

## 「세계금융위기, 달러 그리고 유가」

Martin Feldstein

매우 감사합니다. 다시 여기 오게되어 매우 즐겁습니다. 본인은 언제나 한국의 장기적 성장과 생활수준의 향상에서 한국이 이룬 성공을 존경해 왔습니다. 그리고 이러한 성공이 우연이 아니었으며 한국인의 근면성, 높은 교육수준, 저축과 투자의 확대 그리고 정부와 기업간의 밀접한 협력에 의거했습니다.

10년전 한국의 성장이 금융위기로 저지된 것은 비극이었다고 본인은 생각했습니다. 여러분의 누군가는 IMF 프로그램이 한국이 인도네시아와 태국같은 이 지역의 국가들과 기본적인 차이가 있었음에도 한국을 이들 국가들과 유사하게 취급하였고 부적절한 긴축적인 통화정책을 종용하였고 정부와 기업간의 그렇게 성공적인 관계에 여러 가지 방법으로 개입하여 실제 보다 상황을 더욱 나쁘게 만들었다는 것에 대해서 당시 본인이 여러모로 논평했던 일을 기억하실 것입니다.

한국경제가 다시 한번 상당한 금융상의 어려운 문제를 겪게 되는 것을 보고 미안하기 생각합니다. 이에 대해 본인은 충분히 이해 못하고 있으며 서울에 있을 때 더욱 많이 배우고 싶습니다. 그러나 IMF의 개입 없이도 한국의 금융위기는 해결될 수 있으리라고 생각합니다.

한국에 대한 본인의 첫 번 인상에 대해 말씀드리겠습니다. 지금의 경제상황은 10년전의 문제와는 매우 상이합니다. 한국은 지금 이전에는 없었던 엄청난 외환보유고를 가지고 있으며 국제수지상 흑자를 기록하고 있습니다. 그래서 우리가 지금 목격하는 것은 전통적인 경기순환상의 하향입니다. 한국은 주요 산업국가이며 그리고 세계의 여타 산업 및 무역상대국과 중국에 연계되어 있기 때문에, 세계적 경기하락이 있을 경우 한국은 영향을 받게 되는 것은 피할 수

없습니다. 그러나 한국 정부는 국내 상황을 대응하는데 적절한 일련의 금융 및 재정정책을 채택하였습니다. 현재 한국의 국내 상황은 10년 전의 그것과는 매우상이하다는 점을 강조하고 싶습니다. 그러나 한국이 세계 경제와 귀국의 수출이 상당히 회복될 때 까지 심각한 경기둔화 혹은 심지어 경기 침체를 피할 수 없을 것입니다. 확실히 귀국이 국내 정책에 대해 주안점을 두는 것은 불리한 경제성과를 축소시키는데 도움이 될 것입니다. 그러나 한국정부가 제안하고 있는 정책구조에 대해 평가하고 그리고 이것이 어느정도 기대에 미치는가 하는 범위에 대해서도 충분히 평가할 정도로 알지 못합니다. 그러나 금융, 재정, 규제 정책의 혼용과 그리고 보완적인 미국과의 외환스와프 체결은 모두가 경제정책에 대한 신인도 제고와 경제성과의 달성에 기여할 것입니다.

한국경제와 여타국의 경제에도 매우 중요한 두 개의 정책과제에 집중하려고 하는데, 그것은 달러 환율과 유가에 관한 문제입니다. 달러화의 가치와 유가는 지난 몇년간 극적으로 변동하고 있으며 이 두 변수의 큰 진폭은 한국 경제에 중요한 의미를 가지고 있습니다. 그래서 달러화 문제를 시작으로 하여 유가문제로 옮기고 그리고는 이 두변수의 상관관계에 대해서 논평할 것입니다.

미국 달러화의 변동을 글로벌 기준으로 살펴보면 2002년부터 여타국의 통화에 비해 가치가 하락하기 시작했고 올해(2008년)초에는 실질적으로 20% 하락했습니다. 달러화와 한국 원화의 움직임은 2002년에서 시작하여 1년 전(2007년)까지 5년 기간 일반적으로 달러화의 움직임과 매우 유사했습니다. 아주 최근에 달러화의 가치는 한국 원화만 아니라 또한 여타국의 통화, 특히 유럽의 유로에 대비하여 매우 뚜렷하게 반전, 즉 상승하고 있습니다. 지난 12개월간 원화는 달러에 대비하여 50% 하락하고 있습니다. 대체 무엇이 일어나고 있는 것입니까? 왜 달러화는 2002년 전에는 강세였으며, 왜 하락하기 시작했고, 왜 최근에 반전을 했으며, 그리고 앞으로

어떠한 변동을 예상할 수 있을까요?

세계적인 기준으로 최근 달러화 가치의 상승은 변칙적인 것으로서, 미국 경제의 기초여건(Fundamentals)과 관계없이 금융위기와 연관된 일시적인 현상으로 생각합니다. 세계 각처의 투자가는 유동성과 미국 달러화의 안전성을 찾고 있는 것입니다. 그리고 해외에 투자한 미국 투자가도 미국으로 자금을 회수하고 있습니다. 그러나 해외에서 자금을 미국으로 회수하려는 사전적 의도는 자금의 실제 이동으로 이어질 수 없고 다만 환율의 변동만 가져올 수 있을 뿐입니다. 달러화의 가치는 미국 투자가와 외국인 투자자 등 세계적 투자가가 미래의 달러화 하락 리스크가 달러의 유동성과 안정성이란 장점과 균형이 이루어진다고 믿을 때까지 달러화 가치는 상승하여야만 합니다. 달러화의 가치가 최근 크게 상승한 이유가 바로 이 때문이라고 본인은 생각합니다. 사후적으로 미국으로 자금 이동은 미국의 경상계정 적자, 그러므로 미국의 무역적자와 동일합니다.

달러화의 가치가 2002년까지 높았다가 그리고는 내려갔다고 언급했습니다. 달러화의 가치가 높다는 것은 무엇을 의미하는 것이지요? 무역적자에 대해 가지는 의미를 제외하고는 통화 가치가 한 수준에서 높다고 말 할 수 있게 하는 일반적인 측정방법은 없습니다. 2006년 미국은 GDP의 약 6%에 이르는 7,500억 달러 규모의 무역적자를 기록하고 있었습니다. 경상수지적자 규모는 그 보다는 약 1,000억 달러 이상이었습니다.

그러므로 왜 달러화 가치가 그렇게 높았느냐에 대한 기본적인 대답은 미국의 경상수지 적자를 창출할 정도로 달러화의 가치가 충분히 강세였어야 했습니다. 왜 이것이 사실인지를 여러분께 상기시켜 드리겠습니다.

기본적인 국민 소득 계정 등식은 경상계정 적자가 투자와 저축의 차이와 동일하다는 것을 보여줍니다. 이러한 등식은 모든 국가에 적용되며, 역사적인 사실도 아니고 경제이론도 아니

며, 이것은 회계적 항등식입니다. 경상계정 적자는 공장과 설비 그리고 건축에 대한 투자와 저축간의 격차와 동일합니다. 저축은 국민저축의 합으로 구성됩니다. 저축이 한나라의 투자규모보다 적으면, 그 나라는 세계 각지로 부터 재원을 유입하여야 합니다. 그러므로 저축율이 낮을 때 수입은 수출보다 큽니다. 완전고용 수준에서 미국의 수입과 수출의 차이인 순수입은 달러화의 함수입니다. 2002년까지 달러화의 가치는 미국의 투자와 미국의 저조한 저축율의 차이와 동일한 무역적자를 창출할 때까지 높았습니다. 그러면 왜 저축률이 그렇게 저조하지요?

미국의 투자는 높지 않았으며, 한국의 수준과 비교해서는 확실히 높지 않았으나, 저축률이 너무 너무 미미했으며 그 주요 원인은 낮은 가계 저축이었습니다. 지난 10년 초기 기업은 견실한 이득을 냈고 배당이 그리 크게 증가하지 않아서 유보소득, 즉 기업저축은 상대적으로 높았습니다. 연방정부는 재정적자를 기록하고 있었지만, GDP의 약 2%가 되는 소규모의 재정적자였습니다. 그러므로 미국의 매우 미미한 국민 저축률의 요인은 가계 저축이 극적으로 하락했던 것입니다. 한국의 매우 높은 저축률을 본인이 이해하기가 어려운 것과 꼭 마찬가지로 여러분들도 어떻게 미국의 저축률이 낮으며 지난기간 어떻게 그렇게 낮은 저축률을 유지해 왔는지를 믿기가 어려울 것으로 본인은 생각합니다.

1990년대 초반으로 돌아가면 미국의 저축률은 가처분소득의 약 8%로서 한국의 수준에는 확실히 못 미치지만 미국으로서는 만족할만한 수치였으며 매우 작은 국제무역적자 규모와 일치하였습니다. 그러나 미국의 저축률은 1990년대와 지난 10년 초기에 들어서기까지 점진적으로 하락하기 시작했습니다. 2003년 중반기에는 미국의 기계저축률이 가처분소득의 2.3% 수준으로 하락했습니다. 그리고는 특기할 일이 생겼는데, 가계저축률이 -1.5%라는 낮은 수준까지 하락했습니다. 그러므로 가계저축률이 부의 수치가 되었다는 것은 무엇을 의미하는 것일까요?

이것은 저축자, 즉 퇴직을 위해 저축하는 중년 계층 사람 그리고 주택을 구매하거나 혹은 자

식의 교육을 위해 저축하는 젊은 계층 사람들의 저축이 하락했다는 뜻입니다. 저축자의 저축은 그리 높지 않았습니다. 비저축자, 즉 집을 구매하거나 혹은 퇴직하는 사람들의 비저축은 매우 높아졌습니다. 즉 저축자의 저축은 비저축자의 비저축 보다 적었습니다. 이 결과로 가계저축은 단지 零이 아니라 負의 수치로 하락했습니다. 왜 이러한 일이 일어났을까요? 왜 미국의 가계 저축률이 하락했을까요?

가계저축의 하락이 국민 저축률로 이어졌고 그리고 국민저축의 하락이 경상계정 적자를 창출하였으며 이것은 다시 매우 높은 달러화 가치의 필요성과 존재를 생성했음을 이해하는 것이 중요합니다. 미국의 가계 저축률을 크게 하락시킨 두 개의 중요한 요인이 있었습니다.

그 하나는 자산이었고 두 번째는 신용대출이었습니다. 1990년부터 지금부터 1년전 기간 동안 미국의 가계 자산은 두가지 이유로 크게 증가했는데, 하나는 주식시장이 매우 신속히 신장했기 때문이었으며, 다음은 직접살고 있는 주택의 가치(주택가격)또한 매우 극적으로 증가했기 때문이었습니다. 지난 10년 초기경에 주택가격은 미국의 주택 장기 추세치에 비교하여 실제가격으로 계산할 때 무려 60% 증가하였습니다. 그래서 미국은 가계 자산의 극적 상승을 겪었으며, 따라서 젊은 계층 사람들은 그들의 자산과 부를 들여다 보면서 「그것 말이야, 더 많이 쓸 수 있어, 여행도 더하고 그리고 더 많은 내구 소비재를 살 수 있지. 내 집과 내 주식 가치가 증가해서 내 자산이 크게 올라갔어.」라고 말합니다.

소비지출의 증가로 인도한 두 번째 요인은 용이한 신용대출과 신용대출의 저렴한 비용이었습니다. 미국의 많은 개인들이 금리가 내려가고 주택가치가 올라가자 그들은 그들의 주택 모기지 담보 대출을 재융자했습니다. 재융자 과정에서 이들은 필요한 자금을 끌어낼 수 있었습니다. 그래서 그들은 은행을 찾아가서 「새로운 모기지 대출을 하고 싶습니다.」라고 말하면 「낮은 금리의 새로운 모기지 대출을 기꺼이 제공해 드리겠습니다. 당신의 월 상환금도 내려갈

것이고 그리고 더하여 은행은 당신이 원하는데 쓰고 싶은 추가적인 자금도 제공해 드릴 수 있습니다」라고 은행은 대답합니다. 이것은 매우 부치기는 응답이었으며, 미국은 소비지출의 큰 증가를 목격했습니다.

또한 모기지 대출 분야에서도 사람들이 과거 보다는 월 상환금 면에서 매우 유리한 조건으로 모기지 대출에 쉽게 접근할 수 있도록 하는 큰 변화가 일어났습니다. 변동금리 모기지 대출, 이른바 「미끼 금리」(teaser rate) 모기지 대출 등이었습니다. 이 모든 것들이 가계 부문으로 부터의 차입을 증가시켰습니다. 가계 부문의 비저축은 컸으며, 가계 부문의 저축은 적었습니다. 그 결과는 저축율이 1990년대 초기의 8~9%선에서 바로 올해 1/4분기 전에 -1.5%로 하락했습니다.

그런데 왜 국내 저축의 하락이 미국에서 그대로 국내 투자의 하락으로 나타나지 않았습니까? 결국 우리가 아는 바와 같이 장기적으로 저축과 투자의 변동은 균형을 잡게 되어 있습니다. 여기 한국에서는 매우 높은 저축율로 높은 투자율을 누리고 있습니다. 지난 수십년 기간 낮은 저축율 때문에 미국은 낮은 투자율을 유지하고 있었습니다. 그런데 이번에 저축율이 하락했으나 미국은 투자율의 하락을 경험하지 않았습니다. 왜 그럴까요?

기본적으로 미국의 공장과 설비와 건축에의 투자는 저축의 하락에도 불구하고 대규모 외국 자본의 유입으로 유지되었습니다. 중국은 방대한 무역 흑자를 기록하고 있는데 그 이유는 과도하게 경쟁적인 수준에서 환율을 고정시켰고 고정된 RMB-달러율은 미국에서 중국 상품 가격을 저렴하게 만들어 중국적으로 미국행 대규모 자본이동을 유발하였습니다. 유가의 대폭적인 상승은 원유 생산국에게 매우 거대한 적자를 창출시켰고, 다시 이들 국가는 미국에 대규모 자금을 투자하였습니다. 그리고 일본은 엔 캐리 트레이드 때문에 그리고 엔 환율을 매우 경쟁적으로 유지했기 때문에 방대한 흑자를 기록했고 이것은 미국으로 유출되었습니다. 그래서 이러

한 자금은 비교적 좋은 조건으로 미국에 유출되었으며, 미국은 자국의 저축율이 하락하였으나 공장과 설비 그리고 주택에 투자를 유지할 수 있었습니다. 달리 표현한다면 저축은 투자에 비해서 낮았고 미국은 방대한 경상계정 적자를 기록하였으나, 거대한 외국 자본의 유입을 유발하는데 필요했던 주요 변수는 물론 달러의 강세였습니다.

본인이 지금까지 이야기한 것을 요약하겠습니다. 달러화의 가치는 여러 통화로 구성된 확대 「통화 마스크」에 대비하여 2002년까지 상승하였는데 그 이유는 미국의 무역적자를 증가시키기 위해서는 강세이며 비경쟁적인 달러가 필요했었기 때문입니다. 그리고 그러한 대규모 무역적자는 높은 투자를 유지하려고 하는 시점에서 매우 낮은 저축율로 부터 유래하는 불가피한 결과였습니다. 그러나 2002년 이후 달러화의 가치는 하락하기 시작했으며, 이것이 달러화의 가치가 앞으로 나아갈 근본적인 경로라고 본인은 생각합니다. 이 금융위기가 몰고 온 미국으로의 자금유입이 끝나면 미국은 달러화의 가치가 계속 하락하는 상황으로 회귀할 것입니다. 왜 그럴까요?

지금까지 본인이 말씀드리고 있는 것으로부터 여러분이 추론 할 수 있듯이, 그 이유는 저축율이 앞으로 몇 년간 증가할 것입니다. 왜 매우 저조했던 저축율이 방향전환을 하고 상승할 것이라고 본인이 생각하겠습니까? 본인이 저축을 위축시키는 두 개의 주요 영향요인이라고 지적한, 자산의 증가와 저렴한 비용의 신용대출에의 용이한 접근이 정지되고 반전하고 있습니다. 그러므로 주가의 폭락과 주택가격의 하락 결과로 자산 가치는 매우 크게 감소하고 있습니다. 주식 시장은 매일 변동 합니다마는 최고치로부터 35~40% 하락하고 있고 미국 전국의 주택가격은 약 25% 떨어지고 있습니다. 이 둘을 합해서 약 12조 달러에 이르는 가계 자산의 감소가 일어났습니다. 미국의 GDP가 약 17조 달러인데, 그렇다면 이것은 대폭락이며, 전체 가계 자산 가치의 1/3과 같은 수치입니다. 가계자산 가치의 극적인 하락입니다. 본인이 지적한 바와 같이

과거에 자산가치의 증가가 저축자로 하여금 저축을 덜 하게 하였고 그리고 비저축자로 하여금 비저축을 더 할 수 있도록 한 것인데, 이러한 현상이 반전 할 것입니다.

지난해 극적인 변화가 일어난 분야가 저비용 신용대출의 용이한 이용도입니다. 모기지 대출과 여타 신용대출은 지금 가계와 기업에 매우 제한적입니다. 연준이 연방기금 금리를 1%정도까지 인하했음에도 시중금리는 올라가고 있습니다. 모기지 대출 이자, 주택구매를 위해 가계가 부담하여야 할 자금 비용을 결정하는 핵심 금리는 상승하고 있고 지금 6% 이상인 것을 알 수 있습니다. 그리고 하락한 주택 가치는 이 주택을 담보로 하여 다시 차입을 하려는 가계의 능력을 제한시키고 있음을 우리는 볼 수 있습니다. 그러므로 앞으로 저축율이 상승하고, 비저축이 감소하여 저축율의 상승은 미국의 무역적자를 축소토록 할 것이나, 달러화 가치의 하락이 반드시 전제되어야 합니다. 달러화 가치는 하락하지 않고 미국의 저축만 상승한다면 이것은 단순히 미국의 경기침체 만연과 총지출의 대거 감축으로 끌고 갈 것입니다. 그러나 본인은 이러한 일이 일어날 것으로 생각지 않습니다. 달러화의 가치는 하락할 것이고 그리고 달러화 가치가 하락함에 따라 수입에 지출될 뻔 했던 자금이 국내생산품과 서비스 구매로 대체될 것입니다.

「아니오, 이런 일은 일어날 수 없습니다」라고 말하는 회의론자가 있습니다. 이러한 주장의 논거는 설사 달러화가 약세라도 미국은 수출을 증가시킬 능력이 없으며, 특히 미국이 수입하는 여러 상품을 생산하는 저임금 국가로부터의 수입품과 미국은 경쟁할 수 없다는 것입니다. 그러므로 미국의 저축율이 증가하면 총수요의 침체만 보게 된다는 것입니다. 이것은 틀렸다고 본인은 생각합니다. 달러화의 가치가 하락함에 따라 미국 수출품의 경쟁력이 개선되고 수입품의 감소가 있을 것으로 본인은 생각합니다. 여기에 그 이유가 있습니다.

첫째, 미국은 주요 수출국입니다. 지난해 미국의 수출규모는 1조 달러를 상회했습니다. 미국의 수출규모는 한국의 GDP보다 큼니다. 미국은 농산품, 공산품, 고도기술 제품 등 다양한 종

류의 품목을 판매하는 주요 수출국입니다. 이들 수출품목의 대다수가 환율변동에 민감합니다. 그래서 달러화의 가치가 하락하면 수출은 증가하게 됩니다.

둘째, 수입은 어떠한가요? 미국 수입품의 절반은 Canada, 일본, 유럽 등 고임금 국가에서 오고 있습니다. 그러므로 달러화의 가치가 Euro, 엔화, 캐나다 달러에 대비하여 하락함에 따라 이들 국가들로부터의 수입제품은 축소될 것입니다. 이러한 품목은 미국 소비자에게 보다 비싸질 것이고, 그래서 미국 소비자는 이를 미국제품으로 대체할 것입니다. 그러나 저임금 국가로부터의 수입품은 어떠한가요? 중국, 베트남 및 여타 저임금 국가로부터 미국이 대량으로 수입하는 제품은 어떠한가요?

미국의 공장은 중국, 베트남 및 여타 저임 국가가 지금 제조하고 있는 품목의 생산을 시작하지 않을 것입니다. 그러나 중국의 RMB, 베트남의 「동」(VND)과 여타국의 통화에 대비해 약세인 달러화는 이들 국가들로부터의 수입을 대체토록 할 것입니다. 미국인은 수입품의 상대가격이 상승하자 수입품을 배제하고 상대적으로 싸진 미국의 다양한 제품과 서비스의 구입을 통해 수입대체 할 것입니다. 그래서 요약하면, 앞으로 3년에서 5년내에 달러화의 가치는 하락할 것이고, 이와 함께 미국의 무역적자가 축소할 것입니다.

유가문제로 잠시 돌아갑시다. 그리고 유가와 달러사이의 관계와 앞으로 무엇을 예상할 수 있을지에 대해서 말씀 드리겠습니다. 어떤 시기이든 유가는 현재의 원유 수급 상황과 미래의 수급 상황에 달려있습니다. 이것은 원유와 비부패성 1차 상품의 매우 중요한 양상입니다. 현재의 유가는 현재의 수급 상황뿐 아니라 또한 모든 시장 참여자가 기대하는 미래의 수급 상황에도 달려 있습니다. 미래의 수급 전망은 유가의 현재 가격에 영향을 미치는데 그 이유는 원유는 특히 언제라도 얼마만큼 생산하고 싶은지를 선택할 수 있는 OPEC 국가의 생산자 및 여타 국가의 생산자에 의해서 저장될 수도 있기 때문입니다. 그러므로 원유 생산자가 미래에 수요가 증

가하리라고 예상하고 그리고 미래의 원유가격이 상승하리라고 기대한다면, 원유 생산자는 지금 원유의 감산 혹은 원유의 저장을 통해 대응함으로써 미래에 더 높은 가격으로 팔 수 있을 것입니다. 이러한 대응, 즉 현재 생산의 감축은 곧 원유의 현재 가격의 상승으로 이어집니다.

그러므로 현 생산자가 미래에 수요가 증가하리라고 예상하면, 이것은 오늘의 대응 행위에 변화를 가져오고, 다시 가격의 상승으로 이어질 것입니다. 반대로 생산자가 미래의 세계적 원유 공급이 증가하여 가격이 하락할 것으로 예상하면, 상대적으로 높은 유가로부터 이득을 얻기 위해 더욱 생산에 박차를 가할 것입니다. 그러나 이것은 결국 유가의 하락으로 이어질 것입니다. 따라서 미래에 공급증가 혹은 수요 감소의 예상은 유가의 하락으로 이어질 것입니다.

경제전문가가 알고 있는 유가 결정과정에 대한 보다 정확한 설명이 있습니다. 현재의 수급변동, 즉 잠정적인 수급변동을 무시하면, 유가는 앞으로 리스크, 재고 비용 등을 감안한 다음 금리와 같은 속도로 상승할 것으로 예상됩니다. 그래서 금리가 앞으로 5년간 5% 수준으로 상승할 것으로 예상한다면, 유가도 앞으로 5년간 약 5% 수준으로 증가할 것이 예상됩니다. 왜 그럴까요?

그 이유는 이렇습니다. 원유 생산자는 오늘 생산하고, 그 판매 수익을 투자하여 5%의 수익률을 확보하는 案과 그렇지 않으면 원유를 채굴하지 않는다는가 혹은 저장하여 연간 5% 유가가 상승하기를 기다리는 대안이 있습니다. 그래서 OPEC 생산국은 향후 예상하는 유가 상승률이 금리 상승률보다 낮으면 현재 원유 생산량을 늘린 뒤 판매 수익을 투자하여 금리를 받으려 하고, 반대로 향후 유가 상승률이 미국의 금리보다 높을 것으로 기대되면 현재 생산량을 축소하여 미래의 유가를 올리는 것이 유리합니다. 지금 우리는 예상된 수급사정에 따라 생산량을 조절해 유가상승률과 금리상승률이 비슷해지는 과정을 실제로 보고 있습니다. 오늘 원유의 현물가격은 65달러인데, 5년 후 원유의 선물거래 가격을 보면 1배럴당 약 80달러입니다. 틀리

수 있습니다. 그러나 이 선물가격은 시장이 예상하고 있는 것을 말해줍니다. 시장은 앞으로 5년기간 원유가격이 거의 금리와 같은 신장율로 증가할 것을 예상하고 있습니다. 그래서 본인이 바로 설명하고 있는 미래에 대한 예상가격과 현재가격간의 연결 고리는 중요한 의미를 가지고 있습니다. 이 연결고리는 무엇이 일어나고 있으며 그리고 어떻게 세계 각처에서의 정책결정이 미래 유가에 영향을 미치는지를 이해하는데 도움을 줍니다. 확실히 현재의 수급상황과 미래의 수급전망간의 연결고리는 과거에 매우 급격히 상승했던 유가가 재발할 수 있었음을 이해하는데 도움을 줍니다. 특히 중국 경제와 자동차산업의 급속한 성장과 더불어 수요가 미래에 증가하리라는 모든 사람들의 확대된 예상이 있었습니다. 원유 수요가 지금부터 5년에서 10년후 크게 상승하리라는 예감이 있었습니다. 그리고 또한 원유의 공급이 미래에는 신속히 증가하지 않으리라는 우려도 있었습니다. 멕시코나 Russia의 원유 매장량이 고갈될 것이라는 우려가 있었고, 원유 수요는 급속히 증가하되 공급이 따라갈 수 없다는 우려도 있었습니다. 이러한 요인들이 원유의 현물시장에 미치는 요인들이 별로 없었어도 원유의 현물가격의 급증을 가져왔습니다.

미래의 수급전망과 예상된 가격 그리고 현물 가격간의 연결고리란 수급상황에 영향을 미치는 정책은 오늘의 유가에 대해 중요한 의미를 가질 수 있음을 상기시켜 줍니다. 마지막으로 이 연결고리는 왜 1배럴당 140달러하던 유가가 1배럴당 약 70달러 선으로 그렇게 급속히 하락했는지를 이해하는데 도움을 줄 것이라고 생각합니다. 높은 유가는 사람들이 예상했던 것보다 훨씬 큰 충격을 주었습니다. 자동차 운전과 원유 수요에 극적이고 전례가 없는 하락이 있었습니다. 개인들이 사고 싶던 자동차의 종류에 극적인 변동이 있었습니다. 미국인은 대형 SUV나 휘발유를 많이 소비하는 자동차 구입을 중지하고 도요타 하이브리드 자동차인 프리우스(Prius)같이 휘발유 소비가 적은 자동차의 구입으로 전환하였습니다. 그래서 원유시장에서 원유 수요는

가격에 더욱 민감해 질 것이고 그리고 앞으로는 원유 수요의 큰 증가를 볼 수 없을 것을 알게 되었습니다. 동시에 미국에서는 자체의 원유공급을 상당히 증가시키는 논의가 있었는데, 원유의 확보를 제고시키기 위해 석유의 해양굴착과 또한 원자력 같은 대체 에너지 공급의 증가에 대한 논의였습니다.

더욱이 Mexico는 외국인 투자가가 자국의 원유 생산에 도움을 줄 수 있다는 환영의 의사를 보이고 있습니다. 그러므로 이 모든 복합적 요인들이 미래의 수급전망을 급속히 변화시키고 있습니다. 그러나 이러한 장기적 균형효과에 추가하여 중요한 임시적인 시장상황의 효과가 있습니다. 그 이유는 공급량은 예상된 선물가격의 변동에 즉시 조정할 수 없기 때문입니다. 지금 경제적 취약성의 반응으로 과도한 가격하락이 있음을 알 수 있습니다. 세계 전체적인 경제적 취약성의 즉각적인 충격은 에너지 수요를 감소시키고 있습니다. 그러나 아직 이에 대한 OPEC 공급 국가의 반응은 늦어지고 있었습니다. OPEC 국가는 단순히 스위치를 가볍게 누르고 원유 공급을 감산할 수 없습니다. 이에 대한 회동의 지연이 있었으나, 2주일전 OPEC국가는 마침내 회의를 소집하고 원유생산을 매일 약 150만 배럴을 감산하기로 합의하였습니다. 그러나 감산이 일어나려면 이 역시 시간이 걸릴 것입니다. 그래서 당분간 취약한 세계경제로 인한 현물시장 수요의 감소에 비하여 단기적인 공급과잉 현상이 있게 됩니다. 전망하건데 본인은 OPEC 공급국이 원유가격을 배럴당 약 90달러선에 묶기 위해서 원유공급을 삭감할 것으로 생각합니다.

마지막으로 유가와 달러화의 관계 그리고 이러한 관계가 앞으로 가질 의미에 대해서 논평하고 싶습니다. 올해 5월과 지난해의 5월 사이 유가가 다시 하락하기전 배럴당 65달러에서 배럴당 120달러로 거의 2배 증가하였다는 사실은 우리가 유의할 관심사입니다. 그리고 같은 기간 달러화의 가치는 Euro와 엔화에 대비하여 15%하락했습니다. 그래서 유가와 달러화의 움직임

사이에 어떤 연결고리가 있는지를 질문하는 것은 당연합니다. 그 대답은 「예」입니다마는 그 의미는 몇몇 사람들이 생각하는 것과는 다릅니다.

그러한 문제에 질의를 제기하는 최선의 방법은 유가에 미친 달러화 가치의 약세 효과가 무엇이나 하는 것입니다. 약세의 달러화는 달러화에 대비하여 강세가 된 Euro와 여타 통화로 거래를 결제하는 원유구매자에게 원유 비용을 상승시켰습니다. 이것은 Euro와 엔화로 가격을 표시한 유가가 상승함에 따라 원유 수요의 감소를 요구했고, 세계적인 원유수요도 위축시켰으며, 결국 세계적으로 유가를 하락시켰습니다.

이에 대해 두 번째로 이목을 집중시키는 질문은 65달러에서 120달러로 상승한 유가가 어떻게 달러화 가치에 영향을 주었느냐 하는 것입니다. 유가의 상승은 무역적자의 급격한 증가로 이어졌습니다. 2007년 원유수입액은 거의 미국 무역적자의 50%였습니다. 유가가 65달러에 머물렀다면, 달러화 표시 원유수입액은 절반으로 삭감되었을 것입니다. 그러므로 높은 유가는 미국의 무역적자를 증가시켰으며, 여타 수입을 줄이기 위해서 약세의 달러화를 필요로 했습니다.

본인이 논평한 것들을 요약하고 간략히 전망을 해보겠습니다. 본인은 왜 달러화의 가치가 그렇게 높았으며 낮은 저축율, 특히 낮은 가계저축율 때문에 어떻게 달러화의 가치가 높아졌는가라는 질문을 제기하면서 강연을 시작했습니다. 그리고는 왜 본인이 앞으로 5년에서 10년간 달러화의 강세가 반전할 것이라고 생각하는 이유를 언급하였습니다. 미국은 저축률의 상승과 그리고 약세의 달러화를 동반하게 될것입니다. 이러한 추세는 유가가 증가한다면 달러화 가치의 약세화에 더욱 박차를 가할 수 있습니다. 앞으로의 유가는 OPEC국가의 정책에 크게 좌우될 것입니다. 그러나 미국, 한국 및 여타 원유 소비국가는 유가의 상승을 제한하기 위해 공동으로 노력하여야 합니다. 우리는 OPEC국가가 미국, 한국 및 여타 원유 소비국과 우호적인 협력관계를 갖기 원한다면 그들이 그들의 독점력을 반드시 억제하여야 한다는 것을 이해시켜야

합니다. 또한 우리는 자동차를 위해 새로운 기술을 개발하고 열량과 전기를 석탄과 핵에너지에 대한 의존으로 대체하면서 원유 수요를 삭감하기 위한 국제적인 공조를 할 수 있습니다. 미국과 Canada 같은 국가는 원유 공급을 증가시키기 위해 서로 협력을 할 수 있습니다.

<질의 응답>

<질의>

Feldstein교수님, 미국 달러화의 추세에 대한 정확하고 내용있는 개관에 대해서 감사드립니다. 본인은 미국 달러화의 추세라기 보다는 속도에 영향을 줄 수 있는 두 개의 요인에 대해서 질문이 있습니다. 첫째는 신용카드 차입인데, 신용카드대출은 거의 미국의 GDP 규모와 비슷합니다. 그것이 문제이고 그리고 이러한 신용카드 대출을 상환하는 문제가 있다면 미국 달러화의 회복을 연장시키고 미국 달러화의 가치하락을 지연시키는 미국발 쓰나미 여파가 있을까요?

두 번째 요인은 교수님이 다루지 아니한 정치적 순환일정입니다. 2002년까지 미국 달러화 가치의 상승 그리고 그 후의 상승은 Bush대통령 임기와 부합합니다. 곧 워싱턴에는 Barack Obama씨가 새 대대통령으로 부임할 것입니다. 그의 경제정책이 교수님이 예측한 달러화 가치의 하락 추세를 강화할까요? 그렇지 않으면 그러한 추세로부터 벗어나갈까요?

<응답> 감사합니다. 둘다 좋은 질문입니다. 신용카드에 대해서 말씀드리면, 그 규모가 귀하가 언급한 것과 같이 크다면 본인도 놀라움을 금치 못할 것입니다. 미국에서 모기지 대출부도의 문제가 있듯이 신용카드 차입의 체납 문제가 있다는 것은 의심할 여지가 없습니다. 신용카드 발급자인 은행은 신용카드 공급을 삭감하고 있고, 기준을 엄격히 하고 있으며, 신규 신용카드 발급을 거부하고 있으며 그리고 개인의 신용대출 한도액을 제한하고 있습니다. 본인은 이 모든 조치가 높은 저축률로 인도하는 신용대출의 이용도에 대한 제한에 대해 본인이 이야기한 것을 보장할 것으로 생각합니다. 개인들은 과거에 했던 것처럼 그들의 신용카드 채무를 확대할 수 없을 것입니다. 그들은 그들의 빚을 갚아야 할 것이고 이것은 높은 가계 저축율, 그러므로 높은 국민 저축률로 이어질 것입니다. 이것은 앞으로 점차적으로 달러화의 점진적인 약세

화를 강화할 것입니다.

Obama 대통령직의 여파에 대한 두 번째의 질문으로 가겠습니다. Obama 상원의원이 당선되면 그는 의회의 양원을 장악하게 될 것이므로 그가 원하는 정책을 이행할 수 있을 것입니다. 그러나 솔직히 말씀드리면 나 자신 같이 주의 깊은 관찰자로서는 선거기간 동안 언급되고 있는 것을 관찰한 다음 그리고 어떤 정책이 펼쳐질지를 파악하는 것은 매우 어렵습니다. Obama 대통령 당선자의 초기 정책은 자유무역을 비판하고, 증세를 찬성하는 등 여러 가지 정책이 좌파적인 시기에 치우쳤습니다. 그러나 그가 대선 후보로 지명된 후 그의 정책기조는 좀 더 온건해지면서 극좌의 입장에서 중도노선으로 움직이고 있습니다.

Obama 대통령 당선자는 그가 이야기하고 있던 일련의 정책이 미국 경제로서 매우 비생산적일 수 있는 심각한 상황을 보게 될 것입니다. 무역규모를 축소하는 일, 세금을 올리는 일, 그리고 의료보험에 막대한 지출을 강조하는 일은 잘못된 것이라고 본인은 생각합니다. 그래서 그는 미국 경제가 당면하는 핵심적인 과제에 주안점을 두어야 할 것입니다. 기계자산 가치의 하락으로 촉발된 총수요의 심각한 감소는 소비지출의 축소와 경기순환과정에서 이로부터 일어나는 모든 불리한 상황으로 이어질 것입니다. 둘째로 주택가격 하락의 악순환은 금융시장에 해를 주고 가계자산의 감소를 가져옵니다. 그러므로 이것이 바로 Obama 대통령 당선자가 집중할 사안입니다. 그가 이 사안에 현명하고 적절한 방법으로 초점을 둔다면 미국은 경기하강의 신속한 종말을 보게 될 것이고 당장은 아니나 2009년에 미국은 경기상승을 볼 수 있게 되고 경제는 전진할 것입니다.

<질의>

Feldstein 교수님, 감사합니다. 본인의 질문은 왜 미국의 달러화 가치가 귀하가 언급한 바와

같이 하락하지 않으리라는 측면에서 앞의 마지막 질의와 유사합니다. 달러화의 가치가 하락하지 않으리라고 교수님이 언급한 이유의 하나는 바로 지금 세계에서 가장 거대한 무역국의 하나인 중국의 불태환 통화인 RMB의 고정환율이었습니다. 미국의 달러화 가치가 하락하지 않도록 하는데 고정환율인 RMB의 요인은 얼마나 중요합니까? RMB가 불태환통화라면 여타자산을 RMB로 보유하는 능력을 감소시킵니다.

<응답>

미국 달러의 가치는 하락했음을 잘 기억하십시오. 달러화의 가치는 여타 교역 상대국의 통화와 대비해 15~20%정도 하락했습니다. 그래서 실질 무역가중치를 감안한 달러의 실질 가치는 상당히 하락했습니다. 중국은 RMB를 수년간 고정시킨 뒤 이 정책을 완화시켰습니다. 중국에는 자본계정 교환성이 없으나 중국은 환율이 절상하도록 할 것입니다. RMB가 실질적으로 절상하는 데는 상당한 시간이 걸릴 것이고, 필요한 만큼 절상하지 않을 것이고 그리고 중국이 앞으로 절상하고 싶은 만큼 절상하지 않을 것입니다. 그러나 중국은 과거에 유지해 왔던 대규모 수출물량을 국내수요로 대체할 수 있다는 자신감을 나타내고 있습니다.

<질의>

질문이 하나 있습니다. 최근에 Russia와 중국은 원유채광을 위해 세계각처에 공격적으로 투자하고 있다는 이야기를 듣고 있습니다. 어떤 전문가는 말하기를 중국은 원유거래 청산을 위해 달러를 대체하고 싶다고 합니다. 그리고 Russia까지도 St Petersburg에 원유선물시장을 개설했다는 소식을 들었습니다. 원유거래 청산에서 달러화를 대체한다는 것에 대하여 어떻게 생각하십니까?

<응답>

흔히 제기되는 질문인데, 이에 대한 본인의 간략한 대답은 전혀 중요하지 않다는 것입니다. 원유시장이 Euro시장으로 바뀌어 진다고 해도 우려할 필요가 없다는 것입니다. 모든 것이 Euro로 거래가 결제된다고 해도 원유의 세계가격을 바꿀 수 없다는 것입니다. 원유의 세계가격은 달러 구매자에게는 달러표시, Euro 구매자에게는 Euro 표시 그리고 엔화 구매자에게는 엔화 표시 가격을 반영하여야 하기 때문입니다. 그래서 원유가격을 어떤 통화로 표시하던간에 아무런 문제가 없습니다. 그 이유는 중국적으로 유가의 결정은 동일한 수급사정에 좌우되므로 한국에서는 원화로 가격을 표시하든 혹은 미국에서는 가격을 달러로 표시하든 가격상 아무런 변화도 없습니다.

<질의>

두 개의 질문이 있습니다. 이번 금융위기에 대한 책임소재가 어디에 있다고 교수님은 생각하십니까? 그리고 보다 많은 공적자금이 시장에 투입되어야 한다고 생각하십니까. 그렇지 않으면 경기침체가 계속할 것인대요?

<응답>

금융위기에 대해서는 책임을 져야 할 대상이 많다고 생각합니다마는 가장 중요한 원천은 주택시장에 있었습니다. 서브프라임 시장만은 아닙니다. 사실인즉, 책임소재를 찾는다면 주택분야보다 더 넓게 리스크에 대한 그릇된 평가까지 가게 됩니다. 포트폴리오 투자가 와 가계가 높은 리스크를 부담하겠다는 의향과 그리고 여기에 덧붙여 적정성을 벗어난 쉬운 조건으로 제공

된 신용대출이 문제였습니다. 미국은 서브프라임 주택시장의 문제가 종결되는 것으로 생각하였으나, 문제는 그보다 훨씬 일반적이었습니다. 지난 10년 초기에 주택시장에서 일어난 문제는 주택가격이 극적으로 상승했다는 것입니다. 과거 미국이 경험하지 못했던 방향으로 주택가격이 상승했습니다. 이것은 틀림없이 거품이었으며 끝을 맺어야 했습니다.

이 과정에서 두 번째로 중요한 점은 주택담보대출 비율이 너무 높았습니다. 은행과 여타 금융기관은 모기지 대출을 처음으로 개설했을 때 주택가치의 90%에서 100%까지의 대출을 각오하고 있었습니다. 그 이유는 주택가격이 너무나 급속히 상승했기 때문에 금융권은 1, 2년을 기다리면 높은 주택담보대출 비율이 저절로 시정될 것으로 생각하였습니다. 주택가격이 급속히 상승하는 한 이와 같은 생각은 효과가 있었으나 주택가격이 하락하자마자 효과를 잃어버렸습니다. 그래서 지금 미국에는 4개의 주택담보물 중 1개의 모기지 대출 금액이 주택의 기본가격을 능가합니다. 이것은 특히 중요한 문제인데 그 이유는 미국의 모기지 담보대출이 이른바 넌리코스(non-recourse)용자로서 세계적으로 독특한 모기지대출 제도입니다. Non-recourse 용자란 개인차입자가 원리금 상환에서 부도를 내게 되면 채권자는 담보물인 주택은 차압할 수 있으나, 용자금보다 주택담보물 가치가 낮을 경우 채무자의 자산, 저축 혹은 소득을 채권자의 손실을 보상하는 방법으로 요구할 수 없습니다. 그래서 개인차입자가 부도를 내게하는 강력한 인센티브가 있는 것입니다. 이 때문에 미국에는 부도와 차압이 급속히 증가하고 있습니다.

미국 주택시장이 문제가 된 세 번째, 즉 최종 요인인 증권화(Seuritization)입니다. 1990년대로 돌아가면 모든 모기지 대출의 10%가 증권화되었으나 지난 10년 중반에서는 이 비율이 약 60%가 되었습니다. 증권화의 극적인 증가는 차입비중이 큰 주택저당증권(mortgage-backed securities)을 발행한 모기지 은행이 이것을 투자대상으로 상품으로 기관투자자에게 매각했습니다. 그래서 이 세 가지 요인을 종합해 보면 금융위기의 요인을 알 수 있는 것입니다. 주택가

격도 하락했고, 주택담보대출 비율은 100% 이상 상승했으며, 개인차입자는 모기지 대출에서 부도를 냈습니다. 거주주택저당증권 소유자는 「우리는 이 사태가 어디까지 갈려는지 알지 못합니다. 우리들의 거래 상대방이 자기의 포트폴리오속에 무엇을 가지고 있는지 알지 못합니다. 차입자가 부도상태에 있는지 혹은 현금 흐름에 문제가 없는지 알지 못합니다.」라고 말했습니다. 본인의 판단은 이것입니다. 미국이 이 주택 문제를 해결하지 못하면, 미국은 금융문제를 해결할 수 없을 것이고 경기하락도 막을 수 없을 것입니다. 설사 미국이 이러한 조치를 취한다 해도 소비지출의 하락은 너무 크다고 보여 미국은 상당한 재정적 부양책, 상당한 정부지출 프로그램이 필요합니다. 새대통령이 취임하게 되면 이러한 조치가 취해질 것으로 본인은 생각합니다.

#### <질의>

두 개의 질문이 있습니다. 앞으로 수년간을 내다보면 사람들은 경기침체에 추가하여 디플레이(특히 금융긴축으로 인한 경기침체)를 예상하고 있습니다. 1990년대 일본의 「잃어버린 10년」기간에 일어났던 것과 같은 것입니다. 혹은 어떤 사람들은 시장에 유동성이 증가하며 인플레이도 예상합니다. 그러므로 앞으로 무엇이 일어나리라고 교수님은 생각하십니까?

본인의 두 번째 질문은 중국에 대해서 논평해 주시기 바랍니다. 한국 수출의 4이 중국행입니다. 그래서 앞으로 수년간 한국경제에서 일어나는 일은 중국에서 일어나는 일에 좌우됩니다.

#### <응답>

감사합니다. 대부분의 사람들이 유가의 하락과 식료품 가격하락으로 빚어진 단기성 디플레이 뒤에 소비자물가지수(headline inflation)는 한 1년간 실제로 하락하리라고 우려합니다. 그러나

근원인플레이션은 하락하지 않을 것이며 1년 뒤에 왜 경제여건이 負의 가격 변동을 가져올 이유가 없습니다. 그래서 2009년은 낮은 인플레이션의 연도로 볼 수 있습니다. 그러나 귀하는 1년 보다 긴 기간 뒤의 물가동향에 대해 질문하셨습니다.

연준에 의한 유동성 증가가 인플레이션으로 인도한다고 본인은 생각지 않습니다. 연준은 그들이 어떤 조치를 취했는지 숙지하고 있으며 전통적인 공개시장 조작을 통해서 유동성 공급의 효과를 반전시킬 수 있습니다. 인플레이션은 기술적인 리스크가 아니며 심경의 변화, 앞으로의 정책변화 태도에 관계된 리스크입니다. 이것은 어떤 의미에서 불가피한 것으로 생각지 않습니다. 그러나 앞으로 4년 혹은 5년 후 미국이 최근에 경험하지 못한 높은 인플레이션을 수용하겠다는 정치적 의지를 보게 되리라는 리스크입니다. 사람들은 1980년경 경기침체가 얼마나 고통스러웠고 고민거리였는지를 망각할 것이고 부채의 실질가치 등을 감소시키기 위해서 인플레이션의 상승을 묵인하는 심경이 생길 것입니다. 그러나 이것은 우리가 깊이 주의하여야 할 사안입니다.

중국에 대해서 말씀드리자면, 본인은 상해에서 여기에 도착했습니다. 매년 봄마다 중국을 방문합니다. 중국은 현재 상황을 이해하고 있다고 본인은 생각합니다. 중국은 엄청나게 큰 규모의 무역흑자를 보유하고 있으며, 그들은 무역흑자를 삭감시킬 의도를 가지고 있습니다. 글로벌 경제상황이 이러한 움직임의 속도를 가속화하고 있습니다. 중국에는 중소기업 규모의 수출기업에 대한 우려가 있으나, 어느 정도 이런 기업들은 중국이 축소하여 보다 국내 수요에 집중하기를 원했던 부문입니다. 중국 정부는 금융정책 및 여타 정책을 추구하여 가계부문의 소비는 물론 대부분 소비형 정부지출을 진작시키려고 합니다. 교육, 의료보험, 그리고 수출보다는 국내 조달 품목에 정책지출을 증가시킬 것입니다. 그래서 중국 경제는 올해 둔화하겠지만 극적으로 하락하지 않을 것으로 본인은 생각합니다. 그러나 중국 시장은 복잡한 구조의 하나인 재수출시장입니다. 그러므로 중국으로 부터의 수출 감소는 한국으로 부터의 부품과 설비 수입을 감소시

킬 것입니다.

<질의>

감사합니다. 두 가지 질문이 있습니다. 기축통화로서 달러화의 위상에 대한 전망은 어떻습니까? 미래의 통화제도에 대해서 G-20회의에서는 어떠한 과제들이 논의될까요?

<응답>

달러화는 편리한 기축통화입니다. 본인은 귀하가 준비자산으로서의 달러화에 대해서 질문하는 것으로 생각했습니다. 대부분의 국가들이 외환보유고를 적정히 다각화시키고 있다고 생각합니다. 외환보유고는 더 이상 준비 자산이 아닙니다. 한국이 2,400억 달러를 보유하고 있는데, 이것은 보통의 외환보유고가 아니고 투자수단입니다. 중국이 2조달러의 외환보유고를 가지고 있는데, 이것은 전통적인 외환의 안정화를 위한 것이 아닙니다. 투자를 위한 것입니다. 그래서 모든 정부는 현명하게 외환보유고를 다각화하고 있습니다.

달러화는 주로 무역거래 결재를 위한 기축통화로서 존재한다고 생각합니다. 걱정할 이유가 없다고 생각합니다. 유럽에서는 모두가 Euro입니다. 주로 유럽과 무역하는 국가에게는 달러화 보다는 Euro로 가격을 책정하는 것이 현명합니다. 유가에 대한 질문의 응답으로서 이것은 어떤 기본적인 것도 변경시킬 수 없다고 생각합니다.

G-20회의가 개시되면 무엇이 일어날 것인지에 대해서는? 대부분의 정상들의 활동이 포즈를 취하고, 웅대한 성명서를 발표하며, 그리고 문명을 구제할 계획을 가지고 있다고 선언할 것입니다. 많은 것이 일어나리라고 생각지 않습니다.

<질의>

앞으로 타국의 통화에 대비하여 달러화의 가치는 하락할 것이라는 교수님의 의견에 본인은 동의합니다. 그러나 여기에 참석한 모든 사람들이 어느 정도 달러화가 하락할 것인지에 대해 관심이 많습니다. 세계의 모든 사람들이 현재의 경제혼란이 곧 종식되기를 바라고 있습니다. 그래서 이 경제혼란이 언제 종식되리라고 교수님께서 예상하고 계십니까?

<응답>

언제 심리가 변동할 것이고 달러화가 다시 하락하기 시작할 것인지 본인은 추측하기 싫습니다. 몇 개월전까지만 해도 본인이 달러화 가치의 하락에 대해서 언급할 때, Euro에 대비하여 달러화의 가치가 더 이상 하락할 수 없을 것이라고 말했을 것입니다. 당시 Euro는 1.50달러 혹은 1.60달러였으며 영국의 Sterling 2달러였습니다. 앞으로 달러화의 가치는 Euro, Sterling, 아시아국의 통화 및 RMB에 대비하여 하락할 여지가 많습니다. 어느 정도 달러화의 가치가 하락할 것인지는 실질 무역가중치를 근거로 대답할 수 밖에 없습니다. 그 이유는 단일 통화기준이나 혹은 명목 기준으로 대답할 수 없기 때문입니다. 그러나 몇 10%라고 하겠습니다. 달러화 가치의 하락이 20%인지 혹은 40%인지는 말할 수 없으나 오늘 보다는 크게 하락할 것입니다.

언제 금융위기가 끝나고 어느 정도 손실을 입게 될 것이냐? 본인이 이미 지적한 바와 같이 새로운 행정부가 어떤 정책을 펼치느냐에 달려있습니다. 본인의 판단으로 연준은 할 수 있는 것은 모두 하고 있습니다. 미국 재무부는 금융시장이란 측면에서 뚜렷한 영향없이 영국과 유럽 제국이 해운 것을 모방하고 있습니다. 그러나 앞으로의 관건이 되는 과제는 본인의 견해로는 금융기관 내에서 거래 상대방에 대하여 서로간 그리고 외부인에게 대출할 의사에 대하여 심지어는 금융기관이 보유하고 있는 자산가치에 대하여 신뢰도를 구축할 수 있는 방안이 있느냐의

여부입니다. 당신이 무엇을 소유하고 있는지 혹은 그것이 값어치가 있는 것인지를 당신이 모르고 있기 때문에 서로간 대출하는데서 야기되는 리스크를 부담하는데 자신감이 있을 수 없습니다. 이 모든 것의 해결은 주택가격 하락이 가져오는 악순환을 중지시키는데 달려있는데, 아직까지 정부는 이러한 문제를 대처하는데 거의 해온 일이 없습니다. 본인의 희망사항은 다음 정권이 여기에 주안점을 두어야하는데 그렇게 한다면 금융문제는 2009년에 종지부를 찍을 것입니다.