



미국경제와 세계경제: 회복가능성과 위험

**U.S. and Global Recovery:
For Real? - Prospects and Risks**

Allen Sinai

미국 Decision Economics社
CEO 겸 수석 글로벌 이코노미스트

2002. 5. 20.

필자 약력

Allen Sinai

現 미국 Decision Economics社 CEO 겸 수석 글로벌 이코노미스트.

Michigan대卒, Northwestern대 경제학 박사

Data Resources, Inc. (DRI) 수석 금융 이코노미스트 겸 부사장, Lehman Brothers社 수석 글로벌 이코노미스트를 역임한 세계적인 경제예측가로서, 백악관 및 미국 행정부 최고위층의 지근에서 경제자문을 하는 것으로 널리 알려져 있음. MIT, New York대, Boston대, Northwestern대에서 교수로도 활동 중임.

미국경제와 세계경제: 회복가능성과 위험*

Allen Sinai

서울에 다시 오게 된 것을 기쁘게 생각하며, 서울이 생동감 있는 도시가 되어있는 것을 보니 또한 기쁘다. 무엇보다도 기쁜 것은 현재 미국경제 회복에 따른 영향의 하나로 한국경제가 앞으로 더 나아질 것이라는 사실을 말할 수 있다는 것이다.

본인은 인천 신공항을 보고 놀랐다. 전에는 본적이 없는 몹시 아름답고 훌륭한 기능을 갖춘 공항이었다. 이 공항은 외국인인 본인이 한국에 대해서 수 년 동안 가져왔던 인상, 즉 아주 활력적이고, 기업지향적이며, 정부의 개입 없이 자유로운 기업활동이 이루어지는 아시아 경제 중 매우 역동적인 지역이라는 인상을 깊이 심어주었다.

업체에 계신 분들을 비롯한 여러분들에게 본인이 미국에서 가져온 소식은 미국경제의 회복이 실현된다는 것이다. 미국경제는 실제로 회복 중이며, 금년은 경기확장이 지속될 수 있는 전환기이다. 경기주기의 특성으로 인해 미국의 경기는 1~2년 전에 크게 침체되어 전 세계에 악영향을 미쳤으며, 이러한 주기가 상승세로 반전됨에 따라 세계경제 전체와 국제무역이 활기를 되찾을 것이다.

미국경제가 세계경제를 주도한다는 사례는 아마 더 많을 것이며, 미국은 세계경제 회복의 지렛대이다. 이러한 미국경제는 결국 2000년과 2001년의 세계경제를 1980년 초 이후 가장 취약하게 만들기도 했다.

금년 초 미국경제는 매우 활발하게 상승하고 있다. 아직 공식발표는 없었지만, 1/4분기의 GDP 성장률은 5~6%대에 이를 것이다. 이러한 미국의 성장세는 제조업에 의해 주도되고 있다. 재고감소 추세가 중단되었으며, 굳건한 소비 및 주택부문, 그리고 튼튼한 연방정부 지출이 재고증가(이는 GDP상으로 나타나는 기업간 실적 개선이다)를 뒷받침하고 있다.

미국이 겪은 경제침체의 성격에 대해서는 논란이 많다. 몇몇 사람들은 경제침체가 없었다고 한다. 그러나 그것은 잘못된 것이다. 왜냐 하면 미국을 비롯한 세계 도처에 있는 기업인들이 지난 1~2년 동안 큰 어려움과 분명한 경기침체를 겪었기 때문이다. 2년 여 전 GDP 성장률이 한 분기동안 마이너스(-)를 기록하면서 시작된 미국 경제침체는 제조업에 의해서 주도되었다. 이와 같이 기업부문은 비정상적인 다양한 이유들로 인해 침체되었으며, 미국 기업의 다국적 특성때문에서 전세계로 확산되어 국제무역에까지 파

* 이 글은 세계경제연구원과 한국무역협회가 2002년 4월 16일 공동 개최한 특별강연회의 녹취내용을 번역·정리한 것임

급되었다. 세계경제의 약세는 반대로 다시 미국의 수출에 영향을 주어 미국의 기업부문을 더욱 침체로 몰아넣었다. 아시다시피, 미국 연준(Federal Reserve)은 적극적으로 금리인하를 단행했고, 부시 행정부가 신속하게 취한 감세조치는 침체가 발생하지 않은 소비와 가계 부문에 미치는 영향을 완화시켰다.

미국의 경우 거의 모든 경제침체는 기업부문에 의해 주도된 것이 아니라, 소비와 가계 부문에 의해 주도되었다. 이번에 미국의 경제성장률을 끌어내린 것은 기업부문이었다. 적극적이고 발빠른 통화조치와 미국 행정부가 제출하여 의회가 신속하게 통과시킨 다소 의외적인 감세조치덕분에 국내소비 및 주택 부문에서 뚜렷한 침체가 없었다는 것이 두드러졌다.

그러나 기업활동의 급격한 위축으로 인해 미국이 전 세계에 침체의 여파를 미침으로써 세계경제는 급격히 침체되었다. 2001년도의 미국경제는 GDP 측면에서 1.2%의 성장률을 보였다. 그러나 기업부문(수익, 생산, 고용, 자본지출, 재고, 해외로부터의 상품이나 서비스 구매를 포함한 일반구매)에서의 침체는 심각했다. 이러한 무역흐름을 통해 그리고 오늘날 모든 다국적 기업들이 전 세계에 걸쳐 생산, 분배, 거래 행위를 하고 있는 관계로, 미국 기업 부문의 침체는 한국을 포함한 수출주도형 국가와, 일본과 같은 여타 동아시아국가, 캐나다, 멕시코에 영향을 미쳤으며 그리고 직간접적으로 독일에도 그 충격이 확산되었다. 이리하여 세계 경제성장률이 하락하였으며, 우리가 측정한 바에 의하면 2001년의 세계 경제성장률은 2000년에 4%였던 것에 비해 1%를 약간 상회할 뿐이었다. 이러한 수치는 1980년대 초 이후부터 46개국의 GDP를 기초로 취합하여 분석·예측되었던 수치 중 가장 낮은 것이었다.

미국의 경제침체에 따른 세계경제 침체는 이미 침체압력을 받고 있는 일부 나라들과, 현재 지속적인 문제를 안고 있는 아르헨티나, 베네주엘라, 동남아시아 일부 국가, 그리고 일본에게 더욱 심각한 악영향을 미쳤다고 생각된다. 그리고 이러한 악영향은 회복국면으로 진입하고 있는 지금까지도 위협요소로 남아있는 것으로 여겨진다.

우리 Decision Economics社は 금년에 기업활동이 활성화됨에 따라 경기확장이 장기적으로 진행되어 2003년 및 2004년에는 경기확장 주기의 최고조에 이를 것으로 전망한다. 이 시기는 전형적인 경기상승 또는 침체탈출 이후의 경기주기 유형으로서 미국 및 전 세계 기업에게 최적의 시기가 될 것이다.

경기확장이 장기적인 첫 번째 이유는 전 세계에 상존하는 새로운 비즈니스의 기회들이다. 두 번째 이유는 전 세계에 대체적으로 확산되어 있는 낮은 인플레이션이다. 세 번째 이유는 미국 뿐만 아니라 세계 여타지역의 대폭적인 생산성 증가이다. 이는 근로자의 생산성 증가와 장기적인 경기상승을 유지하는데 도움이 되도록 신(新)기술을 기업 및 금융 부문에 적용하여 충분히 활용하였기 때문이다.

미국의 경우 향후 몇 년간 지속될 민간부문에 대한 기존의 저금리와 감세조치, 그리고 최근 빠르게 추진되고 있는 기업 및 자본지출에 대한 감세입법으로 인해 경기상승 국면이 장기화될 것임에 틀림없다.

이러한 견해에는 수많은 문제점들과 위험이 있으며, 경기확장의 과정에는 항상 위험들이 상존한다. 이러한 위험의 범주에는 일본이나, 라틴 아메리카 및 중동과 같은 국가의 문제들부터 미국의 경기상승 지속 및 “더블 딥(double dip)” 경기침체의 가능성에 대한 의문과 주택 및 주식가격에 관한 문제까지 포함된다. 그러나 경제회복은 실현되고 있으며 이에 대한 전망은 고무적이다. 기업들의 상황은 좋아질 것이다. 미국 경제회복의 영향을 받는 아시아 및 동남아시아, 전 세계의 국가들도 분명히 나아질 것이다.

지금부터는 직접적인 미국 금융시장의 지표라 할 수 있는 가장 최근 자료들에 대해 알아보기로 하겠다. 미국 경제회복의 윤곽 및 일부 몇 가지 중요점과 이러한 것이 줄 수 있는 의미, 즉 위험요소들과 미국 정부의 정책, 그리고 본인이 언급해왔던 “일본 문제”에 대해 설명하겠다.

미국의 현 상황

우리가 가지고 있는 가장 최근 자료에 의하면, 미국경제는 5%로 내외로 강력하게 성장하던 초기의 GDP 성장률이 실제 후퇴하고 있는 것으로 나타난다. 2/4분기 성장률은 아마 2.5~3%대가 될 것이며, 3/4 분기도 같은 수준일 것이다. 그리고 나서 자본지출이 증가하기 시작하는 2002년 말이나 2003년에 경제가 다시 회복할 것이다.

경기회복 초기단계에서의 기업 자본지출은 약한 회복세 이상의 큰 역할을 할 것으로 기대되지는 않는다. 미국의 경제침체는 자본지출을 크게 축소시켰다. 이는 기술, IT, 소프트웨어 부문에서 뿐만 아니라, 미국 기업들이 지출하는 모든 설비, 공장, 내구재 등 전 부문에 걸쳐서 그러했다.

1/4분기 이후의 상승국면은 기업 매출 및 수익과 설비가동률이 지속적으로 개선될 때까지 완만한 성장을 이룰 뿐이며, 기업들은 꼭 필요한 자본지출만 할 것으로 생각된다. 첨단기술과 통신 부문은 심각하게 하락했던 부문 중 하나였다. 그러나 현재 이 부문들에 대한 성장은 1990년대에 있었던 것과 같은 지속적인 고성장이 아니라 경기순환적인 성장으로 보인다. 즉, 미국 기업들이 수익 및 매출이 계속해서 나아진다고 인식하여 더 많은 지출(신규고용을 포함하여)을 시작할 때가 기술부문 확대를 위한 지출이 이루어지는 시기로 예상되는 것이다.

2003년 및 2004년도까지는 이러한 현상이 발생하지 않을 것으로 생각된다. 2002년도 중의 자본지출은 1~2년 전에 비하여 나아지는 방향으로 대체되겠지만, 1990년대 후반 또는 1990년대 전 기간중에 보편적으로 나타난 지출확대는 아니다. 1990년대에 있어서의 첨단기술은 미국 기업의 생산성 증가, 노동력 대체, 비용절감의 지렛대 역할을 하였다. 즉, 첨단기술 부문이 미국경제에서 높은 성장을 이루었기 때문에 미국이 1990년대 초부터 장기호황을 누리게 되었다.

우리는 현재 이 부문이 특히 경기순환적이라고 보기 때문에, 2003년 및 2004년에 자본지출이 크게 확

대되리라 예상한다.

1/4분기부터 완만하게 성장하는 것이 아마 좋은 것일지도 모르겠다. 왜냐하면 미국경제는 금년초에 놀라울 정도의 상승국면을 나타냈기 때문이다. 그러나 최근 자료에 의하면, 미국의 성장률은 진정국면으로 나타난다. 1/4분기와 같은 대폭적인 재고율 증가가 2/4분기에 다시 일어나지는 않을 것이다. 1/4분기에 아주 약한 회복세를 보였던 기업의 자본지출은 4/4분기에도 아마 더 빠른 회복세를 보이지는 않을 것이다. 소비지출은 2001년도 4/4분기에 약 6%, 2002년 1/4분기에는 3% 정도로 나타났으나 2/4 및 3/4분기에는 아마 2.5% 부근으로 약간 하락할 것이다.

현재 고속성장하고 있는 자동차 및 주택 매출실적은 더 이상 증가하지 않을 것 같다. 수출은 일부 개선의 조짐이 나타나기 시작하고 있는데, 이는 세계 여타지역들의 회복에 따른 것이다. 지금까지 크게 증가해 왔던 방위 및 안보 부문에 대한 연방정부의 지출은 앞으로도 분명히 늘어날 것이다. 소비지출은 지속될 것이지만 2001년도 4/4분기 및 2002년도 1/4분기에 미치지지는 못할 것이다.

중동의 불확실성과 원유 및 에너지 가격의 상승은 또 다른 의미에서 미국 경제성장의 장애요인이다. 이러한 것들은 수익부문에 대해 다소 부정적인 영향을 줌으로써 소비지출 부문에서 예상되는 침체의 한 요소이다. 에너지가격 상승이 경제성장에 대한 장애요인이기는 하지만, 실제로 미국 연준과 다른 국가들의 중앙은행이 체계적인 방식으로 금리를 인상하도록 하는 항구적인 고(高)인플레이션의 원인은 아니다.

미국 연준의 정책, 금리, 그리고 주식시장과 달러

미국경제가 잠재성장률에 가까운 2.5%~3.5%에서 진정된다면, 미국 연준의 통화정책이 현 상태를 유지하여 리스크 평가액의 균형이 지속될 것이며, 현재 아주 낮게 책정되어 있는 단기금리를 특별히 서둘러 인상하지 않을 것으로 생각된다. 최근 정책입안자들은 이 점에 대해 아주 분명히 밝힌 바 있다. 그린스펜(Allen Greenspan) 미국 연준 의장은 이번 수요일에 이에 대한 입장을 표명할 것이다. 미국경제에 대한 그의 평가는, 미국경제가 회복되고 제조업과 재고량이 되살아 나고 있지만 경제성장을 성장잠재력에 맞추는 대신 성장속도를 무리하게 유지하지 않겠다는 것이다. 본인은 그린스펜 의장이 이번 수요일에 이러한 견해를 발표하리라 예상한다. 여기에는 미국 연준이 가까운 시일 내에는 금리를 인상하지 않겠다는 뜻이 담겨 있다.

미국의 금리는 당분간 낮은 수준으로 유지될 것 같다. 미국경제가 서서히 성장하여 경기확장의 중심부로 진입하는 금년 말이나 내년까지는 체계적인 금리인상은 없을 것이다.

지금 현재의 미국 주식시장은 여러 가지 복합적인 요인에 의해 움직이고 있다. 미국 주식시장은 현재

새로운 호황국면에 있으며, 9·11 테러사태 이후의 하락세에서 벗어나 상승세에 있다. 9월 21일의 미국 주식시장은 가장 낮은 수치를 기록했다.

1/4분기에 제 자리를 찾으리라 예상되던 주식시장은 중동의 불확실성으로 인해 악화되어 지금은 경직되어 있는 상태이며 약간의 어려움을 겪고 있다. 이와 같은 상황은 향후 몇 달간 계속되기 쉬우며 그리고 난 후 주식시장이 상승단계로 이동할 것이다. 이러한 과정은 미국경제를 합리적으로 튼튼하게 만들 것이다.

세계 여타지역의 주식시장도 강세를 보이고 있으며, 특히 한국이 그러하다. 주식시장이 세계경제 회복을 반영하는 방향으로 나아감에 따라, 일반적으로 주식가격이 상승할 것으로 예상된다. 이와 더불어 잘 알려져 있는 MSCI(Morgan Stanley Capital International Inc.) 지수와 같은 것에 근거한 전반적인 실적에 따라 아시아 및 일부 신흥시장의 주식시장의 실적도 크게 나아질 것이다.

통화 부문에 대해서는, 미국경제가 회복되고 있고 경기주기도 제 자리를 찾고 있기 때문에 달러가 강세를 보일 것이다. 물론 통화 부문에 대한 장기적인 견해는 상대통화(즉, 일본에 대해서는 달러-엔, 유로 지역에 대해서는 달러-유로, 영국에 대해서는 달러-파운드, 아시아에 대해서는 달러-아시아 통화)를 고려해야 한다. 그러나 근본적으로 경제가 회복주기로 진입하고 있고, 높은 성장잠재력이 있으며(G7 국가들 중 미국은 거의 3.5%로 가장 높다), 통화 및 재정 정책들이 경기부양적이고, 수출부문에서 경쟁력이 있는 국가의 통화는 일반적으로 강세를 보인다.

엔/달러 환율은 당면한 일본의 상황과 문제때문에 결국 현저하게 상승하게 될 것으로 예상된다. 미국이 중동문제에 연루되어 있고, 그 지역에 대해 정치 및 지정학적 측면에서 미국이 가지고 있는 위협과 관련된 여러 가지 사안들로 인해 지금은 엔/달러 환율이 약세이다. 미국은 중동문제에 깊숙이 개입되어 있으며, 앞으로 있을 엔/달러 환율의 상승에 대비해 이러한 문제들이 분명하게 정리할 필요가 있다.

일본의 경우, 일반적인 세계경제 회복에 대한 일부 경기순환적 반응(수출부문이 플러스로 나타난 것 등) 외에는 일본경제나 엔화에 대한 노력이 보이지 않는다. 그러나 정책 및 정치적 측면과 경쟁력, 의사결정, 사회적 문제와 이슈 등 일본의 장기전망은 그리 밝지 못하다. 이러한 것은 결국 엔화에 대한 달러의 강세로 나타날 뿐만 아니라 달러에 대한 여타 아시아 통화들의 약세로 나타날 것이다. 우리는 달러 당 엔화의 예상치를 140엔 대로 보는데, 이는 더 높아질지도 모른다. 금년에는 단기적인 지정학적 위협과 미국경제가 더 취약해질 가능성이 있을 것으로 예상된다. 현 시점에서 3~5년 기준으로 볼 때, 세계경제 내에서 급속하게 움직이고 있는 중국, 한국과 같은 역동적인 지역경제들보다 우위적 위치를 일본이 어떻게 되찾을 수 있을지는 모르겠다.

미국 경제회복의 주요내용

미국 경제회복의 일반적인 유형을 간략하게 살펴보자. 미국 GDP 성장을 강력하게 뒷받침하는 것들 중 하나는 미국의 방위, 우주, 안보 부문 지출 등 연방정부 지출이다. 이러한 지출은 3년, 5년, 8년 단위로 일어나는 현상인데, 이는 변하지 않는다고 생각된다. 1990년 초 경제침체시, 연방정부 지출은 실질적인 측면에서 감소했으며 미국경제의 GDP 성장률은 매우 낮았다. 여러분은 큰 폭의 미국 정부 재정적자가 흑자구조로 전환되었다는 사실을 기억할 것이다. 연방정부 지출의 삭감, 특히 방위 부문에서의 삭감은 이러한 과정중의 하나였다.

지금은 이와 반대의 경우이다. 그 이유 중 하나는 앞서 말한 연방예산의 흑자이다. 미국은 금년도에 대략 1,250억 달러 규모의 적자예산으로 운영될 것인데, 10조 달러의 GDP 규모에 비하면 적은 비율이다. 내년도에는 재정적자가 750~1,000억 달러 규모일 것으로 생각된다. 이러한 것들은 경기순환적인 적자로 침체된 경제에서 나타난다. 재정지출, 특히 방위 및 군사비 지출은 부시 행정부의 재정 및 국제 정책의 한 부분으로 톱니바퀴처럼 맞물려왔다. 9·11 사태 및 테러와의 전쟁이 아니더라도, 또 중동지역에 긴장이 조성되지 않더라도 더 많은 일들이 일어났을 것이다. 이러한 점은 여러분들도 예상할 수 있었던 것이다. 이는 많은 한국 기업들에게 아주 중요한 의미를 갖는다.

두 번째는 본인이 앞서 언급한 것으로, 미국 기업들의 기술 및 자본 지출과 관련된 것이다. 한국은 기술부문 지출이 활발하다. 한국의 수출은 이 부문에서 이루어지고 있는데, 내년과 내후년에는 금년보다 못할 것이다.

세 번째는 소비자 및 자동차이다. 미국 소비자들의 상황은 여러분들이 알고 있는 것에 비해 비교적 좋다. 미국 소비자들의 금융상태는 다소 팽창되어 있지만, 어느 경기주기에서도 이렇게까지 되지 못했다. 감세조치가 크게 도움이 되어 매년 약 700~800억 달러의 신규자금이 소비자들을 위해 민간부문으로 투입되고 있다. 작년의 경우 원유 및 에너지 가격 하락이 감세조치와 같은 역할을 했으며, 이것 역시 소비를 자극하고 있다.

금년에는 원유 및 에너지 가격이 상승하여 이 부문의 가격하락으로 인한 혜택이 사라질 것이다. 저금리로 인한 장기주택차입금 조정에서 나오는 여유자금 지출에 의한 혜택도 없어질 것이다. 그러나 주택비용과 주택거주에 따른 가치비용 부분의 혜택은 여전히 도움이 될 것이다. 금년 후반에 취업률이 개선되기 시작할 것이며, 높은 생산성 성장으로 인해 미국의 실질소득은 크게 증가할 것이다. 감세조치를 통한 연방정부의 자금지출 또한 소비자들에게 도움이 된다. 소비부문에 대해서는, 경제가 회복됨에 따라 소비속도가 다소 늦춰지겠지만, 실제로 급격한 하락은 없을 것이며 2.5~3% 대의 경제성장률을 이룰 것으로 본다.

금년도 자동차 판매량은 현재 비율보다 크게 증가하지는 않을 것이며, 전체적으로 1,600~1,700만대 가량 될 것으로 예상된다. 그러나 소비자들이 자금압박을 받고 있기 때문에 가격경쟁력과 품질면에서 외국산 수입자동차의 시장점유율이 지속적으로 증가할 가능성이 있다. 외국 자동차 제조업체들은 미국시장에서 좋은 실적을 내고 있다. 그러나 미국 자동차시장에서 좋은 실적을 내고 있다는 것이 소비지출 증가로 인한 판매량 증가는 아니다. 이러한 현상이 내년까지는 나타나지 않을 것이다. 훌륭한 기업은 훌륭한 시장진입 즉, 더 나은 경쟁력과 품질, 그리고 서비스 등과 같은 것으로 이루어지는 것이다. 미국 소비자들은 자금사정이 좋을 때보다 자금압박을 받고 있을 때 이러한 것에 더 많은 관심을 기울인다.

이번 경제회복에 대한 기업측의 반응이 설비를 가동하는 것이라는 점을 제외하면, 이러한 유형이 비정상적으로 보이지는 않는다. 이러한 것은 우선 제조업 부문에서 나타난 후, 소비자와 주택 부문의 지출증가로 이어질 것이다. 이러한 현상이 향후 12~16개월 동안은 나타나지 않겠지만, 그 이후에는 가능할 것이다. 이번 경제회복이 다른 점은 정부지출의 도움으로 이루어졌다는 것이다. 미국경제가 소비지출과 주택 부문에서 큰 하락이 없었기 때문에 크게 성장하지는 않을 것이다. 차이점은 최근에 끝난 경제침체가 기업에 의해 주도되었다는 것이며, 따라서 경제회복 또한 기업이 주도할 것이라는 것이다. 이미 언급하였던 자본지출에 대한 본인의 생각은 사실 아주 전형적인 경기순환주기라는 것이다. 바로 이 점이 1990년대와 다른 점이다.

아시아와 세계 전역의 경제활동은 금년에 크게 증가할 것으로 예상되지만, 2003년과 2004년에는 더 좋아질 것이다. 미국의 경제회복은 수출을 통해 이루어질 것이다. 그래서 우리는 중국, 한국, 인도(특히 소프트웨어 부문에서), 필리핀, 태국과 같이 수출을 많이 하는 나라들을 선호한다. 이 나라들은 좋은 경제실적을 이루어 가장 호황을 이룰 것으로 생각된다. 한국과 같이 경제전망치가 하향조정되는 것이 아니라 상향조정되는 것은 크게 놀랄 만한 일이다. 이러한 나라들은 경제침체 속에서도 통화 또는 재정 부문에서 경기부양을 계속해 왔기 때문에, 이에 따른 국내소비의 움직임이 나타날 것이므로 상황은 더 좋아질 것이다.

아시아 지역 중 일본은 경기상승이 어려울 것이다. 일본의 수출은 증가되겠지만 지속적인 가격하락, 특히 부동산 가격 하락으로 소비와 자본지출이 아주 침체되어 있다. 일본에는 경기를 부양시킬 정책이 남아있지 않다. 이러한 것이 일본의 경기상승을 어렵게 만든다.

만약 위와 같은 상황이 대략 맞다면, 이는 동남아시아의 많은 나라들이 비교적 빠른 속도로 경제성장을 이루어 일본의 성장속도를 크게 앞설 것이라는 것을 의미한다. 아시아의 수출입 동향을 살펴보면 무역이 일본에서 다른 곳으로 전환되는 경향이 커지고 있는데, 이는 생산 및 분배 행위가 경제상황이 좋지 않은 나라에서 벗어나 다른 곳으로 이동하는 기업의 본래의 성향 때문이다. 이와 동시에 환율의 비용적 측면에서 엔화의 하락으로 인해 다른 아시아 국가들과 경쟁상태에 있는 일본 상품들의 가격이 하락하고 있다. 이는 경제성장률이 낮은 나라에서 통화가치가 하락할 경우 나타나는 자연스런 현상이다. 아시아

지역 다른 나라의 구매력 측면에서 일본에게 일부 도움이 되는 부분도 있을 것이다. 즉, 국내수요가 취약하면 다른 나라와 경쟁하는 수출상품의 경쟁력이 증가된다. 그러나 이러한 경쟁력 증가는 엔화하락을 통해 이루어질 것이다.

워싱턴 DC의 미국 정책은 전적으로 경제성장을 위해 짜여진다. 여기에는 실수가 없다. 미국 행정부는 경제성장을 위해 일을 한다. 금년도에는 약 1,550억 달러 규모의 재정지원이 미국경제에 투입되고 있다. 이를 나누어 살펴보면 첫째, 부시 대통령이 당선된 후 신속하게 취해진 감세조치이다. 이는 따로 개인에게 감세혜택을 주는 프로그램으로 향후 10년간에 걸쳐 1조 3,500억 달러에 달하는 규모이다. 둘째, 위와 같은 감세조치를 시작하기 위해 취약해진 미국경제에 대한 경기부양의 명분으로 2001년과 2002년에 추진된 재정지원이다. 이것이 대략 400억 달러에 달한다. 2001년에 개인 소비자들에게 지원된 400억 달러와 2002년에 단계적으로 도입된 별도의 소득세 감세분 150~200억 달러를 합하면 약 550~600억 달러가 된다. 여기에다 다시 정부지출 재정지원분 600~700억 달러를 더하면 합계는 1,200~1,250억 달러 규모이다. 마지막으로, 계속 가치가 하락하고 있는 기업부문에 대한 자본지출 확대를 목적으로 하는 감세법안이 최근에 의회에서 통과되었다. 그리고 장기실업 미국 노동자들에 대한 실업수당이 80억 달러로 확대되었다. 이것을 모두 합하면 1,550억 달러에 달한다.

금년도의 재정지원 규모는 거의 1,500~1,600억 달러로 GDP의 1.5%이다. 이는 그 동안 실시되었던 재정지원 중 규모면에서 최대이며, 다른 경우보다 더 신속하게 집행되었다. 아시다시피, 감세법안의 의회 통과에 시간이 오래 걸리고 정부지출은 경제에 미치는 효과가 늦게 나타날 수도 있는 일이다.

부시 행정부는 기업과 경제성장을 위해 일을 한다. 지금까지도 부시 대통령은 그가 언급해왔던 10년 시한의 감세조치를 항구적으로 정착시키기 위한 주장을 계속하고 있다. 미국의 재정정책은 현재 어느 나라보다도 더 활발하게 뒷받침을 하고 있다.

통화정책면에서, 아시다시피 미국 연준은 2001년도에 금리인하를 11차례 단행했다. 단기금리는 2001년 한해동안 거의 5% 포인트 하락했다. 이는 그 동안 경제침체에 대해 취해진 조치 중 가장 신속하고 대폭적인 금리인하였다. 2001년 중반에 미국 연준은 이러한 금리인하 조치가 기업부문을 회복시킬 수는 없다는 것을 알았다. 기업들은 지출을 함에 있어서, 매출 및 수익과 자금흐름이 건설해지고 사업기회가 많아지면 특히 확장적으로 지출을 한다. 그러면 기업에 의한 지출확대가 반드시 나타난다.

2001년도에 미국 연준은 경기침체가 기업부문에 의해 주도되었다고 생각하기 시작하면서 금리만으로는 미국경제를 회복시킬 수 없을 것으로 이해했다고 여겨진다. 연준의 전략은 금리를 신속하게 인하하여, 주택 및 소비부문 침체로 인해 기업부문이 침체되는 것을 막는 것이었다. 그렇게 하지 않으면 미국경제가 매우 심각한 침체에 빠져들지도 모르기 때문이었다. 이러한 전략이 맞아 들어간 것으로 보인다. 소비지출은 약세를 보였지만 심각하게 침체되지는 않았으며 주택부문 지출도 건설하게 유지되었다.

이러한 현상이 2002년과 2003년에도 계속될지는 모르겠지만, 만일 미국 연준이 금리를 인상하려 한다면 특히 이는 미국의 경제전망에 위협요소가 될 것이다. 그러나 이 시점에서 미국이 통화정책의 뒷받침을 받아왔다는 것은 분명하다. 미국 연준에게는 심각하게 뚜렷한 인플레이션 문제가 없기 때문에 금리는 상당기간 낮게 유지될 수 있을 것이다.

사실, 미국의 통화정책을 살펴보면 미국 연준의 공식적인 주된 목표가 장기성장률의 지속가능성을 최대화하는 것이라는 점에 주목해야 한다. 미국 중앙은행의 표현에는 이러한 구절이 반복해서 나타나는데, 그 목표는 물가수준 안정성에 따라 장기 경제성장률의 지속가능성을 최대화하는 것이다. 미국 통화정책은 성장과 인플레이션의 두 가지 목표를 가지고 있으며 그 외 다른 것은 목표로 두지 않는다. 실제로 본인이 회의 및 토론회 참석이나, 그린스핀 의장을 포함한 미국 연준 인사들과의 대화를 통해 처음으로 알게 된 것이 미국의 목표가 장기 경제성장률을 최대화하는 것이라는 점을 말하고 있는 것이다. 이러한 목표를 다른 방식으로 표현하면 미국 국민들의 생활수준을 최대화하는 것이다. 수용할 수 없는 인플레이션이 유발되지 않는 한, 중앙은행의 목표가 자국민들의 생활수준을 최대한 높은 수준에 유지하도록 하는 것보다 더 가치 있는 것은 없다.

본인은 이것을 경제성장을 위한 공식성명으로 본다. 인플레이션의 위험이 없다면 중앙은행은 미국의 경제성장을 멈추지 않을 것이다. 생산성과 잠재성장률이 허용하는 한, 미국 연준은 모든 것을 수용할 것이다. 1990년대가 이에 대한 아주 좋은 사례이다. 따라서, 특히 거시경제 정책에 있어서 미국의 정책자세는 통화 및 재정 정책상의 성장을 위한 것이며 여러분들도 이 점을 깨달았으리라 확신한다. 미국이 이러한 방식 때문에 인플레이션 문제에 빠지지 않는 한 이것은 세계경제를 위하여 좋은 일이다.

무역에 관해서는 워싱턴에서 여러 가지 징후들이 계속 나타나고 있는데, 가장 최근 것은 철강 수입관세이다. 이는 사실 자동차 및 철강 생산에 비중을 두고 있는 나라들에게 문제이며, 한국에게는 분명히 그러하다. 경제학자로서 본인이 말하고 싶은 것은 관세를 선호하는 경제학자는 없다고 생각한다는 점이다. 본인은 분명히 관세를 좋아하지 않는다. 하지만 우리 모두가 정치적 진행상황을 까다롭고 어려운 것으로 이해하고 있다고 생각된다. 그리고 경제정책이 때때로 국내정치적 사고에 휩싸여 한동안은 경제정책적 관점에 맞지 않는 방향으로 움직일 수도 있다. 이 점이 여러분들에게 미국이 이렇듯 특별한 정책을 운용하는 것에 대해 양해를 구하는 부분이다.

미국이 자유롭고 공정한 무역국가이며, 경쟁력, 기업 및 시장주도는 세계 전체의 주요 과제라는 것이 본인의 생각이다. 그리고 유감스럽게도 철강 수입관세 문제는 다음 선거를 위한 경제정책의 한 부분이라고 여겨진다. 본인은 이러한 것이 미국의 장기적인 정책자세라고 생각하지 않는다. 우리는 미국, 유럽연합 그리고 여타 국가들이 자체방식으로 이를 해결하기를 기대하며, 심각한 무역분쟁이나 무역전쟁을 바라지는 않는다. 이는 세계경제에 전혀 도움이 되지 않을 것이다.

“일본문제”

일본문제와 통화측면에서의 일본에 대한 전망, 그리고 이 시점에서의 일본경제의 탈출구에 대한 본인의 생각을 설명하겠다. 본인은 통화가 연계된 만큼 한국과도 관련이 있다고 생각하기 때문에 이러한 것들을 언급하고자 한다. 우리는 일본이 어려운 상황을 쉽게 개선할 수 있는 방법을 찾기 위한 연구를 할 수가 없다. 2002년도 일본의 경제성장률에 대한 우리의 전망치는 소폭의 마이너스(-) 성장률이다. 2003년에는 소폭의 플러스(+) 성장률을 이룰 것으로 보는데, 3~5년 기준으로 연간 1.5~2% 이상은 넘지않을 것이다. 이에 비해 한국은 2002년에 거의 6%의 경제성장률을 보일 것으로 생각되며, 2003년에는 그 이상이 될 것이다. 물론 이러한 전망은 인플레이션 증가와 금리인상을 의미한다. 한국은행은 금리를 인상해야 할 것이다. 그러나 이는 활력적으로 성장하는 한국경제를 나타내며, 이와 같은 한국경제는 매입, 매출, 생산의 측면에서 아시아에 영향을 미칠 것이다.

일본과 중국을 비교해보자. 중국은 수출이 아주 잘 이루어지고 있다. 중국경제는 실제로 개방되어 있지 않은 상태이며 GDP대 수출비율도 그리 높지 않다. 중국경제는 방대한 국내수요에 의해 주도되고 있으며, 공식 발표된 연간 경제성장 전망은 7~8%이다. 하지만 이는 조금 높은 수치이다. 우리 계산으로 한다면 더 낮은 수치가 나올 것이다. 그러나 중국은 여전히 높은 경제성장을 이루고 있으며 경쟁력과 시장 점유율이 증가하고 있다.

이를 일본과 비교해보자. Decision Economics社의 예측에 의하면, 세계경제가 회복됨에 따라 일본의 수출이 직·간접적으로 증가할 것으로 전망된다. 일본에 있는 본인의 친구들도 재고감소 추세가 끝났다고 한다. 그러나 그것이 전부다. 일본경제를 추적해보면 소비와 자본지출이 지속적으로 하락하고 있다는 것 외에는 알 수가 없다. 정부지출을 통한 재정지원이 더 이상의 역할을 하는 것은 불가능하다. 아시다시피 일본은 방대한 재정적자와 부채를 가지고 있다. 또 국가신용등급은 계속 하락해 왔으며, 어제나 오늘 아침까지도 하락해온 것으로 생각된다. 이는 앞으로도 더 하락할 것이다. 일본경제의 국가 재정위치는 매우 어려운 상황에 처해 있다.

이러한 상황을 벗어나기 위해 택할 수 있는 것은 본인이 일본의 친구들에게 계속 제안해온 것 중 하나인 미국과 같은 방식의 감세조치인데, 일본의 정책입안자들은 이러한 감세조치를 계속 거부해왔다. 그러나 이러한 조치는 아직도 일본에게 도움이 될 수 있을 것이다. 일본은 개인 및 기업 양쪽 모두에 대한 감세가 가능하며 그러는 것이 긍정적인 것이다. 하지만 일본의 정책입안자들은 그렇게 할 조짐을 보이지 않고 있다. 따라서 일본의 재정지원 정책이 과국을 맞고 있는 것이다.

일본의 금융시스템을 보면, 은행시스템이 어려움에 처해 있으며 보험업계도 곤경에 빠져있다. 금융중개시스템은 붕괴된 상태인데, 이러한 시스템은 민간부문의 자금이전을 용이하게 하여 경제에 활력을 불어넣는다는 점에서 매우 중요하다. 민간부문과, 소비와 기업의 자본지출을 증가시켜 민간부문을 지

원할 여신부문 대해 이러한 자금이전이 이루어질 수가 없는 것이다. 그런 만큼 일본의 부실대출 문제는 개선되지 않을 것이다. 오히려 이러한 상황은 더 악화될 것이다. 은행권은 개혁을 원하지 않는 것으로 보이며, 일본 정부의 정책입안 당국들도 은행권을 개혁할 수 있다고 보지 않는다. 간단히 말해, 일본에서는 은행권의 개혁이 이루어지지 않고 있다.

일본은 정치적으로나 경쟁력에 있어서도 어려움을 안고 있다. 정책적 리더십 뿐만 아니라 정치적 리더십에서도 여러 가지 문제들이 나타난다.

이와 같이 객관적으로 얻어진 일본경제에 대한 상황과 전망을 우리가 연구하고 노력한 모든 것들에 대해 이야기 하자면 여전히 부정적이다. 이러한 것은 한국의 수출에도 영향을 미친다. 이는 기업전략과 기업들이 나아가야 할 방향에도 영향을 미치며, 통화에도 영향을 미친다. 자연적 시장원리에 의한 달러 대 엔화의 가치는 약간 더 하락하기 쉽다. 바꾸어 말하면 엔화의 하락이 한국과 여타 아시아 국가들의 경쟁력에 대한 문제를 야기할 뿐만 아니라, 달러에 대한 이들 국가의 통화가 약세로 돌아설지도 모른다.

지금 현재 탈출구는 없는 것으로 보인다. 일본의 수출에 대한 하나의 조정수단으로써 장기간동안 엔화의 하락은 불가피할 것 같다. 더구나 본인은 전 세계 주요국 정부들이 경기순환 문제에서 벗어나기 위해 자국통화의 가치하락을 수용할 것으로 본다. 통화가치 하락은 디플레이션을 반전시키는데 도움이 될 수 있다. 이러한 것을 어떻게 보느냐에 따라 2002년 및 2003년에 달러에 대한 엔화의 가치가 큰 폭으로 하락할 것이다.

중동문제

마지막으로 중동상황과 원유, 그리고 미국 및 세계 경제이다. 이 부분은 2002년 미국 및 세계 경제에 있어서의 커다란 불확실성과 여러 가지 위험들 중 하나이다. 이러한 중동의 대치상황이 어디로 나아가 종결될지 말할 수 있는 사람은 아무도 없다. 이는 수십 년, 수백 년에 걸쳐 이어온 분쟁이다. 이는 다른 지정학적 문제들처럼 복잡하지만, 실체적인 경제요소는 원유가격 단 한가지이다. 원유가격이 어떻게 전개되느냐, 그리고 중동분쟁이 어떻게 진행되느냐 하는 것은 세계경제에 중대한 영향을 미칠 수 있다.

지금 현재 미국과 세계 경제, 특히 석유소비국들에서는 경제성장의 또 다른 장애요소인 원유 및 에너지 가격이 완만한 상승을 보이고 있는 것으로 나타난다. 이러한 석유소비국들 중 하나가 미국이며, 다른 하나는 일본, 그리고 한국은 여전히 그 다음이다. 이것이 정확하거나 절대적인 것은 아니다. 이러한 가격 상승이 경제성장을 방해하지는 않을 것이다. 미국의 경우 약간의 유가상승은 도움이 되고 있다. 왜냐하면, 유류 및 에너지 가격 상승으로 인해 소비지출이 감소할 것이므로 미국 연준이 당분간 금리인상을 못하게 될 것이기 때문이다.

그러나 만일 어떤 이유로 중동의 대치국면이 확대되어 원유가격이 배럴 당 35~40달러로 상승한다면 세계경제 회복은 위협에 처할 것이다. 경제학적 의미나 원유 및 에너지 가격의 여파때문만이 아니라, 원유가격이 배럴 당 35~40 달러로 상승한다는 것은 분쟁이 격렬해지고 확대되어 어느 누구도 바라지 않는 상황이 된다는 것을 의미하는 것이 거의 분명하기 때문이다.

중동문제는 매우 복잡하고 취약하며 어려운 상황이다. 본인은 중동문제 해결에 대해 보다 낙관적이다. 불행히도 지금은 우선 이스라엘 시각에서의 테러분자 근거지 소탕이 이루어지고 있는 중이다. 이스라엘은 테러분자 소탕이 종결되었다고 생각되면 협상테이블에 나와 대화를 할 것이다. 물론 이스라엘은 아라파트(Arafat)와는 대화하지 않으려 할 것이며, 이는 아랍세계와의 분규를 야기할 것이다. 그러면 한동안 중동상황은 굴곡이 심해지기 쉽다.

긴장이 지속되는 순간에도 기업, 시장, 소비 및 경제는 계속 운용된다는 것을 우리는 역사를 통해 알고 있다. 우리 모두 중동상황이 심각한 대치국면이나 전쟁과 같은 상황으로 촉발되지 않기를 바라야 할 것이다.

지정학적 위험을 떠나서, 미국 및 세계 경제에 대한 전망은 본인이 지난 번에 세계경제연구원에서 강연했을 때 보다 지금이 훨씬 더 밝다. 인천 신공항은 다가올 시대의 한국경제에 대한 상징이었다는 것이 한국에 대한 본인의 견해이다. 신공항은 아주 찬란하고 밝았으며, 거기에 도착해 지나가고 있는 본인에게 무척 아름답게 보였다. 그래서 본인은 신공항이 다시 태동하고 있는 한국의 상징이라고 느꼈다. 한국은 다시 움직이고 있으며, 침체되어 또다시 뒤로 물러나지는 않을 것으로 생각된다.

질 의 · 응 답

[질 문] 미국경제는 역사상 최장기간의 호황을 누려왔으며 지금도 여전히 누리고 있다. 만약 침체가 있었다면 그것은 소규모 침체였을 것이다. 경제침체에 대한 NBER(National Bureau of Economic Research)의 정의를 사용한다고 하더라도, 단 한 분기만이 마이너스(-) 성장을 했기 때문에 진정한 경제침체는 없었는지도 모른다. 무엇이 이렇게 뚜렷한 경제실적을 이루도록 하였는가? 어떻게 하여 이렇듯 장기호황을 지속하게 되었는가? 보다 나은 데이터를 이용한 데서 기인한 것인가? 아니면 기술이나 선제(先制)적 정책 혹은 앨런 그린스펀에 의한 것인가? 지금과 같이, 과거에 비해 뚜렷한 경기주기를 만든 것은 무엇인가?

[답 변] 경제침체에 대한 기술적인 언급을 하고 나서 미국경제가 침체에 빠졌었는지 아닌지를 언급하겠 다. GDP 기준으로 볼 때, 미국경제가 침체에 빠졌었다면 그것은 아주 완만한 경기하락이었다. 아시아시피 GDP는 NBER이 경제침체를 정의하는 기술적인 방법이 아니다. 이는 월별 경제지표, 특히 4~5가지의 주요지표의 범위를 근거로 하는 것이다. 150년간의 역사에 걸쳐 구성된 이와 같

은 것을 근거로 할 때, 미국은 분명히 경제침체를 겪었다. 이러한 침체가 완만한 것인지 아닌지는 나중 문제이다. 평균주기가 그러했던 것으로 나타난다.

이러한 경제침체는 기업부문에서 아주 심각했던 것으로 생각된다. 기업 이익과 자본지출이 급감했다. 150만 명의 근로자들이 아주 단기간 동안에 실직했으며, 산업생산이 18개월동안 계속 하락했다. 이는 아주 비정상적인 것이다. 이러한 일들이 기업부문에서 심각하게 발생했으며, 아시다시피 통신 및 첨단기술 부문에서 훨씬 더 심각했다. 본인이 세계를 다니면서 느낀 바는 기업인들이 이러한 경제침체의 영향을 아직도 받고 있다는 것이다. 그러나 주택 및 소비 측면에서는 경제침체가 거의 발생하지 않았다. 따라서 이번 경제침체는 복잡한 것이며 명쾌하게 단정 지을 수 없는 것이다. 모든 것을 반영하는 GDP를 살펴보면, 단 한 분기동안만 GDP가 감소했을 뿐이다.

그렇다면 앞서 설명한 바와 같은 경제침체에도 불구하고, 미국경제가 이렇듯 장기호황을 지속해온 이유는 무엇인가? 본인은 그 주된 이유가 1990년대에 나타난 생산성 증가의 확산이라고 본다. 이 많은 것들을 시장이 주도했던 것으로 생각된다. 시장이 미국 기업들로 하여금 더욱 경쟁력을 갖추도록 하고, 이에 도움이 되는 기술을 찾아서 받아들이며, 노동비용을 삭감하도록 압력을 넣었다. 다시 말해, 미국 기업들이 이러한 것을 그렇게 열심히 실행한 이유는 주주가치의 극대화라고 말하고 싶다. 주주가치의 극대화는 많은 플러스 효과가 있으며, 또한 마이너스의 효과도 많다. Enron社의 경우는 마이너스의 효과였다. 주주가치의 극대화는 세계 다른 어느 지역보다 미국에서 아주 적극적이며 철저하기 때문에 미국 기업들이 그러한 기술을 받아들이게 되었다. 그래서 미국은 신기술을 도입함으로써 대응했던 것이다.

이와 같은 것에 근로자들에 대한 압력을 추가한 것이 생산성을 크게 증가시킨 주요 요인이었다. 다시 말해, 이러한 것이 미국경제가 비교적 무난히 성장할 수 있도록 해준 것이다. 이 점을 다른 방식으로 말한다면, 지금 미국경제는 연준이 인플레이션에 대해 우려하지 않아도 더 빠르게 성장할 수 있다는 것이다. 왜냐 하면 미국경제의 성장잠재력이 훨씬 높기 때문이다.

두 번째 요인은 선제적이고 선견적인 통화정책이다. 그린스핀 의장이 이끄는 미국 연준은 우리가 경제학자로서 교육 받은 어떤 “규칙”에 의존하지 않고 절충적이며 실용적인 방식으로 정책을 운용했다. 예를 들어 1990년대 중반에 그린스핀 의장과 미국 연준은 자연실업률을 감소시켰는데, 이는 생산성 증가로 인해 미국경제가 낮은 인플레이션으로 성장할 수 있다는 것이 분명해졌기 때문이었다. 따라서 “자연” 성장률이라는 엄격한 규칙이 연준으로 하여금 신속하게 금리를 인상하도록 했으며, 이러한 규칙이 최근 수년동안 연준이 해온 많은 일들을 의외적인 것으로 만들었을 것이다. 지금 미국 연준은 매우 유연한 중앙은행이 되었으며, 문제가 발생하기 전에 그보다 앞서 금리를 조정하는 선제적인 통화정책은 정말 올바른 해결책이다.

호황이 지속된 주된 이유는 이 두 가지이다. 본인에게는 부시 행정부가 신속하게 감세조치를 취한 것이 충격적이었으며 다소 놀라운 일이었는데, 이러한 조치는 부시 정부 사람들이 경제침체를 벗어나기 위한 초기 시도였다. 부시 대통령은 기업가로 지내왔다. 미국 기업인들은 문제가 발생할 때까지 기다리길 싫어하며 문제에서 벗어나고 싶어한다. 이것은 미국 기업문화에 있어서 또 다른 충격적인 특성이며 커다란 변화이다. 1990년대에 미국 기업인들은 문제를 찾는 법

과 문제가 발생하기 전에 이를 처리하는 법을 배웠다. 한국 기업인들도 같은 자세를 가지고 있다고 생각된다. 1980년대에 미국 기업인들은 나쁜 말을 듣기 싫어했다. 그들은 경제전망과 기업에 대해 듣기 좋은 말만 원했으며 문제점들을 회피했다. 이러한 것은 더 이상 미국의 기업정신이 아니다.

[질 문] 귀하도 아시다시피 GDP 대비 일본의 총무역은 10% 이하 정도로 매우 낮다. 따라서 일본경제는 단지 무역증진만으로 회복될 수가 없다. 이에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

[답 변] 일본의 수출/GDP 비율은 10%에 약간 못 미친다. 미국의 수출이 GDP에서 차지하는 비율은 3%에 조금 못 미친다. 미국경제의 회복이 직접적으로 일본경제를 회복시킬 수는 없지만 일본의 수출에 직·간접적으로 미치는 효과는 더 커질 것이다. 따라서 경제활동 면에서 일본은 세계경제가 회복됨에 따라 수출이 약간 증가될 것으로 보인다. 이러한 것은 일본의 GDP에 도움이 될 것이다. 그러나 이것이 우리가 예상할 수 있는 전부이며, 내수부문에서 큰 변화가 있으리라고는 보여지지 않는다. 우리는 이에 대해 낙관적으로 보지않기 때문에 귀하의 지적에 동의한다.

[질 문] 피츠버그 대학의 어떤 교수가 최근 에너지 소비수치를 근거로 중국경제가 7~8%까지 성장할 수 없다는 보고서를 발표했다. 즉, 에너지 소비수치가 이러한 실적을 뒷받침하지 못한다는 것이다. 이에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

[답 변] 정확한 중국 경제성장률에 더 가까운 수치는 4~5%인 것 같다. 이 수치는 우리의 연구결과를 근거로 한 것은 아니라 중국경제를 자세히 조사한 학자들의 수치인데, 그들은 우리 회사의 자문위원이기도 하다. 우리는 중국, 동남아시아 및 일본의 기본적 전망에 대한 회의를 계속해서 많이 개최해왔다.

이를 직시해보자. 아시아를 바라보면서 기업인들은 지금 무엇을 해야 하겠는가? 3~5년을 내다 보면서 기업인들은 제품을 어디서 생산하고, 사무실을 어디에 두고, 어느 시장에서 제품을 판매해야 할지 결정해야 하며, 어디에서 경쟁이 되고 있는지도 결정해야 한다. 이것은 기업들이 결정을 함에 있어서 매우 중요하다.

따라서 일본이 어떤지, 중국이 어떤지, 그리고 한국이 어떤지는 수많은 우리 고객들에게 아주 중요하다. 뿐만 아니라 이는 확실히 한국인들에게도 크게 중요하다. 금융시장 종사자들도 포함 되어 있는 우리 고객들은 자기 재산을 전 세계적으로 어디에 배치할지를 택해야만 한다. 유로화를 기준으로 투자하는가? 달러를 기준으로 투자하는가? 아니면, 엔화를 기준으로 투자하는가? 본인은 우리 고객들에게 엔화로 지배되는 투자에 큰 비중을 두지 않는 것 외에 다른 것을 추천하기가 어렵다. 이는 우리의 분석과, 외부전문가 및 우리의 고객들의 말을 근거로 한 것이다.

이러한 과정의 일부분으로서 중국을 살펴보면, 이는 나타난 수치 그대로가 아닌 것이 분명하다. 따라서 우리의 계산이나 전문가들의 계산으로는 중국의 경제성장률이 4~5%대이다.

[질 문] 귀하는 금리에 대해 간략하게 언급했다. 금년 및 내년도의 미국 금리에 대한 귀하의 예상은 어떠한가?

[답 변] 현재 단기금리 수준은 비정상적으로 낮다. 경제가 회복되어 그대로 진행된다면, 연준은 금리를 인상할 것이 확실하다. 이는 그들이 그리 크게 생각하지 않고 있는 인플레이션의 위험을 줄이기 위한 제도적인 조치가 아니라, 단순히 단기금리를 경제가 합리적으로 굳건히 성장하는데 합치시키기 위함이다. 우리 생각으로는 금년 하반기중에 단기금리가 75 베이스스 포인트 인상되겠지만, 금리인상이 지속되어 체계적으로 인플레이션을 위협하지는 않을 것으로 본다. 인플레이션의 문제는 없다. 미국 연준은 인플레이션을 위협할 때 경계를 한다. 왜냐 하면 그 부산물이 거의 항상 경제와 수익 측면에서 문제가 되기 때문이다. 이러한 것이 장기간 발생할 것으로 보이지는 않는다.

[질 문] 북한은 우리에게 아주 중요한 문제이지만 규모면에서는 그리 중요하지 않다. 하지만 귀하가 일을 하거나 경제예측을 하는 과정에서, 북한에서 어떤 일이 일어나고 있는지 생각해본 적이 있는가?

[답 변] 그렇다. 정치적인 이슈로 인해 우리는 그 점에 대해 생각을 한다. 아시다시피, 미국 대통령은 몇몇 나라들을 말하자면 악의 축의 한 부분으로 규정했다. 대통령의 연설문 작성자 중 누가 이런 용어를 썼는지는 확실하지 않다. 본인이라면 그런 용어를 사용하지 않았으리라 생각하지만, 그는 우리 미국 대통령이다. 그는 흑백이 분명한 사람이며, 있는 그대로 이야기 한다. 이는 참신한 것이다. 미국 대통령이 항상 그다지 외교적이지는 않지만, 그는 북한을 이란과 다른 한 나라와 함께 잠재적인 정치적 문제를 가진 나라로 규정해 놓은 상태이다.

여러분들도 이러한 것을 알 필요가 있는데, 미국은 전 세계의 테러 및 이러한 테러가 유산으로 이어지려고 하는 문제들에 대응하는 의도를 분명히 전달하고 있다고 생각된다. 이러한 것은 위험이 따르는 일이며 대결적인 것이다. 따라서 북한의 정치적, 경제적 상황은 우리와 관련이 있는데, 이는 미국 행정부가 취할지도 모르는 조치, 특히 미국에 대한 대외정책적 위협과 미국의 금융시장을 생각하는 관점에서 우리가 결정해야 하는 한 부분이기 때문이다. 이러한 말들을 지켜 보라. 본인은 여기에 찬성한다거나 반대한다는 말을 하고 있는 것이 아니라, 미국 행정부가 자신의 의도를 분명하게 전달해왔다는 점을 말하고 있는 것이다. 중동상황에 대해서는 문제가 해결될 때까지 미국 행정부가 잠깐동안 비켜나 있는 상태이다. 중동의 상황이 보다 좋은 방법으로 해결되기 전에는 세계 전역에 걸친 테러에 대해 이야기되어 온 것들이 추진될 수 없음은 분명하다. 이것이 얼마나 걸릴지는 아무도 모른다.

U.S. and Global Recovery: For Real? - Prospects and Risks*

Allen Sinai

It is a pleasure to be here in Seoul and to see what appears to be a vibrant country and to be able to tell you that the economy of Korea, as one of the associated implications of a now recovering U.S. economy, has better times ahead.

I was struck by the new airport. It was an extraordinarily beautiful and well-functioning airport that I had not flown into before. It symbolized to me, an outsider, the impression I have of this country, and have had over the years: very dynamic, enterprise oriented, entrepreneurial, free enterprise but working with government, and a very dynamic part of the Asian economy.

For those of you in business, and those of you generally, the news I bring from the United States is that the U.S. economic recovery is for real. The U.S. economy is in a real recovery, going through a transition this year to an expansion that will be sustained and sustainable. Because of the unique nature of this business cycle episode -- a year or two ago a big decline in American business and then related effects around the world -- as it reverses and the U.S. business sector picks up, so will trade and business around the world.

Perhaps more than in other instances, the U.S. is the lever for a global upturn. It was, after all, the U.S. economy that brought down the global economy in 2000 and 2001 to its weakest expansion pace, its weakest position, since the early 1980s.

The initial move up in the U.S. economy is very lively. In GDP terms, the first quarter -- not yet announced -- is somewhere in the 5%~6% range. The upturn in the United States is being led by manufacturing. A huge inventory downturn has ended and the turn in inventories -- the business-to-business improvement that is showing up in GDP -- is being supported by solid consumption, solid housing outlays, and strong federal government spending.

The downturn that the U.S. went through is controversial in nature. Some say there was no

* A Presentation at the Distinguished Lecture Forum on April 16, 2002

downturn, but that is wrong because if you were, or are, in business in the United States or anywhere around the world, then you know that the last year or two has been very difficult and that there certainly was a recession. The business cycle decline in U.S. economic activity that started a couple of years ago, first in growth and then in a single negative quarter for GDP, was led by the American business sector. For various reasons -- unusual ones -- it was a business sector-driven downturn, which then spread globally because of the multinational nature of U.S. businesses and through trade flows. Weakness in the world economy reverberated back on U.S. exports, in turn bringing down American business activity further. The U.S. Federal Reserve, as you know, cut interest rates aggressively, and quick tax cuts by the Bush Administration cushioned the downturn in consumption and housing where essentially there was no recession.

In the United States, almost all our recessions have been consumer- and housing-driven, with business weakness following, not leading. This time it was the business sector that took down the growth rate of the U.S. economy. Thanks to aggressive, quick monetary stimulus, and somewhat surprisingly tax cuts proposed by the administration and passed quickly by the U.S. Congress, no noticeable downturn in domestic consumption and in housing was noted.

But through sharp reductions of business activity the global economy had a sharp recession, with the U.S. leveraging down the world. In calendar year 2001 the U.S. economy showed a growth rate, in GDP terms, of 1.2%. But in the business sector -- in profits, in production, in jobs, in capital spending, in inventories, in purchases generally, including purchases of goods and services from abroad -- the downturn was severe. Through those trade flows and because all multinational corporations these days have production, distribution and transactional activities around the world, the downturn in the U.S. business sector spread into export oriented countries including South Korea, other East Asian economies, Japan, Canada, Mexico, and, directly and indirectly, Germany. This brought down global economic growth and pushed the global economy, as we measure it to a growth pace of only a little over 1% last year, compared to the previous years 4%. That was the weakest result on a GDP basis for the 46-country aggregate that we have analyzed and forecasted since the early 1980s.

The global downturn in response to the U.S. downturn was, I think, severe, adding stress and strain to some economies already under pressure and giving us today some legacy problems in Argentina, Venezuela, some in Southeast Asia, certainly in Japan, that remain as risks to the upturn even now as the upturn is entered.

We at Decision Economics, Inc., expect a long expansion, with business activity improving as we go through this year and into 2003 and 2004, when we should see the heart of this business cycle expansion. It will be the best of times for business in the U.S. and around the world, as is typically the case in a business cycle after the liftoff or exit from recession.

One reason for a long expansion is the opportunities that exists for business around the world. Another is low inflation, generally, throughout the world. Another is increasingly high productivity growth, not just in the United States, but elsewhere around the world as the full use of the new technology is applied in applications, business and finance, aiding productivity of workers and helping to sustain a long upturn.

In the U.S., because of continuing stimulus from low interest rates and ongoing stimulus from legislated tax reductions for individuals that will continue for some years, and, recently, accelerated depreciation tax legislation for business and capital spending, the upturn should be long.

There are many trouble spots and risks to this view, and always risks on the road to expansion. They range from country problems such as those in Japan, Latin America, and the Middle East, to the U.S. itself where there is the question on the viability of the U.S. upturn, the possibility of a “double dip” recession, and issues related to home and stock asset prices. But, by and large, the recovery is for real, the prospects are encouraging, business should get better, and in Asia, Southeast Asia, and countries around the world, the reach of an improving U.S. economy should be felt for some time.

Let me turn now to the most recent data on the United States, what people are saying, and a quick rundown of our financial markets. Then I will move to a discussion of the profile of the U.S. upturn, some highlights, and what that might mean to you, the risks, a little about Washington policy, and what I have described as the “Japan Problem”.

U.S. Situation Currently

The latest data are providing evidence that the United States economy actually is retreating in growth from a very strong initial upturn of 5%-or-so in GDP. In the second quarter, growth will probably be 2.5-3%. In the third quarter, the same. The economy will then pick up again later this year, and next year, as business capital spending begins to rise.

We are not expecting business capital spending to do much more in the first part of the recovery than get less weak. Part of the U.S. downturn involved a huge drop in capital spending; not just in technology, IT and software, but across-the-board: all equipment, all plant, all durable goods outlays by American companies.

The thought is that with an upturn where, other than in the first quarter, there will be only modest growth until business sales and earnings show a record of sustained improvement and business capacity utilization rates rise, business will not unleash heavy duty expenditures on capital goods. Technology and telecommunications were one of the areas where the downturn was most severe. But we now view those sectors as cyclically oriented rather than enjoying ongoing high growth rates, as in the '90s. That is, when business profits and sales are perceived to be permanently better, and when business generally in the United States begins to spend more -- including hiring people -- then we expect spending on technology to pick up for expansion purposes.

We do not think this will really happen until next year and in 2004. The capital spending this year will be for replacements, better than the last year or two, but nothing like in the second half of the 90s or generally in the expansion of the 1990s. Technology in the 1990s was a lever for American business to increase productivity, to substitute for labor, to cut costs. As such, it was a growth area in the U.S. economy, almost starting at the beginning of the decade-long upturn in the U.S. of the 1990s.

We now view this sector as more cyclically oriented, and thus expect strength to emerge in terms of expansionary spending on capital goods in 2003 and 2004.

The slower growth pace from the first quarter is probably a good thing, because initially the U.S. economy looked like it might surprise and begin to overheat before it got going. But on the recent evidence, the U.S. growth rate does appear to be settling down. The big positive turn in inventories in the first quarter will not occur again in the second quarter. Business capital spending, which was much less weak in the first quarter than in the fourth quarter, probably won't pick up much more soon. Consumer outlays which were very strong in the fourth quarter of last year -- 6%-or-so and then 3%-or-more in the first quarter -- will probably slip a little to around 2.5% in the second and third quarters.

Auto and home sales are unlikely to push up from the current high pace. Exports are just

starting to show some signs of improvement, as other parts of the world begin to recover. We certainly will see, and have seen, strong federal government spending on defense, and on security. We will also see supportive consumer spending, but not strong as in the fourth and first quarters of 2001-2002.

The uncertainty in the Middle East and rises in crude oil and energy prices are a marginal impediment to U.S. growth. They are one element in the slowdown that is expected in consumer spending, having a slight negative impact on profits. The energy cost increases are an impediment to growth, but not really a source of permanently higher inflation that would lead the Federal Reserve and other major central banks to raise interest rates in any systematic way.

Fed Policy, Rates, Stock Markets & the Dollar

With the U.S. economy settling down to 2.5%, 3%, or 3.5% growth -- which is not far from its potential rate of growth -- the Federal Reserve monetary policy will stay on hold, continue to be balanced on risk assessment, and be in no particular hurry to raise short-term interest rates from the current very low levels. Policymakers statements recently have been very clear on this. Chairman Greenspan will be testifying this Wednesday. His assessment of the U.S. economy is that it is in recovery, that manufacturing has turned and inventories have turned, but that we will not have a blistering pace of growth, instead growth will be more in line with potential. I expect to see him come forward with that view this Wednesday. That would imply that the Federal Reserve is not going to raise interest rates soon.

U.S. interest rates will likely stay low for a good while. Not until later this year, or next year, when the U.S. economy shows more growth, vibrant growth, and moves into the heart of its expansion will we see any systematic hikes in interest rates.

The U.S. equity market backdrop right now is mixed. The thought is that we are in a new equity bull market. The U.S. equity market went through the initial upturn last fall after the terrorist event of Sept. 11. Sept. 21 brought the low in the U.S. equity market. The equity market anticipated the turn in the market that came in the first quarter, and now is consolidating and going through some difficulty, made worse by the Middle East uncertainties. It will likely keep on like this for several more months, and then will move up into the next phase of the equity bull market, which should be reasonably strong for the U.S.

Most other equity markets around the world are also in bull configurations, certainly South Korea. As the equity markets move further ahead, reflecting economic upturns around the world, we would expect generally rising stock prices, with greater performance coming from a number of Asian equity markets and some emerging market equity markets, relative to the overall performance based on the weighting for indices, such as the MSCI.

On currencies, because of the U.S. economic upturn, the cyclical upturn that is in place, we are bullish on the dollar for the long-term. Of course, views on currencies must take into account the other side of the currency cross: the dollar-yen, the Japanese side; the dollar-euro, the Euro Zone side; the dollar-pound sterling, the British side; the dollar-Asian currencies, the Asian side. But, fundamentally for a country where the economy is entering a business cycle upturn, where there is a high potential growth rate -- among the G7 countries the U.S. has the highest of nearly 3.5% -- where monetary and fiscal policy settings are stimulative, and where companies are competitive in terms of exports, the general movement of the currency momentum is up.

In the case of the dollar against the yen, the Japanese situation and Japanese problems make us expect that dollar-yen will eventually move significantly higher. It is weak now because of the U.S. involvement in the Middle East and all of the associated risks that exist for the U.S. on the political and geopolitical side of our involvement there. The U.S. is knee deep in the Middle East problem and it needs to be clarified and cleared away before the dollar can make its next major upturn against the yen.

From the side of Japan, we are not seeing much working for the yen or the Japanese economy other than some cyclical response -- a positive one in terms of exports -- to the general world upturn. But on policy, politics, and the ability to compete, decision-making, societal issues and problems, the long-run trends in Japan look unfavorable. That will be reflected ultimately in a higher dollar against the yen and some sympathetic response in Asian currencies against the dollar as well. Dollar-yen expectations for us are in the 140s, and perhaps even higher. As we move through the year, weakness near-term on geopolitical risks and a weaker U.S. economy can be expected. We, at this time, do not see, on a three-to-five year basis, how Japan can return to its prior state in the world economy against dynamically, fast-moving countries with extremely fast-moving local economies, like China and South Korea.

Highlights of the U.S. Upturn

Let me now briefly outline the general pattern of the upturn in the U.S. One of the striking

supports for U.S. GDP growth comes from federal government spending: defense, aerospace, and security spending in the U.S. This, I think, is permanent. This is a three-, five-, eight-year phenomenon. When we exited the recession of the early 90s, federal government spending, in real terms, went down. The U.S. economy's GDP growth rate was very weak. You will recall the U.S. was moving from a rather high federal budget deficit situation to one of surplus. Cutting federal government spending, particularly in defense, was part of that process.

Just the opposite is the case now. One reason is the previous federal budget surpluses. This year the U.S. will run a deficit, about US\$ 125 billion, which is small as a percent of GDP, which is US\$ 10 trillion. Next year, our thought is a deficit of US\$ 75-100 billion. These are cyclical deficits. They come from the under-performing economy. The spending side, particularly on defense and the military, has been ratcheted up and is part of the fiscal and international policies of the Bush Administration. Much would have happened anyway without Sept. 11 and the War Against Terror, and without the ratcheting-up of tensions in the Middle East. I submit to you that this is something you can expect to persist. It has significant business implications undoubtedly for a number of South Korean companies.

Second is something I mentioned before. It has to do with technology and capital spending by American companies. South Korea is active in technology. Those kinds of exports are coming, but mainly next year and the year after, not so much this year.

Third is the consumer and autos. American consumers are in relatively good shape, contrary to what you might hear. Financial positions of American consumers are mildly overextended, but nowhere near as much as in many other cycles. Tax cuts are helping immensely and pumping into the private sector some US\$ 70-80 billion of new money for consumers each year. Last year, lower oil and energy costs essentially acted as a tax cut, also providing stimulus.

This year, the help from lower oil and energy costs will be gone. Oil prices and energy prices are higher. The help from the move to lower interest rates, on mortgage refinancing, and the use of those monies for spending, will be gone. The help from home prices and the portion of wealth that resides in housing will still be supportive. Jobs growth should begin to improve later this year. Real income is rising nicely in the United States because of high productivity growth. The movement of funds out of the federal government sector, through tax cuts, to consumers is also a help. Our view on the consumer is that we will see some slackening in the pace of consumption as we enter the recovery, but no real major decline, something on the order of 2 %-3% growth.

Auto sales this year are not expected to rise beyond current rates, somewhere around 16-17 million units overall. However, the market share of foreign imports, because consumers are under some pressure, are very likely to keep rising, the reason being cost competitiveness and quality. Foreign automakers are doing well in the U.S. market. But doing well in the U.S. auto market will not be from increased sales due to a big increase in consumer spending. That isn't going to happen until next year sometime. Better business will come from better penetration, from better competitiveness, quality and service, something that American consumers pay more attention to when they are under some pressure than when times are good.

The pattern is not seen as an unusual business upturn, except that the business response is the starting mechanism. It will be seen first in manufacturing, then some better spending by consumers and housing. This will not occur much over the next 6-12 months, but beyond that. What was very different this time around and in this upturn is the support that came from government spending. Since the U.S. economy didn't go down that much in consumer spending or housing, we will not go up much. What is very different is that the downturn we just ended was led by business, and so the upturn will be led by business as well. The notion on capital spending that I presented to you is actually very typical of business cycles. It is just that this is different from that seen in the 1990s.

In Asia, and around the world, we expect a nice pickup in economic activity this year, but even better times next year and the year after. The pickup from the U.S. will be through exports. So we favor countries that are high export countries, like China, South Korea, India -- particularly on software -- the Philippines, and Thailand. We think these countries will do very well and pick up the most. Perhaps, as South Korea is finding, they will be surprised positively on the upside by upward revisions in expectations rather than downward revisions. Those countries which have also employed stimulus -- monetary and or fiscal stimulus during the downturn -- will do better because domestic spending will respond. Singapore is yet another example. Australia is also, we think, going to stay strong.

In Asia and the Asian area, Japan will be hard put to expand. Exports should pick up in Japan, but it is consumption and capital spending that is very depressed there, along with continuing declines in prices, particularly asset prices in real estate. There is no policy stimulus left to try. This makes it hard to see any significant cyclical move up by Japan.

That means, if roughly right, that many countries in Southeast Asia will have growth pick up

nicely to a relatively strong pace, and far outstrip the pace of growth in Japan. We noticed that in export-import propensities in Asia, more trade has been diverted away from Japan because of the natural tendency of business over time to move production and distribution activities away from a country that is not doing well. At the same time, because of the declining yen, on a cost basis, allowing for exchange rates, Japanese goods that are competitive with those of other Asian countries are becoming cheaper. It is a natural response for the currency go down in a country where growth is weak. We will see little help from Japan in terms of its purchases from other countries in the area. There is weak domestic demand and, at the same time, increased competition for exports competitive with those of other countries. There would be increased competition through a declining yen.

In Washington, D.C., American policy is absolutely dead set as pro-growth. Make no mistake about it. The administration is pro-growth. This year approximately US\$ 155 billion of fiscal stimulus is coming into the U.S. economy. That breaks down into, initially, tax cuts enacted quickly after President Bush was elected. This was the passage of a ten year, marginal, individual tax rate reduction program worth US\$ 1.35 trillion. Secondly, the pushing forward for the beginning of those tax cuts from 2002 to 2001 in the name of shoring up a weakening U.S. economy. That was worth about US\$ 40 billion. This year, last years US\$ 40 billion stimulus for individuals, plus another US\$ 15-20 billion from phased-in marginal income tax reductions in 2002. That adds up to about US\$ 55-60 billion. To this, add US\$ 60-70 billion in government spending stimulus. Now thats worth US\$ 120-125 billion. Finally, there is the recently passed business tax cut of accelerated depreciation aimed at shoring up capital spending. And, another US\$ 8 billion of unemployment benefits were extended to American workers who were out of work for a long time. That all adds up to US\$ 155 billion.

Almost US\$ 150-160 billion of fiscal stimulus this year is 1.5% of GDP. Thats one of the largest doses of fiscal policy stimulus ever and it was enacted more quickly than typically the case since, as you know, passing tax cuts can take a long time and government spending can be slow in its impact on the economy.

The Bush Administration is pro-business and pro-growth. Today, even now, the President is continuing to argue for a permanent installment of those ten year tax cuts that he has talked about. Fiscal policy in the U.S. is actively stimulative, more than any other country that we are watching at this time.

On monetary policy, you all know that the U.S. Federal Reserve cut interest rates 11 times last year. Short-term interest rates were taken down almost five percentage points over the course of the year. That was the fastest, biggest rate cuts ever in response to a cyclical downturn. By the middle of last year, the Federal Reserve understood that those reductions of interest rate couldnt turn the business sector around. Businesses dont really spend a lot just because interest rates come down. Businesses spend, particularly for expansion, if sales are expected to be strong and profits and cash flow are strong, and if opportunities are exciting. Then, you see heavy duty expansion by business.

I think the Federal Reserve understood that interest rates alone would not turn the U.S. economy around last year, once they began to understand that the downturn was driven by the business sector. The strategy was to take rates down fast and a lot to prevent the business sector downturn from taking down housing and consumption, which would have given the U.S. a very, very bad recession. That strategy appears to have worked. Consumption spending weakened but did not turn down badly. Also, housing outlays stayed strong.

Whether this continues the rest of this year and next, especially if the Federal Reserve raises interest rates some time this year or next as they probably will, is one of the risks to the U.S. outlook. But, for now, it is quite clear that monetary policy in the U.S. has been stimulative. There is no major or even noticeable inflation issue for the Federal Reserve, so interest rates can be held low for a lot longer.

Indeed, in looking at the United States, if you follow American monetary policy, you should note that the main objective of the Federal Reserve -- the stated objective -- is to maximize the sustainable rate of long-run growth. In the wording of the U.S. central bank, you will see this phrase again-and-again. The goal is to maximize a sustainable rate of long-run economic growth along with price level stability. U.S. monetary policy has twin goals: growth and inflation. No other central bank puts it that way. Indeed, I can tell you from first-hand knowledge -- from my participation in the seminars and discussions, and from conversations with members of the Federal Reserve, including Chairman Greenspan -- that the goal of the U.S. is to maximize long run growth. That is another way of saying the goal is to maximize the standard-of-living of the American people. There is no more worthy goal for any central bank than to maximize or try to raise the standard-of-living of its people to the highest possible level, as long as it doesnt bring with it unacceptable inflation.

I look at this as a statement that is pro-growth. If there is not inflation risk, there is no growth rate in the United States that the central bank will act to stop. Whatever our productivity and potential growth allows, the Federal Reserve will allow. The 90s are a prime example for this. So, particularly on macroeconomic policy, Washingtons policy posture is pro-growth on monetary and fiscal policy, and I wanted to make sure you understood that. Thats good for the world economy so long as the U.S. doesnt run into any inflation problems somewhere along the way.

On trade, the signals have been mixed from Washington, the latest being steel import tariffs. That, indeed, is a problem for countries with heavy production of autos and steel, certainly here in South Korea. As an economist, I have to tell you that I dont think there is an economist who is in favor of tariffs. Certainly, I am not. I think we all understand and know, however, that political crosscurrents are tricky and difficult, and sometimes economic policy gets wrapped up in domestic political considerations and, for a time, can move in a direction that is not appropriate from an economic policy point of view. That is the excuse that I offer for this particular policy move by the United States.

My perception is that the U.S. is a free and fair trade country, that competitiveness, business-driven, and market-driven are the themes around the world, and I think what you saw is regrettably part of the coming election years economics. I do not think that is the long-run policy posture of the United States. We are hopeful and expecting that the U.S., the European Union and other countries will work their way through this, and do not expect any major trade confrontation or trade war. That would be very detrimental to the worlds economy.

The “Japanese Problem”

Finally, the Japanese problem and the prospects for Japan in so far as what it might mean for the currency, and the perception I have of the way out for the Japanese economy at this time. I mention these because I think they have relevance here as it relates to currencies. We are unable in our research and in our examination of Japan to see how Japan can easily, or perhaps ever, work out of its difficult situation. Our expectation for Japanese growth this year is another small negative. Next year, a small positive; on a three-to-five year basis, no more than 1.5-2% growth per year. Compare that to South Korea where we think we can see growth this year of almost 6%, more than that next year. Of course, that will mean higher inflation and higher interest rates. The Bank of Korea will have to raise interest rates. But, it will represent a vibrant, dynamically-growing South Korean economy that will be affecting Asia in terms of what it buys, sells and

produces.

Or, compare our view on Japan to the view on China. China is doing very well on exports. Its economy is not actually that open and it does not have a very high export-to-GDP ratio. Its a huge domestically driven economy where the prospects are 7-8% stated growth rates per year. Thats a little high. Our own calculations, using our own numbers, would come out with a lower growth rate. But still, there is very strong growth in China and increasing competitiveness and share of market coming from China.

Contrast that to Japan. In the Japanese forecast of Decision Economics, Inc., exports should directly and indirectly pick up as the world economy picks up. My friends in Japan also tell me that the inventory downturn is over. But thats about all. In the tracking of the Japanese economy, we are not tracking anything other than continuing declines in consumption, and capital spending. Fiscal stimulus through increased government spending cannot work anymore. Japan, as you know, has huge government deficits and debt. Once again, the sovereign debt has been downgraded, just this morning, or yesterday, I think. There will be further downgrades. The sovereign fiscal position of the Japanese economy is very, very difficult.

Tax cuts, which would be preferred as a way out, much as the U.S. has used tax cuts, and which remains one of the suggestions I keep making to my Japanese friends, have previously been rejected by the policymakers in Japan. But it would still be helpful. Japanese tax rates, both individual and corporate, could come down and that would be positive. But the Japanese policy makers have shown no sign of doing that. So, we have run into a dead end in policy stimulus in Japan.

In the financial system of Japan, the banking system is in difficulty. The insurance industry is in difficulty. The financial intermediary system, so important for a vibrant economy, which transfers an easy monetary policy into the private sector, is broken. That transmission of money into the private sector and into lending that will help raise consumption and business capital spending and support the private sector, cannot happen. More likely than not, the non-performing loan problem in Japan will not improve. It will get worse before it gets better. It appears the banks simply dont want to reform. The policy-making bodies of the Japanese government dont seem to be able to make the banks reform. Bank reform simply is not happening in Japan.

As for politics and the ability to compete, that is also a difficulty in Japan. We observe some

problems in the policymaking leadership and political leadership as well.

All of this is to say that, try as we may and as much as we research the situation, the prospect, objectively taken, on the Japanese economy is still negative. That does have implications for the exports of South Korea. It does have implications for business strategy and where marketing by companies needs to go. It has implications for the currencies. Natural market forces suggest the yen against the dollar is very likely going to decline some more. In turn, that will create some further competitive problems for South Korea and other Asian countries, and perhaps bring a sympathetic downward movement in those currencies against the dollar as well.

I see no way out of this situation at this time. It seems inevitable that the yen will have to decline over the long-run as part of the mechanism of adjustment to help Japanese exports, as part of some cyclical help for the Japanese economy. In addition, my guess is major countries and governments around the world will accept that a declining currency is one of the ways out for countries in cyclical trouble. This is particularly so for a country like Japan where there is severe deflation. A lower currency can help reverse that deflation. There will be significant declines in the yen against the dollar as we move forward this year, and next, given how things look at this point.

The Middle East

Finally, the Middle East situation, oil, and the U.S. and world economies. This is one of the great uncertainties and risks for the U.S. and world economies this year. No one can say where this Middle East confrontation will go or end up. It is laced with scores of years, hundreds of years, conflict and hostility. It is as complicated as any geopolitical issue can be and it has just one tangible economic outlet: the price of oil. How crude oil prices go, and this conflict goes, can have major effects on the world economy.

For now, for the moment, we are viewing the modest rise in crude oil and energy prices as a marginal impediment to growth in the U.S. and world economies, particularly the oil-consuming nations. The U.S. is one of those. Japan is another. Korea, yet a third. This is not decisive. Not devastating. It is not anything that will interrupt growth. Indeed, to some extent in the U.S. case, it is helping because it will keep our Federal Reserve from raising interest rates sooner, since consumption spending will be weaker because of higher oil and energy costs.

But, if for some reason the confrontation extends and enlarges, and if oil prices should move up

to US\$ 35-40 per barrel, then I would have to say that the world recovery would be in jeopardy. Not just in economics and in the impact of oil and energy costs, but also because the kind of situation that would give rise to a US\$ 35-40 oil barrel most certainly would mean an intensification of the conflict, and enlargement of the conflict, to something that none of us would want to see.

The Middle East is a very complicated, fragile, difficult situation. I have, myself, a more optimistic view on the resolution of it. It, unfortunately, involves what we are seeing: the elimination of the terrorist infrastructure in the eyes of the Israelis first. Then when that, in their eyes, is completed, they will be willing to sit down and talk. Of course, they won't want to talk with Mr. Arafat. That will create complications with the Arab world. We are, then, likely to have this up-and-down Middle East situation with us for some time.

History teaches us that business goes on, markets go on, consumption goes on, economies go on, even with ongoing tension. Let us hope that it will not explode into a major confrontation and a war-like situation..

Aside from the geopolitical risks, the prospects for the U.S. and world economy look much brighter now than they did to me last time I was here. As for my view on South Korea, the airport was a symbol of the coming of age of the Korean economy. It was so shiny, bright, and new, and it looked so beautiful to me flying in and walking through it. I thought to myself that this is a symbol of South Korea on the move again. I think you are on the move again and not going to turn back or retreat from that for a number of years.

Thank you very much.

Questions & Answers

Q The U.S. economy has enjoyed, and is still enjoying, the longest length of prosperity in history. If there was a recession, it was a mini-recession. Or, using the NBER definition of a recession, there may not have been a real recession since there was only one quarter of negative growth. What makes this economic performance different? How was this long prosperity maintained? Was it due to the better availability of data? Technology? Preemptive policies? Allen Greenspan himself? What made this whole business cycle different, as compared to cycles before?

A I'll start with a technical comment on recessions, and on whether the U.S. really had one or not. On a GDP basis it was a very mild downturn, if indeed we had one. GDP, as you know, is not the technical way that the National Bureau (NBER) defines recession. It is based on a range of monthly economic indicators, particularly four or five key ones. On that basis, consistent over 150 years of history, we definitely had a recession. Mild or not will be decided later on. It looks like it was of average length.

I think it was very severe in the business sector. Business profits plummeted. Business capital spending plummeted. A million-and-a-half people were laid off in a very short amount of time. Industrial production went down 18 months in a row. This is very unusual. It was very severe in the business sector, very much so in telecommunications and technology, as you know. I find as I travel the world that business people still are feeling the effects of this downturn. But on the housing and consumption side, a recession hardly happened. So it is complex and not clear cut. When you look at GDP, the GDP reflects every thing. And, GDP only went down for one quarter.

So why has the U.S. maintained such a long period of prosperity, even, with this downturn as I've described it, escaping pretty well with hardly a dent? I would say the main reason is the surge in productivity growth that emerged over the 1990s. I think a lot of this was market-driven. It was market forces pushing American companies to become more competitive, and to seek and demand technology to help become more competitive and cut labor costs. In turn, when I ask why were American companies so intense in doing this, I come back to maximizing shareholder value. Maximizing shareholder value has a lot of pluses, also a lot of negatives. Look at Enron. That was a negative. Maximizing shareholder value is so intense and engrained in the United States than anywhere else in the world that it drove American companies to demand such technology. So the U.S. responded with the purchase of new technology and the installation of it.

That, plus the pressure on workers, was the major factor driving productivity growth so high. That, in turn, has allowed the U.S. to grow with relative impunity. Let me put it another way: we can now grow faster in the United States without the Federal Reserve having to worry about inflation because our potential growth rate is so much higher.

The second element is a preemptive, forward-looking monetary policy. It was the Federal Reserve, led by Chairman Greenspan, that ran policy in a very eclectic and pragmatic way, not relying on any of the "rules" that we are taught as economists. For example, the natural rate of unemployment was dropped by Chairman Greenspan and the Federal Reserve in the mid-1990s because it became obvious that the U.S. economy could grow with a lower rate of inflation because of higher productivity growth. So the rigid rule, the "natural" rate, which

would have had the Federal Reserve raise interest rates sooner, became irrelevant, much as many things have become for the Federal Reserve over recent years. It is now a very flexible central bank, and preemptive monetary policy, changing rates ahead of time, before there's a problem, is really the right way to go.

Those are the two main reasons for the sustained prosperity. I was struck by, and somewhat surprised, by the quick tax cuts of the Bush Administration, and the early attempt by the Bush people to head off a recession. President Bush has been a businessperson. American business people don't want to wait until problems happen. They want to head them off. That's another striking characteristic, a big change, in the U.S. corporate culture. In the 1990s, American business people learned to look for problems and to take care of them before they appeared. I see a lot of nodding of heads here, and that makes me think that business people here in South Korea have the same attitude. In the 1980s, American business people didn't want to hear anything bad. They wanted to hear only good forecasts, only good things about business, and they got behind the curve of trouble. That's not U.S. corporate mentality any more.

Q As you know, in Japan total trade as a proportion of GDP is very low, maybe less than 10%. So the Japanese economy cannot really recover based solely on trade promotion. We would like to have your view on this.

A The Japanese export-to-GDP ratio is slightly under 10%. The portion of GDP that goes to U.S. exports is slightly under 3%. The U.S., directly, in its upturn, cannot pick the Japanese economy up. The direct and indirect effects of a U.S. upturn, through Japanese exports, will be larger. So Japan, on the economic activity, should see some sympathetic improvement in exports as the global economy picks up. That will help its GDP. But I think that is about all we can see at the moment. We can't see much coming on the domestic side. We are pessimistic. So I am in agreement with the thrust of the question.

Q On the Chinese economy, there was recently a report by a professor at the University of Pittsburgh who argued that, based on energy consumption figures, the Chinese economy couldn't grow by 7-8%. Energy consumption numbers, he argued, do not support that figure. We would like to know what is your view on this.

A The close-to-correct figures on growth are more like 4-5%. That is not so much our own research basis, but that of scholars who follow the Chinese economy very closely, who are

on our advisory board at our company. We have had many sessions on China, Southeast Asia, and Japan, and on their basic prospects.

Lets face it. What do business people have to do now when you look at Asia? On a three-to-five year horizon, business people have to decide where they are going to produce, where they are going to have offices, and where they are going to market and sell. They have to decide where the competition is coming from. This is very important for businesses to make those decisions.

So how Japan goes, how China goes, and how South Korea goes is very, very important to many, many of our clients. Surely, very important to people here as well. Those involved in financial markets must choose where to globally allocate their assets. Do you put them in Euro-based investments? Dollar-based investments? Or do you put them in yen-based investments? I am hard put to recommend to our clients to be anything other than significantly under-weighted in yen denominated investments. This is based on the analysis that we have and on what the outside experts that we bring in to help us and our clients say. As part of that process, when looking at China, it is quite clear that the numbers are not quite what they appear. So our estimate, and those of the experts we have used, is on the order of 4-5%.

Q You mentioned interest rates briefly. What are your predictions for U.S. interest rate this year and next?

A The current levels of short-term rates are abnormally low. For an economy that will be, we think, up and running, we are sure that the Federal Reserve will raise interest rates. Not in a systematic attempt to take down inflation risk, which is largely absent in their terms, but simply to move short-term rates in-line with a reasonably solidly growing economy. Our thought is that we may see 75 basis points of higher short-term interest rates in the course of the second half of the year, but not a continued and systematic series of rises in interest rates to attack inflation. There isnt an inflation problem. When the U.S. Federal Reserve attacks inflation, watch out, because the by-product is almost always trouble in the economy and trouble in earnings. We dont see that happening for a long, long time.

Q North Korea is a very important problem for us. But the North Korean economy, in terms of size, is not that important. However, during your work and while making your forecasts, do you ever take into consideration what is happening in North Korea?

A Yes, we certainly do because it is a political issue. As you know, the President of the United States has identified several countries as part of, I think the phrase was, an axis of evil. I'm not sure which of his speech writers wrote that phrase. I don't think I would have written that phrase, but that's our President. He's kind of a "black & white" guy; he tells it as it is. It's refreshing. He's not always so diplomatic, but he has identified North Korea as a potential political problem, along with Iraq and Iran.

I think the U.S. -- and you need to know this -- is clearly telegraphing an intention to deal with terror around the world and that this is something this administration wants as its legacy. This is fraught with risk. This is confrontational. So the North Korean situation, political and economic, is relevant for us because it is part of what we have to decide in terms of what we think the administration might do, and particularly the risks of foreign policy to the U.S. and to its financial markets. Watch those words. I'm not saying that I'm for it or against it. But I'm saying that they have clearly telegraphed their intentions. The Middle East situation has, in my opinion, taken the administration off track for a time until it gets resolved. It is clear that what they have been talking about in terms of terror around the world cannot be pursued until the Middle East situation is resolved in a more favorable way. None of us know how long that will take.
