



Risks and Opportunities
in the Global Economic Recovery

세계경제 회복, 위기인가 기회인가

Charles Dallara

Abe's Labor Reform and Innovative Strategies

아베의 노동 개혁과 혁신 전략은 성공할 것인가

Yukiko Fukagawa

2014 IGE/Samsung Electronics
Global Business Forum

세계경제 회복, 위기인가 기회인가
Risks and Opportunities
in the Global Economic Recovery

Charles Dallara



Charles Dallara

Charles Dallara is a former Managing Director of the Institute of International Finance (IIF) and now he is an Executive Vice Chairman of Partners Group Holding AG's board of directors and chairman of the Americas, based in Washington, D.C. He led the IIF in its prominent role during the European sovereign debt crisis, including the PSI agreement reached between European countries and financial organizations on the one hand and the Greek government on the other, "the biggest sovereign restructuring in history." Charles Dallara has held various positions in the George H.W. Bush and Ronald Reagan administrations including Assistant Secretary of the Treasury for Policy Development and U.S. Executive Director of the International Monetary Fund.

Risks and Opportunities in the Global Economic Recovery¹⁾

Charles Dallara

Former Managing Director of the Institute of International Finance

Today's world economy is facing many, many uncertainties. To use the rather awkward terms of our former Secretary of Defense, Donald Rumsfeld, that "There are known knowns and there are known unknowns." As we sit here today, I think what makes looking at the outlook for the world economy so difficult is trying to make judgments not only about the known knowns but about the known unknowns.

1) This is a transcript of the speech by Charles Dallara, former Managing Director of the Institute of International Finance, at the "IGE/Samsung Electronics Global Business Forum" on July 24, 2014. The views expressed here are the speaker's.

When is something moving from the category of a known unknown to a known known? Two months ago or four months ago, you would have said that geopolitical risks inject a known unknown into the global outlook. The result of incidents in Ukraine and the Middle East over the last few weeks is maybe changing and migrating into the known known category. What do I mean by that? When you pick up the paper or you read the news on your iPad, what do you see? You see a conversation about increased sanctions against Russia. Now, the initial reaction might be “Well, the Europeans still do not have that much determination to implement sanctions against Russia.” That may well be the case. But, have the dynamics changed? 298 citizens were killed in this tragedy and well over half of them are European citizens. Is the patience of European leadership going to begin to tip the balance towards sanctions, which this time could have a more direct and lasting impact on the Russian economy?

As you well know, we are in a remarkably interconnected world today. What happens in Russia can affect what is happening in Korea through so many different channels. Look at the energy markets. Russia remains the 2nd largest oil producer in the world. It provides 35% of the gas to much of Western Europe. There is a codependency there, which makes these issues of economic and financial sanctions very difficult. Russian banks operate all around the world. Russian corporations operate all around the world. If we see an increasing pressure on economic and financial sanctions, at what point is this going to, first, affect the energy markets by pushing oil prices up again, perhaps substantially, thereby affecting the global recovery? Or, at what point are financial sanctions

going to really begin to disrupt the operations of global financial markets? You know, recently, you have seen some of the consequences of other institutions in Europe not abiding by US law. I am not a great advocate of extraterritorial application of US law. I have always believed that when applying sanctions, they should be done through the mutual collaborate agreement of the allies. But the US does, in today's global marketplace, have a tremendous capacity to implement difficult and binding financial sanctions, even without other countries going along. Some Western European financial institutions have recently discovered this, paying massive fines because they violated – not British, French, or German law – but because they violated American law. Will we find a situation where the intensification of economic and financial sanctions on Russia not only severely damage the Russian economy but also have spillover effects in global markets? I think there is a serious risk of this and I think that risk is underscored by the still rather modest momentum in the global economic recovery.

Here we are today, almost 6 years after the onset of the global financial crisis. Notwithstanding the dramatic improvements in the unemployment rate in the US, we still have 1 million more unemployed citizens than we did 6 years ago. We dug ourselves such a massive hole as a result of this global financial crisis in that frightening period between the fall of 2008 and the fall of 2009 when the world economy was almost in freefall. Fortunately, we had leaders at the time and the G20 process. I remember the G20 in the spring of 2009 and the subsequent G20s where Korea and Dr. SaKong, in particular, played a vital role in building confidence among market participants through G20 leadership.

But as the crisis began to fade, I think it is fair to say that over the last year or two, with all respect, G20 leadership has been called into question as more and more countries do their own thing again. Each country now is left to struggle to find its own new sources of global economic growth. In the US, of course, you might say that we are doing better than most. Recovery is underway. But is it really very strong? Is it resilient? Is it robust? I would say no. The first quarter was a very cold shower for most of us following the US economy. It was a very sharp contraction. Indeed, I can tell you from the firsthand experience that it was a nasty winter in the US. I moved to New York for the first time in many years and I thought spring would never come. But it is not all just about the weather. We have problems in the housing market. We have problems in our manufacturing. We have a tax structure which is really not encouraging businessmen to invest. We have a global marketplace that is rather languid. We also have some deep problems in the quality of our labor force in the US that are related to our educational system, which is a marvelous system at the university level but not so marvelous at all at the primary and secondary levels. We do not seem to quite know how to fix it.

Of course, if you look around the rest of the world, you see question marks on the global economic horizon. I spent almost two years negotiating what turned out to be the largest debt restructuring in history – the Greek debt restructuring. I saw Europe inside the belly, so to speak, because I was thrust on behalf of all the private creditors into the middle of the European decision making apparatus. With all respect for my European friends and colleagues, when you look at Europe

from the inside, it is ugly. The lack of a coherent framework around the European Union and around the Eurozone is profoundly hindering the European economic recovery.

I will give you an example of what I mean by this. When I went to first negotiate the Greek debt restructuring, I was invited by the European Commission and by the ECB to lead the creditors. I asked, “Who am I negotiating with?” They said, “Well, we will try to figure that out, Charles.” So I went to a meeting organized initially by the deputy finance minister of Italy. I was told that he was in charge of all the deputy ministers of the Eurozone. I sat across the table and there were the Italian deputy minister, the Greek officials, the IMF, the ECB, the European Commission, the Germans, the French, the Polish, the Finnish, and some other officials and I tried to determine for three hours with whom I was negotiating. No one seemed to want to take the lead on the other side. This very good, kind Italian gentleman said, “Well, I guess I have to be in charge here but I really don’t want to be.” I asked, “Why is that?” He said, “Because if we negotiate a restructuring on Greece’s debt, then Italy may be next in line.” It was clear that no one was in charge. This continued all the way through almost two years of negotiations, so much so highly technical matters that should have been dealt with at a ministerial or a sub-ministerial level were pushed up all the way to the head of state level.

I will give you another example. We had a debate about a term that the IMF loves. I don’t. But it became the fixation of these negotiations – “debt sustainability”. We want to restore the Greece’s “debt sustainability”. What a grand idea! What a grand notion! Somehow they

came to the view that if Greece's debt in the future were 120% of GDP, this is going to be sustainable. Never mind that they were not looking at the maturity structure of the debt. Never mind that they were not really looking at the confidence that markets may have to recapitalize the Greek debt. Never mind that unfortunately, any time you focus on the nominal level of debt and the economy continues to shrink. It is like chasing a rabbit down a hole. You cannot improve that ratio because the numerator may be shrinking but the denominator is shrinking more rapidly. We had some very tough negotiations. I asked them to get me somebody who can actually speak with authority on the issue of debt sustainability. So, I went all the way up the line in Europe and finally one morning at 3 o'clock I was exasperated and the Italian gentleman said, "I have someone who is going to solve the debt sustainability issue with you, Charles." I said, "Good, who is it?" "Chancellor Merkel!" So, I ended up discussing with Chancellor Merkel detailed issues of debt sustainability because no one else in Europe could take responsibility for resolving the issue, for which they created a common currency but they failed to build around that a supportive framework for a common fiscal policy, a common regulatory and financial framework. They certainly do not have today a vision that they can lead to an eventual federalist structure for European political convergence without these other building blocks and with the current emphasis on fiscal consolidation in Southern Europe. With so little emphasis on structural changes in the European economies, it looks to me as if even the medium horizon for European recovery will continue to be very tepid.

What is troubling is that in Europe, as in the US, markets

have separated somewhat from fundamentals. If you look at the improvements in the capital market tone for European sovereign debt, you would think that these are the strongest countries in the world. Three months ago, I had a call from the Greek prime minister, who said, “Charles, I hope you saw that today we issued our first bond in the capital markets since the debt restructuring and I just wanted to thank you for all you did to prepare the basis for this.” I said, “Well, congratulations, Mr. Prime Minister. It is a big achievement. Wouldn’t you feel better if unemployment were closer to 10% than 26%?” The reality is that markets have become so obsessed with looking for return that they are actually willing now to buy back into Italian government paper, Spanish government paper, and Greek government paper, even though these economies are still struggling. Why is that? I think it comes back, fundamentally, to the remarkable quantitative easing that we have pursued in the US for the last few years. I believe that in the first year or two after the crisis, this quantitative easing was absolutely essential to stabilize the global economy and I congratulate the central banks and global leaders who were willing to pursue this aggressive monetary policy. But since that time on, I am increasingly concerned that we are feeding an environment that is going to eventually lead to a train wreck.

I am sure you know who Harry Houdini is, the great magician. But what do you remember about Houdini? You remember him as an escape artist, someone who would tie himself up in chains, drop himself into the sea, and escape. But this is not how he started. He started by introducing to the world for the first time the most impressive acts of levitation, suspending gravity around a woman’s body. She was named

Bess and they became married. They were not just business partners but a married couple. He would actually suspend her in air three or four feet off the ground. This levitation act worked remarkably well for three years. He was making so much money and having so much fun. He was so successful in the Canadian provinces and he decided, “Well, I’m going to go to the US.” So he got on a ship and he started heading down from Newfoundland to New York and guess what happened? His levitation equipment was lost. It must have fallen overboard. Never again was he able to levitate Bess. For a while, he struggled. He had no income.

Why am I telling you this strange story? Because I think this is what the Federal Reserve has been doing to markets for a few years now. They are levitating it. It is great magic. We all love it if our investments have been in the US equity market the last two years. It has been a great run. But how long can any central bank in today’s world suspend reality and take financial markets in such a divergent path from underlying fundamentals? Over the last two and a half years the S&P has gone up well over 50% and only 24% of that, only one quarter of that, is attributable to growth in earnings. As an executive of an equity management firm, I have learned one hard and fast rule that cash flow in earnings tells a lot about the future outlook for any company in the world. If earnings are only going up a small amount but values are going up a large amount, is this sustainable? I think we all have to be concerned about this. We all have been impressed by the effects of quantitative easing. But have we been slightly seduced by this levitation act? If you look at the last 11/2 years, market valuations have been going straight up. Forecasts of GDP growth have been going straight

down. The recovery is still underway. Every organization – the IMF, the World Bank, the IIF and others – have been steadily marking down the growth forecast. Last year at this time, everybody thought the world growth average this year would be 3.2%. Now we think it is going to be 2.5%. We are marking down growth expectations but we are marking up financial asset valuations. This is posing a challenge. I am afraid that it is positioning us for a rude awakening as the Fed begins to move forward with the inevitable ending of QE3 and the inevitable rises in interest rates.

This evolution in Fed policy is of course something you might call a known known. We know it is going to happen. But we do not know just exactly when and how things are going to happen. It is not that we lie awake at night fearing that 10-year rates in the US may eventually be 4.5% and they will be. But we do not know the path. We do not know the volatility. I recall that when we were negotiating the Plaza Accord, we had to convince Chairman Volcker that this was a wise thing. The dollar was grossly overvalued. We had him over for breakfast one day. I was with Secretary Baker, and Paul was with a staff member. We said, “Paul, you’ve got to work with us and support us in bringing down the value of the dollar. 242 yen to the dollar doesn’t make sense. Why don’t we get it down to around 120?” He said, “Dallara, I would love to see 120 to the dollar. That is not what frightens me. It is the process of getting there that keeps me awake because I’m afraid we’re going to go through a huge period of volatility and market anxiety.” That is what should concern us today. How can we get to a world of more normal rates without a lot of damage being done to global markets, investors

and global economic recovery?

Today, we have all been encouraged to look for risks. There is a lot of money going into risky assets around the world. We in the US, as globally, compete for opportunities to lend into the subordinated debt market and to a certain extent we compete with lenders who are leaning into the high yield market. This market has become so hot with liquidity pouring into it that we do not feel that we can get adequate returns in the US today for subordinated debt, at least not in many deals. We are concerned that debt markets in general are so willing to chase yield and look for risky assets that when those economic sanctions really begin to bite, when there is some other unknown event, or when markets react unanticipatedly to the Federal Reserve's moves, then we could have a period of disruption in global financial markets.

Last year, no one expected that Chairman Bernanke would make comments that would provoke turbulence in the US markets and in global flows to emerging markets. He did inadvertently and quickly 10-year rates in the US went from 1.6% to 2.6%. Will that happen again next year? Who knows? I certainly have all the respect in the world for Chair Yellen. I have all the respect in the world for her but she is no magician. She is no Houdini. She is not the Delphic Oracle. You know, even in Delphi, all of the leaders of Greece listened to the Delphic Oracle – by the way, the Oracle of Delphi was always a female, just like Yellen – but after three centuries, they started getting it wrong and put aside the Delphic Oracle. My point is that there is no one out there that can control market sentiment. You can control short-term rates but not market sentiment.

Let me conclude with just a couple of observations on China and Korea, if I may, because I have not said much about emerging markets. It is clear that emerging markets continue to hold out the hope for some global recovery.

But if you look at most emerging markets today, their growth outlook is weaker today than it was a year and a half ago – China, Brazil, Russia, Turkey, South Africa, and Indonesia. Maybe the only exception there is India with the arrival of a new government, which, I think, has given us some hope of some changes in the Indian economy and which may revitalize what is an overregulated economy. All of these countries are in the process of political change. Some of which could lead to improvements and some of which may not. I was in Brazil a few months ago and there is an election coming up there and the business community was very discouraged. Were I at a breakfast in São Paulo today with business men and women of Brazil, not of Korea, 80-90% of them would tell me that they have lost confidence in their President. We do not know what the outcome of elections will be. Were I in Istanbul today at a gathering of Turkish business women and men, a large percentage would say they are very, very concerned about the evolution of the political system and indeed to a certain extent for democratic institutions in Turkey.

There are a lot of questions and not the least of which are taking place in China, of course. It is not up to me to stand here to speculate about long term evolution in China's political system. But I will say that, in spite of the extraordinarily skillful leadership team they have in China, to try to manage the Chinese economy today is a bit like trying to fly a

2014 Boeing jet with a 1985 control panel. They do not have the policy framework to really manage an economy that is becoming so dynamic and that is less and less under control of the state.

Yet, state enterprises are still an important part of the Chinese economy. They have a banking system which is still so tied to government policy. You know in Korea how important it is to try to separate the world of banking and finance from politics because if you do not, inevitably mistakes are made. In China, they are struggling to separate the world of banking from politics. They are struggling to cope with the development of a huge shadow banking system that we still do not fully understand. That is not to say that I expect any dramatic collapse in the Chinese economic growth rate. I do not. I think it will continue to moderate down in the next year or two below 7%. But I do expect that we will begin to see some surprises coming out of the Chinese shadow banking system. While they may not disrupt fundamentally the Chinese economy, they would affect the market sentiment. Market sentiment is so important that unless we can maintain confidence among investors and consumers around the world, we will not have the recovery that we need.

Finally, let me share just a thought or two on Korea. It is always impressive for me to come back and see how well many aspects of the Korean economy are doing after that horrific period some 15-16 years ago. You now have a very strong banking system. You have a very competitive economy. You have diversified your export base. You have remarkably low unemployment. Maybe you take it for granted but how many economies of this size in the world today do have an unemployment rate this low? I don't think there is anyone else that is as

large as Korea with an employment rate as low. Of course, as you should, Korea is not just basking on your achievements. You are looking at the challenges in the years ahead.

That is where there are many challenges. Can Korea create a more dynamic, middle-market set of companies that are able to innovate and compete? Is the Korean economy still so regulated for new entrants and new competitors that it is very difficult for the creativity that you need here in Korea to really be translated into business reality? Is Korea itself looking again at some risks in shadow banking? Is Korea prepared to move forward with what I thought was a great vision but which has not fully materialized and that is the development of Seoul as a financial center. I came here some years ago participating in a program organized just around that concept. I must say I was very encouraged. But, you know these are very difficult concepts and they are very difficult to make into reality. It would require change across a whole range of governmental organizations. It requires strong and sustained leadership. I would encourage Korea to revitalize that initiative because I think it can be very important to the future of the Korean economy. Can Korean industry, which is so strong in Korea, build a sufficiently strong presence around the world, not just with exports but with investments in the United States, Europe, and throughout emerging markets, so that Korean enterprise is truly global? I think these are some of the challenges which Korea faces today. They are certainly, as far as I can see, very manageable challenges. I arrived here and quickly formed the same impression that I always have, which is, that whatever the hurdles are that Korean leadership will overcome them.

Questions
and
Answers



Q You are one of the leading authorities in financial policy. Some time ago, Professor Koichi Hamada of Yale University visited Korea. He is known to be the designer of Abenomics and Korean reporters complained about Abenomics because of the beggar-thy-neighbor policy. He replied by saying, “Why don’t you Koreans go for the same thing? Perhaps QE. Japan is going for QQE, so Korea might as well go for QE.” My question is if you think that Korea should go for quantitative easing at this point. If it does, what are the problems we should be aware of or careful about?

A I do not think that Korea is in the circumstances where you need to seriously consider massive QE. I think there is a scope here in Korea for some stimulus policy – fiscal, perhaps monetary, and deregulatory. I am told there may be some new initiatives these days by the government. But I do not see the need for Korea to take the risk for massive or even moderate quantitative easing to be honest with you. It is always so difficult to put monetary policy in the right context. We have become so enamored and think that monetary policy can do anything and everything. I am just not a fundamental believer in this. Quantitative easing has helped restore some confidence in the Japanese economy. But whether this will be short lived or long lived will not depend upon quantitative easing. It will depend upon the so-called second and third arrows. As far as I can see, one of those arrows is still in the quiver. Abe has not really tackled some of the structural problems of the Japanese economy. He has made some moves in fiscal policy but it is very difficult with this long term debt problem and this huge fiscal imbalance which

has accumulated the debt over the years. They have to increase value added tax right away as they are trying to promote a recovery.

I would encourage Korea to look more at structural issues, at the way in which the economy made and how you create a more competitive system. How do you create for new entrants a financial system which is willing to finance creative ideas? How do you ensure that Korea is positioned globally? How do you further advance deregulation in an economy which still shows some signs, in my view, of overregulation? I have seen efforts by Korea to deregulate for years but the Korean system was built in the post war period with very strong bureaucracy. Probably, still too strong in some sectors to be quite honest with you and I say that as an ex-bureaucrat. So I do not think that the answers for Korea lay in the QE direction.

Q I guess you have explained well why the US stock market goes up when the economy is not good. But you have not quite explained why sanctions are not really going to work. When we hear about sanctions anywhere, whether it be North Korea, Russia and other countries, they seem like a magic potion when people suggest them. But a few weeks, months, and years later everybody is saying it is not going to work. Please explain that paradox.

A I am not saying so much that economic and financial sanctions will work. I am saying that they could affect global market sentiment and I think that is a different issue. It depends on what one means by work. Of course, in the case of Russia, were the sanctions to

be applied to their energy corporations in a broad fashion, this would have a dramatic effect on the Russian economy and, unfortunately, also a dramatic effect on global energy markets and on European energy supplies. So I do not think that will happen. I was involved in any number of initiatives over the years to apply sanctions. When hostages were seized in Iran in 1979, we implemented sanctions immediately. I was a junior officer at the Treasury Department in November of 1979. Did the sanctions have much impact? I do not think so. When Saddam invaded Kuwait in August 1990, again we applied sanctions this time more multilaterally. Did they have impact immediately? No. I think that in the case of Iran, these last few years the sanctions applied against Iran have had some effect in moderating some of their aggressive behavior. It is hard to know how it would react. I think Russia is such a nationalistic country at times that is unlikely that sanctions would have much effect on their foreign policy and initiatives. And Putin might even be more popular in the future with sanctions than he is today. My concern is that it could spill over to global market sentiment and throw one more wet blanket on the global market recovery.

Chairman SaKong: Adding to what Charles has just said regarding QE, QE is an unconventional monetary policy. So when there is room for conventional monetary policy, you'd better take a conventional monetary policy before an unconventional monetary policy. Korea still has room for conventional monetary policy.

Q You mentioned that there is disconnect between actual economic performance in terms of growth rate and the performance in the financial market, to the extent that there is complacency or almost a mini bubble in the financial market. On the other hand, there is a view recently held by people like Larry Summers that in advanced economies there is a secular stagnation when the equilibrium interest rate might be negative, so that in order to have a certain level of growth a mini bubble is inevitable, to the extent that you might need a longer term QE or fiscal stimulus until the time when the economy has recovered enough. What is your perspective on these two different point of views? How do you reconcile them, the risk of mini bubble versus the inevitability because of the low growth due to weak economic performance?

A Is a bubble, at least a mini bubble, inevitable? I do not challenge the legitimacy of the stimulus policies that took place in 2009, 2010, and perhaps even into 2011. But it goes into some fundamental questions as to how much you can realistically expect about monetary policy. I find it ironic that every June the Bank for International Settlements, which represents all the bankers in the world, issues an annual report, which systematically says, “You the world expect too much of central bankers. Why don’t you take care of things through governmental policies and fiscal policies and structural policies?” And then they go back to operating this world which is almost in a cocoon of exaggerated expectations. Let us not forget that we did try massive stimulus, not only with three rounds now of quantitative easing but

with a very strong impulse of fiscal spending in the US which virtually doubled our debt to GDP in a fairly short period of time.

I think one has to ask the question, "For sustainable long term growth, what else do we need to do? What about tax reform?" If you look at the effective tax rate on US corporations, it is among the highest in the OECD world. You can say they do not pay all these taxes and keep profits overseas, which is true. But, why do they do that? They do that because our corporate tax structure is a monster of complexity and it is also perpetrating a very high rate. We are in the process of now increasing taxes on certain areas of our most innovative sector – biotech and biopharma have been on the forefront of creativity in the world economy over the last decade but we are increasing taxes on them. I do not think we have a coherent fiscal strategy in the US, certainly not in the medium term. Neither government nor party seems prepared to tackle the medium term liabilities that we face as a country. These are the longer term issues that I think leadership is needed, not just relying so heavily on monetary policy, to be quite honest with you.

Q What you said about the S&P and the financial asset valuation will keep us awake many nights in the future. I agree with your point that from the current status to the normal level of interest rate, the path will be very uncertain. There may be many bumpy roads to that. Some people talk about this new normal by Larry Summers and others. It looks like you think that the future normal level of interest rate, TB 10-years, could be about 4.5% or higher. Some people say that 1% or 2% may continue for a continued period as the new normal. What do

you think is the basis of the difference in your perspective and their perspective on the current status of the world economy?

A There is a new question of what the new normal is here. But, I do not think that anyone really knows. I think the Fed will have to come back into the atmosphere of traditional monetary policy. The sooner we are courageous enough to begin that process, the better. Because the longer we encourage investors around the world to continue to look for risky assets, the greater the probability that when the old world comes back to us and the Fed has to reenter ordinary policy, there can be severe consequences for a shift away from high risk investment to low risk investment. This could disrupt emerging markets all over the world and it could disrupt financial markets in the US as well.

I will tell you another story that illustrates the problem we have here. A few years ago, I had the honor of meeting a true American hero, John Glenn²⁾, who was the first American to orbit into outer space in February of 1962. I said, “Senator Glenn, what was it like going into outer space?” He said, “Oh, young man, that was fun. We just fueled those rockets. And I had been flying fast jets all my life, so we just went off into the sky. But coming back into the atmosphere frightened the hell out of me because we had never done it before. We did not know what we were doing. The heat shield was about to come off. I thought I might never survive.” He said, “You know, it is always fun when you go

2) John Herschel Glenn, Jr., is a former American pilot, astronaut and United States senator.

out into outer space.” I think this is a bit like what the Federal Reserve has done. With all respect for them, I think that they do not know. None of us know how to navigate the reentry and we should be cautious, prudent, and not be arrogant about assuming that we do. Just because we keep telling the world that we know how to navigate reentry does not mean that we really do.

Q You spoke about China. You said that the shadow banking system may cause problems. In detail, what is the risk that could occur in China?

A I do not want to exaggerate the problem but the difficulty is that the shadow banking system has grown up largely outside, but still connected through the more traditional banking system. Many of the new assets have been created to create attractive investment opportunities in this low yield world. Again we come back to low yield and people chasing return and high risk. These assets have been backed by or at least through the traditional balance sheets of banks in China. Those banks are not prepared to back up these structures but the investors think they are prepared to back up the structure. So, you have a potential for some real misunderstandings to arise here. I also believe that the interest rate structures in much of shadow banking are not geared for a slower growth environment because these are often short term claims, very high interest rates. Businessmen and businesswomen who face a decelerating cash flow may have severe difficulties. We could have municipal bankruptcies. We could have small and middle sized

corporate bankruptcies. We could have some real tensions around where the banking system is in sorting out all of the problems here.

Ultimately, the Chinese government will, of course, provide stability to the system. The last time we had bankruptcy issues in China was after the Asian financial crisis in 1999. At that point these banks were only owned by China but today 20-30% of these banks are owned by global investors and western financial institutions. The linkages are much tighter today and the potential for Chinese issues to create contagion in global markets is much greater today than it was 20 years ago.

Q This rich and poor divide, the income disparity, is pretty much a challenge in the developed world but becoming an equitable issue in the developing world. How serious is this problem? From your experience, what country is managing this much better?

A We are facing a growing problem, a divide between the rich and the poor in many economies around the world. I think our political leadership is really challenged. The answer is clearly not just about taxing the rich, although an equitably based tax system is important. I think it goes to some of these very fundamental issues of education systems and equal opportunity. The percentage of babies born out of wedlock in the United States today is steadily rising, not just in the minority sectors but in the core population. It is more and more difficult for family units to be created that can actually create a stable framework for raising children and generating wealth. We need to look at the fundamental factors that are influencing that in our societies, in

my view.

I also think that we need to look at again how to cope in our democracies with the power of the elderly. In the United States, it is very hard to get changes to social security, Medicare, and Medicaid because people of my age and older have such a strong influence on the vote. Asian culture emphasizes treating the next generation properly and with respect. Somehow, in some of our Western cultures, we seem to have lost a little sense of that because we are now passing along huge burdens of debt to the next generation. If governments talk about it, it actually means testing some aspects of social security. I may not need as much social security as some other people of my age but that is a fundamental reality. I could tell the government that I earned it, I deserve it and I should pass it on to my children. But my generation, I think, in the United States – and maybe even in Korea – has to have a long view if we are to overcome these issues. Our politicians have to be willing to challenge us and not just pass this along if we are to solve this, in my view.

Chairman SAKONG : Before closing, I would like to underline what Dr. Dallara has said. Since we have a new economic policy team, I would like to highlight his statement about the importance of structural adjustments and deregulation in that regard, being concerned with medium to long term issues as well as tackling the short term cyclical issues. We have to be concerned with our growth potential, which is declining rather quickly. I suppose we can only do many more things in

that regard. Utilizing our female workforce is part of that effort. The Korean female workforce is the most highly educated, yet the least utilized workforce in the world. I do not think that alone will solve the entire economic problem but it can be a very important contributing factor. We have a lot of challenges and I hope the new team will tackle these problems.



찰스 달라라(Charles Dallara)

前 국제금융협회(Institute of International Finance) 소장. 현재 미국 사모 펀드 회사인 파트너스 그룹(Partners Group) 부회장 겸 북미회장. 유럽 금융위기 시 그리스 정부와 글로벌 민간 금융 부문을 대표하여 부채 탕감 협상을 주도하였음. 미 재무부 정책개발 차관보, IMF 미국 이사 등 레이건(Ronald Reagan) 행정부와 부시(George H.W. Bush) 행정부에서 다양한 직책을 맡음.

세계경제 회복, 위기인가 기회인가¹⁾

찰스 달라라(Charles Dallara)

前 국제금융협회(IIF) 소장

오늘날 세계경제는 많은 불확실성에 직면해있습니다. 도널드 럼스펠드(Donald Rumsfeld) 전 미국 국방 장관의 좀 어색한 표현을 빌리자면 이미 인지하고 있음을 아는 것(known knowns)과 알려진 무지(known unknowns)가 있습니다. 세계경제 전망을 더욱 어렵게 만드는 것은 이미 알고 있는 것에 대해서만 아니라 알려진 무지에 대해서도 판단을 내리려 하기 때문입니다. 그렇다면 무언가가 알려진 무

1) 이 글은 2014년 7월 24일 개최된 "IGE/삼성전자 글로벌비즈니스포럼"에서 찰스 달라라 박사가 강연한 내용을 녹취·번역하여 정리한 것으로 연사 개인의 견해를 밝혀둔다.

지의 범주에서 이미 인지하고 있는 것의 범주로 이동하는 것은 언제 일까요? 두 달 혹은 넉 달 전만해도 지정학적 리스크가 글로벌 전망에 알려진 무지를 주입한다고 했을 것입니다. 지난 몇 주 동안 우크라이나와 중동에서 일어난 일련의 사건들의 결과는 아마도 알려진 앞의 범주로 변화 및 이동하고 있는 것 같습니다. 무슨 뜻이냐 하면 신문을 읽거나 아이패드에서 뉴스를 읽을 때 무엇을 발견하십니까? 러시아에 대한 제재 강화 논의를 봅니다. “이런, 유럽인들은 아직도 러시아에 대한 제재를 실행할 의지가 별로 없구나”가 초기 반응일 수도 있습니다. 사실이 그럴 수도 있습니다. 그러나 역학관계가 바뀌었습니까? 이 비극으로 298명의 시민이 죽었고 그들 중 절반 이상이 유럽 시민입니다. 이번 일을 계기로 유럽 리더십의 인내심이 균형을 깨고 러시아 경제에 좀 더 직접적이고 지속적으로 영향을 끼치는 제재를 가하는 쪽으로 기울기 시작할까요?

잘 아시다시피, 우리는 오늘날 놀라울 만큼 상호연계된 세상에 살고 있습니다. 러시아에서 일어난 일은 여러 채널을 통하여 한국에 영향을 미칠 수 있습니다. 에너지 시장을 보십시오. 러시아는 세계 2번째 큰 석유 생산국입니다. 러시아는 서유럽에 35%의 가스를 공급하고 있습니다. 이런 상호 의존성이 러시아에 대한 경제·금융 제재를 어렵게 만드는 것입니다. 러시아 은행은 세계 곳곳에 있습니다. 러시아 기업들도 세계 도처에서 활동하고 있습니다. 경제·금융 제재 압력이 상승하면, 어느 시점에서 상당한 유가 상승을 일으켜 에너지 시장에 영향을 미치고 그로 인해 글로벌 경기 회복에 영향을 미치게 될

까요? 혹은 어느 시점에서 금융 제재가 글로벌 금융시장이 작동하는 데 지장을 초래하기 시작할까요? 최근 유럽에서 여타 기관들이 미국 법을 따르지 않아서 생긴 몇몇 결과를 아실 것입니다. 저는 미국 법의 권의 적용에 대해 대단하게 주장하는 사람은 아닙니다. 저는 항상 제재를 가할 때는 동맹들의 상호 합의를 통해 이루어져야 한다고 믿습니다. 그러나 미국은 오늘날 전 세계 시장에서 다른 나라의 동의 없이도 어렵고 구속력 있는 제재를 실행할 엄청난 능력을 가지고 있습니다. 일부 서유럽 금융 기관들은 영국, 프랑스, 독일 법을 위반했기 때문이 아니라, 미국 법을 위반한 이유로 막대한 벌금을 지불하면서 이 사실을 알게 되었습니다. 러시아에 대한 경제·금융 제재 강화가 러시아 경제에 심하게 타격을 줄 뿐 아니라 글로벌 시장에까지 영향을 줄 수 있는 상황이 생길까요? 그럴만한 심각한 위험이 있으며 아직은 다소 미미한 세계경제 회복세가 이 위험을 보여주고 있다고 생각합니다.

글로벌 금융위기 이후 거의 6년이 지난 시점에 와 있습니다. 미국의 실업률이 극적으로 개선되었음에도 불구하고 아직도 6년 전 보다 실업자 수가 100만 명이나 더 많습니다. 2008년 가을부터 2009년 가을 세계경제가 거의 자유낙하를 하던 그 소름끼치는 기간에 발생한 글로벌 금융위기 결과로 우리는 거대한 구덩이를 파게 된 것입니다. 다행히도 그 당시 우리에게는 리더들과 G20 정상회의의 프로세스가 있었습니다. 2009년 봄에 있었던 G20과 이어진 G20에서 한국과 특히 사공 박사께서 G20이 리더십 발휘를 통해 시장 참여자들의 신뢰를

구축하는 데 중요한 역할을 했습니다.

그러나 위기가 사그라지기 시작하자 점점 더 많은 나라들이 (국제 공조 없이) 제각각 정책을 시행하면서 지난 1-2년 간 G20의 리더십에 의문이 제기됐다고 할 수 있을 것입니다. 이제 각국은 글로벌 경제 성장의 새로운 동력을 찾기 위해 제각각 고군분투하게 되었습니다. 미국은 대부분의 나라들보다 잘하고 있다고 말할 수도 있을 것입니다. 경제 회복이 진행 중입니다. 그러나 정말로 그 회복세가 강합니까? 회복력이 있습니까? 견고합니까? 아니라고 봅니다. 미국경제를 모니터링하고 있는 이들에게 2014년도 일사분기는 찬물을 끼얹는 것이었습니다. 상당한 경기 수축이 있었습니다. 저의 직접적인 경험에서 말씀드리자면 올해 초 미국의 겨울은 정말 추웠습니다. 실로 수십 년 만에 뉴욕으로 이사했는데 봄이 결코 오지 않을 줄 알았습니다. 그러나 이 건 날씨에 대한 것만이 아닙니다. 주택 시장에 문제가 있습니다. 제조업에도 문제가 있습니다. 기업가의 투자를 장려하지 않는 세금 구조가 있습니다. 글로벌 시장도 맥이 빠져 있습니다. 미국은 또한 노동력의 질에 관련된 심각한 문제가 있습니다. 이 문제는 교육 시스템과 연관이 있습니다. 미국의 대학교육 시스템은 훌륭하지만 초등 및 중등 교육은 그다지 우수하지 못합니다. 어떻게 고쳐야 할지 미지수입니다.

물론 세계 나머지 국가들을 보면 세계경제 지평에 대한 의문을 가지게 됩니다. 저는 역사상 최대의 부채 재조정(debt restructuring)인 그리스의 부채 재조정에 거의 2년의 시간을 보냈습니다. 저는 유럽의

의사결정 기구에 민간 채권단을 대표하여 부채 재조정의 중심에 참여한 덕분에 소위 말하는 유럽의 깊은 내부를 보았습니다. 유럽 친구들과 동료들에게는 미안한 말이지만, 유럽의 내부는 추악했습니다. 유럽연합과 유로존은 일관적인 체계가 결여되어 있고 그것이 근본적으로 유럽의 경제회복을 가로막고 있습니다.

무슨 의미인지 일례를 들어 설명하겠습니다. EU와 ECB의 초청으로 채권단을 이끌고 그리스 부채 재조정을 위한 첫 협상에 갔습니다. “협상 상대가 누구입니까?”라는 저의 물음에 “글쎄요. 우리도 그것을 알아보는 중입니다.”라고 했습니다. 그래서 우선은 이탈리아의 재무차관이 조직한 회의에 갔습니다. 이탈리아의 재무차관이 유로존 전체 재무차관들에게 위탁을 받았다고 말했습니다. 그래서 협상 테이블에 마주 앉아보니 거기엔 이탈리아 재무장관, 그리스 관료, IMF 대표, 유럽중앙은행 대표, 유럽연합집행위원회(EC), 독일, 프랑스, 폴란드, 핀란드 관료들, 그리고 다른 관료들이 앉아있었습니다. 전 세 시간 동안 저의 협상 상대가 누구인지 정하려고 노력했습니다. 그쪽에서는 누구도 나서서 주도하려 하지 않았습니다. 아주 인상 좋고 친절한 이탈리아 재무차관은 “여기선 제가 책임자인 것 같은데 정말 그러고 싶지 않습니다.”고 말했습니다. 제가 왜냐고 이유를 묻자 그는 “만약 우리가 그리스의 부채 재조정 협상을 한다면 다음은 이탈리아가 될 수도 있으니까요.”라고 대답했습니다. 누구도 책임을 맡고 싶어하지 않음이 분명해 보였습니다. 협상이 진행된 2년 내내 그랬습니다. 어느 정도였냐 하면 장관 혹은 차관 선에서 다뤄졌어야 할 고도로 기술적

인 문제들이 국가 정상들 선까지 밀려 올라갔습니다.

다른 예를 들어보겠습니다. 저는 개인적으로 별로 좋아하지 않지만 IMF가 선호하는 이런 협상의 명칭으로 고착된 “부채 지속 가능성 (debt sustainability)”이라는 용어에 대한 논쟁이 있었습니다. 얼마나 웅대한 생각입니까! 얼마나 웅대한 개념입니까! 어쨌든 그들은 미래에 그리스의 부채가 GDP의 120%로 낮아진다면 그것은 지속 가능하다는 견해에 이르렀습니다. 그들이 부채 만기구조를 보지 않았다는 것은 신경 쓰지 마십시오. 시장이 그리스 국가채무를 재편할 수도 있다는 확신을 고려하지 않았다는 것도 신경 쓰지 마십시오. 불행히도 명목 채무에 초점을 맞출 때마다 경제는 계속 긴축된다는 것도 신경 쓰지 마십시오, 이것은 토끼를 구덩이로 모는 것과 같습니다. 분자가 작아지는 것보다 분모가 더 급격히 줄어들기 때문에 그 비율을 개선할 수가 없습니다. 매우 힘든 협상들도 몇 차례 있었습니다. 그래서 저는 그리스 부채 지속 가능성에 대해 권위를 가지고 말할 수 있는 사람을 만나게 해달라고 말했습니다. 저는 유럽에서 그 얘기를 할 수 있는 끝까지 갔습니다. 마침내 어느 새벽 3시에 몹시 화가 난 저에게 이탈리아 재무차관이 “달라라 박사, 당신과 부채 지속 가능성 문제를 해결할 사람을 찾았어요.”라고 말했습니다. “좋습니다. 누구죠?”라고 묻자 “메르켈 총리(Chancellor Merkel)”라고 대답했습니다. 유럽에서는 아무도 이 문제를 해결하는데 책임을 지려하지 않았기 때문에 메르켈 총리와 함께 부채 지속 가능성 문제 논의를 하게 되었습니다. 아시다시피 유럽은 이 문제를 해결하기 위해 공동 통화를 만들었지만, 공동 통

화에 관한 공동의 재정정책, 규제 및 금융 프레임워크라는 지원 체계를 구축하는 데는 실패했습니다. 이러한 적목(building blocks)도 없고 남유럽의 재정건전화를 강조하고 있는 유럽은 확실히 정치통합을 위한 궁극적 연방구조를 구축할 비전이 없습니다. 유럽은 유럽 경제의 구조 변화에 대해 별로 중요하게 생각하지 않는 것 같습니다. 그래서 저는 유럽의 중기 경제회복조차도 매우 미지근한 상태가 지속될 것으로 생각합니다.

미국과 마찬가지로 유럽에서도 문제가 되는 것은 시장이 펀더멘털에서 다소 벗어났다는 것입니다. 유럽 국가부채(sovrenign debt)에 대한 자본시장의 톤이 개선된 것을 보면, 아마 세계에서 가장 강력한 국가들이라고 생각할 것입니다. 세 달 전 그리스 총리가 저에게 전화를 걸어 “달라라 박사, 부채 재조정 이후 처음으로 오늘 그리스가 자본시장에서 처음 국채를 발행한 사실을 알고 있기 바랍니다. 오늘 국채 발행의 기초가 마련되도록 도와준 것에 감사하고 싶습니다.”고 말했습니다. 그래서 저는 “총리님, 축하 드립니다. 이것은 큰 성과입니다. 그러나 실업이 26%보다 10%에 더 가깝다면 더 좋지 않으시겠습니까?”고 되물었습니다. 그런데 시장은 이익 추구에 사로잡혀 이탈리아, 스페인, 그리고 그리스의 경제가 취약함에도 불구하고 그들 국가의 국채를 기꺼이 사들이고 있는 것이 현실입니다. 왜 그럴까요? 기본적으로 지난 몇 년간 미국에서 추진하고 있는 막대한 양적완화(Quantitative Easing)의 문제로 귀결된다고 생각합니다. 금융위기 1-2년 간 양적완화는 세계경제의 안정화에 절대적으로 필요했습니다. 이러한 적극적

인 통화정책을 추구한 중앙은행들과 글로벌 지도자들에게 축하를 드립니다. 그러나 그 이후로는 결국 철도 사고 같은 재난이 될 환경을 배양하고 있다는 걱정이 커져갔습니다.

해리 후디니(Harry Houdini)가 누군지 아시리라 믿습니다. 위대한 마술가입니다. 그러나 후디니를 어떻게 기억하십니까? 그는 탈출 묘기를 보여준 예술가입니다. 자기의 몸을 사슬로 묶고 바다에 던져지면 탈출하는 것입니다. 그렇지만 위대한 마술사 후디니의 시작점은 이것이 아니었습니다. 그는 세계 최초로 여자의 몸을 공중에 떠 있게 하는 가장 인상적인 공중부양 마술을 소개하면서 시작했습니다. 그 여자 이름은 베스(Bess)였고, 후디니와 결혼했습니다. 그들은 단지 사업 동료일 뿐 아니라 부부였습니다. 그는 실제로 베스를 지상에서 3-4피트의 공중에 떠있게 했습니다. 이 공중부양 묘기는 3년 동안 매우 성공적이었습니다. 후디니는 많은 돈을 벌었고 재미를 봤습니다. 캐나다의 여러 지방에서 성공하자 그는 “그래, 미국으로 가자.”고 결심했습니다. 그래서 배를 타고 뉴펀들랜드(Newfoundland)에서 뉴욕으로 향했는데 무슨 일이 생긴 줄 아십니까? 공중부양 장비를 잃어 버린 것입니다. 배 밖으로 떨어진 것이 틀림없었습니다. 그는 다시는 베스를 공중부양시킬 수 없었습니다. 한동안 그는 이 상황에서 벗어나기 위해 몸부림쳤습니다. 그는 수입이 없었습니다.

제가 왜 이런 이상한 이야기를 할까요? 이것이 연방준비제도가 몇 년 동안 시장에 한 일이라고 생각하기 때문입니다. 연준은 공중부양 묘기를 하고 있습니다. 훌륭한 마술입니다. 지난 2년간 미국 주식시

장에 투자한 이들은 아주 좋아할 것입니다. 상황이 아주 좋았습니다. 그러나 오늘날 세계 어느 중앙은행이 현실을 정지시키고 금융시장을 근본적인 펀더멘털에서 벗어난 길로 가게 할 수 있겠습니까? 지난 2년 반 동안 S&P는 50%이상이 올랐습니다. 그런데 그 상승분 중 단지 24%, 오직 1/4만이 수익의 성장에 기인했습니다. 사모펀드사의 임원으로서, 수익의 현금흐름은 전 세계 모든 기업의 미래 전망에 대해 많은 것을 알려준다는 엄격한 규칙을 배웠습니다. 따라서 만약 수익은 조금 증가했는데 주식 가치가 많이 상승했다면 이것이 지속 가능한 것인가요? 우리 모두는 이 문제에 대해 걱정해야 한다고 생각합니다. 우리는 모두 양적완화의 효과에 감동을 받았습니다. 그러나 우리 모두가 공중부양 행위에 약간 현혹되었던 것은 아닐까요? 지난 1년 6개월을 보면, 주식시장 평가는 수직 상승했습니다. GDP 성장 전망치는 하향하고 있습니다. 회복은 여전히 진행 중입니다. 그러나 IMF, 세계은행, 국제금융협회 등 모든 기관들이 성장 전망치를 계속 하향 조정하고 있습니다. 작년 이맘때쯤 모두가 올해 세계경제는 3.2% 성장할 것으로 생각했습니다. 지금은 올해 성장률을 2.5%로 보고 있습니다. 성장 전망치는 하향 조정하면서 금융자산 가치는 올리고 있습니까? 이러한 상황이 도전과제를 안겨주고 있습니다. 이것은 연방준비제도가 불가피한 3차 양적완화 종료와 불가피한 금리 인상을 단행하기 시작할 때 갑작스런 불쾌한 기분이 들 수 있는 상황으로 우리를 밀어 넣고 있다는 두려움이 있습니다.

연준 정책의 이러한 변화는 물론 알려진 것이라고 할 수 있습니다.

그 정책이 실행될 것을 알고 있습니다. 그러나 그 정책이 언제 그리고 어떻게 실행될 것인지 정확히 알지 못합니다. 그것은 우리가 10년 만기 미국 국채 금리가 중국에는 4.5%가 될 것을 두려워 밤잠을 설치는 것이 아닙니다. 금리는 그렇게 될 것입니다. 그러나 우리는 그 경로를 알 수 없습니다. 변동성에 대해 알 수 없습니다. 플라자합의 협상 당시 우리는 이것이 현명한 방법이라고 폴 볼커(Paul Volcker) 연준 의장을 설득해야 했습니다. 달러는 지나치게 고평가되어 있었습니다. 어느 날 볼커 의장과 함께 조찬을 했습니다. 저는 베이커(James Baker) 재무장관과 함께였고 볼커 의장도 직원과 함께였습니다. 우리가 “폴, 달러화 가치를 하락시키는 데 당신이 도와줘야 해요. 달러당 242엔은 말이 안돼요. 달러당 120엔으로 내리는 게 어떻겠어요?” 그러자 볼커 의장은 “찰스, 나도 1달러에 120엔이 되길 바라요. 날 두렵게 하는 것은 그것이 아녜요. 날 잠 못 들게 하는 것은 그렇게 되기까지의 과정이에요. 엄청난 변동성과 시장 불안으로 점철된 시기를 지나야 할 것이 두렵단 말이오.”라고 말했습니다. 그것이 바로 오늘날 우리가 걱정해야 하는 바입니다. 어떻게 글로벌 시장, 투자자들 그리고 세계경제 회복에 큰 피해 없이 좀 더 정상적인 금리로 돌아갈 수 있을까요?

오늘날 우리는 모두 리스크를 추구하도록 부추김 당하고 있습니다. 전 세계에 위험 자산에 많은 돈이 투자되고 있습니다. 전 세계에서 처럼 미국에서도 후순위채 시장(subordinated market)에 대출할 기회를 놓고 경쟁하고 있습니다. 어느 정도 고수익 시장에 기대는 대출기관들과 경쟁하고 있습니다. 많은 자금이 쏟아져 들어오고 있는 후순

위채 시장의 열기가 너무 높아 요즘 미국에서 후순위채로 적어도 많은 거래에서 적절한 수익을 얻을 수 있다고 생각하지 않습니다. 일반적으로 부채시장이 수익과 위험자산 추구에 매우 적극적이기 때문에 경제 제재가 실제로 느껴지기 시작할 때라든지 혹은 미지의 사건이 발생한다든지 혹은 연준의 움직임에 시장이 예상하지 못한 방식으로 반응한다든지 할 경우, 글로벌 금융시장은 혼란의 시기를 겪을 수 있다는 우려가 있습니다.

작년 버냉키(Bernanke) 연준 의장의 발언이 미국 시장과 이머징 마켓의 자금 흐름에 격변을 가져오리라고는 버냉키 의장 자신을 포함하여 그 누구도 예상하지 못했습니다. 버냉키 의장이 무심코 한 발언에 순식간에 미국의 10년 국채 금리가 1.6%에서 2.6%로 상승했습니다. 이런 일이 내년에도 다시 일어날까요? 누가 알겠습니까? 물론 옐런(Janet Yellen) 연준 의장을 대단히 존경합니다. 그러나 옐런 의장은 마법사가 아닙니다. 마술사 후디니가 아닙니다. 그리스 아폴로 신의 신탁을 받은 게 아닙니다. 델파이(Delphi) 뿐만 아니라 그리스의 모든 지도자들이 델파이의 신탁을 들었습니다. 그런데 델파이 신탁을 받는 예언자는 언제나 옐런 의장과 같은 여성이었습니다. 그러나 3세기 후에 그들은 잘못되기 시작했고 델파이 신탁을 무시했습니다. 제가 말씀드리고자 하는 요점은 아무도 시장 분위기를 통제할 수 없다는 것입니다. 단기 금리를 통제할 수는 있겠지만 시장 분위기는 그럴 수 없습니다.

이머징 마켓에 대해서는 많이 말씀드리지 않았기 때문에 중국과

한국에 대한 몇 가지 견해로 결론을 맺을까 합니다. 이머징 마켓이 일부 세계경제 회복에 대한 희망을 갖게 하는 것은 분명합니다. 그러나 오늘날 대부분의 이머징 마켓(중국, 브라질, 러시아, 터키, 남아프리카, 인도네시아)의 성장 전망은 1년 6개월 전보다 더 약해졌습니다. 아마도 새 정부가 들어선 인도 정도가 예외가 될 것 같습니다. 인도의 새 정부는 규제가 과도한 인도 경제를 되살리는 변화를 가져올 것이라는 희망을 제시했다고 생각합니다. 그러나 이 모든 국가들은 정치 변화의 과정에 있습니다. 일부 국가는 발전을 하겠지만, 다른 나라들은 그렇지 못할 수도 있습니다. 몇 달 전 브라질에 갔을 때 선거가 임박했고 경제계의 분위기는 매우 침체되어 있었습니다. 제가 오늘 한국이 아닌 브라질 기업가들과 상파울로에서 조찬을 하고 있다면, 그들 중 80-90%는 대통령에 대한 신뢰를 상실했다고 했을 것입니다. 선거결과가 어떻게 될지 모릅니다. 오늘 만약 터키 이스탄불에서 터키 기업가들과 함께 하고 있다면 대다수는 정치 시스템의 변화에 대해 실제로 매우 우려하고 있으며 어느 정도는 터키의 민주주의 제도에 대해서도 매우 걱정하고 있다고 할 것입니다.

물론 중국에서 무슨 일이 일어나고 있는지에 대한 적지 않은 질문이 있습니다. 이 자리에서 중국의 정치 체제의 장기 변화에 대해 추측해보려는 것은 아닙니다. 그러나 중국에 특별히 숙련된 지도자 그룹이 있음에도 불구하고, 오늘날의 중국 경제를 다루는 것은 마치 2014년형 보잉기가 1985년 제어판을 달고 나는 것과 같습니다. 중국에는 매우 역동적이며, 국가의 통제에서 점점 벗어나고 있는 경제를 다룰

정책 프레임워크가 없습니다.

그러나 국영 기업은 여전히 중국 경제의 아주 중요한 부분입니다. 중국의 은행 시스템은 여전히 국가 정책에 긴밀히 연계되어 있습니다. 한국에 계신 여러분들도 은행/금융과 정치를 분리하는 것이 얼마나 중요한 것이지 잘 아실 것입니다. 그렇게 하지 못하면 필연적으로 실수가 생깁니다. 중국에서는 금융과 정치를 분리시키기 위해 고군분투하고 있습니다. 중국은 여전히 완벽하게 알고 있지 못한 거대한 그림자금융 시스템에 대처하기 위해 고군분투하고 있습니다. 중국 경제 성장률에 어떤 극적인 붕괴가 예상된다는 뜻은 아닙니다. 그런 의미가 아닙니다. 중국 경제 성장률은 향후 1-2년 간 계속해서 7% 이하로 둔화될 것으로 봅니다. 그러나 중국 그림자금융 시스템에서 예견치 못한 놀라운 일들이 시작될 것으로 예측합니다. 그것들이 중국 경제에 근본적으로 지장을 주지는 않겠지만 시장의 분위기에는 영향을 줄 것입니다. 전 세계 투자자들과 소비자들의 신뢰를 유지하지 못하면 전 세계에 필요한 회복이 불가하므로 시장의 분위기는 매우 중요합니다.

마지막으로, 한국에 대한 몇 가지 단상을 말씀 드리겠습니다. 한국 방문 때마다 한국 경제가 15-16년 전의 힘든 시기를 보내고 현재 얼마나 잘 나가고 있는지 보는 것은 항상 인상적입니다. 이제 한국의 금융 시스템은 매우 탄탄합니다. 한국 경제는 매우 경쟁력이 있습니다. 매우 다변화된 수출 기반을 보유하고 있습니다. 실업률도 현저하게 낮습니다. 여러분들은 이것을 당연시할 수도 있지만, 한국과 같은 경제규모를 가진 나라 중 몇 나라나 실업률이 이렇게 낮겠습니까? 한국만큼 큰 경

체규모를 가진 국가에서 이렇게 낮은 실업률을 가진 국가는 없다고 생각합니다. 그러나 물론 한국은 이제까지의 업적에 만족하지 말고 향후 다가올 도전을 잘 살펴봐야 합니다. 그곳에 많은 도전과제가 놓여 있습니다.

한국은 혁신과 경쟁이 가능한 좀 더 역동적이고 중간 시장을 공략할 수 있는 기업들을 창출해낼 수 있습니까? 한국 경제는 아직도 새로운 진출자와 경쟁자들에게 여전히 규제가 많아 한국에게 필요한 창의성이 기업 현실로 전환되는 것이 매우 어려운 상황입니까? 한국은 그림자금융의 위험요소를 되돌아보고 있습니까? 제가 보기에는 위대한 비전이 있지만 여전히 실현되고 있지 않은 서울의 금융 중심지화 발전 계획을 진전시킬 준비가 되어있습니까? 몇 년 전 이 문제에 관한 프로그램에 참여하기 위해 한국을 방문했습니다. 저는 매우 고무되어 있었습니다. 그러나 매우 어려운 개념이고 실현하기 매우 어렵습니다. 범정부적 변화가 필요한 일입니다. 이것은 강하고 지속적인 리더십이 필요합니다. 한국 경제에 매우 중요한 일이기 때문에 이 이니셔티브를 재활성화할 것을 권장합니다. 국내에서 매우 강한 한국 산업이 수출뿐 아니라 투자 면에서도 미국, 유럽, 신흥국 등에 걸쳐 전 세계에서 충분히 강해져 한국 기업들이 진정으로 '글로벌'하게 될 수 있을까요? 저는 이것들이 현재 한국이 직면한 도전과제의 일부라고 생각합니다. 그리고 이런 도전들은 다룰 수 있다고 생각합니다. 이번에도 한국에 도착 즉시 매 방한 때마다 받는 인상을 받았습시다. 한국의 리더십은 어떤 장애물이건 간에 극복할 수 있다고 믿습시다.

질의
응답



질문

달라라 박사님은 금융정책의 최고 권위자입니다. 얼마 전 고이치 하마다(Koichi Hamada) 예일대 교수가 한국을 방문했습니다. 그는 아베노믹스(Abenomics)의 설계자로 알려져 있습니다. 한국 기자들은 아베노믹스의 ‘근린궁핍(beggar-thy-neighbor)’ 정책에 대해 불평을 했습니다. 그러자 그는 “한국도 똑같은 일을 하면 되지 않습니까? 아마도 양적완화는 어떨까요? 일본은 지금 '질적·양적 통화정책(QQE)'을 하고 있으니 한국도 양적완화를 시행하는 거죠.”라고 대답했습니다. 따라서 제 질문은 한국이 이 시점에 양적완화를 해야 한다고 보시는지? 만약 그렇다면 우리가 유의해야 할 문제들을 무엇입니까?

답변

한국이 진지하게 막대한 양적완화를 고려해야 할 만한 상황에 있다고 보지 않습니다. 한국은 오히려 부양 정책- 재정정책, 아마도 통화정책과 규제완화 정책들을 펼 여지가 있습니다. 정부가 몇몇 새로운 이니셔티브를 추진하고 있다고 들었습니다. 솔직히 말해, 한국이 대규모의 양적완화, 심지어는 적당한 양적완화 정책의 위험을 감수할 필요는 없어 보입니다. 통화정책을 올바른 상황에서 실행하기란 매우 어렵습니다. 우린 모두 통화정책에 매료되어 통화정책이 무엇이든지 다 할 수 있을 것이라 생각합니다. 저는 통화정책에 대해 근본적인 신뢰를 가지고 있지는 않습니다. 양적완화 정책이 일본 경제의 자신감을 회복시키는데 일조했지만, 그 자신감이 단

기적으로 끝날까요 아니면 장기적으로 지속될까요? 그것은 양적완화가 아니라 소위 두 번째 화살과 세 번째 화살에 달려 있습니다. 저는 이 화살 중 하나는 아직도 화살통 안에 있습니다. 아베 총리는 일본 경제의 구조적 문제를 건드리지 못하고 있습니다. 재정정책은 의미 있는 변화를 만들었지만, 장기부채 문제와 수년 간 부채를 축적한 거대한 재정 불균형은 매우 힘든 문제입니다. 일본은 경제회복을 촉진시키기 위해 부가가치세가 높이고 있습니다.

저는 한국이 경제가 어떻게 이뤄져 있는지 그리고 어떻게 좀 경쟁력 있는 시스템을 창출할지 등 좀 더 경제의 구조적인 문제를 들여다보기 바랍니다. 창의적인 아이디어에 자금이 원활하게 조달될 수 있게 하는 금융 시스템을 어떻게 만들까요? 어떻게 한국이 세계적으로 자리잡게 할 것인지? 제가 보기엔 아직도 과도한 규제 양상을 보이는 경제의 규제완화를 진척시킬 것인지? 한국이 지난 수년간 규제완화 노력을 했지만 한국의 시스템은 전후 매우 강력한 관료주의 하에서 구축되었습니다. 아마도 어떤 부문들은 여전히 관료주의가 지나치게 강합니다. 과거에 관료였던 저의 솔직한 견해입니다. 따라서 한국 경제에 대한 해답은 양적완화라는 방향에 있지 않다고 생각합니다.

질문 박사님께서 미국 주식시장이 불경기임에도 불구하고 상승하는 이유를 잘 설명해주신 것 같습니다. 감사합니다. 북한, 러시아나 기타 다른 국가들에 대한 제재에 대해 들을 때, 그 제재

는 마치 마법의 묘약 같아 보입니다. 몇 주, 몇 달, 몇 년이 지나면 모두가 그 제재들이 효과가 없었다고 말합니다. 이런 모순에 대해 설명 해주십시오.

답변

경제·금융제재가 큰 효과를 나타낼 것이라고는 말할 수 없습니다. 그러나 그것이 글로벌 시장 분위기에 영향을 줄 수 있다는 뜻입니다. 개개인별로 "효과가 있다(work)"라고 할 때 그것이 무엇을 의미하는지에 달려 있습니다. 물론 러시아의 경우, 러시아의 에너지 기업들에 광범위하게 제재가 적용된다면, 러시아 경제에 극적인 영향을 미칠 것이고 불행히도 세계 에너지 시장과 유럽 에너지 공급에 극적인 영향을 미칠 것입니다. 따라서 이런 제재는 없을 것으로 생각합니다. 개인적으로 저는 수년간 여러 제재에 관한 이니셔티브에 간여해왔습니다. 1979년 미국인 인질이 이란에 붙잡혔을 때 미국은 즉각 제재를 실행했습니다. 저는 1979년 11월 당시 재무부의 하급 직원이었습니다. 제재들이 큰 영향이 있었습니까? 그렇지 않았습니다. 1990년 8월 사담 후세인이 쿠웨이트를 침공했을 때, 미국은 다시 더 다각적으로 제재를 적용했습니다. 그들이 즉각적으로 영향을 받았습니까? 아니오. 좀 더 최근에 이란의 경우를 보면, 이란에 가해진 제재는 그들의 공격적 행위를 누그러뜨리는데 일부 영향을 미쳤다고 봅니다. 이란이 어떻게 반응할지 알기는 힘듭니다. 러시아는 때론 매우 국수주의적인 국가이기 때문에 제재가 러시아의 외교정책과 이

니셔티브에 큰 영향을 발휘하지는 못할 것 같습니다. 그리고 제제로 인해 푸틴 대통령은 현재보다 더 인기가 높아질지도 모릅니다. 제 우려는 제재로 인해 글로벌 시장 분위기에 전이되어 글로벌 시장 회복에 찬물을 끼얹는 격이 되지 않을까 하는 것입니다.

사공일 이사장 : 달라라 박사가 방금 말씀하신 양적완화에 대해 첨언하자면, 양적완화 정책은 비전통적인 통화정책입니다. 따라서 전통적인 통화정책의 여지가 있다면 비전통적인 통화정책을 쓰기 이전에 전통적인 통화정책을 취하는 것이 낫습니다. 한국은 아직 전통적인 통화정책의 여지가 있습니다.

질문 금융 시장에 자만심 혹은 거의 미니 버블(mini bubble)이 생길 정도로 성장률의 관점에서 본 실질 경제 성과와 금융시장의 성과 사이의 괴리에 대해 언급하셨습니다. 반면, 최근에 래리 서머스(Larry Summers) 전 미국 재무부 장관 같은 사람들은 선진국에 균형 금리가 마이너스가 될 때 장기 침체(secular stagnation)가 발생했다고 봅니다. 따라서 일정 수준의 성장을 위해서는 다시 말해 경제가 충분히 회복될 때까지 장기 양적완화나 재정확대 같은 미니 버블이 불가피하다는 것입니다. 이런 두 상이한 시각에 대한 박사님의 견해는 무엇입니까? 어떻게 두 시각을 조화시킬 수 있습니까?

답변

거품, 최소한 미니 버블이 불가피합니까? 2009년, 2010년, 그리고 아마도 2011년까지 이러한 재정 부양정책들의 타당성에 문제를 제기하지 않습니다. 그러나 통화정책에 얼마나 현실적으로 기대할 수 있는지에 대한 근본적인 질문이 생깁니다. 전 세계 은행들을 대표하는 국제결제은행(Bank for International Settlements)이 매년 6월 발행하는 연차보고서에서 체제적으로 “세상은 중앙은행에 너무 많은 것을 기대합니다. 정부정책과 재정정책, 그리고 구조정책을 통해 해결하는 게 어떻습니까?”라고 말하는 게 아이러니라고 생각합니다. 그리고 나선 그들은 세상을 거의 과장된 기대의 보호막에서 움직이게 하고 있습니다. 미국이 현재 3차 양적완화뿐 아니라 상당히 짧은 기간에 GDP 대비 부채를 사실상 두 배로 늘린 아주 강력한 재정 지출확대라는 거대한 재정정책을 썼다는 것을 잊지 맙시다.

지속가능한 장기 성장을 위해 그 외에 무엇이 필요한지 자문해야 합니다. 조세 개혁은 어떻습니까? 미국 기업들에 대한 실질 세율을 살펴본다면 OECD 국가들 중에서 가장 높을 것입니다. 미국 기업들은 이 모든 세금들을 내지 않고 수익을 해외에 두고 있다고 말할 수 있습니다. 그리고 그것은 사실입니다. 그러나 기업들이 왜 그럴까요? 미국의 법인세율 때문입니다. 법인세 구조는 엄청 복잡할 뿐 아니라 세율이 매우 높습니다. 지난 10년간 세계 경제의 창의성을 주도한 생물공학과 생물약제학 같은 미국 경제의 가장 혁신적인 부문에 세금을 높이고 있습니다. 미국은 일관성 있는 재정 전략을 쓰고 있지 않습니다. 중기적으로도 물론 아닙니다. 정부도, 정당도 미국이 직면한 중기

부채 문제를 해결할 준비가 되어있지 않습니다. 이것은 솔직히 말씀 드려서 통화정책에 그렇게 심하게 의존할 문제가 아닌, 리더십이 필요한 장기적 문제입니다.

질문

박사님께서 말씀하신 S&P와 금융자산 가치는 앞으로 수많은 밤잠을 설치게 할 것입니다. 현재 상태에서 정상 수준의 금리로 가야 한다는 박사님의 견해에 동의합니다. 그 길은 매우 불확실합니다. 험난한 길이 될지도 모릅니다. 래리 서머스 전 미국 재무부 장관이나 다른 사람들은 새로운 정상(new normal)에 대해 말합니다. 박사님은 미국의 10년 국채의 향후 정상 수준의 금리가 4.5%이거나 그 이상이어야 한다고 생각하시는 듯 합니다. 어떤 사람들은 앞으로 계속 정상금리가 1% 내지 2%가 되어야 한다고 말합니다. 세계경제의 현 상태에서 그들의 시각과 박사님의 시각의 근본적인 차이는 무엇입니까?

답변

여기서 새로운 정상이 무엇인가라는 새 질문이 생깁니다. 아무도 정확히 모르는 것 같습니다. 연준은 전통적 통화정책의 환경으로 복귀해야 한다고 생각합니다. 빨리 그 과정을 시작할 용기를 가질수록 더 좋습니다. 왜냐하면 더 오랜 기간 전 세계의 투자자들이 계속해서 위험자산을 추구하도록 장려할수록, 상황이 정상적

으로 돌아가고 연준이 일반 정책으로 다시 복귀할 때 고위험 투자에서 저위험 투자로 전환할 때 심각한 결과가 생길 가능성이 더 커지기 때문입니다. 이것은 전 세계적으로 이머징 마켓과 미국의 금융시장에 상당한 지장을 초래할 수 있습니다.

이 문제를 잘 보여주는 다른 이야기를 말씀 드리겠습니다. 몇 년 전 전 진정한 미국 영웅인 존 글렌(John Glenn) 우주인을 만나는 영광을 누렸습니다. 그는 1962년 2월 최초로 우주 궤도를 돈 미국인인 존 글렌 상원의원입니다. 그는 오랜 기간 동안 미국 상원의원을 역임했습니다. 저는 우주 공간 진입이 어땠는지 물었습니다. 그러자 글렌 상원의원은 “젊은이, 신나는 경험이었네. 로켓에 연료를 넣었지. 난 평생 고속 제트기를 몰았으니 그냥 하늘로 날아갔지. 그러나 대기권으로 돌아오는 것은 끔찍하게 무서웠지. 단 한 번도 경험한 적이 없었으니까. 우리가 뭘 하고 있는지도 모르겠더라구. 열 차폐(heat shield)가 막 떨어져 나가려 할 때에는 살아남지 못할 줄 알았지”라고 했습니다. 그리고 이어서 “우주 공간에 가는 것은 언제나 즐거운 일이지”라고 말했습니다. 저는 이게 연준이 해온 일과 좀 비슷하다고 생각합니다. 미안한 말이지만, 연준은 알지 못합니다. 어느 누구도 정상(통화정책) 궤도 재진입 방법을 아는 이가 없습니다. 따라서 우리가 알고 있을 것이라고 추정하는 데 있어 매우 조심해야 하고, 신중해야 하며 자만하지 말아야 합니다. (통화정책의) 정상 궤도 재진입 방법을 안다고 계속 얘기한다고 해서 실제로 안다는 뜻은 아닙니다.

질문

중국에 대해 말씀하셨습니다. 중국의 그림자금융이 문제가 될 수 있다고 말씀하셨는데, 구체적으로 중국에서 일어날 수 있는 위험에는 무엇이 있습니까?

답변

전 문제를 과장하고 싶지 않지만, 그림자금융 시스템이 주로 금융권 밖에서 성장했다는 것이 어려움입니다. 그러나 전통적 은행 시스템에 여전히 연계되어 있습니다. 많은 새로운 자산들이 지금과 같은 저수익 시기에 매력적인 투자 기회를 창출하기 위해 만들어졌습니다. 다시 저수익 시기가 회귀했고 사람들은 고수익 고위험을 추구하고 있습니다. 이런 자산들은 적어도 중국 은행들의 전통적인 대차대조표에 의해 혹은 그것을 통해 뒷받침되었습니다. 중국 은행들은 이런 구조를 뒷받침할 준비가 되어 있지 않지만, 투자자들은 그 은행들이 뒷받침할 준비가 되어 있다고 생각합니다. 따라서 여기서 정말 오해가 생길 여지가 있습니다. 또한 저는 대부분 단기 회수 고금리 구조를 가진 그림자금융 금리 구조가 둔화된 성장 환경에 맞게 형성되어 있지않다고 생각합니다. 현금 흐름의 둔화에 직면한 기업인들은 심각한 어려움에 빠질지도 모릅니다. 지방 자치도시의 파산이 있을 수 있습니다. 중소기업의 파산이 있을 수 있습니다. 이런 모든 문제들을 해결하려 할 때 금융 시스템을 둘러싼 실질적인 긴장이 있을 수 있습니다.

궁극적으로, 중국 정부는 물론 은행 시스템에 안정을 제공할 것입

니다. 중국에서 마지막으로 은행 파산이 있었던 것은 1999년 아시아 금융위기 직후였습니다. 그 당시엔 중국 정부만 모든 은행을 소유했지만, 지금은 이 은행들의 20-30%가 전 세계 투자자들과 서구 금융기관의 소유가 되었습니다. 오늘날 이 연계(linkages)는 더 긴밀해졌고, 중국 문제가 전 세계 시장에 전염될 가능성은 20년 전보다 훨씬 더 커졌습니다.

질문 빈부 격차, 소득 불평등은 선진국에서도 큰 문제이지만, 개발도상국에서도 평등성의 문제가 되고 있습니다. 이 문제는 얼마나 심각합니까? 박사님의 경험에서 보실 때, 어느 국가가 이 문제를 더 잘 다루고 있습니까?

답변 전 세계 많은 국가에서 빈부 격차의 문제가 확대되고 있습니다. 정치 지도자들에게 큰 도전이죠. 공정한 세금 체계가 중요하다고 해도 부자들에게 세금을 부과하는 것이 확실히 해답이 아닙니다. 교육 시스템과 기회의 평등이라는 매우 근본적인 문제들에서 해답을 찾아야 할 것입니다. 오늘날 미국에서 혼외자 출생이 꾸준히 증가하고 있습니다. 소수인종에서뿐 아니라 핵심 인구 층에서도 증가하고 있습니다. 가족 단위가 아이들을 양육하고 부를 창출하는 안정된 구조를 만드는 것은 더더욱 어려워지고 있습니다. 제 생각에는 그

런 영향을 미치는 우리 사회의 근본적인 요소들을 살펴볼 필요가 있습니다.

또한 민주 사회에서 고령층 세력을 다시 어떻게 다룰 것인가 고찰 해 봐야 합니다. 미국에서는 사회보장연금, 노인의료보험제도, 저소득층 의료보장제도를 바꾸기 매우 힘듭니다. 왜냐하면 제 나이의 고령층들은 투표에 매우 강한 영향을 미치기 때문입니다. 아시아 문화는 다음 세대를 올바로 대하고 존경하라고 강조합니다. 웬일인지 서양 문화는 이런 양식을 잃어버린 듯합니다. 왜냐하면 현재 우리는 엄청난 부채의 짐을 다음 세대에 떠넘기고 있기 때문입니다. 정부가 이에 대해 말한다면, 그것은 실제로 사회안전보장 제도의 어떤 측면을 시험한다는 이야기입니다. 저는 제 나이 대의 노인들보다 사회안전보장 제도가 그리 필요하지 않을 수도 있습니다만, 이게 근본적인 현실입니다. 정부에게 사회보장은 제가 번 소득이고, 그것을 받을 자격이 있고, 따라서 제 아이들에게 물려줘야 한다고 말할 수 있었습니다. 그러나 미국에서 제 세대는, 심지어는 한국에서조차도, 이 문제들을 극복하려면 장기적인 시각을 가져야 합니다. 이 문제 해결을 위해서는 정치인들이 기꺼이 노령층에 문제 제기를 하고 다음 세대로 떠넘기지 않도록 해야 합니다.

사공일 이사장 : 마치기 전에 달라라 박사가 한 말을 강조하고 싶습니다. 한국에 새로운 경제팀이 출범했는데, 구조조정과 규제개혁의 중

요성 그리고 단기의 경기순환적 문제들을 해결하는 것뿐 아니라 중장기 문제에도 관심을 기울일 필요가 있다는 달라라 박사의 발언을 강조하고 싶습니다. 다소 급격히 하락하고 있는 한국의 성장잠재력에 대해 신경 써야 합니다. 한국은 이런 관점에서 더 많은 일들을 할 수 있다고 생각합니다. 여성 인력을 활용하는 것도 이러한 노력의 일부입니다. 한국의 여성 인력은 세계 최고학력이지만, 여성인력 활용률은 세계 최하위입니다. 물론 그것이 경제 전체의 문제를 해결할 수 있다고 생각하지는 않지만, 매우 중요한 기여 요인이 될 수 있습니다. 많은 과제가 있지만 새 경제팀이 이 문제들을 잘 처리해나가길 기대합니다.

세상의 어떤 이야기도 그 시작은 펜으로부터

세상을 바라본다

듣는다, 느낀다, 그리고 쓴다

그 순간 생각은 탄생하고 이야기는 시작된다

지금 여기, 당신을 위해 조금 더 특별한 S펜이

그리고 갤럭시의 네번째 노트가 있으니까



Samsung GALAXY Note 4

S펜으로 연속해서 모으고 공유까지 한번에 [스마트 셀렉트]

- 아날로그 콘텐츠를 촬영 후 디지털로 변환하여 자유롭게 편집하는 [포토 노트] · 여러 개의 창을 동시에 펼쳐 보는 [멀티 윈도우]
- 손글씨를 예쁘게 잡아 주고 도망치 사라내는 펜 [멀티그래피 펜]

삼성전자 SAMSUNG

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

2014 IGE/Samsung Electronics Global Business Forum

세계경제 회복, 위기인가 기회인가 (Risks and Opportunities in the Global Economic Recovery)



값 10000원
03320

9 788986 828870
ISBN: 978-89-86828-87-0