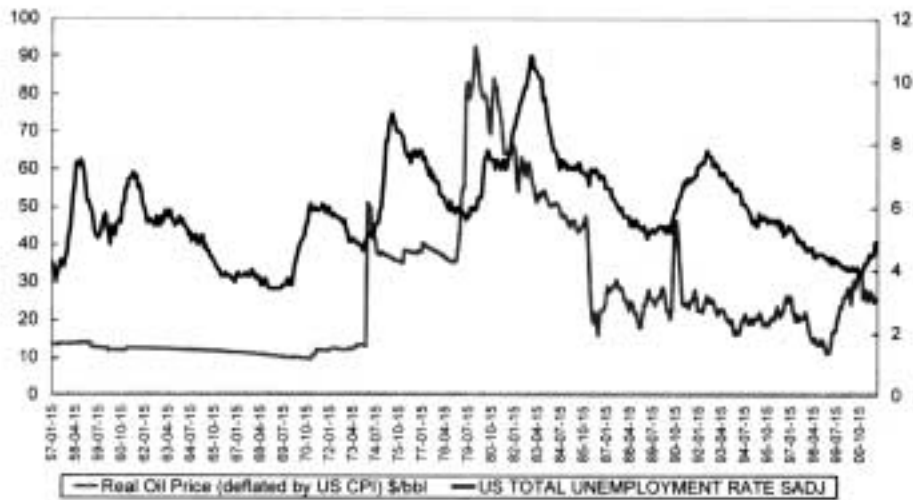
이와 같은 분기별 성장추세에서 가장 중요한 특징중의 하나는 아시아 금융위기 당시 상대적으로 잘 극복한 특히 싱가포르와 대만과 같은 나라들이 가장 큰 타격을 받았다는 점이다. 싱가포르는 연율화한 분기별 성장률이 2/4분기와 3/4분기에 마이너스 10%로 심각한 침체를 겪고 있으며, 대만도 심각한 침체에 빠져있다. 경제성장이 둔화되고 있는 중국을 제외하면 지금 상황에서 뚜렷하게 동적인 움직임을 보여주는 아시아 경제는 없다. 세계경제는 보기 드물게 침체확산의 시기에 있다. 일반적으로 이렇게 전면적인 경우는 결코 존재한 적이 없다. 심지어 1980년대 초반에도 침체상황이 이렇게 전면적이지는 않았다. 따라서 우리는 현재 심각한 전 세계적 경제둔화의 와중에 있는 것이다.

무엇이 이런 현상을 야기했는가? 본인은 여러 가지 요인들 중 가장 직접적인 요인을 구분하려고 하는데, 가장 중요한 요인은 아마도 1999년의 유가상승이었다고 생각된다.

〈그림 7〉은 상당히 흥미로운 것으로 경제학자인 본인의 친구가 지적한 실질 유가와 미국 실업률간의 관계를 보여주고 있는데, 이 경우 미국 실업률은 세계 경제 사이클에 있어서 미국의 역할을 잘 제시해주는 것이기도 하다.

보시다시피 1970년대 중반과 1970년대 후반의 오일쇼크는 약 1년 후 미국 실업률의 급격한 상승을 야기하고 있다. 1980년대 초반의 유가하락은 미국 실업률의 급격한 하락과 연관이 있으며, 1990년대의 유가 약세 때에도 마찬가지이다. 그리고 1990년대 후반에 유가가 다시 상승하기 시작하자(기억해야 할 중요한 점은 실제 상승수준이 1970년대보다 훨씬 낮다는 것이다), 1년 후 미국 실업률이 다시 상승하기 시작했다.

〈그림 7〉
OIL PRICES AND RATES OF US UNEMPLOYMENT



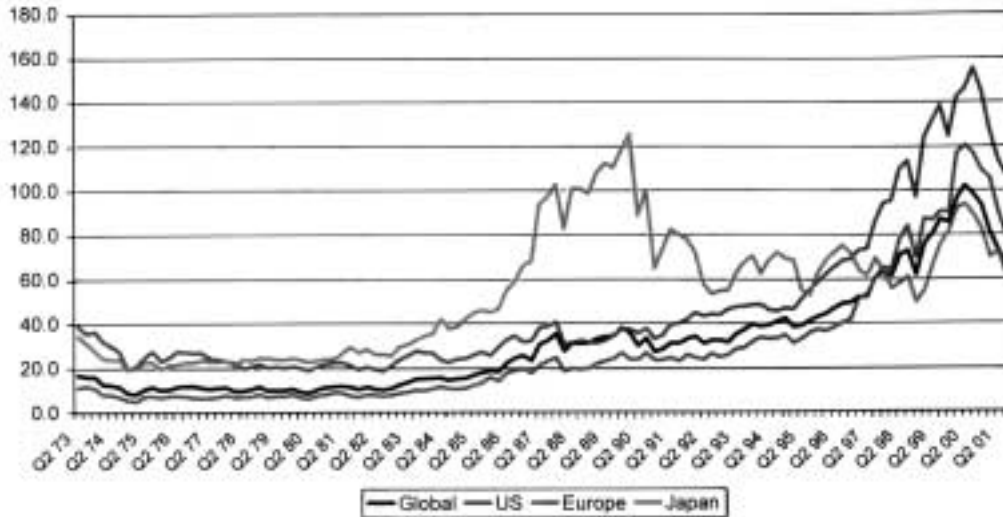
직접적으로 이익을 창출하는 에너지의 가격과 경제활동 및 실업률 간의 상관관계를 설명할 수 있는 좋은 이론적 근거들이 있으며, 이러한 상관관계는 아주 밀접하다. 따라서 유가가 상승한 직후 주가가 전환되어 나타나기 시작하는 것이 놀라운 일이라고는 생각되지 않는다. 물론 현재 유가가 약세를 보이고 있으며, 이 자체로도 우리는 내년 이후에 어떤 결과가 나타날 지 예상할 수 있는 한 가지 이유이다.

그러나 2000년에 진행된 상황에는 더욱 중요한 요소가 존재하고 있다는 것이 본인의 견해이다. 이것이 현재 상황에 대해 본인이 오늘 이야기하고자 하는 핵심이다. 그것은 미국이 지금까지 움직여온 방식의 주식시장 거품이며, 이는 1929년도를 포함하여 미국 역사상 가장 크다고 여겨지는 것이다. 미국은 괄목할 만한 혁신을 이루어왔다. 이와 같은 혁신은 엄청난 낙관주의를 만들어냈으며 이러한 낙관주의로 위험한 지경에 이르렀다. 이는 일본이 거품경제 이후에 겪었던 커다란 어려움 속에 이미 나타났으며, 1990년대 후반의 미국 경제호황의 본질을 이해하는 중심부분이기도 하다.

본인의 견해로 유럽은 중간쯤이다. 유럽은 여타 지역의 수요감소를 상쇄하기 위한 올바른 정책단계를 채택하지 않고 있는데, 만약 그렇게 한다면 비교적 좋은 위치에 있다는 것을 의미하기 때문에 이는 매우 고무적이다.

본인은 이러한 것이 거대한 미국의 거품이라고 언급해왔다. 물론 이러한 것들이 거품인지의 여부에 대해서는 항상 논쟁의 여지가 있으며, 여하튼 효율적인 시장을 생각하는 사람들에게는 거품이 있을 수 없다. 본인이 말할 수 있는 전부는 공정한 기본관점에서 볼 때 미국 주식시장에서 발생하는 현상과 그리고 이러한 현상에 대해 세계 주식시장이 일본을 제외한 세계에 미치는 영향이 1980년대에 일본에서 발생했던 것과 믿기 어려울 정도로 유사하다는 것이다.

〈그림 8〉
A TALE OF TWO BUBBLES
(Ratios of market capitalisation to GDP, per cent)



〈그림 8〉은 GDP를 창출하는 기업들의 시가총액을 GDP로 나눈 단순한 수치이다.

이러한 시가총액 비율이 변할 것이라고 예상하는 근거는 여러 가지가 있다. 그 중 하나는 안정적인 것으로 기대되는 GDP 중 수익이 차지하는 비율의 급격한 증가이고, 다른 하나는 논란의 여지가 많지만 GDP 성장률 전망의 급격한 변화를 들 수 있을 것이다. 미국의 경우 GDP에서 이익이 차지하는 비중은 순환적인 향상을 보였는데, 본인이 지적하고 싶은 것은 1990년대 들어서는 1960년대의 이익 비율과 비슷한 수준에 도달하지 못했다는 것이다. 그리고 경제성장에서도 소폭 증가하는 양상을 보였는데, 1990년대 전체 기간동안의 미국의 경제성장률은 3%를 약간 상회하는 수준이었으며, 이는 1980년대와 매우 비슷하다.

따라서 우리는 이러한 요인들을 통해 주식시장의 가치 재평가를 설명할 수 있다. 그러나 우리가 1990년대, 특히 1990년대 후반에 목격한 것은 이런 방식으로 설명할 수 있는 수준을 넘어서는 것이다. 우선 일본의 경우를 보도록 하자.

1980년대 초반에 일본 주식시장의 시가총액은 GDP대비 약 20%로 평가되었다. 1984년부터 1989년까지 5년 동안 시가총액은 GDP의 20~30% 수준에서 120%까지 증가하였다. 이는 GDP와 비교하여 엄청난 가치 재평가이다. 이러한 거품은 1990년에 최고조에 달했다. 아시다시피 그 후 시장이 붕괴되어 1/2에서 2/3정도의 가치하락이 있었으며 다시는 회복되지 못했고, 아직도 흔들리고 있다.

다시 미국의 경우를 보면, 시가총액은 GDP의 약 20% 수준이었다. 10년간의 주식시장 회복과 상당한 경제성장을 이룬 후 1990년대 초기에 들어서면서도 이 수치는 여전히 40% 이하였다. 실질적인 가치 재

평가는 비율이 GDP의 40%에 도달한 1995년에 시작되었으며, 4년 후에는 GDP의 160%로 절정에 달했다. 기본 종류의 모든 주식시장 가치 평가기준으로 볼 때 기초자산, 기초수익, GDP 대비 미국 주식시장 가치는 그 절정이었던 2000년 초에 과거 어느 때보다도 높은 수준이었다. 그리고 미국의 경우 아주 좋은 1세기 전까지의 통계들이 있는데, 여기에는 1929년도 포함되어 있다.

미국은 경제규모가 크기 때문에 이와 같은 재평가는 미국 주식시장의 가치를 5년 동안 12조 달러까지 증가시켰는데, 이는 미국 전체의 10년간 정상적인 총 저축액과 같다. 따라서 미국 주식시장의 시장가치는 4년 동안에 10~12년간의 정상적인 미국 총 저축액 만큼 증가했다.

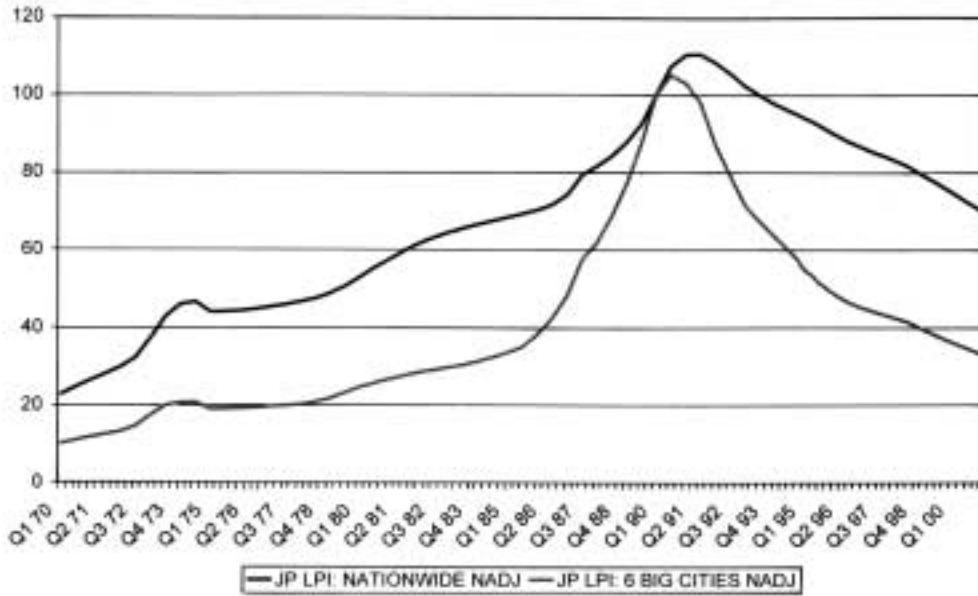
물론 이러한 것은 세계적인 호황에 영향을 미쳐 유럽 또한 2000년에 일본에 가까운 수준으로 평가되었으며, 전 세계적으로도 매우 상당한 거품이 있었던 것으로 나타난다. 그리고 우리가 어느 위치에는 있는지 알고자 한다면 <그림 7>의 “유가와 미국의 실업률”에서 나타난 것처럼 우리가 하강국면에 있다는 점을 이해해야 한다. 이 하강국면은 일본의 경우와 대단히 유사하다. 우리는 현재 거품붕괴 이후의 경제에 속해있다. 그리고 지금의 세계경제를 살펴보면, 경제분석가들에게도 큰 의문은 거품붕괴 이후의 세계경제의 특성은 무엇인가 하는 것이다. 이러한 특성이 거품붕괴 이후의 일본경제와 유사할 것인가 아니면 다를 것인가? 이에 대한 유일한 사실은 모른다는 것이다. 본인은 이러한 특성이 일본의 경우와 다를 것이며, 조정과정이 더 빨라지고 훨씬 더 효과적일 것으로 생각한다. 이것이 우리가 어느 위치에 있는가에 대한 본인의 견해이다.

이러한 거품이 일본에 무슨 영향을 미쳤는지 생각해보자. 본인이 일본에 초점을 두고자 하는 이유는 일본이 매우 중요한 경제일 뿐만 아니라 일본의 이야기가 상당히 유익하기 때문이기도 하다. 물론 일본의 경우 주가가 대폭 붕괴되었을 뿐만 아니라 이에 못지않은 수준의 중요한 다른 요소가 있었다. 그러나 이러한 요소는 현재 미국이나 유럽의 경우에는 그리 중요하지 않다. 그것은 바로 부동산 가격의 붕괴이다. <그림 9>는 부동산 가격의 대규모 거품을 나타내는 지표이다. 도시뿐만 아니라 국가 전체적으로 부동산 가격은 10년 동안 매년 하락추세를 지속해오고 있다.

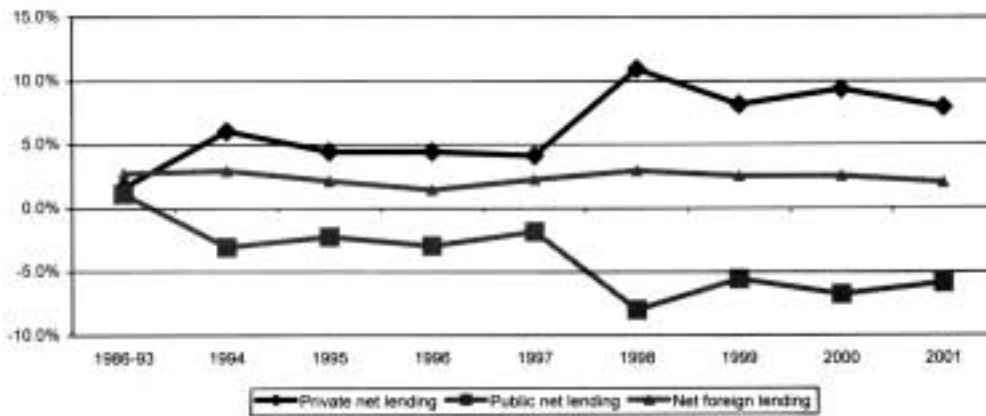
부동산 가격의 붕괴가 이 나라에 어떤 영향을 미쳤는가? 우리는 지금 수요에 대해 이야기하고 있으므로 수요 쪽을 살펴보면 케인즈 학파의 모형이 도움이 된다. 이에 대해 생각해보는 한 가지 방법은 저축과 투자간의 상관관계를 살펴보는 것이다. 만약 여러분이 저축을 많이 하고 있는데 이것이 상대적으로 효율적인 흡수가 이루어지지 못한다면, 이는 침체를 통해 균형을 유지하게 된다. 이것이 케인즈 학파의 기본적인 사고방식이다. 본인 생각으로는 이것이 바로 일본에서 발생한 것으로서, 케인즈식 분석이 실제적으로 연관되는 아주 드문 경우이다.

<그림 10>의 민간 순 대출(private net lending)은 순 저축으로, 이는 일본 민간부문의 초과저축을 의미하는 것이다. 1990년대 거품 이후 일본의 민간부문은 GDP 기준으로 투자보다 5~10% 정도를 추가로 저

〈그림 9〉
JAPANESE LAND PRICES
 (Q1 1990=100)



〈그림 10〉
JAPAN'S INTERNAL AND EXTERNAL IMBALANCES
 (per cent of GDP)



축하고 있었다. 이는 GDP의 5%에서 10%가 초과 저축된 것인데, 최근 들어서는 이 수치가 10%에 근접하고 있다.

이 자금이 모두 어디로 사라졌는가? 무엇이 이러한 시스템이 운영되도록 하였는가? 대답은 아주 간단하다. 정부의 재정적자가 바로 그 해답이다. 이는 세계가 일본의 과잉저축 흡수를 원하지 않았기 때문이며, 이러한 자금이 해외로 빠져나가지 않아서 일본의 대규모 흑자수지를 야기했을 것이다. 대신에 일본은 재정적자에 빠졌는데, 그 규모는 GDP 대비 5~10% 수준이었다. 기본적으로 일본의 민간부문은 저축을 지속하려고 노력했으나 그 자금을 투입할 마땅한 곳을 찾지 못하였으며, 이는 정부부문으로 쏟아져

일본 국민에 대한 부채를 축적시켰는데, 이는 결국 지탱하지 못할 수준까지 무한정 확대되고 있다.

이와 같이 비정상적인 민간부문 초과저축의 뒤에는 어떤 요소들이 있는가? 거품붕괴 이후 초과저축이 경제의 침체상태를 야기하였는가? 이에 대답하기 위해서 민간 저축과 투자간의 균형관계를 살펴볼 필요가 있다.

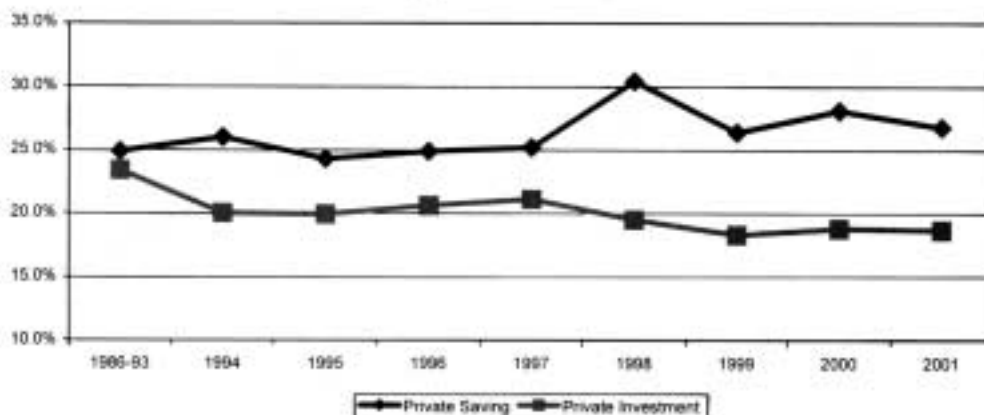
거품이 한창 만연한 1986년에서 1990년대 초반으로 되돌아가 보면, 일본의 민간 저축과 투자는 대략 GDP의 25% 수준으로 거의 비슷하다. 이는 선진국 기준으로는 상당히 높은 수준이다. 경쟁력이 있는 산업부문에서 선진국가들과 거의 근접하고, 인구가 정체되거나 감소하는 국가에서 이러한 투자율은 전적으로 지탱할 수 없는 수준이라는 것이 사실이었다. 일본은 이미 고소득 국가였다.

이러한 상황이 지탱될 수 있었던 것은 일본에서의 자본조달 비용이 거품시기에 실질적으로 0이었기 때문이다. 거품이 붕괴되자 당연히 투자가 감소했다. 여전히 GDP의 19%인 현재의 일본 민간투자 비율은 비정상적일 정도로 높으며, 이러한 상황에서 자본수익이 세계평균에 도달하는 것은 불가능하다고 우리들 대부분이 느끼고 있다. 그리고 일본 기업들의 자본수익은 지난 15년간 세계평균에 도달하지 못했다.

여하튼 투자는 감소하였다. 일본은 앞에서 본 바와 같이 이러한 투자감소를 주식시장과 부동산 가격에서 커다란 부의 손실로 보상하려고 했기 때문에, 저축률은 반대 방향으로 움직였다. 이것을 전부 정리해 보면 다음과 같다. 저축률은 GDP의 27~28%까지 상승하였고 투자율은 감소하였는데, 그 이유는 이와 같이 성숙한 경제에서 높은 수익을 낼 수 있는 투자기회라는 것이 존재하지 않기 때문이다. 지금도 일본의 투자율은 미국과 비슷할 정도의 높은 수준이다. 그 결과 일본은 자본을 수익성이 아주 낮은 경제활동에 쏟을 수 밖에 없었고, 그런 상황에서 투자는 더욱 약화되고 있다.

〈그림 11〉

JAPAN'S PRIVATE SECTOR SURPLUS IN THE SLUMP
(per cent of GDP)

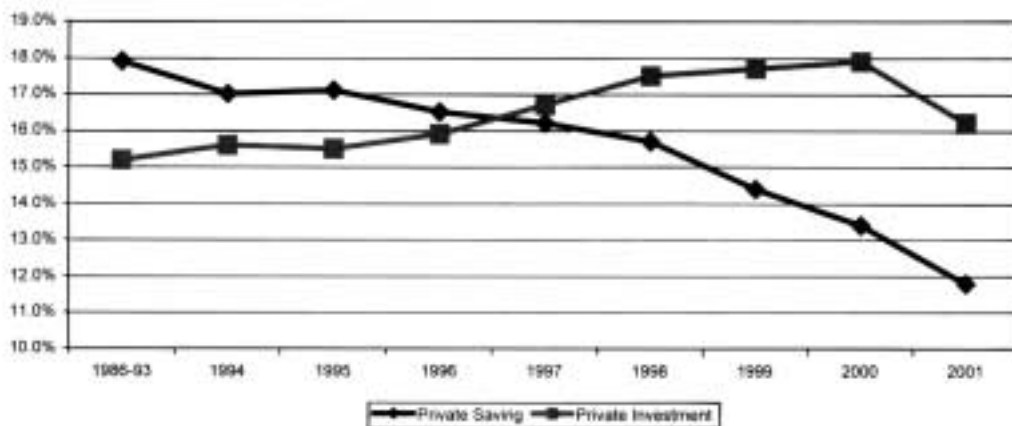


그 결과 거품붕괴 후 일본은 공공부문에서 만성적인 과잉저축을 야기하게 되었다. 이것이 어떤 방법으로든 제거될 수 있는 기회가 존재하지 않았다. 일본 기업들이 세계시장의 현실에 의해 실제로 수익성이 있는 수준까지 투자율을 낮추도록 강요당함에 따라 과잉저축은 오히려 더 확대될 가능성이 훨씬 높다. 일본의 상황에서 투자율의 추정치는 12~13% 정도인데, 이는 투자율의 추가적인 대폭 하락을 의미하며 이러한 상황에서 일본은 침체에 빠지게 된다. 이것이 현재 우리가 보고 있는 상황이다.

이러한 상황을 염두에 두고 이제 미국에서 어떤 일이 발생했는지를 살펴보도록 하자. 미국에서 거품이 진행되는 상황은 일본에서 침체가 진행되는 것과 정확히 반대이다. 본인이 지금 여러분에게 제시한 일본의 상황은 미래에 대한 두려움이 되는 것이다. 사실은 이것이 이미 미국에서 나타나기 시작한 현상으로 민간부문의 투자율은 1990년대 중반 GDP의 15% 수준에서 2000년에는 18%까지 상승하였다. GDP 대비 3~4% 포인트 상승한 것이다. 주의해야 할 점은 이러한 투자율은 2001년에 들어 일본과 마찬가지로 이미 하락하기 시작했다는 점이다(이는 IMF의 예측이다). 이것이 거품붕괴 이후에 예상할 수 있는 현상이다.

미국의 저축부문에서 어떤 일이 발생했는지 살펴보도록 하자. 이 저축부문은 가계저축이나 기업저축이 아니라 두 가지 모두이다. 여기서 기업들은 자신을 위해 저축을 보유하고 있는 가계로 취급된다는 점을 가정하고 있다. 따라서 이 두 가지 부문을 합산하는 것이 가장 좋은 방법이다. 1995년 미국의 민간부문 저축률이 GDP대비 17%에서 금년 들어 12%까지 하락한 것은 미국 역사상 전례가 없는 일이다. 이러한 대규모의 저축 감소가 같은 기간 동안 주식시장에서 나타난 부의 과도한 창출에 의해 야기되었다는 것은 의심할 여지가 없다. 만약 주식시장이 여러분의 저축을 그렇게 큰 규모로 확대시켜 준다면, 여러분은 도대체 왜 저축을 하겠는가? 이는 대단히 논리적인 질문이며, 따라서 미국 가계와 기업들은 “우리는 저축할 필요가 없다. 지금 우리를 바라. 우리는 매년 수조 달러씩 부자가 되고 있다. 우리는 저축을 조금만 해도 된다.” 라고 결정해 버린 것이다.

〈그림 12〉
PRIVATE SAVINGS AND INVESTMENT IN THE US BOOM
(per cent of GDP)



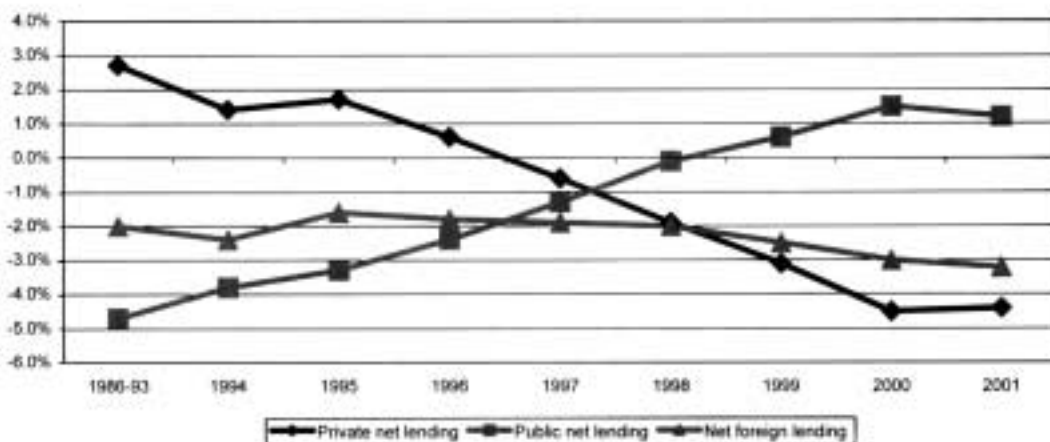
이러한 상황을 모두 합쳐놓은 결과, 저축과 투자의 불균형 또는 적자가 미국 역사에서 발생한 것이다. 1990년대 초반 이후 미국의 민간부문은 GDP 대비 3%에서 3.5%의 순 저축의 흑자를 유지하고 있었는데, 이는 정상적인 수준이다. 성숙한 경제구조를 갖고 있으며 연평균 3%대의 성장을 기록하는 미국의 경우 일반적으로 민간부문은 흑자를 기록해왔다. 그러나 2000년이 되어 이러한 흑자는 적자로 전환되었는데, 이는 정확히 말하면 저축과 투자 사이의 적자를 의미하는 것으로 GDP대비 5%에 달할 정도였다. 이는 GDP대비 8%의 이동을 의미하는 것으로 역시 전례가 없는 것이다.

그러나 이는 수요 측면에서는 드라마틱한 효과를 나타내는데, 왜냐하면 우리가 지금 이야기하고 있는 것은 미국의 민간부문으로, 세계에서 가장 큰 수요창출 기계가 약 5년 동안에 3% 흑자에서 5% 적자로 돌아섰다는 것을 의미하기 때문이다. 이것이 미국 경기활황 당시 수요를 견인한 요인이다.

이는 재정 포지션(position)이 아주 크게 개선됨으로써 상쇄되었는데, 재정 포지션은 최근 다시 반전되기 시작하였으며 이는 아주 좋은 소식이다. 경상수지도 악화되었는데, 이는 외국으로부터 자금을 빌리는 것을 의미한다. 외국인들은 미국의 민간부문에 돈을 빌려주었으며, 정부는 부채를 줄이기 시작하였다. 이것이 미국이 균형을 맞춘 방법이다. 그러나 주의를 기울여야 할 부분은 <그림 13>의 민간 순 부채(private net lending)이다. 이는 성숙한 경제로서는 충격적인 이동이다. 지난 20년간 이러한 이동을 경험한 성숙한 경제는 없었다. 일본이 그 중 하나이지만 결코 적자를 야기한 적은 없었으며 단지 균형 상태에 도달했을 뿐이다. 1980년대 영국의 경우는 다른 예가 될 수 있다. 그러나 어떤 경우에도 성숙된 경제가 침체에 빠지는 경우 적자가 급격히 흑자로 전환되는 경우를 보인 적이 없다. 그러면 이것은 무엇을 의미하는가? 이는 저축이 투자보다 빠르게 성장한다는 것을 뜻하므로 침체를 의미한다. 또 이는 소비의 증가가 소득의 증가보다 느리게 진행된다는 것을 의미하기도 한다. 이것이 현재 미국이 위치하고 있는 과정이다.

<그림 13>

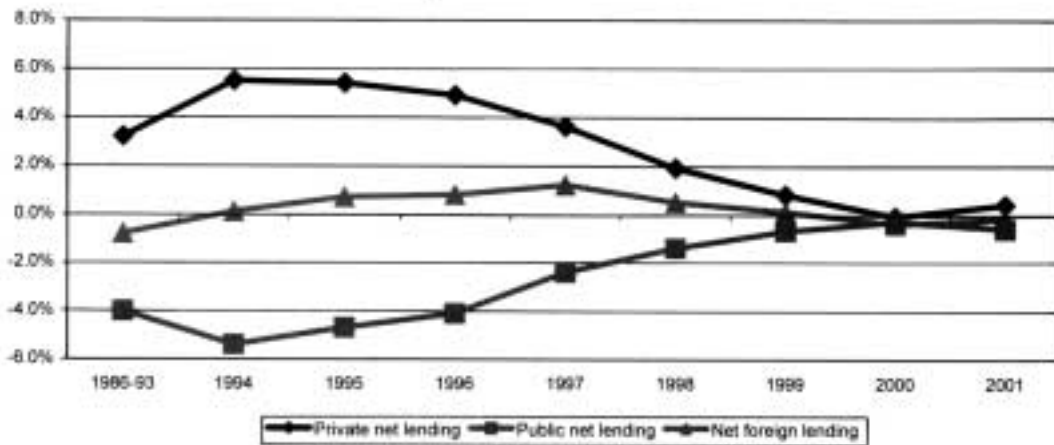
US INTERNAL AND EXTERNAL IMBALANCES, 1986-2001
(per cent of GDP)



따라서 본인이 말하고자 하는 것은 주식시장이 2000년을 기점으로 반전될 당시, 본인이 앞에서 저축과 투자를 이끌어 투자를 증가시키고 저축을 낮추었다고 언급했던 부의 효과가 거꾸로 움직이기 시작했다는 것이다. 그것이 2000년 말에 유가 상승에 의한 침체가 나타난 이유이다. 투자가 먼저 감소하기 시작했으며 미국은 투자가 대단히 약한 상황에 있었다. 그리고 이제 저축이 상승하기 시작하고 소비는 둔화되어 결과적으로 미국은 사실상의 침체에 접어든 것이다.

유럽의 경우에는 대단히 편만한 위치에 있다. 정부에 의한 심각한 불균형이 없으며, 이는 민간부문이나 대외부문에서도 마찬가지이다. 만약 적절한 정책이 시행되기만 한다면 수요를 확장시키기 좋은 위치에 있는 것이다.

〈그림 14〉
THE EU's INTERNAL AND EXTERNAL BALANCES
(per cent of GDP)



따라서 요점은 거품 이후 투자-저축간, 소득-지출간의 조정이 시작되었다는 것이다. 해외로부터의 미국 민간부문 순 차입액이 GDP의 6%에 달했기 때문에 이러한 조정은 믿을 수 없을 정도로 강력하다. 이러한 현상은 지속되기 어려웠으며, 이제 그 방향이 전환되기 시작했다. 미국 연준(FRB)은 이러한 전환속도를 늦추려고 하고 있다. 전환의 범위가 상쇄되기까지 미국은 재정적자에 직면할 것이다. 아무튼 가까운 장래에 역동적인 경제성장이 있을 것 같지는 않다.

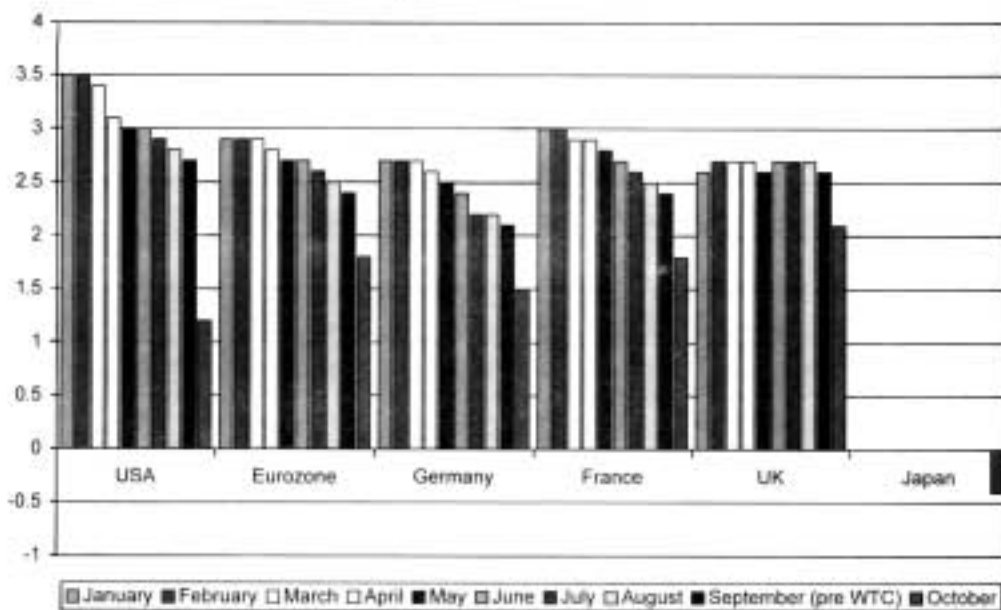
우리의 현재 상황은 일본이 불황에 근접했을 때의 상황과 같다. 유럽은 해외부문의 부진을 만회하기 위하여 공격적인 재정정책 펼치고 있으나 부진을 면하지 못하고 있는 상태이다. 동아시아도 특히 기술부문에서의 투자붕괴에 따른 간접적 영향으로 타격을 받았다. 다만, 일본, 싱가포르의 수출이 25% 떨어졌다는 점을 상기해 볼 필요가 있다. 이는 2001년 상반기 동아시아 경제에 미친 심각한 영향을 반증하고 있다. 다시 말해 세계경제는 이미 9.11 이전에 심각한 경기침체 상태에 있었던 것이다.

9.11사태로 돌아와 직접적인 영향과 장기적 관점에서의 정치적, 경제적 영향을 고려해 보자. 먼저, 앞

서 본인은 2001년에 대한 공통된 전망의 그림을 제시한 바 있다. 아래에서 2002년에 대한 공통된 전망에 끼친 9.11사태의 영향을 고찰해 볼 것이다. 이는 다시 말해, 대부분이 시장에 대한 예견자라 할, 잘 알려진 시장전문가의 2002년에 대한 공통된 전망이라 하겠다. 이것은 시장의 일반적 분위기를 반영한 것이며 뿐만 아니라 비즈니스에 있어서의 일반적 분위기를 반영한 것이기도 하다. 왜냐 하면 이들은 서로 상호 작용을 하기 때문이다. 다음년도의 미국 성장률에 대한 예측이 한달 만에 반으로 되었다. 즉 2.5%성장이 라는 강한 회복에 대한 예측에서 불과 1% 조금 넘는 수준으로 바뀐 것이다.

〈그림 15〉

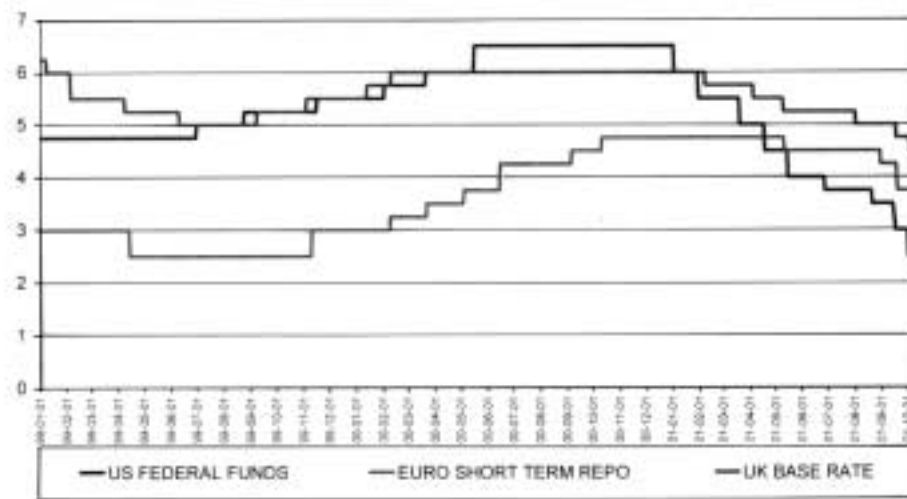
DECLINE IN CONSENSUS FORECASTS FOR 2002
(per cent per annum)



같은 정도는 아니라 하더라도 독일, 프랑스, 영국 등 유럽지역에서도 비슷한 후퇴가 보여진다. 본인은 성급하게 공통된 전망을 가져본 적이 없지만 이러한 전망을 처음으로 하였던 일본의 경우에는, 올해의 후퇴가 또 다른 후퇴를 수반하리라 전망된다. 이것은 최근 일본에서 돌아가는 경제침체 상황과 궤를 같이 한다.

9.11사태는 경제전망에 막대한 충격을 주었다. 이러한 우울한 전망은 투자자의 행동, 더 나아가 소비에 까지 당연히 영향을 미치고 있다. 금번 사태의 영향은 특히 미국 연준에 의해 이루어진 극적인 이자율 인하로 상쇄되어 왔다. 이러한 이자율의 하락은 아래의 〈그림 16〉에 나타나 있다. 미국 연준은 9.11사태 이후 심지어 1% 포인트까지 이자율 인하를 단행했다. 아직 충분한 검토가 이루어지지 않았지만 많은 사람들이 예상하는 것처럼 이번 주내에 다시 2%까지 인하를 단행할 것 같다. 이러한 이자율은 2차 대전 이후 가장 낮은 수준이다. 그리고 이러한 이자율 인하가 잘못된 것은 아니다. 본인은 미국이 통화정책에 있어 거품 이후의 일본을 따를 것으로 생각한다. 경제가 신속하게 회복되지 않는다고 가정할 때, 이러한 거

〈그림 16〉
POLICY INTEREST RATES



폼 이후에 미국이 1% 범위의 이자율을 인하하리라는 것을 쉽게 예상할 수 있을 것이다. 본인의 상황분석을 전제로 할 때, 경제회복이 신속히 이루어지지 않을 가능성이 매우 높다.

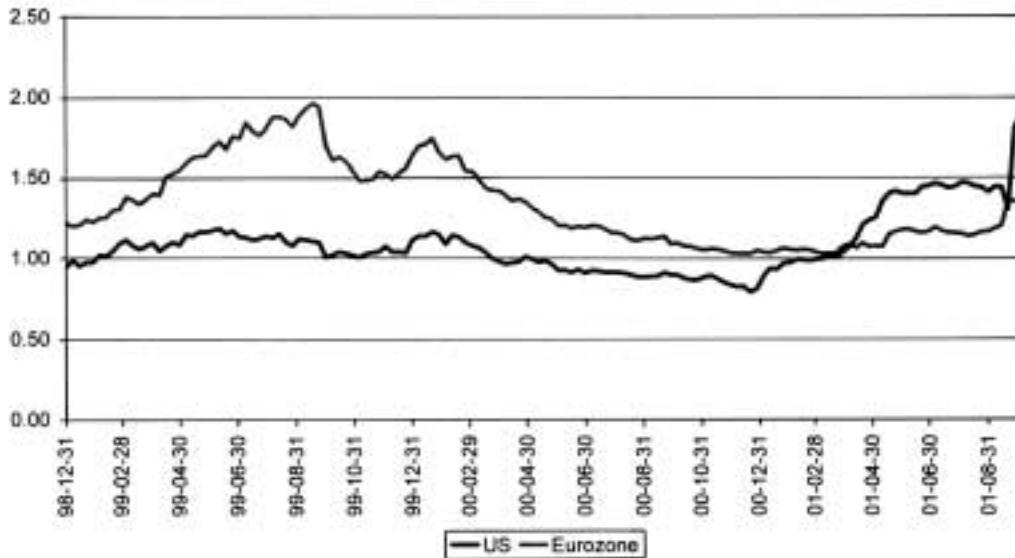
주요국의 중앙은행들은 모두 통화량을 늘려왔다. 아시아시피 일본은 실질금리가 0% 수준이기 때문에 일본에 대해서는 언급하지 않았다. 그러나 일본 이외 국가에서의 통화팽창정책은 훨씬 완만한데 경기침체의 근원이 미국의 조정과정이기 때문이다. 이러한 상황이 미국에서 통화확대가 이루어지도록 만들었다.

매우 기본적인 방식으로, 통화확대를 보는 한가지 방법은 소위 수익률 곡선, 즉 채권수익률과 3개월 이자율과의 비율을 살펴보는 것이다. 〈그림 17〉에서 나타난 것처럼 이 비율은 큰 변화를 보이고 있는데, 이는 채권수익률은 대체로 안정적이지만 단기이자율이 감소했기 때문이다.

미국 연준은 현재 공격적인 통화완화정책을 추진중이다. 문제는 물론 본인이 설명한 거시적 수지균형이라는 관점에서 통화정책이 효과적일수 있는가 하는 점이다. 이와 같은 상황에서 대부분의 경제학자들은 심지어 자본비용이 0% 수준일지라도, 자신의 재산과 실업문제 그리고 경제성장에 대해서 우려하고 있는 일반인들에게 계속해서 차입을 강요할 필요는 없다고 생각한다. 연준 금리가 실제로 그들의 행동에 영향을 미칠 때 사람들은 차입을 지속할 것이다. 그리고 보다 명백한 것은, 단순히 자본비용이 낮다고 해서 투자가 이루어지는 것은 아니라는 것이다. 수요와 성장에 대한 믿음이 요구되는 것이다. 일본의 경우에서 보는 바와 같이 이러한 상황에서의 낮은 자본비용의 효과는 매우 제한적이다. 물론 연준은 이자율 인하 정책을 고수할 것이다.

이자율 인하 정책뿐 아니라 중요한 재정책대 정책이 진행 중이다. 이러한 확대 정책의 규모는 미국

〈그림 17〉
RATIO OF BOND YIELD TO 3-MONTH RATE OF INTEREST



GDP의 2%에 달한다. 수치로 보면 상당한 금액으로 들리지만 현재의 민간부문에 있어서의 저축/투자간 불균형을 해소하기에 2%는 그리 크지 않은 수치이다. 그 정도의 금액은 미국의 민간부문의 조정에 의해 손쉽게 흡수될 수 있다. 유럽지역에서는 자동적인 재정안정책을 허용하려 하기때문에 보다 공격적인 수요창출 정책을 추구하고 있지는 않다. 영국에서는 공공지출 부문에서 대규모 확장정책을 선언했지만, 총체적인 관점에서 큰 영향력을 행사하기에는 그 비중이 너무 미미하다.

대체로 향후 6개월에서 1년간 경기후퇴를 더욱 악화시키리라는 9.11사태의 단기 내지는 중기적 영향은 매우 분명한 것 같다. 유일한 관심은 경기후퇴의 영향을 상쇄시키려는 미 연준과 연방정부의 노력이 경제를 회생시킬 수 있는가 하는 점이다. 솔직히 이 점에 대한 정확한 답은 알 수가 없다. 그러나 역사적으로 이와 유사한 경우를 살펴보면 그다지 고무적이지 못하다. 현재의 상황은 인플레이를 잡기 위해 이자율을 올렸던 이전의 경기순환 사이클과는 다르다. 지금의 상황은 경제위기 이후 아시아 국가들에서 일어났던 과잉투자, 재투자를 위한 수요의 붕괴와 소비의 위축 등과 같은 징후들과 훨씬 더 유사하다. 이러한 상황에서의 통화정책은, 흔히 하는 말로 지푸라기 잡기에 불과한 것이다.

이것이 현재의 상황이다.

하지만 장기적인 관점에서 볼 때는 이러한 상황에 대한 의문들이 생긴다. 첫 번째로 이것이 우리가 받아 들여야 할 현상인가? 본인이 9.11사태에 대해 아주 크게 궁금해 하는 것은, 이 사태가 독립적인 별개의 사건인가 아니면 대재앙의 일련의 과정 중에 있던 것인가 하는 점이다. 만약 독립적 사건이라면 비록 그 결과가 고통스럽고 좌절을 느끼겠지만 세계는 분명 비교적 쉽게 극복할 수 있을 것이다. 반면 일련의

과정 중에 위치해 있다면 우리는 불확실성과 두려움이 훨씬 커진 전혀 다른 세상과 마주하고 있으며, 이는 매우 심각한 사건이 된다. 또 다른 위협이란 얼마나 심각한 것일까? 우리는 생물학 무기, 핵 무기, 엄청난 공포들이 존재해 왔다는 것을 잘 알고 있다. 대부분의 사람들은 9.11사태와 같은 일이 일어날 것이라고는 전혀 생각하지 않았다. 9.11사태는 이미 지나간 일이고, 우리는 9.11과 같은 공격이 특히 미국이나 유럽에서 또 발생할 수 있는 가능성에 대해 스스로 질문해 봐야 한다. 9.11사태가 야기한 매우 중요한 의문은, 이후의 전쟁과정에서 이슬람과 비(非)이슬람과의 관계가 어떻게 전개될 것인가 하는 데 있다. 이슬람 세계의 중심인 페르시아만 지역이 세계에서 가장 중요한 석유 산유지이며 보유지라는 사실을 상각할 필요가 있다. 우리는 이러한 관계가 어떤 결과를 이끌어 낼지 전혀 알 수 없다.

게다가 비교적 서방에 우호적이고, 중립적인 이슬람 국가-특히 사우디 아라비아와 파키스탄-들이 계속 버티면서, 테러리즘을 제압하려는 서방의 노력에 대하여 최소한 암묵적인 혹은 공공연한 지지를 보낼 수 있겠는가 하는 문제도 남아있다. 이슬람권과의 관계악화와는 반대의 효과를 가져온 점도 있기는 한데, 나의 적의 적은 나의 우방이라는 원칙에 근거하여 서방과 중국, 러시아와의 관계개선에 9.11사태가 상당한 영향을 끼쳤다는 것이다. 그리고 이러한 개선효과에 물론 아시아에서의 우리의 우방을 포함한다.

그러나 세계의 불확실성이 매우 크게 증가했다는 것이 사실이다. 우리는 이러한 불확실성에 대한 답을 알 수가 없다. 이러한 상황이 경제에 미치는 결과는 무엇일까? 만약, 9.11사태가 독립된 공격이고 반(反)테러리즘 전쟁이 성공한다면, 우리는 깊고 지속적인 경기후퇴에 직면할 것이며, 그렇지 않을 경우에는 더더욱 깊고 지속적으로 될 것이다. 그러나 우리는 이를 극복할 것이며, 미국 민간부문의 조정이 완료될 때 경제성장은 회복될 것이다.

만약 9.11사태가 하나의 독립된 사건이 아니라면, 결국 전 세계경제의 중심인 미국에서 또다시 사람과 상품의 이동이 위협 받기 시작할 것이며 이는 세계경제의 통합을 불분명하게 만들 것이다. 이러한 상황이 무한정 지속된다면, 미국에서 안보문제가 지배적인 관심사로 등장하는 것은 불가피할 것이다. 본인의 견해로 이러한 상황은 사람과 상품이 국경선을 자유롭게 이동하고자 하는 의지에 영향을 미칠 것이다.

우리가 걸프 유전지대를 안전하게 지킬 수 있을 것인가? 세계경제가 걸프 유전지대에 의존하는 정도는 막대하다. 걸프 지역의 안전에 대한 의문이 적어도 10~15년간은 지속될 것이다. 그렇게 되지 않으려면 적절한 시간 내에 우리는 그 지역을 안정시키거나 대체에너지 자원을 찾는 수단을 가져야 할 것이다.

여기서 본인이 강조하고자 하는 바는, 9.11사태의 직접적인 결과는 명확하지만 우리가 매우 불확실한 상황에 직면해 있고, 이러한 테러리스트의 위협을 억제하지 못한다면 이는 심각한 위협상황이라는 것이다. 지금 시점에서 경제학자로서 솔직히 말할 수 있는 것은 우리가 그러한 위협을 억제할 수 있는지의 여부를 모른다는 것이다.

마지막으로 동아시아에 대해 언급하겠다. 본인이 보기에 동아시아의 성장은 궁극적으로 간접적이고 복잡한 많은 채널을 통한 수출구조에 의존해 왔으며, 이러한 수출에 대한 최종수요로서 미국의 수요가 가장 중요한 역할을 해왔다. 이 점이 가장 중요한 최종수요 원천인 미국의 경기후퇴가 왜 중요한가 하는 이유이다. 경제위기 이후 아시아는 미국의 수요에 더욱 의존하게 되었다. 그러므로 앞서 제시한 바와 같이 중국을 제외하고는 실질적으로 경기후퇴, 또는 아주 심각한 경기후퇴에 빠지지 않은 경제가 없는 동아시아 지역은 불가피하게도 상당한 어려움에 빠져있다. 그래서 미국이라는 연료가 다했다는 것은 매우 심각한 것이다.

아시아는 유럽보다 2~3배나 미국의 수요에 의존적이다. 따라서 GDP대비 대미 수출비율이 유럽보다 약 2~3배 높다는 것이 놀랄 일은 아니다. 미국 경제의 부진에 따라 아시아 경제가 큰 어려움에 직면한 것은 당연한 것이라 하겠다. 게다가 동아시아 경제는 경쟁자인 중국의 부상을 극복해 나가야만 한다. 본인의 생각으로, 중국의 부상이 한국에게는 덜 중요하지만 남아시아 경제에 대해서는 매우 중요한 의미를 지닌다. 궁극적으로 장기적 관점에서 중국의 성장이 계속된다면 모든 아시아 경제의 방향에 영향을 끼칠 것이다. 중국의 성장이 지속될 때, 중국이 아시아에 미치는 영향은 미국이 지배적인 중심점으로서 아메리카 대륙에 미치는 영향처럼 될 것이다.

이러한 상황에 대한 합리적인 결론은 다른 동아시아 국가들이 실질적으로 무한정한 저임금 노동력을 지닌 중국과 경쟁하는 것이 아니라 중국이 창출해 내는 기회를 붙잡기 위해 중국에 호의적인 방식을 찾는 것이라고 여겨진다. 이러한 것은 대부분의 아시아 국가들보다는 한국처럼 비교적 발전된 국가에서 훨씬 수월할 것이다. 대체로 이러한 점에서 일본과 대만은 한국과 거의 유사하다. 중국의 부상에 따라 많은 동남아시아 국가들이 향유하고 있는 경쟁력의 이점이 실질적으로 붕괴되고 있다고 생각된다.

중국에 호의적인 정책을 이루어내면서 시장기회를 성공적으로 확보하는 첫 번째 과제는 물론 시장기반의 내부개혁을 완수하는 일이다. 한국과 같은 발전수준의 국가에 있어서 이 외의 다른 선택은 존재하지 않는다고 여겨진다. 장기적으로는 동아시아 경제 단독의 무역 및 통화 협정을 고려해 보는 것이 바람직할지도 모른다. 본인은 정치적으로 실천가능성이 없다고 생각하지만, 현재 동아시아 국가에서 논의되고 있는 바에 대해서는 관심이 있다. 현 시점에서 다른 아시아 국가들이 중국에 대응하기 위한 최선의 방법은 WTO나 다른 국제기구를 통해서 부상하는 중국의 힘을 견제할 수 있는 미국과 같은 주요 국가들의 힘을 이용하는 것이라고 생각된다.

결론을 내려보도록 하겠다. 본인은 현재의 우려하고 있는 상황에 대한 이유들에 대해 많은 이야기를 했다. 그러나 9.11사태의 결과를 잘 처리할 수 있다면 근본적인 성장엔진은 낙관적이라는 것을 여러분에게 상기시키고 싶다. 물론 이것은 1929년에도 마찬가지였다. 우리는 여전히 현재의 우리 상황을 관리해야만 하며, 그리고 불가피하다고 생각되는 미국의 경제조정과 9.11 사태에 따른 내년 및 향후 2~3년 간의 대규모 조정국면을 어떻게 극복해 나갈 것인가를 관리해야만 한다. 우리는 신기술을 가지고 있으며 세계

화와 통합의 선상에 있다. 이러한 모든 과정들은 비교적 힘을 가지고 있는 것으로 보인다. 그러나 우리는 매우 강력한 단기적인 반격을 받은 상황이기도 하다. 9.11이전에 경착륙이 진행 중이었고, 미국은 실질적인 후퇴에 들어서 있었다는 것을 상기해 주기 바란다. 9.11사태는 이러한 상황을 분명히 악화시켰고 지금은 단순히 거대한 불확실성이 존재한다.

그럼에도 불구하고 동아시아 국가들에게 다른 선택은 없으며 더욱 경쟁력 있고, 보다 유연하고 시장지향적으로 변해야 한다. 세계는 결코 안이한 장소가 아니라는 점이 이 지역이 헤쳐나갈 유일한 기반인 것 같다. 만일 2~3년 동안에 세계가 제 자리를 되찾게 될 것이라는 - 미국이 원상태로 돌아와 일본이 겪었던 과정을 반복하지 않고, 정책이 보다 적극적으로 이루어질 것이라는 - 본인의 믿음이 옳다면, 장기적 관점에서 기회들이 올 것으로 생각된다.

질 의 · 응 답

[질 문] 귀하가 제시한 도표 중 본인이 가장 관심이 있었던 것은 미국의 GDP대비 주식 시장가치의 비율이 수 차례 상승한 사실이다. 최근 몇 차례의 중대한 조정이 있었음에도 불구하고 여전히 그 비율은 상승을 시작하기 전보다 실제로 약 4배나 높다는 것이다. 부분적으로는 그것이 신(新)경제나 생산성의 획득에 의한 것으로 설명될 수 있을 것이다. 귀하의 견해로는 그 4배의 비율중에 신경제 요인은 대략 얼마나 되며, 기타의 요인에 의한 비율이 얼마나 된다고 보는가?

[답 변] 핵심적인 질문에 감사드린다.

본인은 이러한 질문들(단지 방향만을 말한다)을 받으면, 그 해답을 안다면 훨씬 부자가 되어 있을 것이라고 말하는 것으로 대답을 대신하곤 한다. 다만 이러한 상황에서 본인이 위안으로 삼는 것은 본인의 언급이 약간은 소탈하면서도 재미있지만, 근본적으로는 워렌 버핏(Warren Buffet)의 방식과 동일하다는 것이다. 그는 이런 방식으로 여러 번에 걸쳐서 시장 상태에 대한 견해를 피력한 바 있다.

하지만 두 세가지 언급할 부분이 있다. 첫 번째로, 본인은 일본과 비교하고자 했기 때문에 보다 장기적 시각에서의 검토는 하지 않았다는 것을 전제로, 1980년대에는 최소한 대부분의 시계열적 수단에 의해 미국의 주식시장을 평가해도 분명히 저평가되었다는 점을 강조할 가치는 있다. 귀하가 미국시장에 대해서 역사적 기준을 구하여 진정한 가치(역사적 기준들에 의하며, 변화에 대한 합리적인 이유가 있는)를 나타낸다면, 그 가치는 GDP의 약 60% 정도일 것이다. 그리고 그 가치가 최고에 달했을 때 역사적 평균의 약 2.5배를 상회했다. 다른 방법에 의한 평가로는 3배가 될 수도 있으나 여기에서는 2~2.5배라고 하자. 기본적으로 대략 절반정도의 조정이 이루어 졌다고 한다면 이를 기초로 다시 약 35~40% 하락해야 시계열 기준으로 가게 된다.

이것은 또 다른 주기적 조정기준인 주가수익비율(PER: Price-Earning Rate)에도 적용된다. 이는 다시 19세기 후반으로 되돌아가 적용해 볼 수도 있다. 어쨌든 현재의 수준은 1929년보다는 낮다

는 점에서는 고무적이기는 하나 실질적으로 보았을 때는 그다지 낮다고 볼 수도 없다.

현재 마이크로소프트(Microsoft)는 진정한 의미에서의 독점이다. 그러나 진정한 의미에서의 독점은 신경제에서 찾아보기 어렵다. 모든 기업이 마이크로소프트로 흡수되는 것은 아니다. 그러나 많은 통신업체들은 그들 자신이 마이크로소프트라고 생각했으며, 지금 그렇게 보고 있다. 따라서 본인의 견해로는 그들의 현상황에서 이익분배나 GDP가 성장할 이유가 없다고 본다. 성장률의 측면에서 1980년 대와 비교할 때, 미국 경제가 연간 0.5% 포인트 또는 더 빠른 속도의 성장률을 보였다는 증거가 있다고는 하지만 그것이 지금의 평가를 정당화 하기에는 미흡하다고 본다.

그렇다면 장기적으로 현재의 가치평가가 지속되어야 할 또 다른 이유를 찾아야 한다. 그리고 본인은 두드러진 주식시장의 반등이 경기회복에 대한 잘못된 기대감에 기인하며, 더 중요하게는 돈이 풀렸기 때문으로 본다. 돈이 풀렸을 때 주식을 매입하게 마련이다. 그러나 돈이 풀렸다는 것이 지속적인 경기회복이라고 생각하지는 않으며 장기적으로 시장에는 역사적 평균이 적용될 것이다. 비록 현재 절반 정도의 조정과정이 진행되고 있다고 하더라도, 시장은 현재의 수준보다 강해지기보다는 약해지기가 더 쉽다.

[질문] 세 가지 질문이 있다. 귀하의 명성 때문에 여성들이 남성들보다는 귀하의 저서를 더 많이 읽고 있는가? 두 번째로 귀하는 소위 아시아 경제공동체, 즉 아시아 연합이 얼마나 빨리 실현될 것으로 보는가? 그리고 마지막으로 이 아시아 경제공동체의 멤버로 어떤 국가들이 참여할 것으로 보는가? 인도와 북한이 포함될 것으로 보는가? 그리고 그들은 이러한 연합에 참여할 자격과 준비가 되었다고 보는가?

[답변] 첫 번째 질문에 대해서는 그냥 넘어가고 싶지만, 한마디 언급한다면 본인도 이해하지 못하는 이유로 훨씬 많은 남성들이 여성들보다 경제학에 관심을 갖고 있다는 점이다. 이는 무척 안타까운 현상으로 이러한 현상에 대해 만족해 하는 사람들의 문제라고 보는데, 대체로 이러한 사람들은 남성들이 대부분이다.

두 번째 질문에 대해서 본인은 아시아의 자유무역지대에 대해 항상 회의적인 시각을 가져왔으며 거기에는 두 가지의 이유가 있다. 첫째, 일본과 한국의 농업분야에 있어서의 자유화를 기대해야 한다는 점이다. 그러나 보다 근본적으로는 효과적인 무역지대가 형성되기 위해서는 두 가지 조건이 요구된다고 여겨지기 때문이다. 우선 통합을 원하는 나라들 부근에 지배적인 나라가 있어야 된다. 왜냐 하면 그 나라가 그들에게는 가장 중요한 시장이며 그들은 그 중요한 시장으로의 접근조건이 안정되기를 원하기 때문이다. 그러한 나라는 NAFTA를 견인하는 힘이 되었으며 현재의 NAFTA의 배경이 될 것이다. 그렇지 않으면, 정치적 이유 뿐 아니라 경제적 이유에 대해 상호의존도를 인식하고, 한 나라가 다른 나라 전부를 완전히 지배할 우려가 없는 유사한 규모의 나라들이 많아야 된다. 유럽이 이러한 경우에 해당한다.

아시아의 경우 문제점은 둘 중 어느 하나의 조건도 적용되지 않는다는 데 있다. 아시아에는 상

호 불신감이 깊은 두개의 거대한 지역세력이 있으며, 이 지역 외에 실질적으로 거대한 지역세력인 제3의 세력이 있다. 이와 같은 결과는 이러한 나라들이 세계적 관점보다는 지역적 관점에서 자유화 정책들을 추구하는 것이 더 수월하게 이루어져왔다는 것을 의미했던 것으로 보인다. 이러한 점은 ASEAN도 마찬가지인데, 본인의 견해로 ASEAN은 정치적 실체와는 대조적으로 경제적 실체로서는 아주 부적절하다. ASEAN의 무역효과는 정치적 의미에 비해 훨씬 중요하지 않다고 하겠다.

따라서 완곡하게 본인의 의견을 제시해 보면, 아시아 경제공동체(Asian Economic Community)를 만들어낸다는 것은 아주 훌륭하지만, 완전한 제3자의 시각에서 볼 때 아시아 지역 국가들이 이를 실현하는 것에 대해서는 회의적이라고 언급할 수밖에 없다.

NAFTA에도 마찬가지로 적용되는 또 다른 한 가지 요인을 첨언해야겠다. 그것은 이해당사국들 사이의 엄청난 (경제적) 격차이다. 또 이미 다른 국가들이 경쟁적 이점을 갖고 있는 분야에서 많은 국가들이 자국 산업을 발전시키고자 한다는 점이 이러한 일을 매우 어렵게 만드는 것이다. 멕시코 같은 경우는 이미 이러한 희망을 포기한 상태이다. 이것은 매우 중요한 문제다. 아시아 국가들이 이미 그러한 상황인지는 확실하지 않다. 이러한 이유로 본인은 아시아의 통합에 대해 더욱 회의적이라는 말을 해야겠다. 그리고 어떤 결정을 내리건 아시아 국가들은 글로벌 시스템 특히 WTO가 그들에게 커다란 이익을 가져다 주었으며, 그들이 현재에도 그 안에서 지속적으로 활동하고 있고 또 과거보다 훨씬 더 큰 역할을 할 수도 있다는 점을 잊지 않기 바란다. 여하튼, 한국을 비롯한 아시아 국가들이 GATT(지금은 WTO)에서 더욱 적극적인 역할을 해야 한다고 본인이 약 7~8년 전에 하였던 세계경제연구원에서의 강연은 상당한 부담이었다. 지금까지도 이러한 사례가 없고, WTO의 발전방향에 대한 논의가 미국과 유럽에 의해 지배되어 왔다는 것은 유감스럽다. 지역적 협력 때문에 아시아 국가가 가지고 있는 거대한 이해관계에서 눈을 돌리는 일이 없기를 바란다.

[질문] 시가총액/GDP의 비교분석은 유익하지만 경제전반의 심층을 분석하는 데에는 한계가 있다. 만약 경제 내에 상장기업의 수가 점점 증가한다면 GDP 변동 없이 시가총액이 증가할 수도 있다. 공개시장에 참여하는 기업의 숫자가 단순하게 더 많아지는 것이다. 본인은 원초적인 의미에서 시가총액이 아닌 주가지수를 이용하여 1940년대 미국 증시를 분석한 적이 있으며, 그 결과 미국 증시에 관해 좀더 낙관적인 결론을 도출하였다. 완전히 다른 문제이지만, 이것은 그 당시 꽤 긍정적인 평가를 받았다. 본인은 한국에 있는 많은 사람들이 이 논문을 읽었을 것으로 생각한다. 그러나 본인은 미국에서 주식시장에 참여하는 기업이 엄청나게 증가해왔다는 것을 인식하는 것이 중요하다고 생각하며, 이러한 기업들의 증가가 이와 같은 비교분석을 왜곡하는 경향이 있다. 귀하에게 하고 싶은 두 번째 질문은 폭 넓은 이번 강연에서 귀하가 간과한 중요한 주제로, 세계적으로 마찰을 보이고 있다고 생각되는 환율 문제이다. 이는 가장 큰 부분으로 불필요한 불확실성과 위험을 야기하고 있다. 이에 대한 귀하의 견해는 무엇이며, 이 문제가 진전을 이루도록 하는 건설한 방향은 무엇인가?

[답 변] 우선 첫 번째 항목부터 답변을 하겠다. 분명히 귀하가 옳다. 일반적으로는 주가지수의 분석이 효과적이다. 본인이 보기에 그러한 분석은 미국보다는 유럽지역의 경우에 더 효과적이다. 왜냐하면 지금까지는 유럽지역이 큰 변동성을 보여주었기 때문이다. 그러나 미국에서의 거의 모든 GDP대 시가총액의 증가가 1994년부터 1999년 사이, 그리고 2000년 초에 이르기까지 5년 동안에 발생하였다는 점이 중요하다. 그 기간 동안 P/E 비율 (Price-Earning Ratio), Q비율(Q Ratio) 등 여러 가지 지표들의 상승률을 분석해보면 주가지수 상승보다 훨씬 더 크다는 것을 알 수 있다. 이것은 아주 단기간 동안 발생한 것이다. 이러한 면을 볼 때 본인의 분석이 주가지수분석보다 현실을 왜곡시킨다고 생각되지는 않는다. 신경제로 인한 기간이 유일한 예외적인 경우였다. 그러나 무엇보다 마이크로소프트, 시스코(Cisco) 등과 같이 현재 시가총액이 매우 높은 기업들이 1994년 이전에는 그렇지 못했다는 점을 지적하고 싶다.

다음으로, 환율문제는 귀하가 언급한 것처럼 광범위한 주제이기 때문에 다루지 못했다. 우선 두 가지 질문이 있다. 이 두 가지 질문은 아주 밀접하지만 동일한 것은 아니다. 첫 번째는 G3 국가/지역들(미국, 일본, 유럽)의 관계에 관한 것이다. 왜냐하면 여타 국가들에게 영향을 미치는 대부분의 문제들은 G3 국가들 사이의 움직임에서 파생되는 것이기 때문이다. 두 번째는 이들 G3 국가/지역 사이에서 일어나는 일들은 무엇이며, 특히 환율부문에서 여타 국가의 최적의 정책은 무엇인가 하는 것이다. 우선 첫 번째 질문에 대한 답이 필요하다. 왜냐하면 현재 G3국가간의 관계가 향후 정책을 규정하기 때문이다. 이제 그 이유를 설명하겠다.

본인의 관점에서 이것은 무척 단순하다. 본인은 지난 25년 동안 이러한 문제를 관찰해 왔다. 지난 1971년부터 G3국가들이 운용해 왔던 환율제도는 기본적으로 관리변동환율제도였다. 이들 국가가 이러한 환율제도를 수행하고 있는 이유는 간단하다. 만약 한 국가가 타겟 존(target zone)이나 목표환율을 정하는 관리변동환율제도를 채택하고 있다면, 환율이 이러한 한계점에 도달할 경우 환율정책은 통화정책과 수반되어야 함을 의미한다. 통화의 증감 없는 단순 환율개입은 한계가 있고 비효율적이기 때문이다. 이른바 비중화(unsterilized) 개입이 요구되는 것이다. 이러한 정책은 무한대로 수행하기 어렵고 다른 국가와의 지원과 도움이 필요하다.

그러나 G3국가 간에는 이러한 정책공조가 준비되어 있지 않은 상황이다. 일본은 이러한 정책을 취하고 싶지만 미국과 유럽은 그렇게 할 의지도 준비도 없다. 미국 연준이 효과적으로 “환율방어를 위하여 국내 경제상황에 상관하지 않고 통화를 늘이거나 줄일 것이다.”라고 하는 것은 불가능하다. 미국 연준이 그렇게 할 이유가 없고, 지금까지 그러하였다. 유럽지역도 마찬가지이다. 그러므로 G3간의 변동환율제도는 앞으로도 지속될 것으로 생각된다.

만약 그러한 경우, 이러한 정책전망은 신흥시장 국가에 대해 무척 중요한 함축성을 갖는다. 이러한 신흥시장 국가들은 크게 두 범주 중 하나에 속하는데, 즉 이들은 G3 국가들 중 어느 나라와의 무역, 투자 등에서 우위를 점하기 위해 고유한 기축통화를 갖는다. 멕시코의 경우 기축통화는 미국 달러이고, 에스토니아의 경우에는 유로화이다. 만약 멕시코가 커런시 보드(currency board)제도로 전환한다면 충분히 가능하리라 생각된다. 멕시코가 환율제도를 전환할 필요는 없지만 그렇게 될 경우 멕시코는 투명한 위치에 있게 될 것이다. 이는 캐나다처럼 미국과 거의 모

든 무역을 하는 나라에게도 그러하며, 유럽지역에서 무역을 하는 유럽국가들에게도 마찬가지이다.

이러한 이유로 1997년 외환위기 이후 아시아 지역 국가들의 고정환율제도가 붕괴되었다. 만약 중국 위안화가 변동된다면 이들 지역 국가들은 엔, 달러에 이어 위안화의 영향을 크게 받을 것이다. 달러와 엔화의 가치가 반대방향으로 움직인다면 이들 국가들의 수출품 가격경쟁력에 주는 영향은 상당할 것이고, 환율을 한 국가에 고정시키는 것은 무척 위험할 것이다. 이러한 상황에서 현명한 정책은 변동환율제도의 채택이라고 생각된다. 유일한 예외가 자국 환율을 미국 달러에 고정시킨 홍콩인데, 이 경우의 자국의 명목물가가 크게 변동하게 된다. 만약 경직된 달러 고정제도를 채택하면서 자국 물가변동도 관리하는 경우의 폐해는 아르헨티나를 보면 설명이 된다. 아르헨티나는 지금 4년째 경기침체를 겪고 있는데 그 끝이 보이지 않는다. 따라서 본인의 견해로는 G3국가들이 변동환율제도를 유지할 것이기 때문에, 고유한 기축통화를 가지고 있지 않은 대부분의 나라들에게는 변동환율제도를 채택하는 것이 현명한 일이며, 고유한 기축통화를 가지고 있는 나라들은 무역량에서는 유리하지만 G3 국가들 중 한 나라의 경제상황에 지배를 받게 된다는 것이다.

본인은 반미주의자로 유명한 말레이시아의 마하티르(Mahatir)대통령이 꾸준히 달러 고정제도를 유지해온 것이 항상 이상하다고 생각해왔다.

[질문] 한국의 경우에는 멕시코와는 달리 3개의 기축통화 중 하나도 완벽하게 보유할 수 없다. 귀하는 여러 가지 방식을 제시하였지만 충분하지는 않다.

[답변] 한국 같은 경우 그렇게 간단한 법칙이 있는 것이 아니다. 이러한 문제는 한국이 인식하게 될 경우 해결될 수 있을 것으로 생각된다.

[질문] 역사적 경험에서 볼 때, 이를 이행할 능력이 있는 올바른 정치적 리더십이 없을 경우 아무리 좋은 정책도 효과를 발휘하기 힘들다. 이러한 관점에서 볼 때 미국과 일본의 정치적 리더십에 대한 귀하의 평가를 듣고 싶다.

[답변] 본인은 이미 미국의 경착륙 논의 이전부터 많은 기고들을 통해 미국 경제에서 지금 진행되고 있는 일들이 발생할 것이라고 언급해왔다. 본인은 앨런 그린스펀(Alan Greenspan) 미국 연준 의장이 현재의 미국 경제 상황에 대하여 전부는 아닐지라도 일말의 책임이 있다고 생각한다. 2001년에 결정된 정책 때문이 아니라 그 이전에 미국 연준이 행한 정책 때문이다. 특히, 1999년 미국의 통화정책은 지나치게 완화되었다. 이는 결과론적으로 하는 말이 아니라 그 당시에 언급을 했었다. 그 결과는 당시 호황에서 과열로 치달던 미국경제에 기름을 붓는 격이었다. 일련의 상황은 2000년 통화팽창에서 극명하게 드러났으며, 2000년 초반부터 기술부문의 거품은 건잡을 수 없는 상황에 이르렀다. 본인의 생각으로, 2000년의 주식시장 거품은 지난 300년 동안 시장에 준가

장 큰 충격이었으며 P/E 비율의 급격한 상승이 이를 반증한다고 본다. 이런 점에서 그린스펀 의장은 이에 대해 일부 비난을 받을 만 하다.

경기침체의 위험이 있는 상황임에도 불구하고 그린스펀 의장은 계속해서 매우 유연하고 정열적인 자세를 취해왔으며 인상적으로 신속하게 대응해 왔다. 그러는 동안, 그는 일본에서 벌어지는 상황에 많은 영향을 받았다. 그들이 공식적으로 어떻게 논평을 하던 간에 그들은 일본에서 벌어지는 상황이 주는 교훈과 경고를 알고 있었고, 그것에 대하여 우려하고 있었다. 본인은 미국 연준이 잘 할 것으로 생각한다. 재정적 측면에 대해서는, 미국 정책입안자들이 재정을 크게 확대시키는 방향으로 결정하리라 생각된다. 공화당원들의 사상적 성향으로 인해 앞으로 일어날 재정정책의 변화가 장/단기 양쪽 모두의 관점에서 매우 비효율적일 것이라는 것이 본인의 느낌이다. 하지만 재정확대가 이루어질 것이다. 그러나 본인은 미국 정책입안자들이 이를 극복하는데 필요한 유연성을 보일 것이라고 본다. 그리고 더 중요하게는 일본에 비해 급속하게 증가하는 인구로 인한 국가의 기본적인 역동성, 이러한 역동성과 연계된 많은 투자기회, 기술적 리더십, 부동산 가격 거품의 부재(不在), 이 모든 것들로 인해 향후 몇 년에 걸쳐 조정이 이루어질 것으로 생각되며, 장기적인 경기침체나 일본과 경우가 나타나지 않을 것이다.

안타깝지만, 일본의 경우에는 지난 10년간 경제가 방향을 잃고 표류하고 있었다. 일본은 그들이 직면하고 있는 위기에 대처할 일관되고 응집력 있는 일련의 정책들을 수행하지 못했다. 현재에도 그렇다고 여겨진다. 이러한 이유로 일본이 현재의 난관을 극복할 수 있는가에 대해서 본인은 매우 비관적이다. 현재 일본은 가장 큰 어려움에 처해 있다. 거품붕괴 이후 11년 동안 4번째의 경기후퇴를 겪고 있는 중이다. 하지만 일본의 정책 설명에도 불구하고 아직까지 근본적인 변화가 없다. 일본이 위기에 대처함에 있어서 가장 어려운 점은 현 상황을 극복하기 위하여 여러 가지 어려운 일들을 동시에 수행하여야 한다는 점이다. 모두가 다 어려운 여러 가지 일들을 동시에 한다는 것은 극히 힘든 일이며, 일본이 현재 이것을 이루어낼 것으로는 보이지는 않는다.

Globalization and Korea: Opportunities, Backlash and Challenges*

Martin Wolf

Introduction

It's a great pleasure to be here. I am stunned and shocked by the number of people who are up this early to listen to a presentation on a subject so grim. All I can say is if people are prepared to get up at 5:30 a.m. or 6:00 a.m. to struggle here in order to listen to something like this, then nothing can possibly go wrong with the Korean economy because the workaholic ethic for which Korea is famous is clearly very alive and well.

I have put together a presentation which really focuses on the world, not on Korea. I don't regard anything I could say on Korea as being particularly useful, but toward the end of the presentation I have some thoughts which bear a little bit on this.

Now let me just tell you roughly what I'm going to try to cover. I will cover, first of all, what I consider to be the long run economic opportunities that we have. I'd like to give a little light in the gloom, and there's going to be a fair amount of gloom in this presentation covering the next few years. So I'd like to give you some light. Then I'm going to discuss what was already happening - the dangers, the risks - before Sept. 11. I think we have to remember, and I'm going to explain why, that the world was effectively in recession before Sept. 11 ever happened. Then I'll discuss the situation after Sept. 11. Partly the short term repercussions, but also I will risk some speculations - and they can be no more than speculations - about the longer term implications of this tragic event. Then I'll talk very briefly of where I feel East Asia fits into all this, and there, in that context, I will talk about the position of Korea itself. And finally a brief epilogue.

So let me just start, if I may, with what I consider the longer run opportunities for the world as a whole. There are three determinants of long run economic growth in the world. The first determinant is the rate of productivity growth at the frontier: how fast productivity - new ideas, new innovations, inventions - improves in the frontier of the world economy. For the last century,

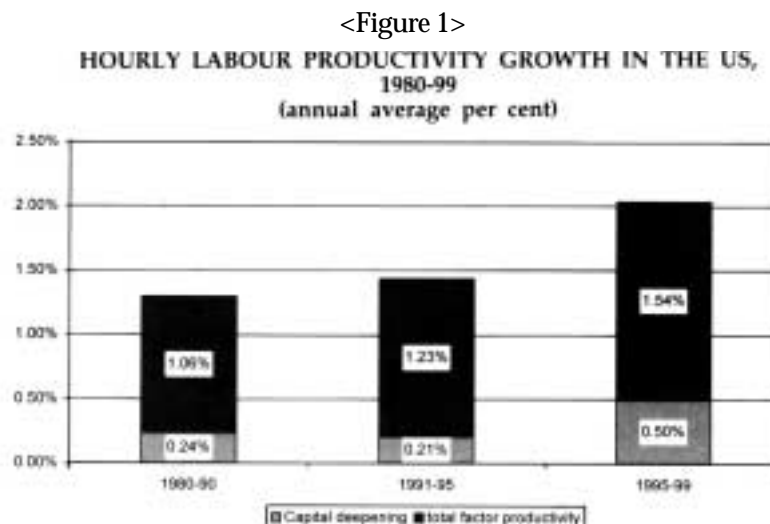
* A presentation at the Distinguished Lecture Forum on November 11, 2001

in fact most likely more than a century, that frontier has been the U.S. economy. That, clearly, continues to be the case and I think it is one of the safest bets that it will continue to be the case for the balance of our careers, quite possibly for those of our children. But certainly for the balance of our careers. The New Economy is the core idea here if we're talking about the rate of productivity growth.

The second driver is globalization: international economic integration. All periods of rapid economic growth in the world since the beginning of the Industrial Revolution two centuries ago have been driven by international economic integration. There has been no exception to that. The only period when the world was dis-integrating was the period between the wars, the two great wars, which was the worse period for the economy in the last two centuries.

The third element of growth is convergence, or catch up: the process whereby countries that have had relatively low levels of productivity in output catch up on the frontier. These are the three drivers of world economic growth. I'm going to go very briefly through these three elements and discuss, because these are long run, what they might mean for us.

First, the New Economy. We have big questions - particularly now with the great tech crash and the decline in investments - about the implications of the New Economy. Was it real? Was it important? And if it was, will it spread? My own view on these is that it was real, it was important and it will spread. But how big will the impact of the set of technologies which we relate to the idea of the New Economy, fundamentally information and communications technology, be? We won't really know until we get into the next cycle. But this is what we can say happened in the last one. Figure 1 is a picture of the hourly labour productivity growth - the growth of productivity -



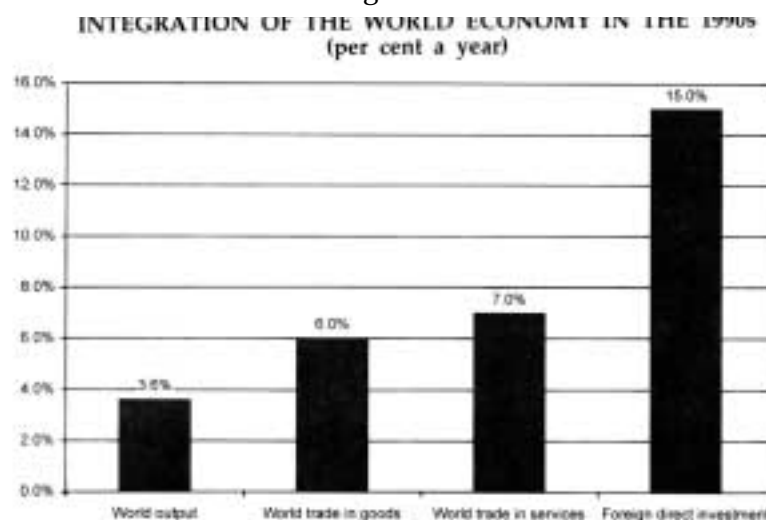
in the U.S., the frontier economy, over the last 20 years, broken down into the '80s, the early '90s and the second half of the '90s.

You will see that hourly productivity growth trend improved by about half a percentage point per year in the second half of the '90s. Now half a percentage point per year may not sound very much but for the world as a whole that's a very, very significant improvement. Cumulated over ten years, this amounts to a rise in the frontier productivity of more than 5 percentage points; more than 5 percent. How much of that will last as we get into the next cycle, we don't know. But quite a bit of that seems to be driven by what economists call total factor productivity, which is the upper block in the figure above. Total factor productivity is that part of the productivity improvement not explained by simple investment. So it seems to me plausible in these pictures to assume that there has been some improvement - we don't know how much - but some improvement in the rate of growth of productivity.

The second element I said was globalization. Trade, FDI and portfolio capital flows were all incredibly dynamic in the '90s. Again, we know that in 2001 the picture is very different, but that's quite normal in a recession year. It's happened before. But we should remember that in the period of the '90s as a whole, the volume of trade in goods, trade in services and foreign direct investment all grew much faster than world output.

All these have been characteristics of the world economy since the '50s, increasingly widely shared. Until very recently, that is until 2000; this engine of growth integration seems to be as powerful as ever before. The '90s were quite exceptional in the dynamism of international

<Figure 2>



economic integration.

The second element looks good. There's a very good chance there will be an agreement in Doha to start a new round. Given the context, political and economic, this would be a remarkably important indication that the integration process, the underlying policy drivers and the technological drivers of the integration process, is intact.

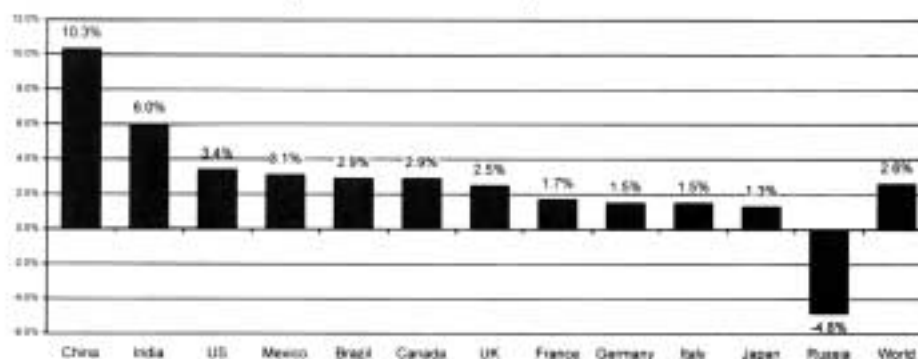
The third element is convergence, the rate of catch-up, and the importance of the economies that are catching up on the frontier. If you think about economic growth of the last two centuries, the United Kingdom started modern growth, sustained growth, in the first half of the 19th century. There was then a catch-up process in Western Europe and above all in the United States in the second half of the 19th century, in the beginning of the 20th. The inter-war period was a very poor period, as you all know. In the post-war period, the great catch-up was Japan of course, and then countries like your own, Taiwan, Hong Kong and Singapore, spread throughout East Asia.

What sort of convergence catch-up process are we looking at now? Who will converge? What difference would it make? What I've done here is taken a chart in which I've taken the 12 largest economies in the world using the World Bank and IMF definitions, based on so-called purchasing power parity. (See Figure 3.) That measures GDPs to have some roughly comparable way of measuring the GDPs of countries with very different relative prices by valuing them at a common set of prices. We can discuss whether that is an accurate method, but these are the 12 largest economies. I apologize that Korea is the thirteenth. It should have been there. Korea's growth performance would put it right next to India.

The reason I put these as the biggest is that they drive the total picture. The important point

<Figure 3>

AVERAGE ANNUAL ECONOMIC GROWTH, 1990-2000
(top twelve countries, by GNP at PPP)



about this picture is that the three largest countries, with the largest populations in the world, were also the three fastest growing of these countries in the '90s: China, of course, India and the United States.

The growth of China is, as you all know, the most important global economic event of the last twenty years in terms of its long run implications if sustained. Again, the same is true with India's improvement in growth. That improvement can again be built upon in the coming decade, on which there are certainly questions.

The important thing of course about China and India, compared with all previous catch-up countries, is their size. Together they make up nearly 40% of the world's population. They are essentially countries with unlimited labour forces. China's population is larger than that of all current high-income countries together. The same is true for India. So the catch-up process, if it has really caught in these countries, is a world-transforming event. My own view is the only comparable event in economic history of the last two centuries has been the rise of the United States.

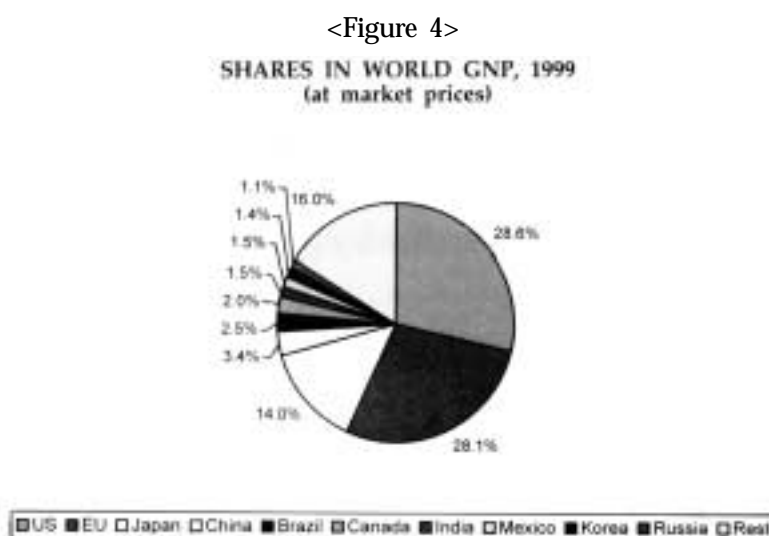
They grew faster than the rest of the world and if this would be sustained over next twenty years, particularly China's growth - and certainly as far as labour resources are concerned, there are other resource problems if sustainable - then this will clearly transform the world and it would make the world grow faster because their economy will have a bigger weight in the world and would therefore generate faster growth in the world exactly as U.S. growth in the late 19th century made the world grow faster.

So those are my long-run optimistic stories about dynamism in the world. These huge adjustments implied by these changes, huge adjustment implied by the new technology and productivity growth, by trade, the trade integration and FDI integration and the catch-up process. But these are fundamental sources of dynamism. Provided these basic engines continue to operate, I suppose we can be moderately to reasonably optimistic about long-run prospects.

But first we have to get there. And we are, in my view, going to be in very considerable difficulties for some time. We are going through a cycle which could turn out to be the most comprehensive global downturn since the war, and it is certainly a very significant downturning process.

To discuss this, I will start by explaining why I am focusing on the particular economies I focus upon. Who matters, from the point of view of demand - and recessions are about demand - who matters in the world? Then I'll talk about the gathering world recession and focus, above all, of the forces behind the recession. Remember, that in this section I am talking about what was in place before Sept. 11. What happened after Sept. 11 is another story.

I am going to talk about the risks created by the U.S. recession, as a focal element, and that is for a very simple reason. If we look at shares in world GNP, which is the same as world demand, in nominal terms because we're talking about actual money purchasing power, 29% of the world economy is the U.S., 28% of the world economy is the EU, 14% is Japan - I have got Korea in there, it's 1.5% - immediately after these come China at 3.4% and the other countries are indicated below. (See Figure 4.)



The crucial point, however, is that the U.S., the EU and Japan generate very nearly three quarters of the world's economy in market prices. Correspondingly they generate three quarter of world money demand at market prices, again, that is real demand. So in this presentation, since I don't have limitless time, I am going to focus on these three economies, and particularly I'm going to focus on the U.S.

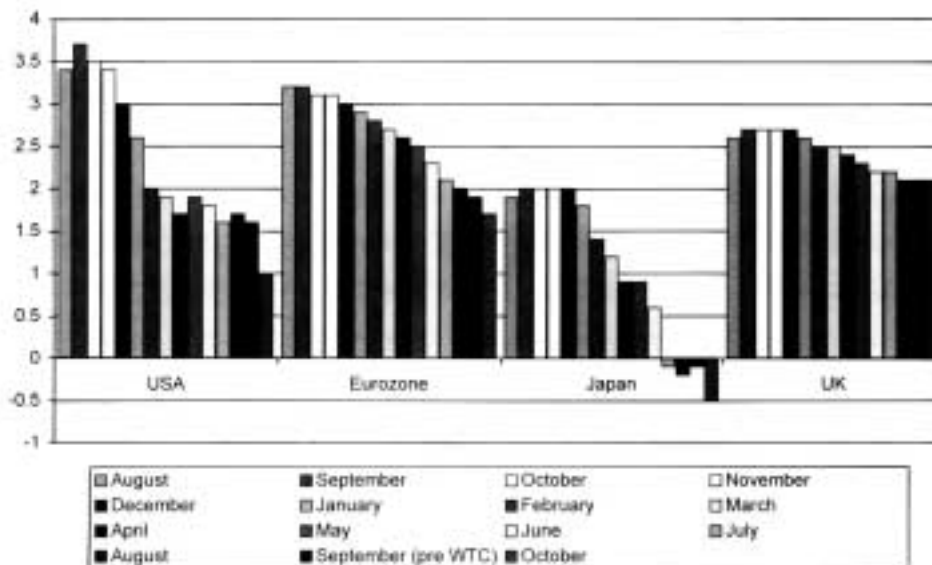
I'm going to focus on the U.S. not only because it's the biggest economy in the world, but also because in the last five years or so, particularly during and after the emerging market crisis of 1997 and 1998, the U.S. generated an enormous part of incremental world demand. Very roughly, the U.S. generated 40% of incremental GDP growth and about 45% of incremental global demand

growth - that is nearly half of incremental global demand growth - over the five years up to the recession in 2001. So we can safely say that as far as demand was concerned, the U.S. was the engine of the entire global system in the second half of the 1990s.

To put it another way, U.S. imports amount to 6% of the rest of the world's GDP. A significant decline in U.S. imports - and this has been much more important for quite a number of countries, particularly in this region, which are very dependent on technology exports to the U.S. - is a very significant shock. That's essentially what's been happening. In Figure 5, I show how completely the view people had about what would happen this year has been transformed in the course of the year. There has been a massive change, shift, in people's expectations.

<Figure 5>

DECLINE IN CONSENSUS FORECAST FOR 2001
(GDP growth per cent)

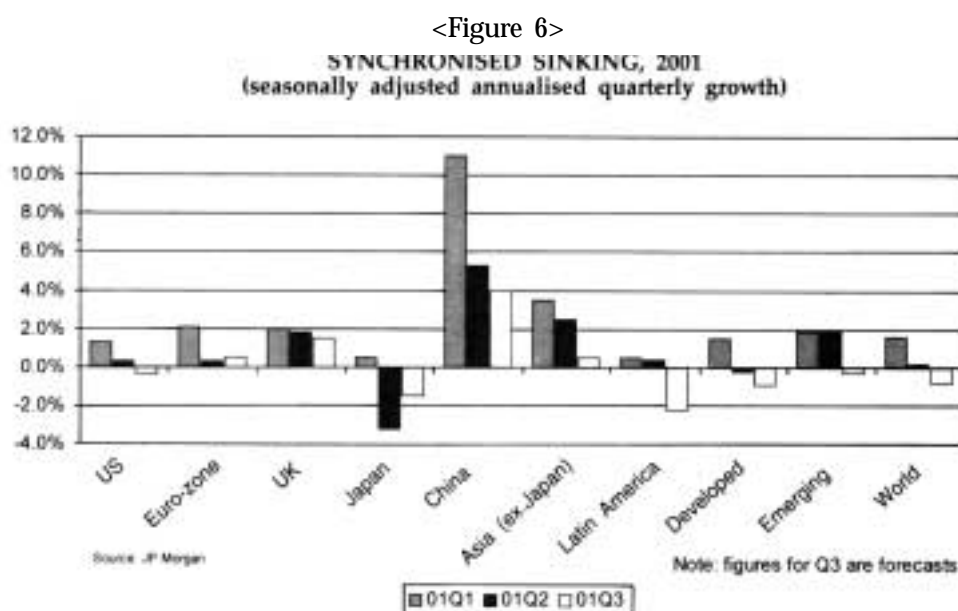


People were far too optimistic at the end of last year. Remember that last August the consensus of forecasts for the United States - the consensus of professional forecasters - was that this year it would grow at 3.6%. By the beginning of this year, this was already down to about 1.7%. Just before Sept. 11, it was running at about 1.5. This was a decline over one year of 2 percentage points in expected growth rate.

But this was not only true of the U.S. As U.S. performance deteriorated, expectations deteriorated about every significant economy in the world. The Eurozone every single month has seen a decline in forecasts, a greater gloom about the prospects for this year. Again, the decline in

the Eurozone was nearly one and a half percentage points before Sept. 11. Interestingly, in the case of Japan, the deterioration in confidence was as big as in the U.S. but from a lower base, so that initially a year ago people expected the economy would grow at 2%. Not, now before Sept. 11, which is just before the last bar, it was expected to shrink. So there's been a massive, massive over-confidence about what was going to happen this year even before Sept. 11. I will try to explain why that happened, and what had been driving it.

Let's look briefly at what this had meant for the economies around the world - where are we now? In Figure 6, I'm looking at the major economies of the world, the quarterly growth rates, through this year at an annualized rate. You will see that with the exception of China, which is also the main driver of Asia excluding Japan, there is no significant economy which in the second and third quarter has been growing significantly.



The U.S. was stagnant and declining in the third quarter, the Eurozone was close to stagnant, the U.K. actually has been the fastest growing of the G7 economies, the first time for thirty years. Latin America is in recession. Asia excluding Japan is stagnant. Japan is in recession. The world as a whole was stagnant in the second quarter and declining in the third quarter. A recession - a true decline in the third quarter - this is an almost unheard of event for the world economy. Because remember: world population is growing about 2% a year. So if you have a decline in actual output, this is an exceptional event. It means a big decline in world output per head. A picture like this is very, very rare. Even the emerging markets were in recession almost certainly in the third quarter.

I've already talked about China and I won't go in detail into India, except to note that it's still growing reasonably strongly, as China is. Indonesia has had a recovery that seems to have disappeared in the third quarter. But if we look at Asia more narrowly, everywhere else looks dreadful, and Korea, in fact, looks one of the strongest of the Asian Tigers, of the Asian economies.

One of the most important features of this quarterly growth pattern is that among the worst hit were those countries that survived the Asian financial crisis relatively well, particularly Singapore and Taiwan. Singapore is in a very deep recession with quarterly growth rates annualized at minus 10% in the second and third quarter. Taiwan is also in a deep recession. There is, again with the exception of China which is also slowing, no significant Asian economy which is in any state of dynamism at the moment. This is an exceptionally widespread global recessionary period. Normally it is never so completely across the board. Even in the early '80s it wasn't quite as across the board as this recession is. So we are in the middle of a very significant global slowdown.

Now what drove this? I wanted to distinguish the proximate causes, the immediate triggers, from the underlying causes. I think the proximate cause, the immediate trigger, that was most important was probably the oil price rise of 1999.

Figure 7 is a fascinating chart, I think. It's a very simple relationship, pointed out to me by a friend of mine, an economist, between the real price of oil and, in this case it would work just as well for the global cycle for the role of the U.S., and the U.S. unemployment rate.

As you will see, the oil shock of the mid-'70s and the oil shock of the late-'70s both triggered about a year later a big rise in U.S. unemployment. The oil price fall in the early '80s was associated with a big decline in U.S. unemployment, just as the oil price weakness in the '90s was associated with a big decline in U.S. unemployment. And when the oil price started rising in the late 1990s - but to real levels still much lower than in the '70s, it's important to remember that - again, just about a year later, the U.S. unemployment rate began to turn.

There are very good theoretical reasons why you expect there to be a correlation between the price of energy, which bears directly on profits, and levels of economic activity and unemployment. The correlation is extremely close. So I don't think it's that surprising that we began to see a turnaround in the cycle shortly after the oil price rise. And it's of course now weakening, which is one reason why we can expect this to even itself out in the next year or so.

<Figure 7>



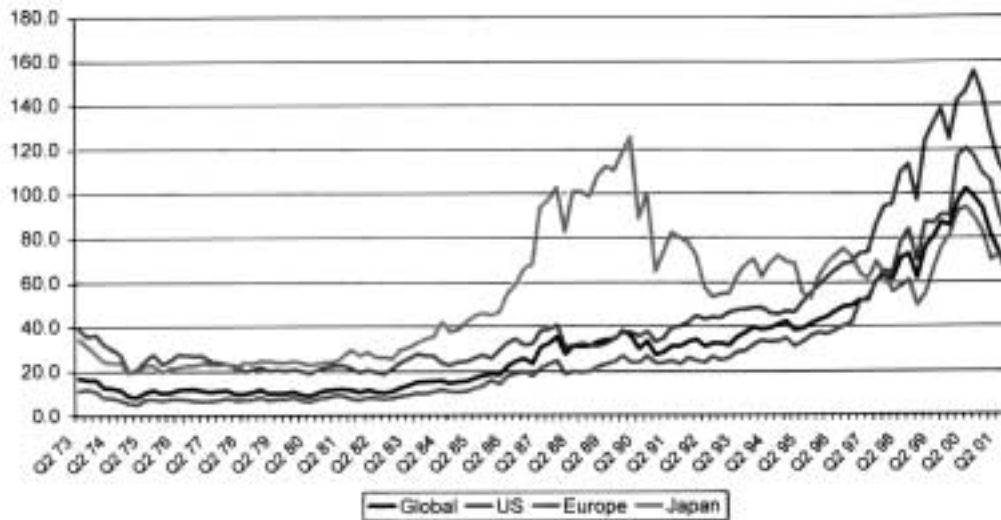
But there is another deeper factor, in my view, underlying what has been going on in the last year. This is the core of what I want to say today on the current situation. And that is the way the U.S. has been driven and what I consider to be the biggest stock market bubble in U.S. history, not excluding 1929. There has been extraordinary innovation in the U.S.. It has created great optimism and with great optimism go risks. This has already shown itself in the great difficulties Japan has found in dealing with its post bubble economy, which I will cover, but it is also central in understanding the nature of the U.S. boom in the second half of the '90s.

Europe, as I will show, is somewhere in between, which is quite encouraging because it means, in my view, that Europe is in relatively good position if the right policy steps are taken, and they have not been taken yet, to offset the demand decline elsewhere.

Now I've said that this was a huge U.S. bubble. Whether things are a bubble, of course, are always debatable and for the people who believe in efficient markets, bubbles are impossible anyway. All I can say is that on fairly basic measures what happened to the U.S. stock market, and therefore the world stock markets for it drove the world except Japan, is incredibly similar - incredibly similar - to what happened to Japan in the 1980s.

Now what is shown in Figure 8 is a very simple measure in which I've taken the ratio of market capitalisation - the capitalisation of the companies that produce output, produce GDP - and charted it in relationship to GDP itself.

<Figure 8>
A TALE OF TWO BUBBLES
 (Ratios of market capitalisation to GDP, per cent)



There are reasons why you might expect this capitalisation ratio to change. One, is a big increase in the share of profits in GDP, expected to be permanent, and another could be, though it is more debatable, is a big change in the perspective rate of growth of GDP. There was a cyclical improvement in the share of profits in GDP in the U.S., but I should point out that at no point in the '90s did it match the share of profits in GDP of the '60s. And there was certainly some modest improvement in the rate of growth, though we now know, because the cycle is now over, that over the entire '90s the growth rate of the U.S. economy was slightly above 3%, which was very similar to that of the '80s.

So we can explain to some degree a revaluation of the stock market. But what we've seen in the '90s, and mostly in the second half of the '90s, goes well beyond anything that could be explained in this way. Let me just go through the Japanese pattern.

At the beginning of the '80s the Japanese stock market was valued at 20% of GDP. In five years from '84 to '89, it rose from about 20-30% of GDP to 120% of GDP. It was a staggering revaluation of stocks in relationship to GDP. The bubble peaked in 1990 at the turn of the year. The market, as you all know, collapsed and lost about to 2/3 of its value and has never recovered; it has wobbled ever after.

Now look at the U.S. Again, the valuation was about 20% of GDP. It was still well below 40% into the beginning of the 1990s after ten years of stock market recovery and quite good growth.

The real revaluation started very recently in '95 when the valuation was 40% of GDP, and it peaked four years later at 160% of GDP. On every measure of stock market value of a fundamental kind, the value of the U.S. stock market in relationship to underlying assets, in relationship to underlying earnings and in relationship to GDP, at its peak, at the beginning of 2000, was higher than ever before. And in the case of the U.S. there are extraordinary good statistics which go back to the century before last. This is not excluding 1929.

But because the U.S. is so powerful, this same immense revaluation force which increased the market value of U.S. stocks by about \$12 trillion in 5 years, which is equal to 10 years of normal gross savings in the United States as a whole. So in 4 years the market value of the stock market in the U.S. increased by as much as 10-12 years of normal gross savings in the United States.

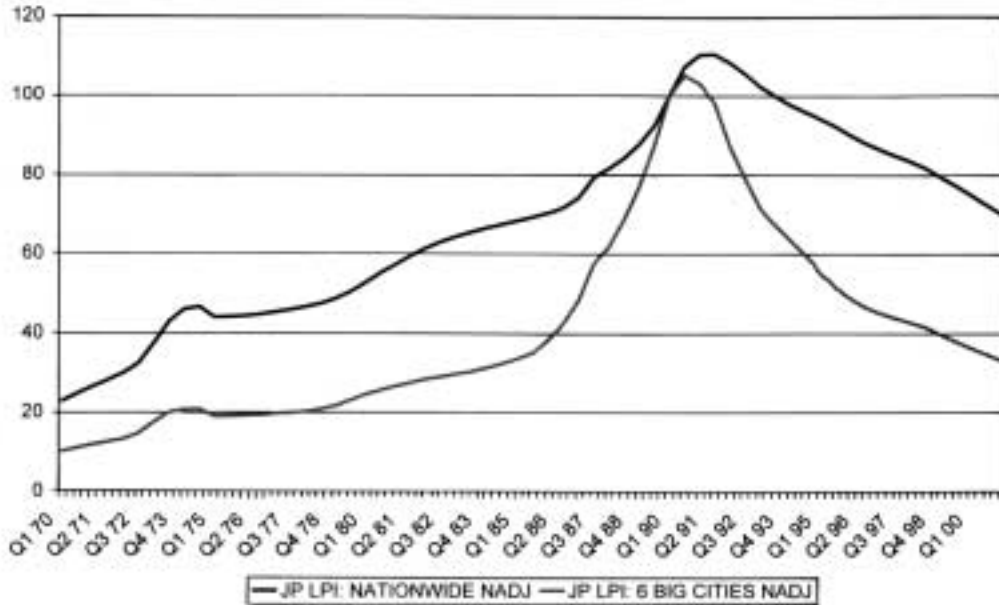
This of course drove a global boom. I've shown you Europe, which also had valuation levels close to that of Japan by 2000. And the world as a whole also had a very significant bubble. If we want to understand where we are now, we have to understand that we are, as was shown in Figure 7 above, in the down phase. The down phase is incredibly similar to the Japanese down phase. We are in a post-bubble economy. And looking at the world economy now, the question - the big question for analysts - is what is the nature of the global post-bubble economy? Will it be like or will it be very different from the post-bubble Japanese economy. The only truth is we don't know. I think it will be different. I think the process of adjustment will be quicker and much more effective. But that is where, in my view, we are.

Let us remind ourselves what this did to Japan. I'm going to focus on Japan, not only because, obviously, it's a very important economy, but because its story is so salutary. Not only, of course, in Japan was there a huge collapse of stock prices, there was another element which was equally important, but not so important now in the case of the U.S. or Europe. That is the collapse in land prices. In Figure 9 I've put together some numbers just to give you an indication, again, of the colossal bubble in land prices. Land prices in the country as a whole as well as in the cities, which is the purple line, have been falling year-on-year now for 10 years.

What has this done to the economy? We're talking about demand here, and when looking at demand, the Keynesian machinery helps. One way of thinking about this is in the relationship between savings and investment. If you've got too much savings that has to go somewhere, if it's not absorbed somewhere relatively effectively, it will equilibrate through recession. That's the basic Keynesian idea. This, I think, is what happened in Japan: that very rare thing, an economy

<Figure 9>

JAPANESE LAND PRICES
(Q1 1990=100)



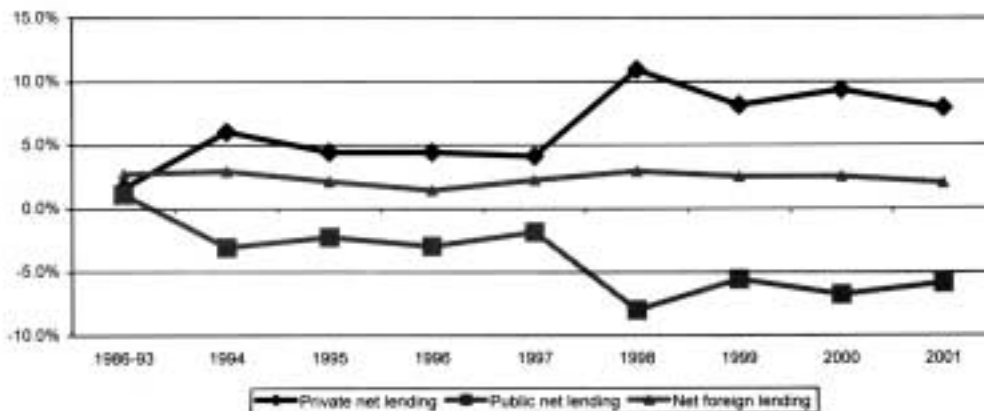
where Keynesian analysis is actually relevant.

The private net lending line in Figure 10 shows the net savings, that is to say the surplus savings of the Japanese private sector. Ever since the bubble in the 1990s, the Japanese private sector has been saving more than it has been investing by between 5% and 10% of GDP. It has a surplus of savings of between 5% and 10% of GDP. Recently, its been close to 10% of GDP.

Where has this gone? What has kept this system afloat? The answer is very simple: the

<Figure 10>

JAPAN'S INTERNAL AND EXTERNAL IMBALANCES
(per cent of GDP)



government's fiscal deficit. It has not gone abroad, because the world does not want to absorb Japanese excess savings, which would imply a huge account surplus for Japan. Instead it's gone into the fiscal deficit; the fiscal deficit has been running at between 5% and 10% of GDP. Basically, the Japanese private sector has been trying to save, hasn't found anywhere good to put its money, and it's been pouring into the government sector which has been accumulating IOUs on the Japanese people, as it were, in an indefinite and, in my view, ultimately unsustainable process.

Now what lies behind that extraordinary private sector savings surplus? This post-bubble savings surplus which has deflated the economy? To answer that question, I've gone behind it and looked at the balance between private savings and private investment.

Back in the peak of the bubble years, between '86 and the early '90s, private savings and investment in Japan were roughly equal at 25% of GDP. An enormous number for an advanced economy. And the truth was that rate of investment was entirely unsustainable in a country with a stagnant and then falling population which was pretty close to the frontier in its most successful sectors; it was already a high income country.

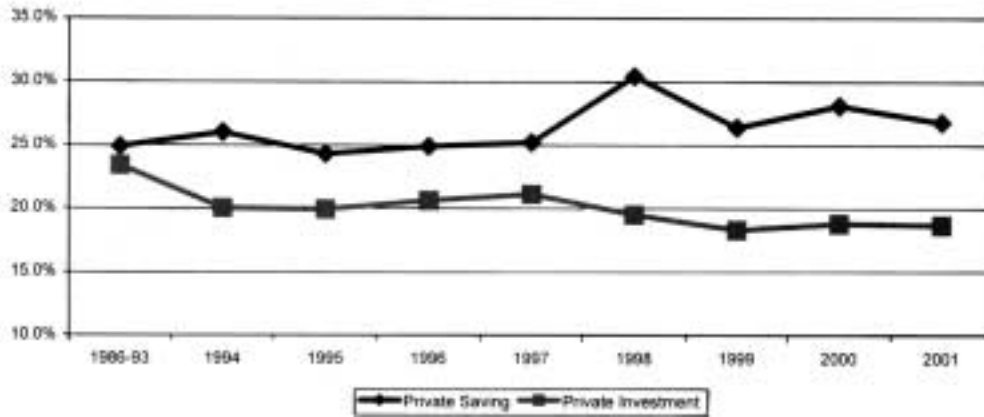
It was only sustained because the cost of capital in Japan became effectively zero in the bubble period. When the bubble was over, investment fell, as it was bound to do. Most of us feel that the current private investment rate in Japan, still 19% of GDP, is ridiculously high and completely inconsistent with earning a world competitive return on capital. And by the way, Japanese corporations have not earned a world competitive return on capital for about 15 years.

But it's nonetheless declined. The savings rate has also gone in the opposite direction because the Japanese are trying to make up for this huge loss in wealth which I've shown you above in the stock market and in land prices. So you take it all together: the savings rate has gone up to about 27-28% of GDP, the investment rate has declined because there simply aren't the investment opportunities in such a mature economy to earn high returns. The investment rate is even now as high as that of the United States. So they've been pouring capital into fantastically low return activities, but even so, the investment has tended to weaken.

The result, in the post-bubble phase of Japan, has been a chronic, and I mean chronic, chronic savings surplus in the public sector. There is no chance whatsoever this is going to go away. The overwhelming probability is that it will get bigger as Japanese companies are forced by the realities of the world market to cut their investment rates back to what is actually profitable. Most

<Figure 11>

JAPAN'S PRIVATE SECTOR SURPLUS IN THE SLUMP
(per cent of GDP)

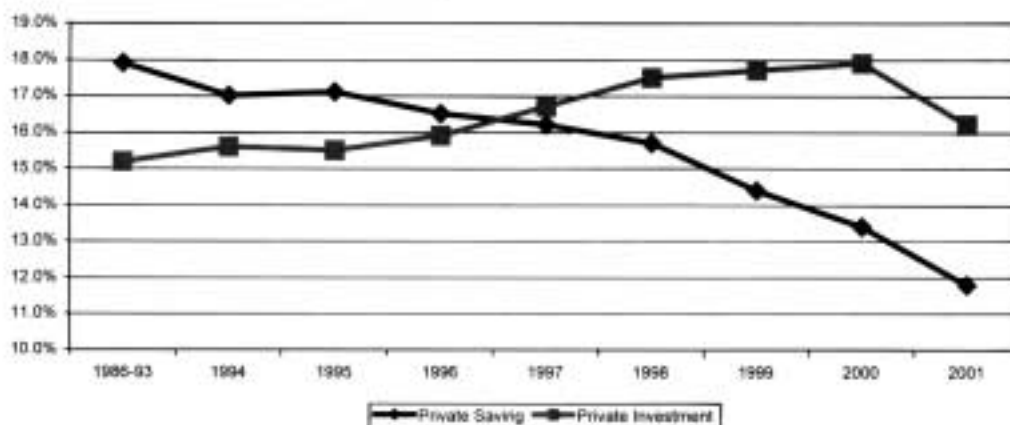


estimates I've seen suggest that that investment rate in the Japanese circumstance is about 12% or 13% of GDP, which would imply another big fall in the investment rate, and at that stage Japan goes into depression. It is possible that's where we are now.

Now, with that salutary warning in mind, let's look at what happened to the U.S. The U.S. in the bubble phase was the exact inverse of Japan in recession. The Japanese picture I've just given you is our fear for the future. It is what is beginning to happen, in fact, already in the U.S. During the bubble phase in the U.S., the private investment rate rose from about just over 15% of GDP in the whole private sector in the mid-1990s, to a peak of 18% in 2000. This was a rise of about 3 or 4 percentage points of GDP. Note, in 2001 - these are IMF forecasts - this investment rate, just as in Japan, is already beginning to fall. Again, it's what you'd expect in a post-bubble phase.

Now look at what happened to savings in the U.S. This is not household savings, or corporate savings. It's both together. The assumption underlying it is that corporations are regarded by households that own them as saving for them. So the best way to think about it is to add the two together. The collapse in private savings in the United States from 17% of GDP in '95 to 12% this year is without any historical parallel in the U.S.' history. There is absolutely no doubt whatsoever that this massive decline in savings was driven by the massive increase in wealth generated through the stock market over this same period. If the stock market is doing your saving for you on such a spectacular scale, why bother to save yourself? This was a very reasonable question, so the American households and corporations decided, "We don't need to save. Just look at ourselves. We're getting richer every year by trillions of dollars. We can save less."

<Figure 12>
 PRIVATE SAVINGS AND INVESTMENT IN THE US BOOM
 (per cent of GDP)



The result of this, taken together, was to generate the largest savings investment imbalance, or deficit, in the whole of U.S. history. During the early '90s the private sector of the United States - which was aggregating these two flows together, the savings rate and the investment rate together, netting them out - was running a surplus of about 3% or 3.5% of GDP, which is normal. Normally in the U.S. - a mature economy, growing at about 3% per year - the private sector has run a surplus. But by the year 2000, this surplus had shifted to a financial deficit, a savings investment deficit more precisely, of 5% of GDP. It was a swing of 8% of GDP. The deficit is without historical parallel.

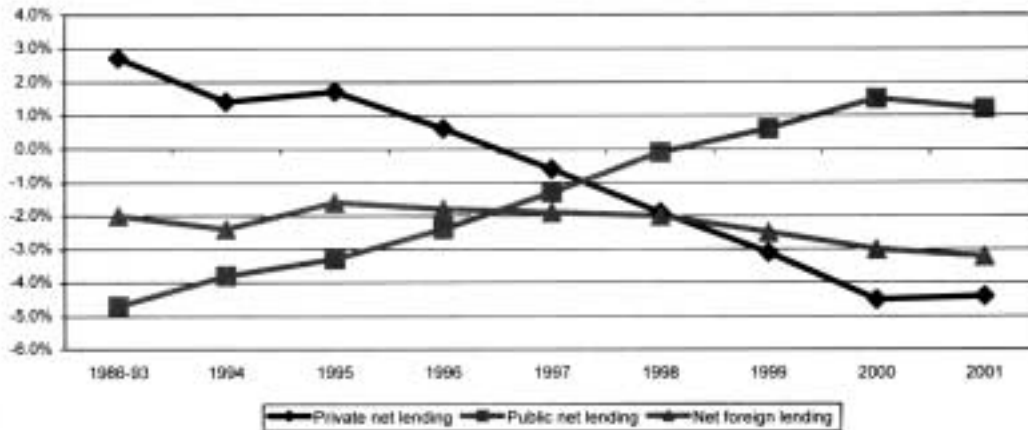
But this also has a dramatic effect on demand, because what we are saying is that private sector of the U.S., the biggest single machine in the world, has shifted from running a surplus of savings over investment of 3% of GDP, to running a deficit of savings vis a vis investment of 5% of GDP in about 5 years. This is the demand driver of the U.S. boom.

This was offset by a very big improvement in the fiscal position, which is now going to reverse - that's very encouraging, that's the purple line below - and a deterioration in current account, which is borrowings from abroad. Foreigners lend to the U.S. private sector and the government started running down its debt. This is how it balanced out.

This is a staggering shift for a mature economy. There is no mature economy that has gone through such a process in the last 20 years, and there are quite a number of them. Japan was one, though it never went into deficit. It merely went from surplus into balance. Britain was actually another in the late '80s. But no mature economy has seen, when a recession came, a dramatic

<Figure 13>

US INTERNAL AND EXTERNAL IMBALANCES, 1986-2001
(per cent of GDP)



switch back of this deficit towards surplus. And what does that mean? It means recession, because it means savings grows faster than investment. It means consumption grows more slowly than income. This is the process, in my view, that the U.S. is now in.

So what I am saying is, when the market turned in 2000, the wealth effects that were driving the savings-investment picture I described, were pushing investment up and pushing savings down, started to go into reverse. That is why the recession hit at the end of 2000, triggered by the oil boom. Investment went down first. The United States has been in a very weak investment picture, and now it is savings, savings that is going up, consumption is slowing, and the U.S. is going into a real recession.

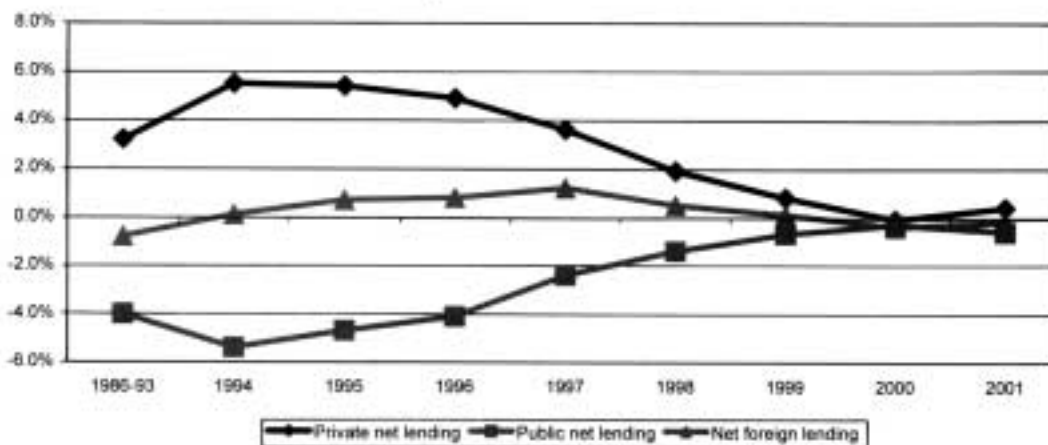
Just to give you the final picture, the European Union is in a very comfortable position. It has no serious imbalances by the government, the private sector or on the external side. It is in a very easy position to expand demand if the right policies are taken.

So, my story then is that the U.S. is beginning its post-bubble adjustment of investment and savings, or income and expenditure. That adjustment is incredibly powerful because the U.S. private sector went into a position of net borrowing from the rest of the world of about 6% of GDP. This wasn't sustainable, and it is now reversing. What the Fed is trying to do is slow the rate at which it is reversing, and the fiscal position will go into deficit to be a direct offset to the extent to which it is reversing. It is unlikely, however, to bring dynamic growth back in the near future.

The situation then we have at the moment is Japan is the verge of a depression. Europe is

<Figure 14>

THE EU's INTERNAL AND EXTERNAL BALANCES
(per cent of GDP)



slowing down because it has not offset the slowdown in the rest of the world by sufficiently aggressive monetary fiscal policy. East Asia has, of course, been hit by the by-product of the collapse in investment, particularly in the technology sector. Remember that dollar exports from Taiwan, Japan and Singapore fell by 25%. These were the worst affected economies in East Asia in the first half of 2001. So the world was in a very significant slowdown even before Sept. 11. We turn now to Sept. 11.

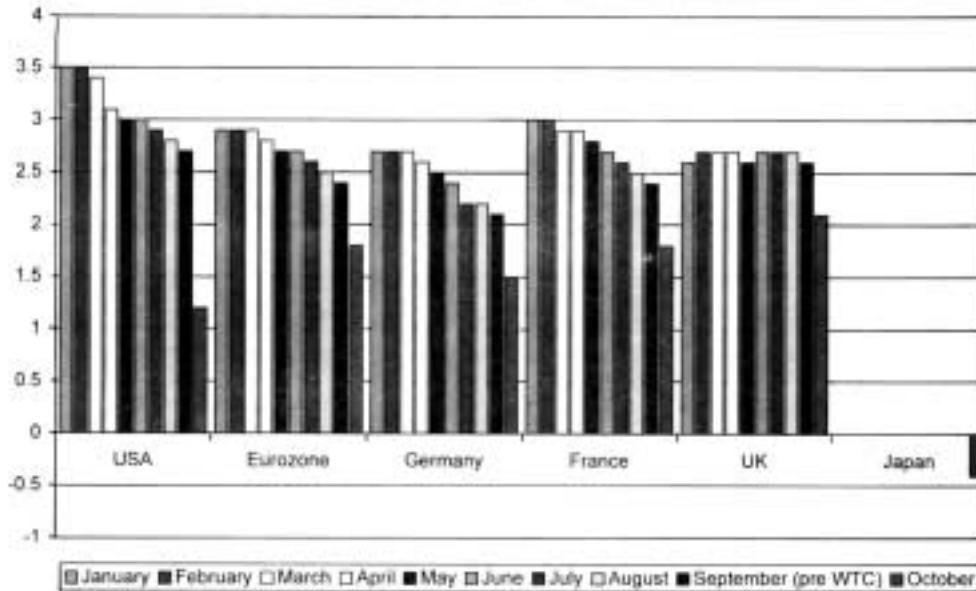
Let me think about the immediate impact, the long-term effect on politics and the long-term effect on economics. First, I showed you above the picture of the consensus forecast for 2001. Below you can see what Sept. 11 has done to the consensus forecast for 2002. This is, in other words, what well-informed people operating in the markets, most of them are market forecasters, now think about the future.

That is a reflection of general mood in the markets, and therefore general moods in business, as well, obviously because they interact with each other. You will see that expectations for next year for U.S. growth have halved in one month, from an expectation there will be a strong recovery of 2.5% growth to a belief now that the economy will grow at just over 1%.

Similar declines, though not to the same degree, can be seen for the Euro zone, Germany, France and the U.K. In the case of Japan, this is only the first such forecast I've got. I haven't got any earlier consensus forecasts. The expectation now is that the recession this year will be followed by another recession next year, consistent with my picture of a renewed Japanese slump.

<Figure 15>

DECLINE IN CONSENSUS FORECASTS FOR 2002
(per cent per annum)



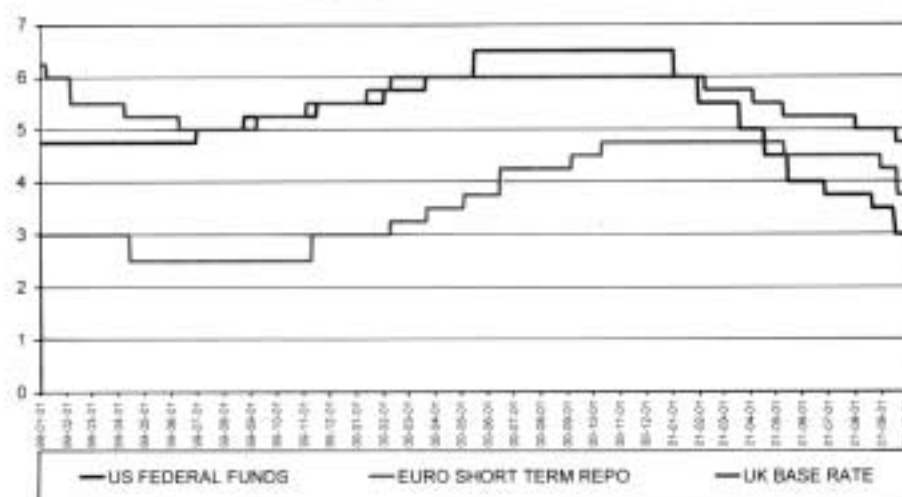
So Sept. 11 has been a massive shock to expectations, as you would expect. This gloom is feeding, of course, through into investment behavior and now into consumption. This has been offset by dramatic declines in interest rates, particularly by the Federal Reserve. The Federal Reserve has cut rates by a percentage point even since the Sept. 11 event. I think it is very likely to cut rates again this week. Even if, as many expect, it cuts rates to 2%, I believe, though I haven't checked fully, that this is the lowest rate by the U.S. Federal Reserve since before World War II. And this is not a flaw. I believe that U.S. monetary policy is likely to follow the Japanese pattern, and we could easily see in this post-bubble phase the U.S. interest rates in the 1% range if the economy doesn't pick up quickly. It is certainly possible, given the forces that I've outlined, that it will not pick up very quickly.

All major central banks have eased. I haven't put Japan in, because we all know that their interest rates are effectively zero, but the easing elsewhere has been more modest because the epicenter of the slowdown has, of course, been the U.S. adjustment process. This has created a very significant monetary easing in the U.S.

One way of looking at that, a very standard way, is the so-called shape of the yield curve, which is the ratio of the bond yield to the three-month rate of interest. You will see that there has been a massive change in this ratio, that the bond yield has remained roughly stable and the short rate

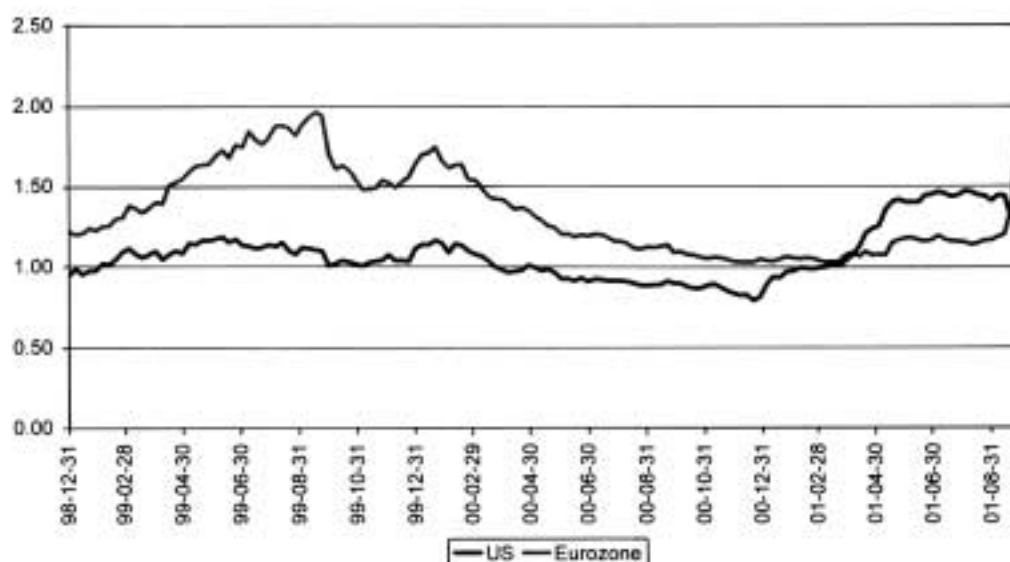
<Figure 16>

POLICY INTEREST RATES



<Figure 17>

RATIO OF BOND YIELD TO 3-MONTH RATE OF INTEREST



has declined.

So the Federal Reserve is indeed now pursuing an aggressively loose monetary policy. And the question, of course, is whether, in the context of the big balance sheet correction I have described, monetary policy is going to be very effective. Most economists think that in circumstances like this, even zero cost of money is not necessarily going to persuade households, worried about what's happening to their wealth, worried about jobs, worried about economic growth, to continue to borrow. It is only if people continue to borrow that the Fed fund rates really affect

what they do. And obviously, businesses will not go and invest merely because money is cheap. They need to believe there's demand and there's growth. Money cheapness in these situations, as you've seen in Japan, only has a very limited effect. But the Fed is trying. Of that there is no doubt. And it will continue to do so.

In addition to that, there is going to be a very significant fiscal easing. It may be 2% of GDP. That sounds like a very big number, but against the correction of this huge savings/investment imbalance in the private sector, 2% is not a large amount. It could easily be overwhelmed by the U.S.' private sector adjustment. The Euro zone is going to allow the automatic fiscal stabilizers, but its not going to pursue a more aggressive, demand generating policy. The U.K. is committed to a big expansion in public spending. It's too small to have a huge weight in the total.

In general, it seems to me quite clear that the effect in the short- to medium-run of Sept. 11 is to make the recession much worse over the next six months to a year. The only question we have is whether the enormous efforts of the Federal Reserve and the federal government to offset it will actually bring the economy back. We honestly don't know the answer to that question. But the parallels historical of a situation like this are not that encouraging. This is not like previous cycles where the Fed raised rates to stop inflation. This is a situation in which there was over investment, a collapse in demand for investment and a reversal of consumption, symptoms much more similar to what happened in some of the Asian countries after their crash. In these situations monetary policy, to use the famous description, is pushing on a string.

So that's where we are.

But there are long term questions about this. First, is this a phenomenon we are going to be containing? It seems to me the biggest single question about Sept. 11 is was it a unique event or is it going to be one of a series of such cataclysms? If it turns out to be a unique event, the world will clearly get over it, relatively easily, however painful and shattering the consequences. If it's one of a series of events, we're dealing with a totally different world, massively increased uncertainty, massively increased fear and it becomes a very significant event. How significant are the other threats? We read a lot about biological warfare, suitcase nuclear bombs, a tremendous number of fears have been put out there. Many us didn't think that something like Sept. 11 could happen at all. Given that it has, we have to ask ourselves about whether we're going to get further such attacks, particularly in the U.S. or in Europe. A huge question which this has raised, obvious in the course of the subsequent war, is how relations between Islam and the rest of the world develop.

And it has to be remembered that the world's most important oil fields, the world's most important reserves, are in the Persian Gulf region, the very heartland of the Islamic world. We simply don't know how this relationship is going to play out.

There is even a question of whether relatively friendly, or neutral Muslim regimes, particularly the two most crucial ones, Saudi Arabia and Pakistan, will survive and will be able to continue to provide at least tacit or overt support for the Western endeavor to control terrorism. There is one offsetting effect, that seems to me a benign effect of this catastrophe is a massive improvement in relations - on the principle that the enemy of my enemy is my friend - between the West, China and Russia. And of course in the West I include in this, if I may, our allies in this region.

But the truth is we have now a massive increase in uncertainty about the world. We simply don't know the answers to these questions. Now what does this mean for economics? If this is a one off attack and the war against terrorism is successful, then I think we only face a deep and prolonged slow-down, deeper and more prolonged than would otherwise have been the case. But we will get through this, growth will return once the U.S. private sector adjustment is completed.

If this is not a one off attack, and we begin to become, particularly again in America which is after all the focal point of the whole world economy, really frightened about the implications of the movements of people and the movements of goods, then global economic integration itself may come into question. If this goes on for the indefinite future, security will become a dominant concern inevitably in the U.S., and this will, in my view, affect willingness to contemplate free movement of people and goods across the frontier.

Can we keep the Gulf oil fields secure? The dependence of the world on the Gulf oil fields is enormous. It's going to continue at least for the next 10-15 years, there is a real question about their security. And if the not, do we have the means, in any reasonable time, to make them secure or to find alternative energy sources.

So what I've tried to stress here is that the immediate consequences of Sept. 11 are clear, but we face huge uncertainties, and it seems to me huge dangers, if it is not possible to contain this terrorist threat. And at this moment I think the only honest thing an economist can say is that we don't know whether we can.

Let me finally talk about East Asia. It seems to me that the growth of East Asia has ultimately

been dependent through many indirect and secondary and tertiary channels on an export machine for which U.S. demand has been the most important, final demand source. It's the most important final demand source, which is why the U.S. slowdown is so significant. After its financial crisis it became still more dependent on U.S. demand. Inevitably, therefore, the region is in considerable difficulty as I showed, with exception of China also slowing, there is no significant East Asian economy that is not now effectively in recession, or in very, very deep recession. So the end of the U.S. fuel is very significant.

Asia is about two or three times as dependent on U.S. demand as Europe is. It is not surprising therefore, that is to say the ratio of exports to the U.S. to GDP of the region is about two to three times higher than for Europe. So its not surprising that its in great difficulty. In addition, of course, the East Asian countries have to cope with the rise of China as a competitor. Less important for this country. Very, very important in my view for the Southeast Asian economies. Ultimately, in the long run, if China's rise continues, it will force a reorientation of all East Asian economies. China will become, if this continues, to Asia what, of course, the United States is to the Americas: the dominant focal point.

It seems that the logical implication of this is that other East Asian economies have to find ways of complimenting China, seizing the opportunities created by China, not competing with its effectively limit-less supply of cheap labour. This must be much easier for a relatively advanced country like Korea than for most East Asian countries, except of course for Japan and Taiwan, which are in roughly similar positions to Korea. I think for a lot of the Southeast Asian countries, the basis of their competitive advantage is effectively being destroyed in manufacturing by the rise of China.

The starting point, of course, to make this policy of complementing China and seizing market opportunities successful, is the completion of domestic market-based reform. I don't think there's any alternative way of development for a country at the level of development of Korea. It may be desirable, in the very long term, to think about trade and currency arrangements, which are uniquely East Asian. At present in my view these are not politically practicable, but I'm interested in hearing what you have to say. At the moment, the best way, I think, for other Asian countries to deal with China is through the WTO and other global bodies in which other major powers are represented, above all the U.S., and which therefore provide a counterweight to China's rising power.

Let me then conclude. I've put down a lot of reasons for worrying about where we are now, but I would like to remind you that I do believe the fundamental engines of growth, provided we can manage the consequences of Sept. 11, are favourable. But of course the same was true in 1929. We still have to manage where we are now, and how we're going to get through the next year, two or three of massive adjustment to the consequences of both the readjustment of the U.S. economy, which I think is inevitable, and the post-Sept. 11 disaster. We have new technology, we have globalisation and convergence - all these processes look relatively powerful. But we have also very strong short-run counter weights; prevailing headwinds. The hard landing was in process before Sept. 11; remember the U.S. was effectively in recession before Sept. 11. The Sept. 11 shock has clearly made this worse. And now there is simply huge uncertainty.

There is no alternative, however, looking at this region, for the East Asian countries to becoming more competitive, more flexible and more market oriented. The world will never be an easy place, but it seems to me this is the only basis on which this region can compete. And, if I am right in believing that the world will come back in two or three years from now - the U.S. will comeback, its not going to be a repeat of the Japanese process, policy will be much more aggressive - then I think the longer run opportunities will come into play.

With this remark, I conclude my presentation. Thank you.

Questions & Answers

Q Of the charts you have presented, one of the most telling charts, in my mind, was the relationship between the equity capitalization of the U.S. versus the GDP percentages, running up to several times. Even with the fairly significant recent adjustments, it still is around four times as high as it used to be before it really started taking off. Now, part of that can be perhaps explained by the New Economy, or the productivity gains. In your rough opinion, how much of that four times can be justified by the New Economy factor, and how much more, therefore, is the residual portion which really has to come down.

A Thank you very much for this central question. I always answer these questions - I merely discuss directions - by saying that if I understood the answers to these questions I wouldn't do my job and I would be a very much richer person than I am. My only comfort in this situation is that the remarks I make have been made in a more folksy, amusing, but fundamentally the same way by Warren Buffet, and he's made these views known for some

time about the state of the market.

I think there are but two comments or three comments that need to be made. First of all, it is worth stressing - I didn't have an even longer series because I wanted to make the comparison with Japan - that in the early '80s, at least by most historical measures, the U.S. stock market was clearly undervalued. And if you take the historic norm for the U.S. market, which suggests that the fair value - and this is based on the historic norms, and there may be reasons said to change it - but the fair value would be probably about 60% of GDP. So at its peak, it was about two and a half times over historic averages. On some measures it was three times, but let's say two and a half times. And basically its done about half the correction. So on that basis it has another 35% to 40% to fall, going back to historic norms.

This, by the way, applies to the P/E ratio, which is another standard cyclically adjusted. Again, that's available back to the late 19th century. At present levels, it is however lower than it was in 1929, which is encouraging, though it is not actually not that much lower than it was in '29 on those measures.

Now Microsoft is a genuine, bona fide monopoly. However, genuine bona fide monopolies in the New Economy are very difficult to find. And not everyone's going to be Microsoft. Lot's of telecoms companies thought they were Microsoft, and look at them now. So my view there is no reason whatsoever to believe that profit shares and GDP will rise from where they are. On growth rates, there is some evidence that the growth rate of the U.S. economy may be about half a percentage point per year, perhaps a little more, faster than it was in the '80s. That's good, but it's not enough to justify these valuations.

So you have to have some very special reason to believe that even current valuations are sustainable in the long-run. And I, myself, think that the stock market bounce, which has been markable, has occurred almost entirely because of false optimism about the recover, and more importantly the fact the money is now free. When money is free you will buy stocks. We know that. But that, I don't think, is a sustainable recovery, and I do believe that the historic norms in the long-run will apply and the market is more likely to weaken than strengthen from current levels, though about half the adjustment has now taken place.

Q I have three questions. Do the ladies read your books more than gentlemen for the sake of your name? In your view, how soon do you think the so-called Asian Economic Community, or Asian Union, will be realized? And my last question is, which countries are expected to be the members of the Asian Economic Community? Will it include India and North Korea? Are they prepared and eligible to become a member?

A On the first question, my immediate instinct was to pass, except to say that for some reason that I've never fully understood there seem to be far more men than women interested in economics. It's a great pity; it's one of the problems of who one meets when one does this. But the result is, I'm afraid, that it's probably dominantly men.

Now on the other two questions. I have to say that I've always been very skeptical about an Asian free trade area and I've been so for two reasons. The first is I'm looking forward to seeing the liberalization of agriculture in Japan and Korea. But more profoundly, because it seems to me that there are two conditions required for an effective free trade area. Either you have a dominant country around which all the others wish to congregate because that is their most important market and they wish to stabilize conditions of access to that market and that's clearly been the driving force behind NAFTA and will be behind the free trade area of the Americas as it happens. Or you have a large number of roughly equal sized countries which for political reasons, but also for economic reasons, recognizes their extreme mutual dependence and are not worried by the complete domination by one over all the others. That is the case for Europe.

The problem in Asia, it seems to me, that neither of these conditions apply. That there are two regional great powers which are deeply mutually suspicious and a third power which is effectively a regional great power which is not in the region. And the result, it seems to me, has always meant that it has been more sensible for these countries to pursue liberal policies within the global context than within the regional context. This does not exclude ASEAN which as an economic as opposed to a political entity in my view is quite irrelevant. We can discuss that if you like, but the trade effects of ASEAN are really quite unimportant compared with their political implications.

So my view, and I tried to implicate that gently, is that if you create such an Asian Economic Community I think that would be wonderful, but I have to say, completely as an outsider, that I have always been skeptical of the ability of these countries to do this.

I should add one other element which is obvious, but it also applied in NAFTA. And that is the enormously different levels of development in the countries concerned and the desire of many of them to promote the industries that the others already have a competitive advantage in, which makes it also very difficult. Mexico, by the way, has also given up that hope. That's very important. I am not at all clear that Asian countries have done so. So for this reason I would add that I must say that I am very skeptical about this and I do hope that whatever the Asian countries decide to do regionally they do not forget the enormous benefits the global system, particularly the WTO, has brought them and that they continue to play, or even play a bigger part in that, than in the past. By the way, my previous lecture

here, which must have been seven or eight years ago, a great part of the burden of that lecture was to argue that Korea in particular and Asian countries more generally needed to play a more aggressive leading role in the GATT then and now the WTO. I regret to say that that still is not the case and to a large degree discussions about how the WTO should develop have been predominated by the U.S. and Europe. I think that's a pity, and I would certainly encourage you to not let regional cooperation turn your eyes away from the huge global stake that the Asian region has.

Q The comparison of market capitalization to GDP is useful but it does have a limitation in that there's a factor going on behind the surface. If you have an economy with more and more of its companies that get listed on the stock market you can grow the market capitalization without any change in GDP. You simply got more companies that are participating in a publicly listed market. I've done a similar analysis going back to 1940 using the index rather than the capitalization in a raw sense and have perhaps a less pessimistic view about the prospects for the U.S. stock market. I think it's fairly valued at the moment, but that's wholly another discussion. I think many people here in Korea have seen my presentation on that. But I think it's important to recognize that increased participation by companies in stock markets has been a huge phenomenon in the U.S., and does tend to distort that particular comparison.

The second subject I'd like to touch upon and ask for Dr. Wolf's comments, is that the one topic that he left out of this wide ranging discussion - one significant topic - was the challenge as I see it of exchange rates which represent a huge friction in the world and create huge risk and uncertainty, in mind quite unnecessarily for the largest part. Does he have any comments on that and what would be the sound directions to try to pursue that going forward?

A Let me just comment on the first one. Clearly you're right. Formally, a widening of the index would have a big effect on this. That's actually been, as far as I can see, more significant for Europe than for the U.S. since there's been a really big amount of floating. But it is important to stress that nearly all the increase in market capitalization to GDP in the U.S. occurred in a period of 5 years, between 1994 and 1999 and into early 2000. Over that period there's no doubt that the valuation effect, which is shown in other ratios like the P/E ratio and the Q ratio, was much, much bigger than the index widening effect. It's a very short period in which this happened. And it's not significantly distorted in my view by the index widening effect over that period. There was an exception in that period because of the New Economy.

But even then, most of them had been around and became really highly valued in absolute terms in that period, like Microsoft, Cisco and such; they had been around before '94, active in the market.

Now on the challenge of exchange rates, I didn't cover that because, as you said, it's a huge subject on which I have written extensively. There are two questions. They are closely related, but they are not quite the same question. The first question is the relationship between the G3 currencies, because most of the turmoil that affects everyone else really is a byproduct of movements between the G3 countries. Then there's a secondary question, which is, given what will happen between the G3 countries - of course that's the Eurozone, the U.S. and Japan - what should be the optimal policy of other countries vis--vis their exchange rate. And I think that has to follow from the former, because what makes sense really depends on what's going to happen between the G3, and I'll explain why.

Now I take the view, and it's very, very simple and I've taken this view consistently for 25 years, which is that the only policy that can be made operational between the G3 countries is a managed, or dirty float which is basically what we've had since '71. The reason for that is very, very simple. If you're going to have a managed float, which has target zones or any other specific commitments, this implies by definition that when you reach the limits of your zones or targets, that monetary policy formation will have to be conducted jointly. Somebody has to agree which country's going to tighten policy and which country's going to loosen policy because pure intervention is usually ineffective. You require so-called unsterilized intervention which is a change in monetary policy. This amounts to a condition in which one or other of the countries is prepared to support and aid the monetary policy of the others.

But within the G3 they are not prepared to do that. Japan might be willing to do that, but the others won't let it, and the U.S. and Europe are clearly unwilling to do that under any circumstances whatsoever. It is impossible for the Federal Reserve effectively to say, "We will tighten monetary policy or loosen monetary policy regardless of domestic conditions, merely in order to stabilize the exchange rate." It has never been willing to say this. It has never done it. And the Eurozone won't otherwise. So we must assume the floating rates between the G3 will continue.

If we assume that, it has, in my view, very dramatic implications for most emerging market economies. They then fall into one of two broad categories: countries which have a natural anchor currency, that is to say countries which do the predominant amount of their trade, investment and so on with one or another of these three. So if you're Mexico, the anchor currency is the dollar. If you're Estonia, the anchor currency is the euro. If that's the situation,

you may as well just fix yourself to that currency. If Mexico went into a currency board in the dollar I don't think there would be any great problem. I don't think they have to do it, but it's a fairly straightforward proposition. It does nearly all its trade with the U.S., as Canada does and as do the European countries with the Eurozone.

Asian countries, and this is why I think the Asian fixed rates prior to '97 were such a catastrophe, are not in this situation. As far as the Asian countries are concerned, they are deeply affected by the cross-rates between at least three currencies if the yuan floats, and at the moment by two, namely the yen and the dollar. If the yen and dollar move significantly against one another, it has dramatic effects on the competitiveness of the Asian countries and therefore to be fixed irrevocably to one or the other seems to me to be a deep error. So the sensible policy for countries in such a situation, in my view, is a managed float and the only exception to that would be if you want to adopt a hard currency peg to the dollar of the Hong Kong type, you have to have a country in which domestic nominal prices are extremely flexible up and down. If you want to see what can go wrong with a country with a hard currency peg that doesn't have flexible nominal prices look at Argentina. It is now in the fourth year of recession and there is no end in sight. So in my view, because the G3 countries are going to continue with a dirty float, a dirty float is sensible for most other countries unless they have a natural anchor currency, that is to say they do the overwhelming bulk of their trade and are affected predominantly by the economic conditions in one of the G3. This is not the case for Asia and that is why I think peg rates in Asia are a very deep error.

May I say in passing that I've always found it one of the most extraordinary things that Mr. Mahatir, who is a notorious anti-American, has consistently decided that the one thing he must do is fix his currency to the dollar.

Q In Korea, there's no easy way to ride a single elephant, unlike Mexico's case. You've got a piece of rope attached to each of those three elephants and you've got to be careful you don't get pulled apart by the opposing forces that they represent.

A There are no simple rules, in other words, for a country like Korea. If Korea realizes that I think it will be able to solve its problems.

Q Historical experience shows that a good policy prescription is absolutely useless unless you do have the right kind of political leadership that is capable of implementing that. Now, from that perspective, how would you evaluate the quality of political leadership in the United

States in the first place, and then in Japan in the second place.

A I wrote extensive articles, one published in an American magazine, before the crash saying that what is now going on in the American economy would happen, I believe that Alan Greenspan deserves some significant blame for the situation in which the U.S. now finds itself, though he's not the dominant source of the blame. Not because what he's done in the last year but because of what he did before, in particular in 1999 when monetary policy in the U.S. was far too loose. Again, this is not hindsight. I said that at the time. The result has been to add monetary fuel to a raging fire. This was completed with the Y2K monetary expansion which was unquestionably crucial in driving the tech bubble in the early part of 2000 when it passed the point of insanity to reach points so far beyond insanity that they were truly indescribable. I think it was the biggest stock market bubble in the last three centuries, what happened to tech stocks in the U.S. in 2000; that is to say infinite P/E ratios as a norm. So Greenspan bears some of the blame for that.

Nonetheless in a situation like this when there are recessionary dangers, Greenspan has shown himself consistently to be a man of extraordinary flexibility and vigour and he has reacted with a speed which is impressive. In doing that, by the way, he is very much influenced by what happened to Japan. Whatever they may say in public they know that what happened to Japan is a lesson and a warning for them and they are frightened of it. I think the Fed will act well. On the fiscal side, I think the U.S.' policy makers are determined to give a big fiscal boost. Unfortunately, because of the ideological proclivities of the Republicans, my feeling is their going to give it in an extremely inefficient way, both short-term and long-term in terms of the fiscal policy changes that are going to occur. But there will be a fiscal boost. So I'm modestly confident that the U.S. policy makers will show the flexibility needed to get through this, and I think, more importantly, the underlying dynamic of a country with a still rapidly growing population compared with Japan, with the large investment opportunities that are associated with that, with its technological leadership, without a huge land price bubble, altogether suggest to me that this adjustment will be got through in the next few years and we're not going to see a long-term stagnation or anything like Japan.

In the case of Japan, alas, it is clear now for ten years that they have been floundering. That they cannot put together a consistent and coherent set of policies to deal with the crisis they face. I don't believe this has changed. For that reason I am, alas, very pessimistic about the ability of the Japanese to come out of their spiral. They are certainly now facing the most severe of their recessions; they are now in their fourth in eleven years, of the recession's

they've had in the post-bubble period. But even so, there has been no fundamental change despite the rhetoric in policy in Japan. The great difficulty in dealing with the Japanese crisis is that in order to deal with it, they have to do several things, all of them very difficult, all at the same time. Doing several things, all of them very difficult, all at the same time is an extremely challenging task and it doesn't seem at the present likely that the Japanese will achieve it.
