



Occasional Paper Series

07-11

The Korean Economy and the FTA with United States

한-미 FTA와 한국경제의 미래

Barry Eichengreen

November 2007

Barry Eichengreen

- 現 California(Berkeley)大 교수
- California(Santa Cruz)大 경제학과 후, Yale大 경제학 박사
- IMF 선임정책자문역, Harvard대 경제학과 교수 등을 역임하였으며, National Bureau of Economic Research (NBER) 의 Research Associate로도 활동 중임.
- “China’ s New Exchange Rate Regime”, “Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods” 등 주요 논문 및 저서 다수

요 약

한국경제의 성장이 빠르지 못한 것에 대한 우려가 제기되고 있다. 한국경제가 빠르게 성장하지 못하는 이유에 관한 논의는 낮은 투자율과 높은 원화가치에 집중된다. 우선, 1990년대 중반에 무려 40% 가까이 되었던 한국의 GDP 대비 투자율이 30%로 하락했다. 투자가 저조한 이유에 대한 설명은 많지만, 일반적으로는 중국으로부터 나오는 경쟁으로 인해 한국의 대기업뿐만 아니라 중소기업도 국내투자보다는 해외투자를 선호하고 있다는 것이다. 하지만 중국의 최종조립이 필요로 하는 부품을 생산하는 한국 기업에 대한 투자 유인동기가 아직 존재한다. 이는 자본재산업을 중요시하는 한국의 경제구조와 기술적 세련도가 중국의 경제구조와 상호보완적이기 때문이기도 하다. 그러므로 한국의 투자율 감소에 대한 비난을 중국에 돌릴 수만은 없을 것으로 생각된다. 투자위험도에 대한 인식이 높아졌기 때문일 수도 있겠지만, 금융위기 이전에도 재벌기업의 파산은 있었다. 규제개혁이 이루어지고 있고, 환율이 변동적이며, 금융제도가 외부세계에 개방되어 있는 관계로 지금의 거시경제적 환경이 불안하기 때문에 투자가 저조하다는 말도 있다. 그러나 역사적으로 보면 한국경제의 성장은 항상 변동적이었으며, 불확실성은 언제나 상당히 존재했다. 본인은 기본적으로 지금 한국에서 나타나고 있는 낮은 수준의 투자율이 건전한 현상인 것으로 본다. 경제가 성숙되고 고도성장기가 종료되면서 주어진 일정 수익률에 따라 투자율이 저조해진 것이다.

한국경제가 빠르게 성장하지 못하는 이유에 대한 또 다른 통속적 설명은 원화의 대외가치와 관계있다. 원화의 높은 대외가치는 수익성과 추가투자의 수익률을 제한할 수 있는 한 가지 요인이기 때문이다. 지난 몇 년간 엔화 및 달러 대비 원화의 가치는 계속 상승해왔다. 이렇듯 엔화가 약세를 보이는 것은 일본의 성장이 무기력하기 때문이다. 달러화 역시 취약한데, 그 이유는 미국의 경상수지 문제 때문이다. 달러약세로 인해 미국의 수출이 증가하고 있으나 수입수요를 주도하는 미국의 성장은 둔화되고 있다. 엔화와 달러가 약세인 상황에서 원화가 강세일 수밖에 없는 것은 당연한 일이며, 일본과 미국의 성장이 둔화되고 있는 상황에서 한국의 투자와 성장이 기대처럼 높지 않다는 것도 놀랄 일이 아니다. 따라서 본인은 원화강세를 한국경제에 압력을 가하는 독립적 요인이라기보다는 증상으로 보고 있다.

그렇다면 한국의 성장이 둔화되고 있는 이유는 무엇인가? 이에 대한 부분적이 대답은 한국경제가 크게 성숙하여 따라잡기를 할 여지가 별로 없다는 것이며, 또 하나의 부분적인 대답은

이것이 경제 및 사회 조직을 재구축함에 있어서의 과도기적 난제라는 것이다. 한 경제 및 사회 모델은 연계요소들이 미묘한 방식으로 서로 맞물려 있다. 그런데 그 구조가 개선되어야 할 경우, 모든 요소가 동시에 대체될 수 없다면 낡은 요소와 새로운 요소 사이에 불일치 또는 적어도 기능저하의 위험이 발생한다. 가령 프로펠러비행기를 제트기로 개조할 경우, 새로운 디자인의 날개나 연료송출장치 등 다른 부품에 대한 개선은 이루어지지 않고 새로운 동력의 엔진만 설치한다면 비행기의 효율성과 안정성이 오히려 감소되는 것과 같은 이치이다. 이 모든 다양한 변화를 동시에 추진할 수 있는 전능한 사회계획자는 없다. 장치 전체를 구성하는 서로 다른 요소들은 상이한 속도로 진화하고 개선된다. 예컨대 금융시장 개혁은 산업구조조정보다 급속히 진행되고 있으나, 정부 시책의 새로운 방향설정이 뒤처지는 것처럼 말이다.

21세기에 진입하는 시점에서, 한국의 저성장 문제는 구조조정의 이행을 뜻한다. 경제 및 사회 조직의 테두리를 규정하는 구성요인의 결합조직이 조정되고 변한다는 것은 특히 성장에 대해 파괴적이다. 구조조정은 장기적으로 필요한 변화를 수반할 수밖에 없는데, 중·단기적으로는 성장을 둔화시키는 효과를 갖는다.

구조조정의 이행이라는 측면에서 FTA는 유용한 역할을 할 수 있을 것이다. 본인은 진정으로, FTA가 한국에서 시장경쟁을 촉진시키는 하나의 장치가 될 것으로 보고 있다. 다양한 제품시장에서 한국 기업들은 상당히 치열한 수입제품과의 경쟁에 부닥칠 것이며, 이것이 한국 기업을 강력해지도록 만들거나 혹은 퇴출로 이끌 것이다. OECD가 다양한 보고서를 통해 지적해왔듯이, 시장경쟁은 구조조정 과정의 핵심적인 요소이다.

그러나 중요한 한 가지 가정이 있는데, 그것은 심화되는 미국의 금융위기이다. 미국경제의 전망은 암울하다. 미국의 주택거품이 폭발했다. 기존주택의 판매량이 금융혼란 이전의 최고치에 비해 20% 정도 하락했으며, 신축주택의 판매량은 40% 하락하여 미분양 주택의 재고가 급격히 증가한 상태이다. 하지만 미국의 경제성장의 위협은 단순히 주택건설이 중단되었다는 것이 아니라 주택건설이 총 고정자산 투자의 40%를 점유하고 있다는 점이며, 미국 총수요의 70%이상을 차지하고 있는 개인소비지출이 크게 둔화될 것이라는 점이다.

최종소비자인 미국 가계부문의 소비가 둔화되면 세계 여타국, 특히 아시아지역 국가에게 심각한 영향을 미치게 될 것이다. 미국의 성장이 중단되어도 아시아지역 국가는 성장을 유지할 수 있다는 비동조화(decoupling)에 대한 이야기가 지난해부터 많이 나오고 있다. 지금 아시아지역 국가들이 중국이라는 독립적인 성장축을 갖고 있고 일본경제도 지난 10년에 비해 나은 실적을 이루고 있다는데 기인한 것이다.

이는 크게 잘못된 것이다. 중국 총투자의 절반이 수출부문에 대한 투자이며, 중국의 수출은 대부분은 미국을 향하고 있다. 그러므로 미국의 불황에 따른 중국의 심각한 성장둔화는 불가피할 수밖에 없다. 중국의 성장이 크게 둔화되면 어떤 인접국가도 그 영향에서 벗어날 수 없을 것이다. 아시아지역 여타 국가들이 중국에 판매하는 것들 대부분은 중국에서 단순 조립되어 미국에 수출되기 때문에 미국의 경제위기가 아시아 여타국에 주는 충격은 더욱 즉각적이다.

일본과 관련해서도, 일본의 소액 해외투자자들이 투자에 대한 위험을 느껴 자금을 본국으로 회수하면 엔화가 대폭 강해진다. 이는 일본경제가 둔화되고, 심지어는 또 다시 디플레이션에 빠질 수도 있다는 흉조이다. 이와 같은 사건의 발생가능성이 의미하는 것은 아시아지역 모든 국가들이 경기후퇴에 대비해야 한다는 것이다.

The Korean Economy and the FTA with United States*

Barry Eichengreen

Let me start by thanking my friend Il SaKong for his kind introduction. It is a pleasure to be here with you this morning. Every time I give one of these talks, I am struck by the dedication of the audience. I am hard pressed to think of anywhere other than Korea where one could get such a high quality audience so early in the morning.

And that brings me to my topic-what is special about Korea and its economy. Actually, when I agreed to give this presentation, Dr. SaKong and I agreed that I should give my perspective on the Korean economy. Since then, there have been-how shall we put it? -new developments, namely the crisis in U.S. financial markets. I can't resist the temptation to talk about this as well. So I am going to summarize rather dramatically my thoughts on Korea and then turn to recent developments in global financial markets.

1. Some Historical Perspective

Korean economic growth is of course one of the great success stories of the last half century. A growth rate averaging 8 per cent per annum over the period fundamentally transformed the country and the lives of its citizens. From a starting point as one of the very poorest countries, South Korea now is the 12th largest economy in the world (more or less-these league table, which tend to be presented with a spurious air of precision, depend on how exactly you do the ranking). It is a member of the OECD. It is known around the world as a producer of motor vehicles, household appliances, consumer

electronics, and youth culture. It is hard to imagine a more dramatic success story.

Yet almost from the start, Korean observers downplayed the economic miracle and raised questions about its sustainability. In the 1970s it was commonplace to question the efficiency and rationality of much of the investment in the heavy and chemical industries and to complain of low profits and mediocre productivity growth.

The 1980s started with a debt crisis, a recession and a wrenching structural adjustment and concluded with a wage explosion, all of which were seen as threats to continued growth. The first half of the 1990s featured gradual economic and financial liberalization and a governmental campaign to rein in the big conglomerates, motivated by the belief that a cosseted economy and *chaebol* dominance were incompatible with sustained productivity growth. The second half of the 1990s was of course dominated by the financial crisis. Now the secular decline in growth rates from the high-to the mid-single digits, occurring against the backdrop of competition from China, raises questions among the public and officials about the current performance and future prospects of the economy.

My point is that there is nothing new about the current sense of angst. Koreans have long questioned whether their country's superficially impressive economic growth is in fact built on firm foundations. The tendency to emphasize problems rather than achievements, at least in discussions with foreigners, may be a national personality trait. Certainly this is not a trait that the citizens of my country, the United States, display any degree. But Koreans' emphasis on problems may encourage an excessively pessimistic view of the economy. To be sure, per capita incomes and productivity remain lower than in Japan and the United States. But both variables are growing faster than in these two richer countries. Convergence is ongoing. It could be that the feeling of angst reflects awareness that other countries in the region are growing even faster, or that Korea itself needs to grow faster in order to

be ready for the difficult and costly task of reunification. My sense, for what it is worth, is that the current unease is simply the latest manifestation of the general tendency to emphasize problems at least as much as achievements.

2. Popular Explanations

Discussions of why Korea isn't growing faster focus on low investment and the high won. The investment/GDP ratio has fallen from the nearly 40 per cent scaled in the mid-1990s to barely 30 percent today. Standard growth accounting suggest that the contribution of capital formation to the growth of output was only half in 2000-2005 what it had been in the decade from 1985 to 1995. So-called "new-growth" models positing positive externalities from investment suggest that the negative effects of the post-1995 decline in investment may have been larger still. The idea that the effects should have been even larger than suggested by standard growth accounting is supported by the observation that the decline of investment in machinery and transport equipment, as opposed to construction, had been particularly pronounced in Korea, and that it is the machinery equipment that are plausibly the source of positive externalities.

There is of course no shortage of explanations for the lower level of investment. There is competition in assembly operations and manufacturing generally from low-cost China, just next door. This has encouraged Korean firms to invest abroad rather than at home, arguably resulting in a "hollowing-out" of Korean industry. China has indeed been the principal destination for Korean investment. Fully 60 percent of Korea's foreign direct investment is now destined for other Asian countries. And strikingly, not just the large conglomerates but small and medium sized Korean enterprises have invested overseas.

For what it is worth, my own research does not support the idea that there had been significant investment diversion. While there is surely an incentive

for Korean firms to invest in processing and final assembly facilities in China, there is also an incentive for them, and for foreign companies, to invest in Korea in facilities for the production of the machinery, equipment, and technology that this country exports to China to meet that country's insatiable appetite for investment, and in factories for producing here the sophisticated parts and components that then undergo final assembly there. While Korea should undertake more foreign investment, it should also receive more foreign investment, because its economic structure, emphasizing capital goods, and its level of technological sophistication are complementary to China's. It could be that foreign investors have been slow to recognize this fact. But this is changing now, as evidenced by attendance at this conference. I conclude that China is not to be blamed for the fall in Korean investment rates.

Perhaps the perceived riskiness of investment has risen. Before the crisis, firms engaging in high levels of investment believed that their survival was guaranteed by the government. Or so it said; I am not entirely convinced by this argument. There were *chaebol* bankruptcies before the crisis. The Donglip Group, the ninth largest *chaebol* in the 1960s, was allowed to go bankrupt. Dongmyung, the *chaebol* built around what was at the time the world's largest producer of plywood, went bankrupt in 1980. And then of course, there were Hanbo and Kia.

It is said that the macroeconomic environment is less certain now that the economy has been deregulated, the exchange rate is floating, and the financial system has been opened to the rest of the world. Uncertainty is a key variable in modern theories of investment: the greater the uncertainty, the stronger the incentive to hold off investing in response to an increase in profitability and to wait and see whether the higher profits are permanent. One observation consistent with this emphasis on uncertainty is that the dispersion of growth projections by forecasters has risen significantly since the crisis, for Korean and the region generally. But, again, I am not convinced, for if you look back at earlier Korean history you see that growth was always volatile. Uncertainty was always considerable, whether we are talking about

1979, or 1987, or 1993. Anyone who was engaging in high levels of investment in the belief that the returns were certain was deluding himself.

The alternative is that the lower levels of investment we are now seeing in Korea are basically a healthy problem. As the economy matures and the high-growth period ends, a lower level of investment becomes consistent with any given rate of profitability. Failure to recognize this tendency can explain why investment rates remained high through the first half of the 1990s and why the financial crisis then followed. Of course, one must then explain why managers were so slow to acknowledge the trend. Here I would point to weakness in the Korean system of corporate governance, in which outside investors had limited ability to monitor and discipline managers who failed to recognize and react to what was happening, or who may have simply had their own private agendas, like maximizing the size of the enterprise as opposed to its profitability. But the financial crisis then opened the eyes of managers to the fact that the high-growth era was finally over. It led to improvements in shareholder rights and corporate governance generally that prevented blockholders and managers from engaging in empire building. The fact that the rate of return on investment is now higher than in the first half of the 1990s, if not as high as in the fast-growth 1970s and 1980s, is consistent with this interpretation.

The other popular explanation for why the economy isn't growing faster, namely the high won, is related, since it is one factor that could be limiting the profitability and that rate of return on additional investment. Everyone in this audience will be aware of the appreciation of the won against the dollar: from 1035 at the end of 2004 to 1012 at the end of 2005 to 930 at the end of 2006, and at more-or-less that level at the time of writing. And the won is up about twice as much against the yen, which has fallen against the dollar by about 15 per cent over the period. In contrast, it is up roughly half as much against the renminbi, which has appreciated by about 8 per cent against the dollar since the band widening of 2005. Thus, even though unit labor costs in won have risen only slightly faster than productivity since Korea began recovering from

the crisis, expressed in dollars they have risen sharply since the beginning of the decade.

To my mind, this focus on other countries and their currencies is the right way of thinking about Korea's exchange rate problem. The yen is weak because Japanese growth is still anemic. (I am not among those who believe that Japan is now embarked on a vigorous recovery.) It is weak because after a decade-long slump the government lacks other instruments with which to stimulate the economy. The dollar is weak because the United States has a current account problem, whose correction requires exporting more and importing less. The response of U.S. exports and imports to the weaker dollar isn't much in evidence yet, but it is coming. U.S. exports are up, and U.S. growth, which drives the demand for imports, is slowing. With the yen and dollar weak, it is almost a matter of definition that the won should be strong, through no fault of the Bank of Korea. With Japanese growth slow and U.S. growth slowing, it is not surprising that Korean growth and investment are not as high as might be hoped.

So I regard the strong won as more a symptom than an independent cause of the pressures on the Korean economy. Given this diagnosis, I also doubt that much can be done about it. Lowering interest rates would bump up against the Bank of Korea's inflation target. Sterilized intervention would have little purchase, given the openness of the Korea's capital markets and substitutability of domestic and foreign assets. While tightening fiscal policy would limit the appreciation of the exchange rate, it would also slow the growth of domestic demand, which would not be constructive. "Grin and bear it" is not very helpful advice. But there are few alternatives, given how exchange rate appreciation mainly reflects problems abroad.

3. Difficulties of Transition

So why is Korea growing more slowly? Part of the answer is simply greater

maturity-less scope for catching up, in other words. But another part is the transitional difficulties of restructuring the economic and social system. An economic and social model is a system of interlocking parts. Those parts fit together in intricate ways. The operation of each individual component complements the operation of the others, enhancing the efficiency of the mechanism. Now assume that the mechanism has to be updated- that the parts to be succeeded by more efficient replacements. But if the parts cannot all be replaced at the same time, there then is a danger of incompatibility, or at least slippage, between old and new ones. Think of when jets replaced propeller airplanes. The new engines promised to enhance efficiency and increase speed. But to exploit that potential it was also necessary to develop and deploy new stabilizers, new wing designs, and new mechanisms for fuel delivery. Just installing the new generation of engines without also making these other changes would have reduced rather than enhanced the efficiency and stability of the craft.

The economic and social equivalent is capital markets, labor markets and product markets, along with policies for their regulation. Korea's bank-based financial system was very good for mobilizing large amounts of savings and plowing them into established industries using known technologies. A labor market in which workers enjoyed high levels of employment security-at least in the large-firm sector-but relatively little autonomy worked well when growth depended on providing workers with vocational training and familiarizing them with new technologies. An industrial structure dominated by large firms was well suited to a period when technological change meant importing from abroad technologies offering economies of scale and scope. Government policies emphasizing savings and extending investment guarantees fit the bill when the task for growth was to expand capacity in industries using known technologies rather than to develop new products and processes at home. Critically, these different elements complemented one another. By providing steady finance to an established set of industrial clients, the banking system facilitated the provision of vocational training and enhanced the stability of employment, irrespective of fluctuations in the cash flow of the borrowers.

Strict regulation of the labor market in turn made lending decisions easier for the banks. And so forth.

Now the model needs to be updated for the 21st century. As Korea approaches the technological frontier, capacity to innovate becomes more important. The country's bank-based financial system has to give way to stock markets and venture capital, which are better at taking bets on unproven technologies. Technological flux implies the need for more small and medium sized firms, which are the sources of radical new technologies. It implies the need for more turnover in the labor market, as firms are born and die. The role for government is no longer to encourage investment generally or to attempt to govern individual investment generally or to attempt to govern individual investment decisions but to stabilize activities like R&D and tertiary education, which have positive externalities in a technologically-dynamic world.

In other words, reforms are complementary. But there is no all-powerful social planner to implement these various changes simultaneously. The different components making up the mechanism evolve at different rates; they are reformed at different speeds. Here, financial market reform has gone faster than industrial restructuring. The reorientation of government policy has lagged.

I think the problem of slow growth in Korea, slow growth by your standards, at the beginning of the 21st Century is a colliery of this structural adjustment. It is disruptive, change is disruptive, especially the change of a system of interlocking components that is the definition of an economic and social system is especially disruptive to growth. It does not make the destination any less desirable or the change any less necessary but it does have a depressing effect on the short and intermediate run on growth.

So this is where policymakers' emphasis on the FTA has played a useful role. I really see the FTA as a mechanism for intensifying product market

competition in Korea, partly it is a signaling mechanism by the government, it is signaling that it is really serious about promoting freer product market competition, partly it is not a signal it will be a market fact. There will be much more import competition in pharmaceuticals, auto parts and a variety of other industries that are going to force Korean companies to shape up or die. So the argument about product market competition is that it has been shown mainly by the OECD in a variety of contexts as key elements in this restructuring process.

If you look at countries that started off with economic and social systems appropriate for catch up growth just like Korea has undergone for the last half century, Europe had to catch up to the United States, starting off with only half of its GDP in 1950. Especially in the third quarter of the twentieth century, their economic and social systems had to undergo radical change and some European countries have succeeded in remaking their economies Ireland, UK to an extent, the Scandinavian countries to a surprising extent that is not appreciated outside of northern Europe, even Germany has finally made considerable strides in remaking its economy for the needs of the 21st Century more hi-tech, more export-orientated, more flexibility. What has been the key to their success, to a large extent intense product market competition has sharpened the incentive for firms to make hard changes, even hard changes that are painful and risky in the short run. So that is what the OECD has shown quite strongly for Europe that is where product market competition has been the most intense, structural change has been the most extensive and successful.

That is why I think that Korean policymakers have made the right choice and made an important choice in emphasizing the FTA, it is going to result in more intense product market competition and going to catalyze other changes. It is going to do so only if it is ratified by both partners, so I would like to be the messenger providing a more positive message about public opinion and political reaction to the FTA on Capitol Hill and Washington DC. The current situation is not very positive. People in Korea know what a

Presidential election, how it can affect the policy debate, it can cause candidates to posture, to take populist positions in order to try to secure the nomination and secure the election.

And that is what we are seeing in the United States, I think all of the Democratic candidates have come out in opposition to ratification of the FTA, Hillary Clinton has come out opposing it, Obama has come out opposing it and Edwards has come out opposing it. On the Republican side there has not been much discussion of the Korea-US FTA, but I think a Republican President whoever that person might be would have to contend with a heavily Democratic Congress given the way the political winds tend to shift back and forth both after many years of a Republican Congress the electorate may feel it is time for a shift as well because of what is happening in Iraq is not good for the Republicans.

So all of that will make ratification by the United States difficult, it will require Presidential leadership to get the Congress to agree, it will require the political candidates who oppose the FTA to turn into political leaders or will require the candidates to turn into statesmen or women and decide that there are larger issues at stake. But my message would be the need for continuing structural change in Korea and to rely on the FTA as the catalyst for that is risky because to rely on U.S. ratification would be risky unfortunately as well.

That does not make me entirely pessimistic about Korea. One can imagine a not-too-distant future in which capital markets, labor markets, industrial structure, and government policy have all been remade to meet the needs of the 21st century. But with different elements of the system being updated at different times, the efficiency of the mechanism is likely to be less while it is still under renovation. These transitional difficulties are the explanation, in my mind, for why the economy is not growing faster. The good news is that this story points to a happier future.

4. The Big However

But there is a big “however.” That big “however” is the growing financial crisis in the United States. In my view, investors have only begun to appreciate the importance of the U.S. financial crisis for the Asian economy. The Kospí’s 7 per cent plunge on August 16th may have been a wake-up call for Korean investors. But for those hoping that the worst is over, I have news from America. You ain’ t seen nothing yet.

The outlook for the U.S. economy is bleak. It is increasingly difficult to tell a story that doesn’ t involve a recession, or at least a very significant economic slowdown, in the next 12 months. The U.S. housing bubble has burst. This is not exactly news, of course. Existing home sales had dropped by 20% from their peak even before the most recent bout of financial turmoil. New home sales had declined by 40%. The inventory of unsold homes had already exploded.

What is news is that the American consumer has woken up and smelled the coffee. Last week’ s disappointing consumer confidence numbers from the University of Michigan clearly signaled this fact. Those numbers surely loomed large in the Fed’ s extraordinary intra-meeting decision discount-rate cut last Friday. The threat to the U.S. growth is not simply that residential construction has halted and that residential construction accounts for 40 per cent of all fixed investment. It is not simply that nonresidential investment will tank now that corporations in other sectors are finding it more difficult and costly to borrow. It is that the growth of private consumption will now slow sharply. And private consumption accounts for more than 70 per cent of U.S. demand.

If the “consumer of last resort,” the American household, now goes on strike, this will have serious implication for other countries and for Asia in particular. There has been much talk in the last year “decoupling” -of whether Asia can keep growing if U.S. growth stops. The idea is that Asia now has an

independent growth pole in China. And with the Japanese economy doing better than it has in a decade, Asia can keep dancing even when the American music stops.

Nothing could be more wrong. Half of all Chinese investment is in the export sector. And those exports are heavily destined for the United States. Thus, a significant slowdown in Chinese growth is now all but inevitable.

As for Japan, Mrs. Watanabe's rediscovery of risk and consequent decision to keep her money at home mean a significantly stronger yen. And in turn this bodes a slowdown in Japanese growth and even the return of deflation.

The implication is that all of Asia should prepare for a significant economic slowdown. With growth in China slowing significantly, none of the neighbors will be immune. Since much of what other Asian countries sell to China is, in turn, simply assembled and sold on to the U.S., the impact of U.S. troubles will be more immediate still.

In offering this gloomy forecast, I like to think that I am not simply joining the latest pessimistic bandwagon. Fully a year and a half ago, Yung Chul Park of Seoul National University and I wrote that the main threat to economic stability in Asia emanated from the United States. We warned that a significant fall in asset values in the U.S. could lead to an American recession and an economic slowdown in Asia. Rather than infecting Asian banks and financial markets, we saw problems in the U.S. as hitting Asian economies by slowing the growth of their exports.

Full disclosure requires acknowledging that we anticipated that those problems would be accompanied or even precipitated by a sharp drop in the dollar. So far, however, problems have centered in the markets for collateralized debt securities and commercial paper, not the market for exchange. Investors have not fled the United States for other countries or caused the dollar to tank.

But it is still too early to dismiss this risk. Foreign investors, including central banks, have been diversifying out of U.S. treasury bonds into mortgage-backed securities and the U.S. stock market. These investments now look less attractive in light of recent developments. And if these alternative investments look dicey, diversifying out of U.S. treasuries will require diversifying out of dollars. The result will be a sharply lower dollar, which will be more bad news for Asian exporters.

Which countries are most at risk? Professor Park and I pointed to Hong Kong, Singapore and Taiwan, since they depend most on exports to the United States. Korea we lumped into a second group-still vulnerable if somewhat less so-along with Indonesia, Malaysia, the Philippines and Thailand. This is still my best guess of who will be hit hardest by the coming U.S. slowdown. It is not good news for Korea.

On that pessimistic note, I am happy to take your questions.

Questions & Answers

Q Thank you, Barry. You have covered a number of fields. So let me concentrate on US-Korea FTA, with respect to your comments, US-Korea active growth in a very severe product competition. Unfortunately in Korea, the government just focuses on how the US-Korea FTA will be of benefit to Korea because it will have expanded export-marketing opportunities in the US market. We downplayed in a sense the product competition, which might cause an alert in the businesses community, but essentially your point is correct, I think this is an opportunity for Korea to upgrade our overall system.

And secondly given your pessimistic prospect on the ratification of the KORUS FTA on the part of the US Congress. Some predicted that perhaps in early 2009 the US Congress will eventually ratify the pact, number one, the US Congress has never rejected an FTA proposed by the Administration and

second the current Democratic candidates would change their minds once the Presidential candidate is determined at the National Convention as President Clinton did with the NAFTA case. And the third point is that as Karen Bhatia pointed out in the last hearing, that if the US fails to ratify this FTA the US will tarnish its image as a free trade nation as well as the US will lose a great opportunity to link the 12th largest economic power in the world and an economy that plays a critical role in the East Asian economic integration process. In other words the US-Korea FTA will play a formal link towards increasingly integrating East Asian economy.

There is also another view that the Korean National Assembly should ratify first so that they can assert pressure on the US Congress, what is your view on this?

A I am happy to hear that optimism about ratification is still alive in Korea. I heard Mr. Ahn's reference to 2009 and I think that is exactly correct. That the Presidential election in the US is 2008 and that nothing can happen before then. So the best scenario is one where ratification happens right after the election because as you say the successful candidate will morph into a statesman leader rather than a populist candidate. And there is some precedent for that kind of development; I think Bill Clinton moved in that direction so one could imagine that outcome as well. What renders me more pessimistic is that I think that the Congress is much more protectionist and much more skeptical of these arrangements than in the early 1990s when Bill Clinton came to office. So a new President would have a more difficult task of building the coalition in Congress for ratification. If these fears about the US prove correct that will not bode well for ratification, there will be more concern about unemployment, there will be more of the standard blame game where foreign competition will be blamed for the unemployment so that will not help. So we will have to hope that any slowdown in the US will be short and mild from the point of view of FTA ratification.

I think the strongest pro-ratification card in the Congress is the security card,

that the US wants South Korea as a security ally, that the US is worried about North Korea problem, that good political relations between Seoul and Washington for security-related problems are important, so now to embarrass and antagonize one's ally over the FTA would be counterproductive in working with Seoul on the North Korean issue. So that is, if you will, the card to play, the main reason to hope that the politicians will see the light and the importance of ratifying the FTA.

Q Well, Barry, thank you for your number of profoundly insightful observations of the Korean economy vis-à-vis the global world. I have two questions, firstly the bad news I have heard is worse than Dr SaKong made it sound out to be. My question is, Dr SaKong, assuming your forecast is correct, described the anticipated US Recession as a short-term development, my question is how short is going to be this short term in your view, how long will it take the US and world to fix this sub-prime mortgage mess and come out rebounding again.

Secondly, you imply that with intensified market competition in Korea we could complete the job of upgrading the system. You implied, you did not say, you implied that we could get back on a higher economic growth path. Over the last four and half years the average growth rate has been about four and half percent. And the leading opposition party presidential contender has been arguing that he will bring up the growth rate to 7% by upgrading the system exactly in the way that you have described.

Q I am the CEO of Namyong Industrial Company Limited and I also chaired the FTA Special Committee at KITA. First, just one comment, if you read *Wall Street Journal* there was a lot of warning from Alan Greenspan and I don't think the American financial sector took it very seriously and I thought your comment that Asia was very slow was a little unkind because the American markets should have been much more aware of that. Again with the *Wall Street Journal* there is a lot of bad news when you read it and the

economic slowdown seems to have started and is well in progress despite a lot of optimistic comments by some your economists. So my question is somewhat related to the previous question, how are you going to fix it? If you were the economic adviser to the President of the United States how would you advise him on this issue?

Q My question is about this sub-prime mortgage issue, you said that Asian investors are pretty slow in appreciating the gravity of this sub-prime mortgage problem, it is true, and we should admit that. However I still cannot grip why it is a serious problem, as I understand the science of these bad debts it is a few hundred billion dollars, however the size of your markets is tens of trillions of dollars. I see the problem coming from the segregation of CDOs and bonds in several ratings and derivatives and these products are sold to so many investors and fund managers. And fund managers cannot give daily valuations of what they are selling. So I feel this problem is more of financial supervisory authorities and markets who do not understand the size of the problems, where the problems lie, how much and who have these risks. As I mentioned earlier the total size of the problem is just a few hundred billion dollars, which is not too big for America to handle.

A Collecting questions creates difficulty for the speaker when you get so many good questions on so many different things. What kind of recession should we expect, that is a hard one. Forecasting a recession is difficult and risky business, so not only do you want me to give you a yes or no answer you want me to forecast how deep and how long, that is really hard for a forecaster. I think what we should hope for is a relatively shallow downtown but one that is unavoidably going to be quite long because of its basis in residential construction.

So a lot of what has been done is that people have built a tremendous amount of housing out in the desert where nobody wants to live or can afford to live, you have a physical mismatch between a physical capital stock in mainly residential construction and demand, and redeploying that stuff, you

can't pick up those houses and move them very easily, so there is a big physical backlog as well that is going to be a drag on the financial system and the economy. And I am often reminded of the 1930s. You had in the United States a big housing boom in the 1920s, the most recent one has been concentrated on Florida and the Southwest and in the interior in the central valley of California, that one was in Florida and that one was a drag on the US economy for the better part of a decade. Because the land had been divided, the houses had been built and nobody wanted to buy them. And working down the associated financial obligations took a long time. So because there is this physical legacy it may take quite a while to work this out.

You also asked me about Korean politics and I refused to be drawn to tell you whether 5 + 2 or 7% is more realistic. Although where I would be prepared to be drawn, is that 7% is very optimistic, I think for a relatively mature, relatively high-income country. But most of us would be happy with 5 or 6 %. So I think Korea could do better, but I think 7% is optimistic. Maybe politicians should be in the business of optimistic targets but then they have got to deliver.

I apologize if I gave slightly the wrong impression of how Asian investors have been slow to appreciate what is going on, but they are not alone. American investors have been slow to appreciate what is going on as well. I am struck how, with the benefit of hindsight, much of this was inevitable and was like writing on the wall. The search for yield and all this money flowing into all kinds of speculative high-risk investments was a consequence of the vast amounts of liquidity in global financial markets. People were looking somewhere to get some yield, so they were looking for the mezzanine at the mezzanine tranche of CDOs, even though they did not know what was in them. And once banks began to normalize the level of interest rates, which the Fed began to do more than two years ago and the Bank of Japan has begun to follow, it was clear that more normal risk prima were going to reemerge. And it was clear that this was going to create difficulties for highly leveraged investors in this risky paper. The fact that they did not see this

coming and they continued to buy all this risky stuff because their competitors were buying all this risky stuff and they wanted to match their benchmarks, now we can say, with the benefit of hindsight, that they were slow on the uptake and that is why we are in the mess that we are in now.

Two things are likely to make the problem larger than simply the size of the CDO market by itself would suggest. One is that it seems to be having significant spillovers to other parts of US financial markets, like the US Commercial Paper which is dead, totally dead, nobody can issue Commercial Paper in United States now. So we have to hope that this is a temporary phenomena and that the extraordinary steps that the Fed is taking through the “discount window” and other devices are going to solve the problem and limit the damage to the CDO market, that firms with decent credit can issue Commercial Paper again and get lines of credit from the banks again, the banks are not lending either. There was an interesting article by David Wessel in the *Wall Street Journal*, much quoted here yesterday, where he asked whether the Fed had the capacity to get the Commercial Paper Market and bank lending up and running or not whether its tool box was adequate to the task or whether this highly uncertain risky environment you can give the banks liquidity and they are just going to sit on it, the liquidity trap a la Japan in a different form, this time driven by risk rather than low interest rates. So we are just going to have to wait and see.

The other reason to think this will be a problem, a big thing driving consumption in the United States has been mortgage refinancing and US households have been taking an average of 750 billion dollars a year, that's actually real money, even by the size of the US economy, out of their homes through refinancing at lower interest rates each year for the last few years and now that has stopped. So that is going to be a negative hit on consumption independent of these little financial difficulties in the market for CDOs.

What caused it, what have we learned from it, what could we do to prevent it from happening again?

I would point to three things. I would point to the delicious irony that these are things that the United States and the International Monetary Fund criticized Asia for ten years ago. Now everyone is going to criticize the United States for them, instead one is lack of transparency, nobody knows what is actually in these securities or what is actually off these balance sheets and what the risks are, greater financial transparency is going to help. But the other thing we have learned and will be useful for Washington to know is that transparency can only get you so far. Every time the regulators demand more transparency, the rocket scientists find a way of packaging and disguising the risks, so transparency is going to solve the problem of volatility but it is going to help.

Secondly tighter bank regulations, the problem here has been that the banks have been moving off balance sheet risks that regulation is designed to contain, so they have been creating investment conduits off balance sheets to which they have been lending short that have turned around and invested long in thirty years mortgages. So to tighten up the bank regulations again in the United States and make it work. Bad bank regulations were another thing that the US and the Fund came to Asia and slapped everybody's wrists is a problem in the United States too.

Third the rating agency problems, the rating agencies I think have had a conflict of interests. They have advised customers on how to structure security issues, they told them that if you structure them in the following way that this will get a Triple A rating and then they have an incentive to give it a Triple A rating. So I think that firewalls or regulations that prevents the same companies from doing these two different activities that creates a conflict of interests would be desirable as well. So Asian concerns about the operations of major credit rating agencies, here's a silver lining that will now be taken more seriously I think in Washington DC.

Q First of all my congratulations to you for a presentation on many complex issues. I would like to go back to the trade issue. As you might have heard the Korean government is pursuing simultaneous multi-track FTAs. According to the governments plan they wish to make FTAs with 52 countries by 2012 and then among Korean trade about 55% will be made through FTAs. What do you think these policies under bilateral trade free trade agreement-era versus the multi-lateral approach?

That is the first question and the second question is you already mentioned a very pessimistic view about the ratification process on Capitol Hill. Do you think that some kind of negotiation with Korea and the EU and other competitors will expedite the ratification process on Capitol Hill?

A I like most economists would prefer multi-lateral liberalization and another WTO Round than more bilateral agreements. I come to Korea I enjoy Monte Sauvignon Cabernet but I would much rather see California wine being sold and consumed here. So there is this trade diversion cost going the bilateral route, but I think the multilateral route is not going to be productive now for a while, mainly from the protectionist inclination in the US and because India and Brazil are becoming more assertive which just complicates the process of getting everybody aboard for a global trade round.

So, in this second-best world it makes sense for Korea to pursue bilaterals instead and in that context the more the better. There is a problem that negotiators can only deal with so much at any point in time, the US has only so many skilled trade negotiators, Korea has only so many trade negotiators, and so you can't do 53 simultaneously. But I think to do them relatively quickly in sequence makes sense, it is a desirable second-best strategy when the first-best is not available. And I think in that context another benefit of pursuing the FTA with the EU is to ratchet up pressure on the US that Korea has alternatives. I'm not sure that would make a big difference. To play the security card would be the most effective tactic. But the FTA with EU has its own merits.

한-미 FTA와 한국경제의 미래*

Barry Eichengreen

친절한 소개를 해주신 사공일 이사장님께 감사드리며, 이 자리에서 여러분과 함께 하게 된 것을 기쁘게 생각한다. 본인은 세계경제연구원 주최의 강연을 할 때마다 큰 인상을 받는다. 이렇게 이른 아침에 훌륭한 청중과 접할 수 있다는 것은 한국이 아니면 생각하기 어렵다.

오늘 본인은 한국 및 한국경제의 문제가 특별히 무엇인가를 주제로 하고자 한다. 사실 강연에 동의할 당시, 본인은 한국경제의 전망에 대해 언급하기로 사공일 이사장님과 약속했다. 그런데 그 후, 말하자면 새로운 변화 즉 미국 금융시장에 위기가 닥쳐왔다. 따라서 이 문제에 대해 거론하고 싶은 유혹을 물리칠 수 없는 관계로, 본인은 한국에 대한 견해를 다소 요약한 후 세계금융시장의 최근 전개상황에 대해 언급하고자 한다.

1. 한국경제에 대한 역사적 조명

물론 한국의 경제성장은 지난 반세기에 있었던 위대한 성공사례 중 하나이다. 그 기간 동안 연평균 8%의 성장률은 한국이란 국가와 사람들의 생활을 기본적으로 전환시켰다. 발전 초기단계에서 가장 빈곤한 국가 중 하나였던 한국이 지금은 세계 12위의 경제대국이다(정확성이 별로 없는 그럴듯한 비교순위 일람표는 얼마만큼 정확하게 순위를 책정하느냐에 그 결과가 달려있다). 한국은 OECD 회원국이다. 한국은 자동차, 가전제품, 일반소비자용 전자제품 및 청년문화의 생산자로 세계에 널리 알려져 있다. 더 이상의 극적인 성공사례는 상상하기 힘들다.

그렇지만 발전초기부터 한국을 지켜봐온 사람들은 이와 같은 경제기적을 대수롭게 보지 않고 성장지속성에 의문을 제기했다. 그들은 중화학공업분야에 대거 집중된

* 이 글은 2007년 8월 24일 개최된 특별강연회의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견을 밝혀둡니다.

1970년대의 투자에 대한 효율성과 합리성에 흔히 문제를 제기하였으며, 낮은 수익과 미약한 생산성 증가에 대해 불만스러워했다.

1980년대는 외채위기, 경기후퇴 및 고통스러운 구조조정으로 시작하여 임금의 급상승으로 끝났는데, 이 모든 것이 지속성장에 대한 위협요인으로 간주되었다. 1990년대 초반은 점진적인 경제 및 금융 자유화와, 과보호된 경제와 재벌의 지배는 지속적인 생산성 증가와 공존할 수 없다는 논리에 힘입어 재벌을 억제하려는 정부의 제반 조치로 특징된다. 1990년대의 후반기는 물론 금융위기에 의해 지배되었다. 중국으로부터 나오는 경쟁의 배경아래 두 자리의 높은 수치에서 한자리 수치로 하락하는 장기 성장률은 향후 경제전망은 물론 현재의 성과에 대해서도 일반인과 공무원 사이에서 문제로 제기되고 있다.

지금의 불안감에 대해서는 새로운 것이 없다는 것이 본인의 의견이다. 표면적으로 찬란한 한국의 경제성장이 실제로 견고한 기반에 서 있는지의 여부에 대해 한국인은 오랫동안 질문을 제기해오고 있다. 적어도 외국인과의 논의에서, 성취보다는 오히려 문제제기를 강조하는 한국인의 성향은 아마도 한국이 가진 개인적 특성이 아닌가 한다. 이것이 미국 등 많은 나라의 국민들이 대체로 보여주는 특성은 분명 아니다. 그러나 문제제기에 골몰하는 한국인의 습성은 경제에 대해 지나치게 비관적인 견해를 가지도록 만든다. 물론 1인당 소득과 생산성이 미국과 일본보다는 아직 낮다. 그러나 이 두 가지의 변수가 그들보다 빠르게 증가하고 있어서, 현재는 선진국 수준에 수렴하고 있다. 한국인의 불안감은 역내 여타국이 보다 빠르게 성장한다든가, 혹은 한국 자체가 험난한 고비용의 통일이라는 과업을 준비하기 위해 급속히 성장할 필요가 있다는 집념을 나타내는 것이라 할 수 있겠다. 제대로 된 표현인지 모르겠지만, 지금의 불안감도 사실은 성취만큼 문제제기를 강조하는 한국인의 일반적 성향을 나타내는 징표이다.

2. 통속적인 설명

한국이 빠르게 성장하지 못하는 이유에 대한 논의는 낮은 투자와 높은 원화가치에 집중된다. 1990년대 중반기에 무려 40% 가까이 되었던 GDP 대비 투자비율이 지금은 거의 30% 이하로 하락했다. 생산물의 증가에 대한 자본형성 기여도를 측정하는 전형

적인 성장회계(성장요인 분석)는, 2000~2005년 기간 중의 그것이 1985~1995년도 10년간의 반 정도인 것으로 나타난다. 투자에서 일출(溢出)되는 플러스(+)¹의 외부효과를 가정하는 이른바 신(新)성장모형은, 1995년 이후 투자감소가 주는 마이너스(-)의 외부효과가 여전히 매우 크다는 점을 보여주고 있다. 마이너스의 외부효과가 성장요인 분석결과 이상으로 컸어야 했다는 개념은, 한국의 경우 건축부문에 비해 기계 및 운송기기 부문에서의 투자감소가 특히 현저했고 기계설비 부문이 플러스의 외부효과를 일출시키는 원천일 수 있다는 관찰로 뒷받침되고 있다.

물론 투자가 저조한 수준에 머물고 있는 이유에 대한 설명은 무수히 많다. 일반적으로는 조립, 운영 및 제조 분야에서 인접한 저비용 국가인 중국으로부터 나오는 경쟁을 들 수 있다. 이것이 국내투자보다는 해외투자를 장려하고 있는데, 어쩌면 이 때문에 한국에 산업공동화가 일어나고 있는지도 모른다. 사실 중국은 한국 해외투자의 주요 도착지가 되고 있다. 한국 해외직접투자의 거의 60%가 지금 여타 아시아 국가로 향하고 있다. 그리고 대기업뿐만 아니라 한국의 중소기업들도 해외투자를 하고 있다는 것이 두드러진 현상이다.

얼마나 도움이 될지 모르겠지만, 본인의 연구는 심각한 투자전환효과가 있었다는 주장을 일축한다. 중국의 가공 및 최종조립 시설에 한국 기업이 투자하는데 확실한 유인동기가 있는 것처럼, 중국의 강한 투자욕구를 충족시키기 위해 한국이 중국으로 수출하는 기계, 장비 및 기술의 생산을 위한 시설과, 그리고 중국의 최종조립 부문이 필요로 하는 부품을 생산하는 한국의 공장에 대한 투자 유인동기가 한국 및 외국 기업에게 아직 있다. 한국은 해외직접투자를 더 많이 해야 하지만, 또한 외국인직접투자도 더욱 많이 유치해야 한다. 왜냐하면 자본재산업을 중요시하는 한국의 경제구조와 기술적 세련화의 수준은 중국의 경제구조와 보완적이기 때문이다. 외국인투자자들이 이러한 한국의 중요성을 인정하는데 너무 더딘 것이 그 이유일지도 모르겠다. 그러나 이 자리에 참석한 청중들을 보건대, 이것이 지금 바뀌고 있다. 한국의 투자를 감소에 대한 비난을 중국에게 돌릴 수 없다는 결론을 본인은 내리고자 한다.

투자위험도에 대한 인식이 상승해왔기 때문인지도 모른다. 금융위기 이전의 경우, 투자를 많이 한 기업들은 자신의 생존을 정부가 보장하리라고 믿었다. 이렇게 이야기를 하고 있지만, 본인은 이러한 주장을 전혀 근거 없는 것이라 생각한다. 금융위기 전에도 재벌의 파산은 있었다. 1960년대에 재계순위 9위였던 동립그룹이 파산했으며,

1980년에는 당시 세계 최대의 합판생산 재벌기업이었던 동명그룹이 파산했다. 그리고 물론 한보와 기아도 파산했다.

규제개혁이 이루어지고 있고, 환율이 변동적이며, 그리고 금융제도가 외부세계에 개방되어 있는 관계로 지금의 거시경제적 환경이 불안하기 때문이라는 말도 있다. 새로운 투자이론에서 불확실성은 중요한 변수 중 하나이다. 불확실성이 클수록, 수익의 증가에 민감해져 투자를 연기하고 높은 수익이 영구적인지의 여부를 확인하고 기다리는 유인력이 더욱 강해진다. 이러한 불확실성의 강조와 부합되는 관찰결과 한 가지는, 금융위기 이후 한국뿐만 아니라 이 지역 전반에 대한 예측전문가 간의 성장전망치 차이가 증가하고 있다는 점이다. 그러나 다시 언급하지만, 최근에 와서 변동성이 특히 커졌다는 주장을 본인은 납득할 수 없다. 지난날의 한국 역사를 보면 성장은 항상 변동적이었다. 1979년, 1987년, 혹은 1993년 등 어느 해를 언급하든 간에 불확실성은 언제나 상당했다. 수익이 확실하다는 믿음을 가지고 대규모 투자에 착수하는 사람은 누구나, 자기 자신을 속이고 있는 것이다.

한국에서 지금 나타나고 있는 저(低)수준의 투자는 기본적으로 건전한 현상이다. 경제가 성숙되고 고도성장기간이 종료됨에 따라 저수준의 투자는 주어진 어떤 수익률과도 부합한다. 이러한 추세를 인정하지 않고서는 1990년대 초반에 왜 투자율이 높았으며, 그리고 금융위기가 왜 뒤따랐는지를 설명할 수가 없다. 물론 이러한 추세에 대한 경영자의 인식이 왜 그렇게 지연되는지에 관한 설명이 있어야 한다. 여기서 본인이 지적하고 싶은 것은 한국의 기업지배구조 제도의 취약성이다. 즉, 기업 내부의 발생상황을 인식하고 대응하는데 실패하거나, 수익성보다는 기업규모의 극대화과 같은 자신의 사적 현안에 몰두할 가능성이 있는 경영자를 감시하고 규율하는 기업 외부투자자의 능력에 한계가 있었다는 말이다. 그러나 금융위기를 통해 경영자들이 고도성장기가 마침내 종료되었다는 사실에 눈을 뜨게 되었다. 또한 금융위기는 대량의 주식지분 보유자나 경영자의 세력확장을 금지시킴으로써 기업지배구조 및 주주의 권리를 개선하는데 일반적인 기여를 했다. 현재의 투자수익률이 1970년대나 1980년대의 고도성장기보다 낮다고 해도, 1990년대 초반보다는 높다는 사실이 지금까지의 설명과 부합한다.

경제가 빠르게 성장하지 못하는 이유에 대한 또 다른 통속적인 설명은 원화의 대외가치와 관계있다. 원화의 높은 대외가치는 수익성과 추가투자의 수익률을 제한할 수

있는 한 가지 요인이기 때문이다. 이 자리에 참석한 분들은 모두 원화가치가 상승하였음을 알 것이다. 2004년 말 달러당 1,035원이었던 것이, 2005년 말에는 1,012원, 2006년 말에는 930원으로 상승한 다음, 지금 이 무렵까지 보합세를 유지하고 있다. 그리고 같은 기간 동안 달러 대비 가치가 약 15% 하락한 엔화에 대비한 원화의 가치는 2배 정도로 상승했다. 대조적으로, 2005년의 환율변동폭 확대이후 달러대비 가치가 약 8% 상승한 중국 위안화에 대비한 원화의 가치는 대략 절반 수준인 4% 정도 상승했다. 따라서 한국이 금융위기로부터 회복되기 시작한 이후, 원화표시 단위노동비용은 생산성보다 약간 증가했지만 지난 10년 이래의 달러표시 단위노동비용은 대폭 증가했다.

여타국의 경제와 통화에 주안점을 두는 것도 한국의 환율문제를 생각하는 올바른 방법일 것이다. 엔화가 약세를 보이고 있는 원인은 일본의 성장이 아직도 무기력하기 때문이다(본인은 지금의 일본이 활발한 경제회복세에 진입했다고 믿는 측에 들지 않는다). 일본경제가 취약한 것은 10여년이라는 긴 경제침체 이후에도 일본 정부가 경제를 활성화시킬 여타 정책수단을 갖고 있지 못하기 때문이다. 달러 역시 취약한데, 그 이유는 미국이 수출을 많이 하고 수입을 적게 하는 방법으로밖에 시정할 수 없는 경상수지 문제를 안고 있기 때문이다. 달러약세에 대한 미국 수출입의 반응이 아직 나타나지 않고 있지만 곧 나타날 것이다. 미국의 수출은 증가하고 있으나 수입수요를 주도하는 미국의 성장이 둔화되고 있다. 엔화와 달러가 약세인 상황에서 원화가 강세일 수밖에 없는 것은 당연한 일이며 한국은행의 책임이 아니다. 그리고 일본과 미국의 성장이 둔화되고 있는 상황에서, 한국의 투자와 성장이 기대처럼 높지 않다는 것도 놀랄 일이 아니다.

따라서 본인은 원화강세를 한국경제에 압력을 가하는 독립적 요인이라기보다는 오히려 증상으로 보고 있다. 이러한 진단으로 볼 때, 할 수 있는 일은 많지 않은 것으로 생각된다. 금리인하는 한국은행의 인플레이션 목표와 상충된다. 한국 자본시장의 개방 정도와, 국내 및 외국 자산 간의 대체성을 감안하면 불대화 개입(sterilized intervention)의 효과는 미미할 것이다. 긴축적인 재정정책은 환율의 평가절상을 억제하겠지만 국내 수요의 신장을 둔화시킬 것이므로 이 또한 바람직하지 못하다. “어려운 상황을 참으며 받아들이자”라는 조언도 그다지 도움이 안 된다. 환율의 평가절상은 주로 대외문제를 반영하므로 별로 대안이 없다.

3. 과도기적 난제

그렇다면 한국의 성장이 둔화되고 있는 이유는 무엇인가? 이에 대한 부분적인 대답은 한마디로 한국경제가 크게 성숙하여 따라잡기를 할 여지가 별로 없다는 것이다. 또 하나의 부분적 대답은 경제 및 사회 조직을 재구축하는데 있어서의 과도기적 난제라는 것이다. 한 경제 및 사회 모델은 연계요소가 상호 결합된 조직이다. 이러한 요소들이 미묘한 방식으로 서로 맞물려 있는 것이다. 각 개별요소의 운영이 여타 요소의 운영을 보완하면서, 전체 구조의 효율성을 증가시킨다. 지금 그 구조가 개선되어야 한다고 가정해보라. 그러면 그 요소는 보다 효율적인 대응요소로 대체되어 이어져야 한다. 그런데 모든 요소가 전부 동시에 대체될 수 없을 경우, 낡은 요소와 새로운 요소 사이의 불일치 또는 적어도 기능저하의 위험이 존재한다. 프로펠러비행기가 제트기로 대체되는 경우를 생각해보자. 새로운 엔진은 효율성과 속력을 증가시키도록 되어 있다. 그러나 이러한 가능성을 촉진하기 위해서는 새로운 안정장치, 새로운 디자인의 날개, 새로운 연료송출장치를 개발하고 활용하는 것 역시 필요하다. 다른 부품에 대한 변화는 이루지 않고 새로운 동력의 엔진만 설치한다는 것은 비행기의 효율성과 안정성을 강화하는 것이 아니라 오히려 감소시킬 것이다.

경제 및 사회 조직에서는 비행기의 부품에 상응하는 것이 자본시장, 노동시장과 생산물 시장, 그리고 관련 규제조치이다. 은행에 기반을 둔 한국의 금융조직은 대량의 저축을 동원해 알려진 기술을 사용하는 기존산업에 투입하는 데는 매우 유용했다. 자율성은 비교적 부족했지만 근로자가 상당한 정도의 고용안정을 누렸던(적어도 대기업 부문에서는) 노동시장도, 직업훈련을 받아 숙련된 신기술을 갖춘 인력의 공급에 의존하여 경제가 성장하던 시기에는 훌륭하게 작동되었다. 대기업에 의해 지배되었던 산업조직도, 기술변화의 의미가 규모와 범위의 경제를 제공하는 기술의 해외도입이었던 시기에는 적합하였다. 저축을 강조하고 투자보장을 제공했던 정부정책도 새로운 국내 기술 및 공정 개발을 성장과업으로 할 때보다 이미 알려진 기술을 이용하여 산업시설의 능력을 확대하는 것이었을 때 조화를 이루었다. 은행권은 일련의 기존 기업고객에게 안정된 금융서비스를 제공함으로써, 굴곡이 많은 차입자의 현금유출입에 구애됨 없이 직업훈련소의 설치를 촉진하였고 고용안정을 도모하였다. 그리고 노동시장에 대한 엄격한 관리가 은행의 대출결정을 수월하게 만들었던 것 등이 있다.

이제 과거의 성장모델은 21세기에 맞게 갱신되어야 한다. 한국이 기술 선구자의 위

치에 가까워지고 있는 만큼, 혁신능력의 배양은 더욱 중요해진다. 은행에 기반을 두고 있는 한국 금융제도는 입증되지 않은 기술의 위험가능성에 보다 훌륭하게 도전할 수 있는 주식시장과 벤처자본에 자리를 양보해야 한다. 기술의 변화는 급진적으로 새로운 기술의 원천을 제공하는 중소기업을 더욱 필요로 한다. 또한 기술의 변화는 기업의 창업과 퇴출에 맞추어 보다 전향적인 노동시장을 필요로 한다. 이제 정부의 역할은 일반적인 투자장려나 개인의 투자 및 의사결정을 지배하는 것이 아니라, 기술이 역동하는 세계에서 플러스의 외부효과를 일출하는 연구개발 및 서비스분야 교육 같은 활동을 안정시키는 것이다.

다시 말해, 개혁은 상호보완적이다. 이 모든 다양한 변화를 동시에 추진할 수 있는 전능한 사회계획자는 없다. 장치 전체를 구성하는 서로 다른 여러 요소들은 상이한 속도로 진화하고 개선된다. 예컨대, 금융시장 개혁은 산업구조조정보다 급속히 진행되고 있으나, 정부 시책의 새로운 방향설정은 뒤처지고 있다.

21세기에 진입하는 시점에서, 한국의 저성장(한국의 기준으로) 문제는 구조조정의 이행을 뜻한다. 이러한 조정은 파괴적이다. 경제 및 사회 조직의 테두리를 규정하는 서로 연계된 구성요인의 결합조직이 조정되고 변한다는 것은 특히 성장에 대해서 파괴적이다. 구조조정은 장기적으로 볼 때 합당하고 필요한 변화를 수반할 수밖에 없는데, 중·단기적으로는 성장을 둔화시키는 효과를 갖고 있다.

따라서, 구조조정의 이행이란 측면에서 정책입안자가 강조하는 FTA는 유용한 역할을 할 수 있을 것이다. 진정으로 본인은, FTA가 한국에서 시장경쟁을 촉진시키는 하나의 장치가 될 것으로 보고 있다. 이는 보다 자유로운 시장경쟁 추진을 매우 심각하게 보고 있다는 정부의 의지를 전달하는 신호이기도 하다. 의약품, 자동차 부품 및 다양한 제품시장에서 한국 기업은 상당히 치열한 수입제품과의 경쟁에 부딪칠 것이며, 이것은 한국 기업을 강력해지도록 만들거나 혹은 퇴출로 이끌 것이다. 시장경쟁에 관한 논의는 주로 OECD가 다양한 보고서를 통해 지적해 오고 있지만, 이것이 구조조정 과정의 핵심적인 요소이다.

고도성장 국가를 따라잡기 위해, 지나간 반세기 동안 한국처럼 경제 및 사회 조직을 개편한 국가를 살펴보면, 1950년의 유럽이 미국 GDP의 절반밖에 되지 않는 경제규모를 가지고 미국을 뒤쫓아야 했다. 특히 20세기 3분기의 유럽 경제 및 사회 조직은

급속한 변화를 경험해야 했고, 몇몇 유럽 국가는 경제체제를 개혁하는데 성과를 이루고 있다. 아일랜드와 영국이 어느 정도 그러하며, 스칸디나비아 국가들이 놀랄 정도의 성과를 거두고 있지만 북유럽 밖에서는 평가를 받지 못하고 있다. 심지어 독일도 마침내 첨단기술, 수출주도형 체제, 시장유연성 등을 대폭 추진하여 21세기 요구 조건에 맞는 경제를 다시 조성하는데 상당한 발전을 해오고 있다. 단기적으로 기업에게는 고통스럽고 위험이 많았지만, 치열한 시장경쟁이 고통스러운 변화를 감수토록 하는 유인효과를 부여해 온 것이 이러한 성공의 큰 몫을 차지하고 있다. 시장경쟁이 가장 치열하고, 구조적 변화가 가장 광범위하며 성공적인 유럽지역에 대해 OECD가 강력히 보여준 것이 바로 이러한 것이다.

이와 같은 사례와 근거 때문에, FTA를 강조함에 있어서는 한국의 정책입안자가 올바르게 중요한 선택을 한 것으로 생각된다. FTA는 보다 치열한 시장경쟁으로 인도할 것이며 다른 변화를 불러오는 촉매작용을 할 것이다. 그런데 FTA가 이러한 효과를 내려면 양국 의회에서 비준이 있어야 하므로, 본인은 FTA에 대한 보다 긍정적인 의미를 일반 대중과 미국 행정부 및 의회에 알려주는 전달자가 되고자 한다. 현재의 상황은 그다지 긍정적이지 못하다. 대통령선거가 정책토론에 어떤 영향을 미칠 수 있는지, 후보자들이 당선을 위해 어떤 인기영합적인 노선을 택하며 어떤 자세를 취할지 한국 국민들은 안다.

이는 미국도 마찬가지이다. 민주당 후보들은 모두 FTA 비준 반대에 나서고 있는 것으로 생각된다. 힐러리 클린턴(Hillary Clinton), 오바마(Obama), 에드워즈(Edwards) 상원의원이 FTA 비준 반대로 나섰다. 공화당 측에서는 한-미 FTA에 대해서 별로 논의가 없지만 지난 수년간 공화당이 지배했던 의회가 막을 내린 뒤 바뀌는 정치적 풍향으로 보면, 누가 되든 간에 공화당 소속 대통령은 민주당이 지배하는 의회와 싸워야만 할 것으로 보인다. 이라크 사태가 공화당에 유리하지 않기 때문에 유권자들마저도 입장을 바꿀 적기라고 생각할지 모른다.

따라서 이 모든 것이 미국의 비준을 어렵게 만들 것이다. 의회의 동의를 위해서는 대통령의 지도력이 필요하며, FTA에 반대하는 후보자들이 정치지도자가 되어 방대한 현안들을 결정하게 할 필요가 있다. 한국이 지속적인 구조변화를 필요로 하지만, 이를 FTA에 의존하는 것은 위험부담이 있다는 점을 지적하고자 한다. 미국의 비준통과에 의존하는 것은 불행히도 통과 자체조차 위협스러울 수 있기 때문이다.

그렇다고 해서 본인이 한국에 대해 비관적인 것은 전혀 아니다. 머지않은 장래에 자본시장, 노동시장, 산업구조 및 정부정책 모두가 21세기의 요구조건에 맞도록 개편되리라는 것은 누구나 추측할 수 있다. 그러나 서로 다른 조직의 구성요인이 시간차를 두고 개선된다면, 개혁이 진행되는 동안에는 전체 구조의 효율성이 어느 정도 떨어질 수 있다.

이러한 과도기적 어려움이, 경제가 빠르게 성장하지 못하는 이유에 대해 본인이 생각하는 설명이다. 고무적인 소식이라면 지금까지의 논의가 만족스러운 미래를 가리키고 있다는 것이다.

4. 커다란 가정

그러나 큰 가정(however)이 존재한다. 그 가정은 심화되는 미국의 금융위기이다. 본인의 보기에, 미국의 금융위기가 아시아 경제에 얼마나 중요한지를 투자자들이 이제야 평가하기 시작한 것 같다. 지난 8월 17일에 코스피(KOSPI) 지수가 7% 하락한 것은 한국 투자자들에게 울린 경보였을 수도 있다. 하지만 최악의 상태가 끝났기를 바라는 사람들을 위해 본인이 미국에서 가져온 소식은 이것이 위기의 시작일 뿐이라는 것이다.

미국의 경제전망은 암울하다. 앞으로 12개월 동안 미국이 경기후퇴, 혹은 적어도 매우 심각한 경제둔화를 겪지 않을 것이라고 이야기 하는 것은 어려워질 것이다. 미국의 주택시장 거품이 폭발했다. 물론 이것이 정확한 소식은 아니다. 기존주택의 판매량이 가장 최근에 있었던 금융혼란 훨씬 전의 최고치에서 약 20% 정도 하락했다. 신축주택의 판매량은 40% 하락했다. 미분양 주택의 재고가 이미 폭발적으로 증가한 상태다.

소식이라면 미국 소비자들이 환상에서 깨어나 현실을 직시하고 있다는 것이다. 지난 주 미시건(Michigan)대학교가 집계한 소비자신뢰지수의 실망적인 수치는 이러한 현실을 분명하게 나타내고 있다. 이에 대한 수치는 지난 금요일에 미국 연방준비제도 이사회(FRB) 특별내부회의가 결정한 할인을 인하여서 명백하게 나타났다. 미국의 경

제 성장에 대한 위협은 단순히 주택건설이 중지되었다는 것이 아니라, 주택건설이 총 고정자산 투자의 40%를 점유하고 있다는 점이다. 또한 차입이 어려워지고 비싸져서 비주택부문의 투자가 갑작스러운 하락의 고통을 받게 될 것이라는 것도 아니다. 개인 소비의 증가가 이제는 크게 둔화될 것이라는 것인데, 개인소비지출은 미국 총수요의 70% 이상을 차지하고 있다.

최종소비자인 미국의 가계부문이 소비를 거부하게 된다면, 이는 세계 여타국, 특히 아시아지역 국가에게 심각한 영향을 미치게 될 것이다. 미국의 성장이 중단되어도 아시아지역 국가는 성장을 유지할 수 있다는 비동조화(decoupling)에 대한 이야기가 지난해부터 많다. 이러한 발상은 지금 아시아지역 국가들이 중국이라는 독립적인 성장 축을 갖고 있다는데서 기인한다. 그리고 일본경제도 지난 10년에 비해 나은 실적을 이루고 있으므로, 미국 음악이 끊어져도 아시아지역 국가들은 계속 춤을 출 수 있다는 것이다.

이보다 더 잘못된 것은 없다. 중국 총투자의 절반이 수출부문에 대한 투자이며, 중국의 모든 수출이 대부분 미국을 향하고 있다. 그러므로 미국의 불황에 따른 중국의 심각한 성장둔화는 불가피할 수밖에 없다.

일본과 관련해서는, 일본의 소액 해외투자자(Mrs. Watanabe)들이 투자에 대한 위협성을 다시금 발견하여 투자자금을 본국으로 회수한다는 것은 엔화가 대폭 강해진다는 뜻이다. 이는 일본경제가 둔화되고, 심지어는 또 다시 디플레이션에 빠질 수도 있다는 흉조이다. 위와 같은 사건의 발생가능성이 의미하는 것은 모든 아시아지역 국가들이 심각한 경기후퇴에 대비하여야 한다는 것이다. 중국의 성장이 크게 둔화되면 어떤 인접국가도 그 영향에서 벗어날 수 없을 것이다. 여타 아시아지역 국가가 중국에 판매하는 것들은 대부분 중국에서 단순히 조립되어 미국에 수출되기 때문에 미국의 경제위기가 여타국에 주는 충격은 더욱 즉각적인 것이다.

이처럼 암울한 예측을 하지만, 생각 없이 최근의 비관적인 시류를 타는 부류에 본인이 가담하고 있다고는 생각되지 않는다. 꼭 1년 반 전 서울대학교의 박영철 교수와 본인은 아시아의 경제안정에 위협을 주는 주요 요인이 미국으로부터 기인된다고 기술한 바 있다. 우리는 미국 내 자산가치의 상당한 하락이 미국 경기후퇴와 아시아 경제둔화로 이어질 수 있음을 경고하였다. 미국의 문제가 아시아지역 국가의 은행과 금

용시장을 병들게 하기보다는 아시아지역 국가의 수출을 둔화시킴으로써 아시아지역 경제에 타격을 줄 것으로 보았던 것이다. 우리는 아시아지역 국가의 경제문제로 인해 달러가 대폭 하락한다든가 심지어는 악화되리라 예상했으나, 지금까지는 문제가 외환시장이 아닌 부채담보부증권과 기업어음 시장에 집중되고 있다. 투자자들이 미국에서 이탈하지 않고 있으며 달러의 대폭적인 하락도 나타나지 않고 있다.

그러나 이러한 위험을 떨쳐버리기는 시기상조다. 각국 중앙은행을 포함한 외국인투자자들이 자산보유를 미국 국채에서 주택담보증권이나 미국 주식시장으로 다변화하고 있다. 최근의 금융시장 상황으로 볼 때 이와 같은 투자방식은 그다지 매력적이지 못한 것으로 보인다. 그리고 이러한 투자가 위험스럽게 보일 경우, 미국 국채 이탈 다변화는 달러 이탈 다변화로 이어지게 될 것이다. 그 결과 달러가 급격히 하락하여 아시아지역 국가의 수출업자에게는 더욱 좋지 못한 소식이 될 것이다.

그럴 경우 어느 나라가 가장 위험에 처하게 되는가? 박교수와 본인은 대미수출 의존도가 높은 홍콩과 싱가포르, 대만을 지목했다. 한국은 아직 심하지 않지만, 인도네시아, 필리핀, 태국과 함께 두 번째 집단에 포함되었다. 이러한 것이 다가올 미국 경기 침체로 인해 어느 국가가 가장 심한 타격을 받을 것인가에 대해 본인이 할 수 있는 최선의 예측으로, 한국에 좋은 소식은 아니다.

질 의 · 응 답

질문 귀하는 강연을 통해 많은 분야를 다루었다. 한국과 미국은 매우 치열한 제품경쟁에 적극적이어야 한다는 귀하의 논평과 연계하여 한-미 FTA에 관해 초점을 맞추겠다. 불행히도 한국 정부는 한-미 FTA가 한국에 어떤 혜택을 줄 수 있을까라는 측면에만 관심을 집중하고 있다. 그 이유는 FTA가 미국 시장에서 한국의 수출마케팅 기회를 확대시킬 것이라고 생각하기 때문이다. 어떤 의미에서 한국은 업계에 경계심을 일으킬 수도 있는 제품경쟁을 경시했다. 그러나 기본적으로 귀하의 지적이 옳다. 본인 생각에, FTA는 한국이 모든 조직을 개선시킬 수 있는 하나의 기회이다.

둘째, 귀하는 한-미 FTA 비준에 대해 비관적인 전망을 내놓았으나 미국 의회가 2009년 초쯤

에 결국 이 협정을 비준하리라고 예측하는 사람들도 일부 있다. 우선, 미국 의회는 행정부가 제의한 FTA를 부결한 적이 결코 없었다는 것이다. 또한 현재의 민주당 후보들도 전당대회에서 대통령 후보자로 결정되면, 클린턴 대통령이 결국 NAFTA를 지지한 경우처럼 나중에 의사를 바꿀 것이라는 것이다. 그리고 세 번째로는 미국 무역대표부의 바티아(Karen Bhatia) 부대표가 지난 청문회에서 지적한 바와 같이, 미국이 이번 FTA 비준에 실패할 경우 자유무역국가로서 자국의 위상이 손상될 뿐 아니라, 세계 12위의 경제강국이며 동아시아 경제통합 과정에서 긴요한 역할을 하고 있는 한국 경제와 연계할 수 있는 큰 기회를 미국은 잃게 되리라는 것이다. 다시 말해, 한-미 FTA는 계속 통합을 하고 있는 동아시아 경제권으로의 공식적인 연결고리 역할을 하게 될 것이다.

그리고 또 하나의 견해가 있는데, 그것은 미국 정부가 의회에 압력을 가할 수 있도록 한국 국회가 먼저 비준을 통과시켜야 한다는 것이다. 이에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

답변 비준에 관한 낙관론이 아직도 한국에 살아있다고 하니 듣기 좋다. 2009년에 미국의 비준이 이루어지리라는 귀하의 지적은 옳은 것으로 생각된다. 미국 대통령선거가 있는 2008년 이전에는 아무것도 일어날 수가 없다. 따라서 최선의 각본은 대통령선거 직후에 비준이 이루어지는 것이다. 그 이유는 귀하가 언급한 바와 같이 성공적인 후보자는 인기영합적인 후보자가 되기보다는 국가지도자로 탈바꿈할 것이기 때문이다. 이와 같은 전개 선택이 있다. 바로 클린턴 대통령이 그러한 방향으로 움직였는데, 그와 같은 결과가 다분히 있을 것으로 상상할 수 있다는 것이 본인 생각이다. 본인이 좀 더 비관적인 이유는, 의회가 클린턴 대통령이 집무를 시작할 당시인 1990년대 초의 경우보다 한층 보호무역적이어서 FTA 같은 협정에 대해서 상당히 회의적인 것으로 생각되기 때문이다. 그러므로 의회 내에서 비준을 위한 연립세력을 구축하는 일이 새로 당선된 대통령에게는 어려울 것이다. 미국 의회에 대한 이러한 우려가 옳은 것으로 판명된다면, 이는 비준 통과에 대한 좋은 징조가 아닐 것이다. 실업에 대한 우려가 커지면서 실업을 외국과의 경쟁 탓으로 돌리는 전형적인 비난전이 확대되면, 비준 통과에 도움이 안 될 것이기 때문이다. 따라서 FTA 비준 통과라는 측면에서 볼 때, 미국의 경제둔화가 어떠한 형태이든 간에 단기적으로 원만하게 넘어가기를 바랄 수밖에 없다.

본인은 미국 의회의 비준 통과를 위한 가장 강력한 지지카드가 국가안보카드라고 생각한다. 즉 미국은 북한 문제에 대해 우려하며 한국을 국가안보상의 동맹국으로 원하고 있고, 국가안보에 관계된 문제를 위해서는 서울-워싱턴 사이의 좋은 정치적인

관계가 중요하다는 점이다. 그렇기 때문에 미국이 FTA에 반대하여 우방국을 당황스럽게 만드는 것은 북한 문제와 관련하여 한국 정부와 협조하는데 있어서 비생산적인 점을 카드로 활용하면, 미국 의회가 비준 통과에 긍정적인 면과 그 중요성을 찾게 하는 주요 근거로서 희망적인 역할을 할 것이다.

질문 세계와 직면하고 있는 한국경제에 대한 귀하의 심오하고 통찰력 있는 여러 가지 관찰에 대하여 감사드립니다. 두 가지 질문을 하겠다. 첫째, 본인이 듣고 있는 소식은 사공일 이사장께서 언급하신 것보다 더 좋지 않다. 사공일 이사장께서는 미국의 불황이 단기적인 현상으로 설명하셨는데, 귀하의 예측이 정확하다고 가정할 경우 귀하는 이 단기적인 기간이 어느 정도일 것으로 보는가? 그리고 미국경제와 세계경제가 서브프라임모기지(sub-prime mortgage : 비우량 주택담보대출)의 혼란을 바로잡고 다시 회복기조를 이루기까지는 어느 정도의 시간이 걸리겠는가?

둘째, 귀하는 한국이 치열한 시장경쟁을 통해 시스템의 질적 향상에 대한 과업을 완성할 수 있음을 시사했다. 언급은 하지 않았지만, 귀하는 한국이 고도성장 경로로 회귀할 수 있다고 시사한 것이다. 지난 4년 반 동안 한국경제의 평균성장률은 약 4.5%였다. 야당의 유력한 대통령 후보는 정확히 귀하가 설명한 방법으로 시스템을 향상시킴으로써 성장률을 7%로 제고시킬 수 있을 것이라고 주장하고 있다.

질문 한국무역협회의 FTA특별위원회 위원장으로서, 우선 한 가지 논평을 하고자 한다. 월스트리트저널을 보면 그린스펀(Alan Greenspan) 전 FRB의장으로부터 많은 경고가 있었다. 그런데 미국 금융권은 이를 그리 심각하게 받아들이지 않은 것으로 생각된다. 아시아지역 국가가 이러한 경고에 매우 둔감했다는 귀하의 논평은 좀 심하다고 여겨지는데, 이에 대해서는 미국 시장이 더 민감했어야 했기 때문이다. 월스트리트저널을 읽으면 좋지 않은 기사들이 많다. 일부 미국 경제전문가들의 낙관적인 논평이 많음에도 불구하고, 경제불황이 이미 시작되어 한창 진행 중인 듯싶다. 본인의 질문은 바로 앞의 질문과 어느 정도 관계있는 것으로, 미국은 이러한 것을 어떻게 바로잡으려 하는가? 또, 귀하께서 미국 대통령의 경제자문이라면 이 문제에 대해 어떻게 조언하겠는가?

질문 본인의 질문은 서브프라임모기지에 관한 것이다. 귀하는 아시아 투자자들이 서브프라임모기지 문제의 심각성을 평가하는데 매우 둔감하였다고 언급했다. 이는 사실이며 인정해야 할 부분이다. 그러나 본인은 이것이 왜 심각한 문제인지 이해하지 못하고 있다. 이 문제의 심

각성에 대해 본인이 이해하는 바로는, 그 규모가 수천억 달러 정도이기는 하나 미국 금융시장 전체 규모는 수십조 달러이므로 그 비중이 매우 작다. 근본적인 문제는 부실채권인 부채담보부 증권(CDO)을 여러 등급과 파생종류로 분리한 뒤, 이러한 금융상품을 수많은 투자자와 펀드관리자에게 판매하는데서 기인하는 것으로 본인은 보고 있다. 그 이유는 펀드관리자가 매일 CDO의 판매가치를 파악할 수 없기 때문이다. 따라서 본인은 문제의 대부분이 CDO 규모의 전체 윤곽, 즉 부실채권의 문제가 어디에 있으며 누가 얼마나 많은 위험부담을 지는지 이해하지 못하는 금융감독당국에게 있다고 생각한다. 앞에서 지적한 바와 같이, 문제가 되는 불량채권의 전체 규모는 수천억 달러로써 미국이 대처하기 힘들 정도는 아니다.

답변 질문을 한꺼번에 모아 대답하는 것은, 여러 가지 사안에 대한 좋은 질문이 많을 경우에는 발표자를 어렵게 만든다. 어떤 형태의 경기후퇴를 예상하는가라는 질문도 어려운 것 중 하나이다. 경기후퇴의 예측은 어렵고 위험한 작업이다. 질문자는 답변자로부터 “예” 또는 “아니오”라는 대답을 원할 뿐 아니라, 경기후퇴가 얼마나 심각하며 얼마동안 지속될 것인가에 대한 예측도 원한다. 이는 경제예측전문가에게 매우 힘든 일이다. 비교적 완만한 경기후퇴를 바라고 싶지만, 이것이 주택건설에서 발단되었기 때문에 오래가리라는 것은 피할 수 없을 것으로 생각된다. 누구도 살고 싶지 않고, 또 그럴 수도 없는 사막지대에 엄청나게 많은 양의 주택건설이 이루어져왔다. 주택수요와 주로 주거용 건설 공급량 사이에 불일치가 조성된 것이다. 이를 재배치하려 해도 이러한 주택들은 쉽게 들어 올려 움직일 수 있는 것이 아니다. 그러므로 주택 공급과잉이 적체되면서 금융조직과 경제에 걸림돌이 되는 것이다. 본인은 종종 1930년대를 떠올리곤 했다. 1920년대의 미국은 엄청난 주택황황에 힘입어 플로리다 남서부 지역과 캘리포니아 계곡 깊숙이 토지를 개발하여 누구도 구입을 원치 않는 주택들을 과도하게 신축했으며, 이는 10년 동안 충분히 미국경제의 장애물이 되었다. 또한 이와 관련된 금융채무를 정리하는 데에도 오랜 시간이 걸렸다. 이처럼 과거로부터 쌓여온 주택재고라는 물적 유산이 있기 때문에, 이를 정리·해소하기 위해서는 상당한 시간이 필요할 것이다. 한국 정치에 대한 질문을 받았으나, 5%, 6% 또는 7%의 성장률이 보다 현실적인지 여부의 논란에 가담하는 것은 거절하겠다. 다만 비교적 성숙되고 고소득인 국가의 경우 7%의 성장률은 매우 낙관적인 전망으로 생각된다. 대부분의 사람들이 5% 또는 6%의 성장률에 만족할 것이다. 한국이 더 잘할 수도 있을 것으로 여겨지지만 7%는 낙관적이라고 생각된다. 아마 정치가는 낙관적인 목표설정 작업을 펼쳐야 되겠지만, 그러면 설정한 목표를 이행할 수 있어야 한다.

금융시장에서 어떤 일이 일어나고 있는지에 대해 아시아 투자자들이 늦게 이해해

왔다는 본인의 언급이 약간 잘못된 인상을 주었다면 사과드린다. 미국 투자자들 역시 금융시장의 변화를 늦게 이해해 왔다. 뒤늦게나마 깨닫게 되는 것은, 부실채권 문제 발생의 대부분이 불가피했으며 이것이 불길한 징조와 유사하다는 점에 본인은 충격을 받고 있다. 수익 모색, 그리고 온갖 종류의 투기적, 고위험 투자에 대한 모든 자금 유입은 세계금융시장에 넘쳐흐르는 유동성의 결과였다. 사람들은 수익을 얻기 위한 투자처를 모색하고 있던 중, 위험도도 정확히 알지 못하고 내재된 위험등급이 중간순 위인 메지닌(mezzanine tranche) CDO를 찾고 있었다. 미국 연방준비은행이 2년여 전에 시작했고, 일본 중앙은행이 뒤따랐던 금리수준 정상화가 은행권에 의해 완결되자 보다 정상적인 위험프리미엄이 재편성되었다. 그리고 이것이 위험성 높은 채권에 투자한 투자자들에게 어려움을 제공하리라는 것은 분명했다. 경쟁자가 매입한다고 하니까 또는 무턱대고 정해진 목표달성을 원했기 때문에, 이런 일이 발생할 것이라는 것을 모르고 위험부담이 큰 증권을 계속 매입했다는 사실을 뒤늦게 깨닫고서야 할 수 있는 대답은 미국 투자자들이 이러한 문제를 늦게 이해했다는 것이다. 그래서 지금 미국 금융시장이 혼란에 빠져 있는 것이다.

문제가 단순히 CDO 시장의 규모 자체가 시사하는 것 이상으로 확대될 수 있었던 두 가지의 요인이 있다. 하나는, 미국 금융시장의 문제가 상당한 외부효과를 다른 분야로 누출하는 듯하다. 예를 든다면, 미국 기업어음시장이 완전히 죽어버려 지금 미국에서는 어느 누구도 기업어음을 발행하지 않는다. 따라서 이것이 일시적인 현상으로, 미국 연준이 할인창구나 다른 방법을 통한 특별조치로 이 문제를 해결하여 CDO 시장이 겪는 손실을 억제하고, 원만한 신용을 가진 기업이 다시 기업어음을 발행할 수 있도록 대출을 거부하는 은행으로부터 다시 신용한도를 설정할 수 있기를 미국은 바라야만 한다. 어제 서울에서 많이 인용된 데이비드 웨슬(David Wessel)의 흥미로운 월스트리트저널 기고문은 다음과 같은 일련의 문제를 제기한다. 즉, 미국 연준이 기업어음시장과 은행대출을 지속적으로 제고시킬 수 있는 능력이 있는지, 연준에게 이러한 문제를 다룰 정책도구가 충분한지, 그리고 위험부담이 많아 매우 불안한 여건 아래서 은행에 유동성을 제공해도 또 다른 형태(이번에는 저금리가 아닌 위험부담으로 인한)의 일본식 유동성 함정에 빠질 가능성은 없는지에 대한 질문이다. 어떤 결과가 나올지는 두고 보아야 할 것이다.

금융시장의 혼란이 CDO 시장 규모보다 더 확대될 수 있는 두 번째 이유는 미국의 소비지출을 주도하는 큰 요인이 주택담보 채투자라는 점이다. 지난 몇 년간 미국의

가계부문이 저금리로 주택확보를 위해 매년 채투자한 실질금액이 미국 경제의 규모로 봐도 대단한 연평균 7,500억 달러에 이르고 있는데, 이것이 지금 정지된 상태이다. 이는 CDO 시장의 금융적 난제와 별도로 소비지출면에서 상당한 타격이 될 것이다.

무엇이 이러한 금융시장의 혼란을 야기 시켰으며, 여기서 우리가 배울 수 있는 것은 무엇인가? 그리고 이런 일이 재발하지 않도록 하기 위해 할 수 있는 일은 어떤 것인가?

본인은 세 가지를 지적하고자 한다. 우선, 10년 전 아시아 금융위기 당시 미국과 IMF가 아시아를 질타했던 내용과 똑같은 문제점들을 미국이 저지르고 있어, 이제는 모든 사람들이 오히려 미국을 비판하고 있는 것이 아이러니하다고 지적하고 싶다. 서브프라임모기지 부실이 야기된 이유 중 하나가 미국 CDO 시장의 불투명성이다. 이러한 CDO의 위험도가 실제로 어떠한지, 사실상의 부외거래(off-balance sheet) 위험이 어떤 것인지, 그리고 무엇이 위험인지를 아무도 모른다. 고도의 금융투명성 확보만이 이러한 문제 해결에 도움을 줄 수 있다. 하지만 미국 행정부가 알아두면 유익할 또 다른 내용으로, 그동안 우리가 얻은 교훈은 투명성의 역할에는 한계가 있다는 점이다. 규제당국이 투명성을 강조할 때마다 금융학자는 위험을 포장하여 위장할 수 있는 방법을 찾아낸다. 그렇게 하여 투명성이 재무변동성의 문제는 해결하겠지만 고객들에게 안정성을 담보해 주지는 못한다.

둘째, 엄격한 은행규제의 필요성이다. 문제는 은행들이 규제대상인 부내거래 위험 관리에서 규제가 없는 부외거래로 이동하여 투자출구를 조성함으로써, 단기대출에서 30년 모기지대출로 전환하여 장기성 자금을 투입하고 있다. 따라서 미국은 다시 은행규제가 엄격히 작동되도록 해야 한다. 아시아 금융위기 당시 미국과 IMF는 아시아 지역 국가에게 잘못된 은행규제를 질타했는데, 바로 그 잘못된 은행규제가 지금 미국의 문제가 되고 있다.

세 번째는 신용평가기관의 문제이다. 신용평가기관은 이해관계의 충돌 문제를 안고 있는 것으로 본인은 알고 있다. 신용평가기관은 고객에게 증권발행 구성을 어떻게 할 것인가에 대해 조언하면서, 동시에 Triple A 등급을 받을 수 있는 방법도 알려준다. 다시 말해 Triple A 등급을 받을 수 있는 인센티브를 주고 있는 것이다. 그러므로 동일한 회사가 이처럼 이해관계의 충돌을 야기하는 두 개의 상이한 활동을 하지 못하도록 하는 규제나 방어벽을 설치하는 것도 바람직할 것으로 생각된다. 아시아지역 국가들이

주요 신용평가기관의 운영에 대해서 큰 관심을 두는 것처럼, 미국도 이 문제를 보다 진지하게 고려해야 한다고 본인은 생각한다.

질문 복잡한 많은 과제를 다룬 귀하의 발표에 감사드립니다. 이미 아시겠지만, 한국 정부는 많은 나라와 양자간 FTA를 동시다발적으로 추구하고 있으며, 2012년까지 52개국과 양자간 FTA를 체결하기를 바라는 것이 정부 계획이다. 그렇게 되면 한국 무역거래의 55%가 양자간 FTA 체결국가와 이루어질 것이다. 다자간 접근방법에 대응하여, 양자간 자유무역협정아래서의 정책을 어떻게 생각하는가?

귀하께서는 미국 의회의 비준절차에 대해 매우 비관적으로 언급하였다. 귀하는 EU, 또는 미국의 다른 경쟁국가와 한국과의 자유무역협정 체결이 미국 의회의 비준절차를 촉진시킬 수 있을 것으로 생각하는가?

답변 본인은 대부분의 경제전문가들이 양자간 협정보다는 다자간 자유화와 또 다른 WTO협상 체제를 선호하고 있음을 알고 있다. 본인이 한국에 와서 칠레산 포도주인 Montes Sauvignon Cabernet를 즐기고 있지만, 본인은 캘리포니아산 포도주가 한국에서 더 많이 판매·소비되는 것을 보고 싶다. 그런데 양자간 무역협정에는 무역전환이라는 부담비용이 있다. 그러나 다자간 방안은 당분간 생산적이지 못할 것이다. 이에 대한 주된 이유는 미국이 보호무역주의로 기울어져 있기 때문이며, 또한 인도와 브라질의 자기주장이 강하여 모든 나라가 세계무역협상에 참여하도록 하는 과정을 어렵게 만들기 때문이다. 따라서 차선의 세계에서 한국이 양자간 협상을 추구하는 것은 이해되며, 그런 맥락에서 양자간 자유무역협상은 많이 체결될수록 더욱 좋다. 그러나 협상자가 어떤 한 시점에서 협상을 체결할 수 있는 데에는 한계가 있다. 미국은 능숙한 무역협상자의 수가 제한적이다. 이는 한국도 마찬가지이며, 52개국과 동시에 협상하는 것은 불가능하다. 그러나 순차적으로 비교적 신속하게 협상을 체결한다는 것은 가능하리라 생각된다. 양자간 자유무역협정 체결은 최선의 방법을 찾을 수 없을 때 바람직한 차선의 전략이다.

이러한 맥락에서 EU와 FTA를 추구하는 또 다른 이점은 미국에게 한국이 대안을 가지고 있다는 것을 알려주는 단계적 압력이라고 생각되지만, 이것이 어떤 큰 차이를 만들지는 확신할 수 없다. 국가안보카드를 사용하는 것이 가장 효과적인 전략이겠으나 EU와의 FTA 그 자체도 장점이 있다.

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원
-
- 법인회원에 대한 서비스
연구원 주최 행사에 우선 초청
연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능
연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공
법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최
-
- 개인회원에 대한 서비스
연구원 주최 행사에 초청
행사 참가비 할인
연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공
-
- 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능
-
- 회원 가입 문의
551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
E-mail : igenet@igenet.com
<http://www.igenet.com>
-



서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호

전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339

E-mail : igenet@igenet.com

<http://www.igenet.com>