

2015 IGE/Samsung Electronics Global Business Forum

격변하는 신흥시장과 한국에 미칠 영향
Turbulence in Emerging Markets and Impact on Korea

Sung-won Sohn



손성원 (Sung-won Sohn) 미국 Channel Islands 캘리포니아 주립대 석좌교수

미국 Channel Islands 캘리포니아 주립대 석좌교수이자 저명 이코노미스트. 미국 월스트리트저널은 손성원 교수를 2006년 최고의 이코노미스트 1위, 2011년 3위에 선정함. 백악관 대통령경제자문회의 선임경제학자로 연방준비위원회와 금융시장 관련 입법을 담당함. 웰스파고는행 수석 부행장 및 CEO를 역임함. 미국 피츠버그대에서 경제학 박사학위를 받고, 하버드 경영대학원을 졸업함.

격변하는 신흥시장과 한국에 미칠 영향¹⁾

손성원(Sung-won Sohn)

미국 Channel Islands 캘리포니아 주립대 석좌교수

오늘 강연에서는 주로 신흥시장과 한국 경제에 대해 말씀드리겠습니다. 방한 전 중국에서 3일 간 중국과 그 외 지역의 경제상황에 관해 논의했습니다. 전 세계적인 결론은 세계 경제가 둔화하고 있다는 것입니다. 중국에서 제가 참석했던 모든 회의에서는 경제 성장 둔화, 수요 부족에 관해 언급했습니다. 그것이 기저에 깔린 주제인 듯했습니다. 중국에서는 또한 디플레이션과 디스인플레이션이 문제입니다. 며칠 전 소비자물가지수(Consumer Price Index, CPI)와 생산자물가지수(Producer Price Index, PPI) 수치가 발표되었습니다. 소비자물가지수가 제로에 근접하고 있어 중국은 이를 매우 우려하고 있고 수요 부족 때문으로 생각하고 있습니다. 소비자물가지수가 제로에 근접하고 있는

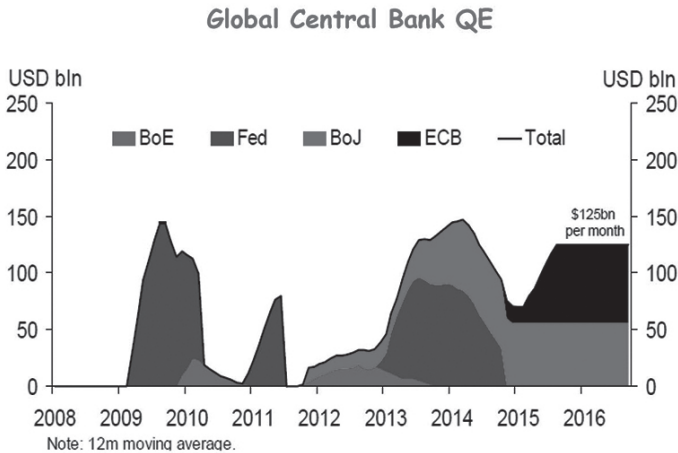
1) 본 글은 2015년 11월 12일 개최된 “IGE/삼성전자 글로벌비즈니스포럼”에서 손성원 교수가 강연한 내용을 녹취하여 정리·번역한 것으로 연사의 개인 의견임을 밝혀둔다.

것뿐만 아니라, 수년 동안 생산자물가지수 또한 하락하고 있습니다. 이 강연의 마지막 부분에서 한국 경제에 관해서도 말씀드리겠습니다. 한국 경제에 관해 많이 들으시겠지만, 앞으로 한국 경제가 어떻게 전개될지 외부자의 견해를 들어보시는 것도 도움이 될 것으로 생각합니다.

한국 경제 관련 저의 결론은 정부가 해왔고, 하고 있고, 또한 해야 할 것들이 많다는 것입니다. 제가 재차 권고하고자 하는 것 중 하나는 한국은행이 금리를 제로 수준으로 가능한 빨리 인하해야 한다는 것입니다. 세계 경제의 상황에 비춰 왜 한국은행이 한국 경제를 위해 한번에 1%씩이 아닌 제로 수준으로 금리를 인하해야 하는가에 대해서는 추후 자세히 말씀드리도록 하겠습니다. 세계 경제가 둔화되고 세계적으로 디플레이션과 디스인플레이션의 우려가 있을 때, 한국도 예외는 아닙니다. 만약 세계 경제를 바다로 간주한다면, 한척의 배와 같은 뉴질랜드, 한국, 일본과 같은 나라의 경제는 바다의 거대한 조류를 이겨낼 수가 없습니다. 그러므로 배를 안정시키기 위해 할 수 있는 일을 해야 합니다. 한국은행이 가급적 빨리 금리를 제로로 인하할 수 있도록 정부가 할 수 있는 조치의 하나로 말씀드린 것입니다.

먼저 세계 경제에 대해 말씀드리겠습니다. 선진국들의 경제가 점차 회복되는 것을 목도하고 계실 겁니다. 그러나 미국 경제를 제외한다면 경제 성장에 대해 할 얘기가 그다지 많지 않습니다. 선진국의 점진적 경제 성장의 이유는 화폐, 유가, 그리고 양적완화 이 세 가지입니다. 첫째, 일본의 엔화와 유로의 가치가 상당히 하락했습니다. 달러 대비 화폐가치 하락은 긍정적입니다. 둘째, 유가 하락은 감세와도 같

습니다. 유가 하락이 전 세계의 많은 경제에 도움이 되고 있습니다. 양적완화는 지금까지 그리고 앞으로도 중요한 정책 수단이 될 것입니다. 이러한 이유로 선진국의 경제가 빠르지는 않지만 침체를 빠져나오고 있다고 생각합니다. 유럽의 경우, 실업률이 상승했지만 점차 하락세 보이며 긍정적인 방향으로 움직이고 있습니다. 유럽에서 사실 경기가 좋아지고는 있지만, 활기가 있지는 않습니다.

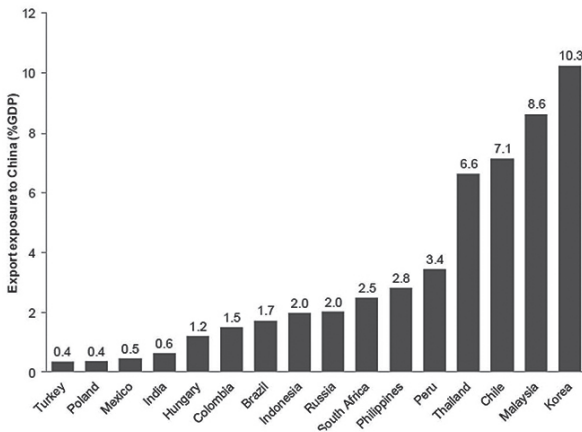


오늘 여러분과의 대화의 주요 내용은 신흥국 시장입니다. 이를 가장 잘 표현하는 것이 “쏟물이 빠지고 있다”라고 할 수 있겠습니다. 몇 년 전만 해도 중국을 포함한 신흥국들이 세계 경제를 성장시키는 원동력이었습니다. 그러나 더 이상 그렇지 않습니다. 사람들은 신흥국 경제와 그것이 한국, 미국, 유럽 등을 포함한 세계 경제에 미치는 영향에 대해서 우려하고 있습니다. 신흥국 경제에 대한 우려 관련 세 가

지 핵심 이슈가 있습니다. 첫 번째는 중국 경제의 둔화입니다. 예를 들어, 한국은 수출의 약 25%를 중국에 의존합니다. 그러나 중국 수출이 둔화되고 있습니다. 중국 경제의 둔화가 세계적으로 영향을 미치고 있습니다. 둘째, 낮은 원자재 가격입니다. 브라질, 인도네시아 그리고 심지어 호주와 캐나다와 같은 여러 나라들이 중국의 원자재 수입 감소로 어려움을 겪고 있습니다. 셋째, 미국 연방준비제도(FRB)가 12월에 금리 인상을 할 예정입니다.

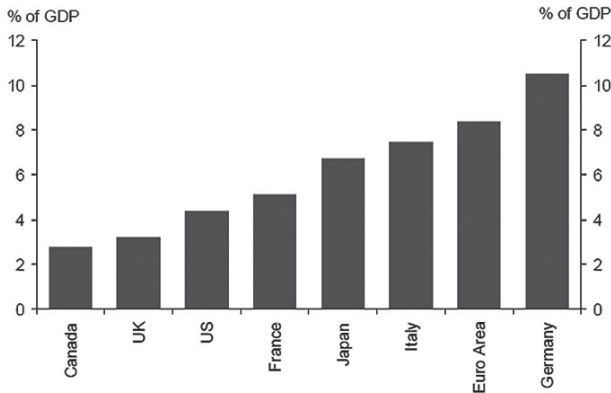
중국 경제가 세계 경제에 얼마나 중요한지 수치로 말씀드리자면, 아래의 그래프는 각국의 GDP 대비 대중국 수출을 나타냅니다. 한국의 경우 10.3%로 가장 높고, 말레이시아는 8.6%, 칠레는 7.1%, 그리고 인도네시아는 2.0%입니다. 한국보다는 작지만 상당한 수치입니다. 따라서 중국 경제가 둔화하면 세계 경제에 좋지 않은 영향을 미칠 것입니다.

EM: Export Exposure to China



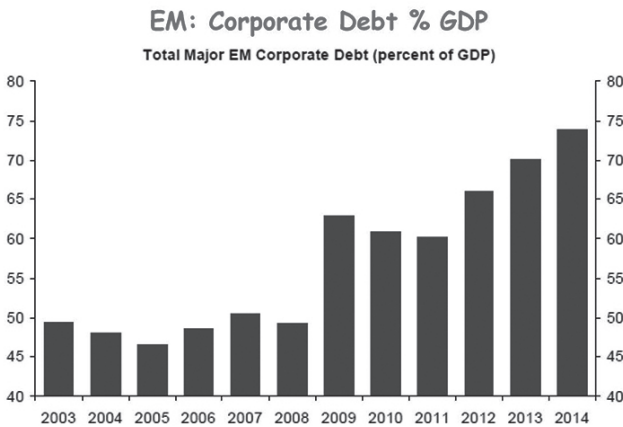
선진국 시장 또한 중국의 경제성장 둔화에 따른 부정적인 영향을 받습니다. 가령 독일의 전체 수출의 11%를 중국이 차지하고 있습니다. 메르세데스 벤츠와 BMW의 수요가 가장 빠르게 성장하는 시장은 한국도, 미국도 아닌 중국입니다. 골프 클럽 수요가 가장 빠르게 성장하는 시장 역시 중국입니다. 독일, 이탈리아, 일본 그리고 모든 나라들은 중국의 경제성장 둔화로 인한 영향을 느끼기 시작했습니다.

DM: Export Share of GDP to EM
2014



신흥시장이 경제 모멘텀 측면에서 더 이상 예전 같지 않다는 말들이 있습니다. 중국 이외의 다른 이유는 원자재 가격입니다. 원자재 가격이 하락 추세를 보이고 있는데 중국의 구매 감소와 관련이 있습니다. 화폐 가치의 측면에서 저는 신흥국의 화폐를 원자재 중심 신흥국 화폐와 제조업 중심의 신흥국 화폐 두 종류로 분류합니다. 두 분야 모두 평가절하 되고 있고 될 것이지만 원자재 중심 신흥국의 화폐 가치 하락 속도가 다른 나라들보다 훨씬 빠릅니다.

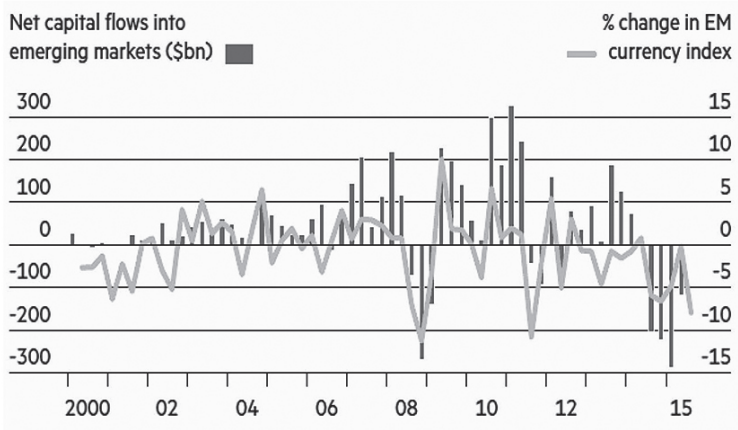
신흥국들은 부채가 많습니다. 경제학자들은 이를 “새로운 죄(new sin)”라고 부릅니다. 기업부채에 정부부채를 더하면 이는 엄청난 규모의 부채입니다. 신흥국들은 지난 10년간 4배 가까이 증가한 어마어마한 양의 부채로 고통 받고 있습니다. 총부채가 늘었을 뿐 아니라 해외에서 미 달러화, 엔화 그리고 유로화 표시 자금의 많은 차입을 하고 말았습니다. 자국 통화의 평가절하를 미처 깨닫지 못하고 금리가 낮기 때문에 많이 빌린 것입니다. 신흥국들은 자국 통화의 평가절하로 달러, 엔, 그리고 유로화 표시 부채 상황에 어려움을 겪고 있습니다.



모든 경제 문제와 금리에 관한 염려 때문에 자본유출은 당연한 일입니다. 신흥국뿐만 아니라 중국도 마찬가지입니다. 아래의 그래프에서 신흥국의 순자본유출을 확인하실 수 있습니다. 자본유출의 가속화 여부가 우리가 우려하는 바입니다. “새로운 죄” 혹은 신흥국의 부채에 관해 말하자면 2015년 한해에만 거의 1조 달러에 달하는 자본유출이

있었음을 보실 수 있습니다. 올해 말까지 약 1조 2천 5백억 달러의 자본유출 것으로 보입니다. 경상수지 적자가 있는 나라들은 자본유출이 아닌 자본유입이 필요합니다. 그러나 현실은 거대한 자본유출이 진행 중입니다. 이것이 신흥국들의 경제 문제와 통화 평가절하의 이유 중 하나입니다.

EM: Capital Flowing Out



자본 유출이 계속되면 신흥국의 거의 모든 나라에서 외환보유액이 줄어드는 것은 당연한 이치입니다. 신흥국들의 외환보유액이 줄고 있습니다. 이것이 얼마나 지속될 것인가가 문제입니다. 주요 원자재 수출국인 브라질이 좋은 예입니다. 철광석 가격이 엄청나게 하락했습니다. 철광석 가격은 한때 톤당 125달러였으나 지금은 약 1/4 수준인 톤당 약 30달러입니다. 이것은 브라질의 경제와 자금 흐름에 타격을 주고 있습니다. 중국이 브라질의 철광석을 다량 구매할 때에는 브라질의 경상수지는 막대한 흑자를 기록했습니다. 그러나 중국의 구매가

줄어들자 브라질의 경상수지 적자가 발생하고 있습니다. 아시다시피 “경상수지(current account)”는 자금흐름을 의미하는 경제학자들의 용어입니다. 국가의 자금흐름을 “경상수지”라고 합니다. 보시다시피 브라질의 자금흐름은 마이너스를 기록하고 있습니다.

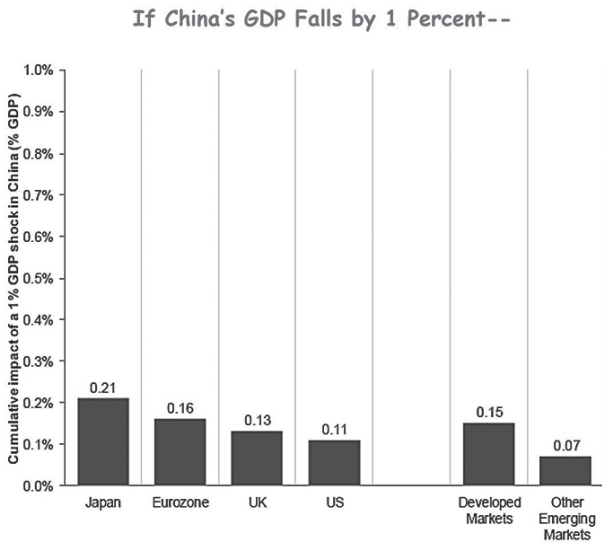
그뿐 아니라 브라질의 통화는 60% 정도 절하되었습니다. 일부는 대중국 수출이 예전만 못하기 때문입니다. 또 한편 상당한 통화 절하로 인해 인플레이션 원인이 있습니다. 인플레이션이 두 자리 수에 접근하고 있어 경제가 둔화되고, 자금이 유출되고 있습니다. 재정적자와 인플레이션이 높은 상태입니다. 이 상황에서 중앙은행은 금리를 올려야만 합니다. 현재 브라질은 고금리보다는 저금리가 필요합니다만 중앙은행은 선택할 대안이 없습니다. 자본유출로 인해 브라질은 금리를 올려 외환보유고를 보호하려고 합니다. 금리를 올릴 경우 어떻게 될까요? 경제성장을 더욱 둔화시킵니다. 진퇴양난의 상황인 것이죠. 심지어 미국에서도 대브라질 수출이 둔화되고 있습니다. 중국의 줄어든 대브라질 수입은 브라질 경제의 둔화를 초래하고 결과적으로 브라질이 캘리포니아 와인 및 다른 수출품을 구매하지 않아 미국 역시 어려움을 겪고 있는 것입니다. 모든 것이 서로 맞물려 있습니다.

중국을 방문하는 동안 약 20여명의 경제학자와 정부 관료를 만났습니다. 그래서 최근 중국 경제의 상황에 대해 잘 알고 있습니다. 중국 경제가 둔화되고 있다는 것은 주지의 사실입니다. 새로운 것이 없습니다. 핵심은 이것이 연착륙(soft landing)이 될 것인지 경착륙(hard landing)이 될 것인지를 여부입니다. 이와 관련 중국 정부의 대책은 무

엇이며 세계 경제에 어떤 영향을 미칠까요? 중국 정부는 경제, 사회 그리고 정치 개혁에 관해 언급해 왔습니다. 이 모든 것은 경제성장에 달려있습니다. 중국 정부와 인민들 간에는 일종의 계약이 있습니다. “정치를 공산당에 맡기면, 여러분들은 잘살 수 있습니다.”라고 했습니다. 그리고 그것은 지난 20년 동안 꽤 효과가 있었습니다. 그러나 조금씩 흔들리기 시작하고 있습니다. 경제성장이 둔화되면서 정부는 언급했던 개혁을 실행할 수 없게 되었습니다. 중국 정부에게 가장 중요한 일은 경제성장을 안정화시키는 것입니다. 그러면 궁극적으로 개혁을 추진할 수 있겠지만 현재는 그렇지 못합니다.

중국의 경제성장률이 올 3분기에 전년대비 6.9%로 하락한 것을 알고 계실 겁니다. 그러나 중국인들은 이것은 신기루에 불과할 뿐 중국의 실제 경제성장률은 6.9%보다 훨씬 저조하다고 말합니다. 중국의 외환보유고에서 자금이 빠져나가고 있습니다. 그들은 돈을 잃고 있습니다. 자본유출 때문입니다. 중국의 외환보유고가 크지만 이 정도 속도로 자금이 유출된다면 아무리 중국이라도 그 영향을 받게 될 것입니다. 다수의 미국인들이 미국의 대중국 수출품이 주로 일부 식료품, 고철, 그리고 재활용지 등 많지 않기 때문에 중국 경제가 미국 경제에 별 영향을 미치지 않는다고들 합니다. 그러나 이는 사실이 아닙니다. 만약 중국의 경제성장률이 1% 하락한다면 미국에는 어떤 영향이 있을까요? 일본의 경우엔 경제성장률이 0.21% 하락하고, 유로존은 0.16%, 그리고 미국은 0.11% 하락할 것입니다. 6~7년 전 중국 경제는 연 12~13% 성장했지만, 현재는 그 절반 수준으로 하락했습니다.

그것에 0.11%를 곱하면 미국 경제에 미치는 영향을 가늠할 수 있습니다. 저는 미국의 경제가 예상만큼 성장하지 못한 이유 중 하나가 중국이라고 생각합니다. 중국과 신흥국에서 일어나는 현상으로 인해 경제 성장의 상당한 부분이 꺾여나가고 있는 것입니다.



사람들은 “왜 중국의 경제가 빠른 속도로 하락하고 있는 것이죠?” 라고 묻습니다. 저의 이론은 이렇습니다. 2007~2009년 미국, 일본중앙은행(BOJ) 그리고 유럽중앙은행(ECB)의 양적완화에 관해 논의했습니다. 경제위기 당시 중국 인민은행이 가장 공격적인 양적완화를 단행했습니다. 당시 중국은 경제 둔화를 몹시 우려하여 많은 유동성을 창출했습니다. 문제는 그 돈의 행방입니다. 중국은 자본유출을 막기 위해 경제 방화벽을 설치했습니다. 중국의 저축률은 GDP의 약 35%

로 세계에서 가장 높은 것 중 하나입니다. 중국의 소비가 높지 않은 이유 중 하나입니다. 사람들이 저축한 돈이 어디로 가는 것일까요? 사실 그 돈은 중국 내에 머무릅니다. 또한 중국의 기업과 지방 정부는 많은 돈을 빌렸습니다. 중국의 GDP 대비 부채비율은 2008년 80%, 2014년 300%였고, 올해는 약 325%로 추정됩니다. 유동성의 세 가지 원천에 대해 말씀드리겠습니다. 첫째, 인민은행은 엄청난 규모의 양적완화를 단행했습니다. 아무도 양적완화라고 부르지는 않았지만, 엄연히 양적완화였습니다. 둘째, 사람들이 저축을 많이 했습니다. 셋째, 국내에서만 아니라 해외로부터의 차입도 많았습니다. 중국 정부는 중국에 울타리를 치고, 돈이 중국 내에 머물도록 했습니다. 그 자금은 부동산, 시멘트 공장, 제철소 등으로 흘러갔습니다.

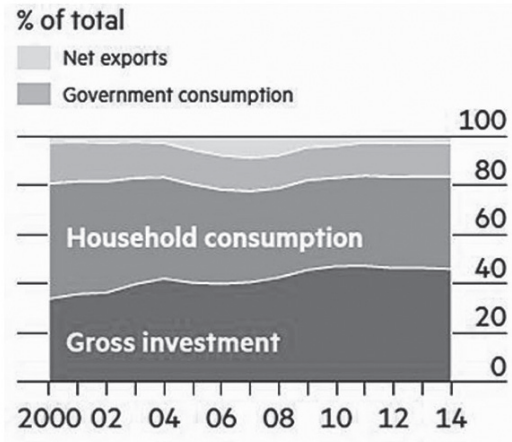
현재 중국은 과잉설비 상태입니다. 상하이에 가서 한밤중에 강 건너 푸둥(Fudong) 지역을 살펴보면 반 정도가 비어있습니다. 왜냐하면 많은 건설이 이뤄졌지만 팔리지 않기 때문입니다. 요지는 과잉 유동성과 건물을 지을 때 성장률이 상승한다는 것입니다. 그러나 현재는 동전의 다른 면을 보고 있습니다. 현재 우리는 과잉투자로 인해 스테로이드 주사를 맞은 것 같은 상태의 중국의 경제성장을 목도하고 있습니다. 그러나 현재 중국은 생산 과잉과 사람들이 모두 다 매입할 수 없는 수의 콘도에 대해 깨닫고, 성장 속도를 줄이려 합니다. 속도를 줄이면 경제성장이 둔화되고 이것이 우리가 현재 목도하고 있는 중국의 상황인 것입니다.

이는 일시적인 현상이 아닙니다. 이 현상은 상당기간 지속될 것입

니다. 부동산뿐만이 아니라 수출 중심의 제조업 같은 중국의 구경제 또한 둔화되고 있습니다. 중국 정부는 금융서비스업과 같은 신경제가 경제성장의 둔화를 메워주기 바라지만 그 속도가 충분히 빠르지 못합니다. 구경제가 생산과잉으로 인해 빠른 속도로 하락세를 보이지만 신경제가 그만큼의 속도로 성장하고 있지 못합니다. 이 두 가지를 함께 놓고 보면, 큰 폭의 둔화가 어디서 기원하는지 알 수 있습니다. 이것이 바로 현재 중국의 상황입니다. 미국 컨퍼런스 보드(Conference Board)는 2015년과 2019년 사이 중국의 경제성장률이 약 5.5%가 될 것이라고 합니다. IMF는 6.6%, 세계은행(World Bank, WB)은 7%로 전망하고 있습니다. 그러나 일부 중국 경제학자들은 이 수치들이 지나치게 높다고 말합니다. 분명, 문제가 있는 것입니다.

중국 정부는 중국 경제의 재균형(rebalancing)을 간절히 바랍니다. 과거 대부분의 경제성장은 고속도로, 콘도 등의 건설처럼 소위 성장 투자에서 나왔습니다. 그러나 현재 중국은 경제성장 조합의 변화를 원합니다. 이것이 그들이 말하는 재균형입니다. 중국 정부는 가계소비가 늘어나기를 바랍니다. 가계소비가 증가하고는 있지만, 중국 정부의 기대만큼 빠른 속도로 증가하고 있지는 않습니다. 이것도 역시 변화의 문제입니다. 중국 정부는 소비의 빠른 상승이 성장 둔화를 상쇄해주기를 바라지만 실상은 그렇지 못합니다. 따라서 그것이 중국 경제의 둔화로 이어지는 것입니다.

China: Rebalance Growth

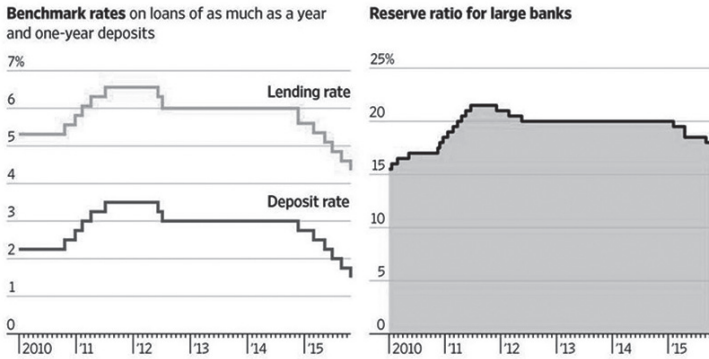


핵심 문제는 중국의 경착륙 혹은 연착륙 여부입니다. 중국은 한국도 미국도 갖고 있지 않은 두 가지를 갖고 있습니다. 첫째, 정부가 통제권을 갖고 있습니다. 둘째, 미국처럼 정부 부채가 매우 높아 재정정책은 선택사항이 아니라는 것입니다. 중국은 약 4조 달러의 외환보유고가 있습니다. 중국은 돈과 통제 모두를 갖고 있습니다. 따라서 정부가 연착륙을 원한다면 그렇게 될 것입니다. 경착륙의 가능성은 없다고 생각합니다. 또한 최근 중국 정부는 신용조건을 완화하고 있습니다. 사람들이 중국 정부가 올해 이미 여섯 차례의 금리 인하를 단행했음에도 불구하고 왜 중국 경제가 활기를 찾지 못하는지 묻곤 합니다. 금리를 인하했지만, 경제학자들이 말하는 본원통화(monetary base)를 보면 안정적이거나 줄어들고 있습니다. 따라서 중국의 경제활동을 보면, 이번 달 통화정책이 매우 긴축적이라는 사실에 영향을 받고 있다

는 것을 알 수 있습니다. 2007~2009년에는 상당히 느슨했지만, 최근 몇 달 상당히 긴축적이었습니다. 인민은행이 통화정책을 완화하려는 이유 중 하나입니다.

이제 미국 경제에 대해 말씀드리겠습니다. 현재 미국의 고용률이 상승 호조세를 보이고 있습니다. 미국 연방준비제도이사회 의장인 제넷 옐런(Janet Yellen)에게는 매우 중요한 일입니다. 케인지언학과 경제학자인 옐런은 필립스곡선(Phillips Curve)이라고 불리는 것을 신뢰합니다. 필립스곡선이란 경제학자들이 사용하는 언어로 간단히 말해 고용률이 하락하면 인플레이션이 상승하는 것을 의미합니다. 미국에서는 고용률이 상승중이고 경제적 활동 역시 탄력을 받아 상승하고 있습니다. 따라서 조만간 인플레이션이 상승해야 합니다. 그러나 실제로는 그렇지 못합니다. 노동시장이 경직되고 있습니다. 저는 미국의 고용창출을 상, 중, 하 세 부분으로 분류했습니다. 우리가 창출하는 고용의 반 이상은 붉은색으로, 고임금 직업을 의미합니다. 수년 전 제가 백악관의 이코노미스트 직원으로 있을 당시, 저의 임무 중 하나는 미국 경제의 잠재성장률을 계산하는 것이었습니다. 예전에는 3.5%였지만, 현재의 잠재성장률은 2~2.5% 정도입니다. 이 수치는 여전히 연준의 장기 경제성장률보다는 높은 수치입니다.

China: Easing Credit Conditions



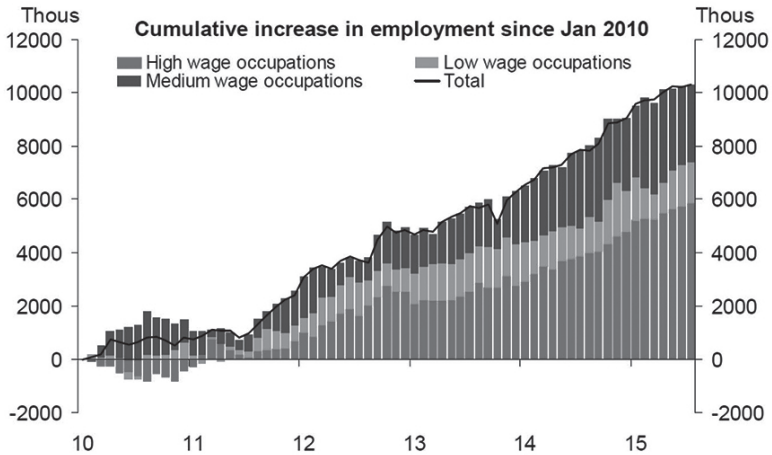
미국 연준은 험프리-호킨스법(Humphrey-Hawkins Act)이라고 불리는 두 가지 임무가 있습니다. 하나는 완전고용이며 다른 하나는 가격 안정입니다. 다시 말해 많은 일자리를 창출하고 인플레이션을 통제하는 것입니다. 오늘날 우리는 인플레이션보다 디플레이션과 디스인플레이션에 대해 우려합니다. 미국과 한국을 포함한 세계 경제에 대한 저의 우려 또한 인플레이션이 아닌 글로벌 디플레이션과 디스인플레이션입니다. 고용시장은 합리적 수준에서 잘 성장하고 있지만, 미국의 소비자물가지수는 서비스업이 활성화되지 않고 있음을 지적합니다. 왜일까요? 대외경쟁이 없기 때문입니다. 대신 수입경쟁으로 인해 가격이 하락했습니다. 예를 들어, 지난 2년 동안 미국에서 텔레비전 세트 가격은 거의 58% 하락했습니다. 그러나 케이블 혹은 위성 서비스를 구매할 경우, 텔레비전 세트의 가격이 14%정도 인상되었습니다. 그것이 서비스이기 때문입니다. 명확하게 상품 부문에는 디플레이션이, 서비스 부문에는 인플레이션이 있는 것입니다. 재닛 옐런이

직면한 문제의 하나는 임금이 상승하지 않는 이유에 대한 것입니다. 미국에서 소비자물가지수의 약 65%가 임금입니다. 만약 임금이 상승하지 않는다면, 인플레이션이 없을 것입니다. 그것이 옐런 의장이 당면한 문제 중 하나입니다.

마지막으로 한국 경제를 바라보는 외부자의 시각에 대해 말씀드리겠습니다. 한국 경제는 3분기에 경제가 재균형을 찾을 때까지 상당히 둔화되었습니다. 많은 사람들은 어떻게 그럴 수 있는지 궁금해 합니다. 경제는 다시 도약하고 있습니다. 새로운 트렌드가 생겨났고, 사람들은 더 강하고 더 나은 한국 경제를 기대해 볼 수 있겠습니다. 현실이 정말 그럴까요? 저의 결론은 그렇지 않다는 것입니다. 조금 더 큰 그림으로 보자면, 한국 경제가 중요하지만 일본, 유럽, 중국 등의 나라에서 수요가 부족하고, 디스인플레이션과 디플레이션을 겪고 있는 세계 경제의 배경을 보면, 한국 경제도 예외가 될 수 없다는 것을 알 수 있습니다. 3분기의 경제성장은 지속적인 상황이 아닐 것입니다. 한국 경제의 구성을 잘라보면, 특히 3분기에 보이는 성장의 대부분이 재고 누적 때문인 것으로, 이는 반드시 좋은 상황이 아닙니다. 사람들이 예전만큼 상품을 구매하지 않기 때문에 재고가 누적되는 것입니다. 또 다른 우려는 수입과 수출 모두 하락하고 있다는 것입니다. 수출이 수입보다 더 빠르게 하락하고 있는데, 좋은 신호가 아닙니다. 셋째, 일부 정부 프로그램 덕분에 소비자의 지출이 증가하고 있습니다. 핵심은 이런 모든 변화를 조정할 경우 경제는 전년보다 2.6% 상승했습니다. 그러나 재고 누적을 포함한 모든 요소를 제거할 경우 경제성

장률을 겨우 약 2%입니다.

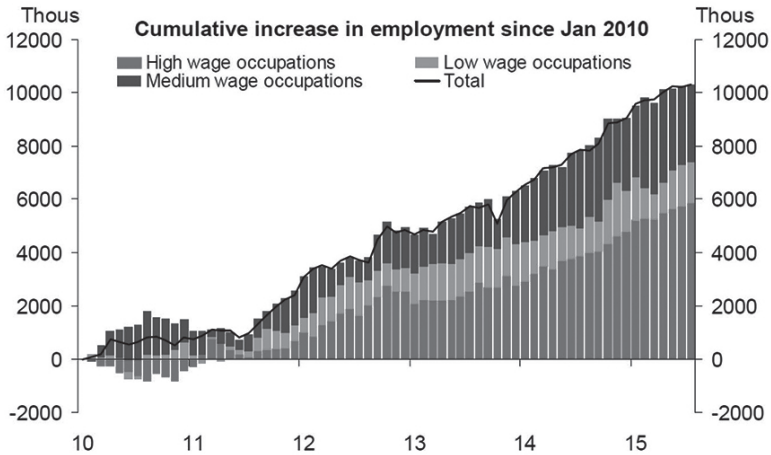
High, Medium and Low Wage Job Creations



High wage occupational categories are management, professional and related occupations. Medium wage categories are sales and office occupations; construction and extraction occupations; installation, maintenance and repair occupations; and production/transportation and material moving occupations. Low wage occupations are service occupations and farming, fishing, and forestry.

목적지별 수출을 살펴보면, 대미수출이 EU, 아세안 그리고 심지어 중국으로의 수출보다 빠르게 하락하고 있습니다. 다른 우려사항은 한국의 소비자물가지수입니다. 미국에서 서비스와 상품의 차이점에 대해 말씀드렸습니다. 한국도 미국과 비슷한 상황입니다. 서비스 가격은 상승하는 반면 상품가격은 하락하고 있습니다. 저는 한국 역시 디플레이션과 디스인플레이션으로 어려움을 겪고 있다고 확신합니다. 그래서 한국은행이 현 상황에 좀 더 신경을 써야 한다고 주장하는 것입니다. 올해 1월 정부는 담배세를 올렸고, 이로 인해 소비자물가지수가 상승하였습니다. 이것이 소비자물가지수를 지탱하고 있습니다. 이를 제외한다면, 한국의 소비자물가지수는 보이는 것처럼 그리 높지 않습니다.

High, Medium and Low Wage Job Creations



High wage occupational categories are management, professional and related occupations. Medium wage categories are sales and office occupations; construction and extraction occupations; installation, maintenance and repair occupations; and production/transportation and material moving occupations. Low wage occupations are service occupations and farming, fishing, and forestry.

마지막으로 한국은행에 관해 말씀드리고 싶습니다. 재차 강조하지만, 한국은행이 가능한 빨리 제로 금리로 가야 한다는 것이 저의 결론입니다. 한국은행이 금리를 제로로 인하할 수 없는 일부 이유가 있다고 말할 합니다. 사실 한국은행이 현재 1.5%인 기준금리를 지금 당장 인하할 수도 혹은 그렇지 않을 수도 있습니다. 연말에는 1.25% 정도로 인하할 수도 있습니다. 전 세계 어떤 경제에서도 소비자의 지출은 매우 중요합니다. 3분기를 제외하면 소비자 지출은 상당히 침체되어 있습니다. 이것은 실질금리가 너무 높기 때문입니다. 실질금리는 명목금리에서 인플레이션을 뺀 차이입니다. 인플레이션율이 하락하고 있기에 실질금리가 상승하는 것입니다. 실질금리가 상승하면 소비자 지출과 경제성장이 둔화됩니다. 따라서 실질금리를 낮춰야 한다고 주장하는 것입니다. 어떻게 할 수 있을까요? 한국은행을 통해 명목금리

를 낮춰야 합니다.

GDP의 약 65~70%를 차지하는 한국의 소비자지출과 가계소비자를 살펴보면, 소비자 부채의 대부분은 변동금리인 것을 알 수 있습니다. 따라서 만약 한국은행이 금리를 빠르게 하락시키면, 변동금리에 좋은 영향을 미칠 것입니다. 이와 관련하여 사람들은 한국은행이 금리를 낮추지 못하는 이유 중 하나로 한국의 가계부채가 너무 많기 때문이라고 문제 제기를 합니다. 한국의 지하경제가 가장 큰 것 중 하나이기 때문이기도 합니다. 따라서 한국의 GDP는 사실 정부의 통계수치보다 더 높고 더 탄탄할 수 있습니다. 사실 더 주의 깊게 봐야 할 것은 GDP 대비 부채비율입니다. 만약 지하경제를 더한 GDP 대비 부채비율을 본다면 사실 그 비율이 한국은행이 예상하는 것만큼 높지 않습니다.

유동자산 또한 매우 중요합니다. 한국은행의 가계 대차대조표를 보면, 은행예금과 같은 많은 유동자산을 보유하고 있습니다. 자산의 구성은 그들이 얼마나 많은 부채를 허용할 수 있는지 판단하는데 중요합니다. 사람들이 생각하는 다른 하나의 이유는 미국 연준이 금리를 인상하려고 하는데 왜 한국은행이 금리를 인하해야 하는지에 관한 것입니다. 제 답변은 미국이 금리를 인상한다고 한국도 같이 금리를 인상해야 한다는 것은 아닙니다. 미국 연준이 몇 년 전 양적완화를 시행하였을 때, 한국은 그렇지 않았습니다. 한국이 미국 연준을 따라해야 할 필요는 없습니다. 게다가 미국 달러 유출에 대한 우려도 있습니다. 일부 미국 달러 유출이 있겠지만, 유의미한 정도는 아닐 것으

로 생각합니다. 한국은 건전하고 탄탄한 경제이고, 사람들의 경제에 대한 자신감도 많습니다. 단지 한국은행이 금리를 제로 수준으로 낮춘다는 이유 때문에 엄청난 자본유출이 있을 것으로 생각하지 않습니다. 특히 미국 연준의 금리 인상을 목전에 둔 앞에서 그렇지 않을 것입니다.

한국에는 현재 3천억 달러가 넘는 외환보유액이 있습니다. 엄청난 양의 돈입니다. 우리가 돈을 저축하는 많은 이유 중 하나는 만일의 경우에 사용하기 위함입니다. 외환보유액을 소진해야 한다고 말씀드리지는 바는 아니지만 그 돈의 일부는 활용할 수 있어야 합니다. 통화정책이 경제의 일부 부문에 부정적인 영향을 미칠 수 있겠지만, 맨 먼저 해야 할 제일 중요한 것은 경제가 성장할 수 있다는 확신을 가지는 것입니다. 다양한 수단이 있겠지만, 가장 빠른 방법은 중앙은행이 금리를 낮추는 것입니다. 제 생각에는 이것이 한국은행이 해야 할 일이고 그렇게 하기를 바랍니다. 한국은행의 이러한 조치는 혼란스러운 상황에서 한국 경제의 안정에 많은 도움이 될 것입니다.

질의
응답



질문

미국 연방준비제도가 금리를 곧 인상할 것으로 보이는데, 수출과 자본유출을 포함한 한국 경제에 미칠 영향은 무엇이라고 보십니까?

답변

미국 연방준비제도가 12월에 금리를 인상할 수 있는 가능성이 매우 높습니다. 오늘 한국은행의 금융통화위원회 회의가 있는데, 오늘 아침 저의 조언에도 불구하고 한국은행이 1.5%에서 금리를 안정적으로 유지할 것으로 예상됩니다. 자본유출과 수출은 매우 중요합니다. 그러나 모든 것을 다 다룰 수는 없다는 것이 저의 의견입니다. 통화정책은 무딘 수단입니다. 제일 중요한 것은 한국 경제를 성장시키는 것입니다. 3분기의 약간의 회복세에서 불구하고 한국 경제는 경제 둔화, 디플레이션, 디스인플레이션 등과 같은 세계적 질병에 신음하고 있습니다. 우선 금리를 인하하여 한국 경제가 둔화와 디플레이션에서 벗어나도록 해야 합니다.

일부 자본유출이 있을 수도 있다고 생각하지만, 한국 경제와 금융 시장에 대한 글로벌 신뢰가 매우 높습니다. 그것이 중요하다고 생각합니다. 브라질에서 자본유출이 진행되는 이유는 브라질의 금리 때문이 아니라 브라질 경제가 매우 빠른 속도로 둔화되고 있기 때문입니다. 지난 12개월 동안 브라질의 통화가 약 60% 절하되었습니다. 주된 이유는 브라질 경제와 정책설립에 대한 투자자들의 신뢰가 없기 때문인데, 한국은 이와는 다른 상황입니다. 일부 자본유출이 있겠지만, 유의미한 수준은 아닐 것이며 해결 가능할 것으로 생각합니다. 만일

에 대비하여 저축은 중요합니다. 4천억 달러 가까운 외환보유고를 가진 한국 경제도 마찬가지입니다. 그 중 일부가 유출된다면 그것은 비정상적인 것이 아닙니다. 2천만~5천만 달러의 손해가 날 수도 있지만 그 돈은 다시 유입될 것입니다. 외환보유액을 충격완화 장치로 간주해야 합니다. 수출에 영향을 주는 두 가지 요인이 있습니다. 하나는 소득효과라고 불리는 것으로, 세계 경제가 둔화되면 소득효과는 부정적입니다. 한국 수출 둔화의 주된 이유는 중국이 구매하지 않기 때문이고, 중국이 구매하지 않는 이유는 중국 경제가 둔화되고 있기 때문입니다. 세계적으로 경제가 둔화되고 있는 것이 가장 큰 문제입니다.

두 번째 결정적 요인은 환율입니다. 최근 몇 달 동안 한국의 원화는 미국 달러대비 강세였습니다. 이로 인해 수입가격이 하락했습니다. 한국 원화가 절하되어 일본의 엔화와 다른 나라의 통화와 더 효율적으로 경쟁하기를 바랍니다. 한국 원화 가치의 절하 목적으로 금리를 인하해서는 안 됩니다. 한국에서 금리를 인하하면, 한국의 수출을 도울 한국 원화의 평가절하가 부작용 중의 하나가 될 것입니다.

질문 미국 달러가 다시 미국으로 향하고 있다는 몇몇 경제학자의 기사를 읽었습니다. 월스트리트의 새로운 거품에 관해 이야기합니다. 동시에 압박한 미국의 금리인상으로 인해 아시아 금융시장에서 추가 가격책정이 다시 있을 것입니다. 오늘날 세계 금융시장의 불확실성을 고려할 때 캘리포니아연기금의 포트폴리오를 어떻게 다양화 하시겠습니까?

답변

귀국하면 캘리포니아연기금의 운영위원 직을 새로 맡게 됩니다. 캘리포니아연기금은 직원퇴직연금 같은 장기 자금을 운영하게 될 것입니다. 따라서 제 전망은 20~30년 후를 다룹니다. 20~30년 후를 내다보면 한국, 인도네시아, 스위스, 그리고 여러 다른 나라에서 더 많은 투자 활동이 있을 것입니다. 신흥국들이 더 빠르게 성장할 것이고 따라서 해외에 더 많은 투자 기회가 있을 것이라고 확신합니다. 저의 성향은 선진국에서 신흥국시장으로 투자를 점차 옮기는 것입니다. 현재 미국 70%, 해외 30%라는 장기 자산배분을 결정했습니다. 점차적으로 투자 비율은 미국 65%, 인도네시아 같은 신흥국에 35%가 될 것입니다. 단기적으로는 단기 기회를 활용하기 위한 소위 말하는 전술적 배분이 있습니다. 이 경우, 미국의 주식시장이 좋았고 현재도 더 좋습니다. 우리의 장기 목표가 현재 미국 70%이지만, 단기적으로 미국 내 기회를 활용하기 위해 실질적으로 75%까지 높일 수도 있습니다.

하려고 하는 또 다른 것은 앞으로 중요할 IT, 보건 등 산업에 대한 집중입니다. 원자재와 구제조업에서 벗어나고자 합니다. 중국도 구경제를 그전만큼 강조하지는 않고 신경제를 강조하려고 합니다. 문제는 구경제가 둔화되는 만큼의 속도로 신경제가 성장하지 못하고 있다는 것입니다. 따라서 이 두 가지가 결합되면 경제 둔화가 발생하는 것입니다. 저는 대단한 신흥국 팬이기 때문에 신흥시장을 강조할 것입니다.

질문

한국 원화의 평가절하와 전반적인 평가절하 관련, 많은 나라가 평가절하가 자국 경제에 도움이 될 것으로 생각합니다. 개인적으로 자국 통화 가치의 상승에도 불구하고 스위스는 잘하고 있는 나라입니다. 저는 그것이 스위스 경제가 언제나 잘 운용되고 경쟁력을 갖추도록 한다고 생각합니다. 평가절하 대신 우리에게 많은 이득을 준다고 생각합니다.

중국 정부가 수년 동안 중국 경제의 둔화에 대해 밝혀왔기 때문에 중국 경제의 둔화가 그다지 놀랄 일이 아니라고 생각합니다. 중국은 경제를 재균형시킬 것입니다. 중국인들은 구조적 변화에는 비용이 발생하고 그 비용발생이 몇 년 동안의 둔화된 성장이라고 생각합니다. 구조조정이 긍정적인 영향을 미칠 때까지 성장 둔화가 얼마나 오랫동안 지속될까요? 또한, 미래에 또 다른 고성장의 시기가 있을까요?

답변

제 생각에 스위스가 좋은 예라고 생각합니다. 스위스 통화는 최근까지 상당 기간 절상됐습니다. 통화 강세에도 불구하고 경제는 매우 잘해왔습니다. 많은 이유가 있지만, 그 중 하나는 생산성 향상입니다. 생산성 향상 측면에서 스위스는 매우 잘해왔습니다. 독일도 마찬가지입니다.

중국의 구조적인 변화 기간에 대한 질문과 관련, 중국 정부는 정말로 구조적 변화 과정을 촉진하려고 합니다. 일부는 미국, 인도네시아, 스위스와 같은 외부의 압력 때문이기도 합니다. 중국이 상당한 진전을 이룬 분야가 금융서비스입니다. 중국정부는 대출과 예금을 포함한

거의 모든 금리 관련 규제를 철폐했습니다. 또한 금융시장에서 많은 변수를 제거하여 자금이 자유롭게 드나들 수 있도록 했습니다. IMF가 곧 위안화를 IMF의 특별인출권(SDR) 바스켓 통화로 도입할 것입니다. 더 많은 할 일이 있지만 중국은 지금까지 잘해왔다고 생각합니다.

소비 증가를 위해 변화시켜야 할 다른 분야도 있습니다. 농촌 인구를 도시로 이주시켜야 합니다. 중국은 농업생산성이 제로라고 주장합니다. 생산성이 제로인 농업 부문에서 도시로 사람들이 이주시키면 2~3%의 추가 생산성이 생길 것이고, 경제 성장에도 더해질 것입니다. 현재 상당한 경제 둔화로 인해 구조개혁은 보류해야만 합니다. 따라서 중국의 구조조정은 당초 예상보다 훨씬 오래 걸릴 것이라고 봅니다.



Sung-won Sohn

Dr. Sohn is Smith Professor of Economics at California State University Channel Islands. He is a Commissioner for the Los Angeles City Employee Retirement System, which manages over \$14 billion. He also serves on Boards including, Western Alliance Bancorporation and National Association of Corporate Directors Southern California. In 2005, Dr. Sohn was an Executive Vice President and Chief Economic Officer of Wells Fargo Banks. He was educated at the University of Pittsburgh and Harvard Business School. Prior to his tenure at Wells Fargo, Dr. Sohn was a senior economist on the President's Council of Economic Advisors in The White House. He was responsible for economic and legislative matters pertaining to the Federal Reserve and financial markets.

Turbulence in Emerging Markets and Impact on Korea¹⁾

Sung-won Sohn

Martin V. Smith Professor of Economics
California State University, Channel Islands

Today my discussion will mostly be about emerging markets and Korea. I flew in from China where I spent three days discussing economic conditions in China and elsewhere. If you look at the conclusion around the world, the global economy is slowing. Every meeting I went to in China was talking about slow economic growth, deficient demand, etc. That seems to be the underlying theme. Also, in China deflation and disinflation are a problem. A couple of days ago, the consumer price index (CPI) and the producer price index (PPI) numbers

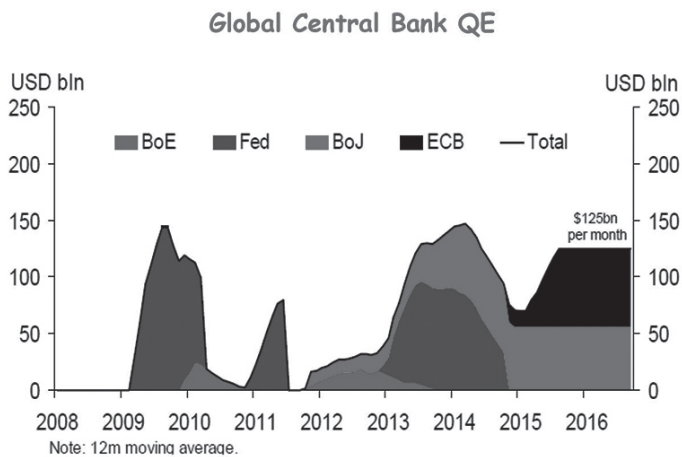
1) This is a transcript of the speech by Dr. Sung-won Sohn at the IGE/Samsung Electronics Global Business Forum on November 12, 2015. The views expressed here are the speaker's.

came out. CPI is approaching zero and the Chinese are very concerned about that. They think that it is because of deficient demand. Not only is CPI approaching zero, but also PPI has been declining for several years. Towards the end of my talk, I want to spend some time talking about the Korean economy. I know you spend a lot of time hearing about the Korean economy, but I think it will be beneficial for you to hear an outsider's view of how the Korean economy is unfolding.

As far as the Korean economy is concerned, my conclusion is that there are many things the government has, is and will do. One of the things I would like to recommend again is for the Bank of Korea (BOK) is to cut the interest rate to zero as soon as possible. I will go into greater detail later as to why I think the BOK should be cutting interest rates, not one percent at a time but to zero for the benefit of the Korean economy in the context of the global economic conditions. When you have a slowing global economy and deflation and disinflation concerns worldwide, Korea is no exception. If you look at the global economy as an ocean, an economy such as New Zealand, Korea or Japan as one ship cannot overcome the massive currents in the ocean; therefore, you have to do what you can do to stabilize your boat. I am saying that as one of the things the government can do for the BOK to cut interests rates to zero as soon as possible.

First, I will talk about the global economy. We are seeing a gradual pickup in developed markets. If you exclude the US, there is not really much economic growth to speak of. There are three reasons for this global gradual pickup in developed markets – currency, oil prices and quantitative easing (QE). First, the euro has depreciated quite a bit as well

as the Japanese yen. Currency depreciation against the dollar is positive. Second, the price of oil is like a tax cut. It is helping many economies around the world. QE has continued and will continue to be an important policy tool. I think this is one of the reasons why developed markets are coming out of an economic slump, even though it is not going up very rapidly. If you look at Europe, the jobless rate has gone up quite a bit but it is beginning to edge down, moving in a positive direction. Even though the economy is doing better in Europe, there is no excitement out there.

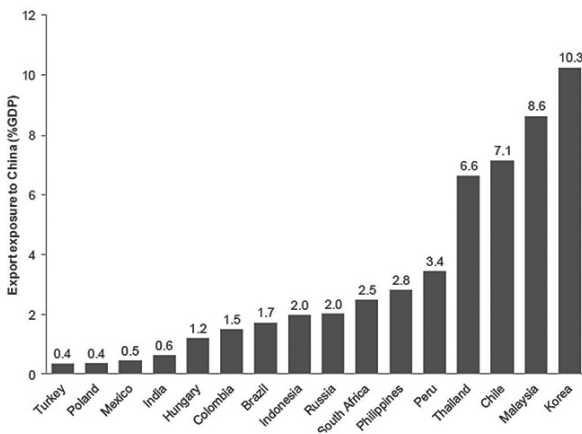


This morning, my primary conversation with you all is about the emerging markets. The best way to describe it is “the tide is going out.” A couple of years ago emerging markets were the locomotive in pulling the global economy up and forward, including China. That is no longer the case. People are concerned about emerging markets and its impact around the world, including Korea, US, Europe, etc. There are three

key issues with regards to emerging market concerns. Firstly, China's slowdown. For example, 25% of Korea's exports go to China. Those exports are slowing down. The Chinese slowdown is having global repercussions. Secondly, low commodity prices. Many countries like Brazil and Indonesia and even Australia and Canada are all suffering because China is not buying as much as they used to. Thirdly, the US Federal Reserve is about to hike the interest rates in December.

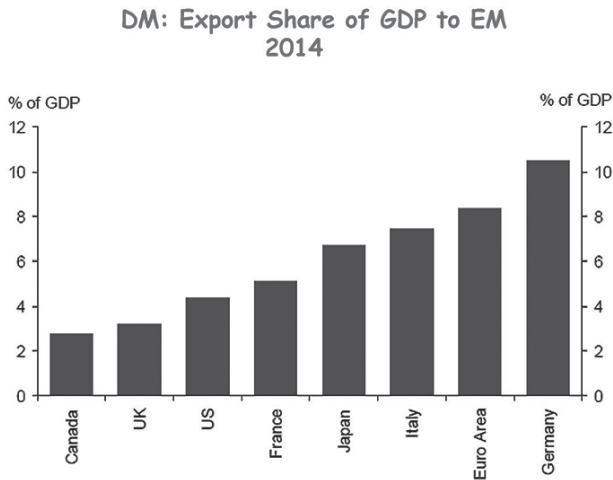
Just to give you numerical examples on how important China is to the global economy, the graph below illustrates the export exposure to China as a percent of GDP. In case of Korea, at 10.3%, is the highest; Malaysia, 8.6%; Chile, 7.1%; and Indonesia, 2.0%--smaller in comparison to Korea but still a significant sum. When China's economy slows, it is going to have global repercussions.

EM: Export Exposure to China



Developed markets are also adversely affected by the economic slowdown in China. 11% of Germany's exports, for example, go to

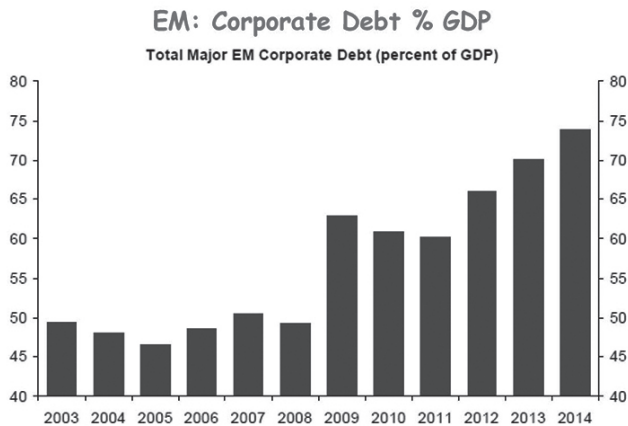
China. The fastest growing market for Mercedes-Benz and BMW is neither Korea nor the US, but China. The fastest growing market for golf clubs is also China. Countries from Germany, Italy, Japan and all these countries are all starting to feel the impact of an economic slowdown in China.



We are talking about why emerging markets are not what they used to be in terms of economic momentum. In addition to China, another reason is commodity prices. Commodity prices are trending down, which relates to China not purchasing as much. In terms of currency values, I divide the emerging market currencies into two categories: commodity EMs and manufacturing EMs. They are both depreciating and will continue to, but commodity EMs is depreciating much faster compared to other countries.

EMs have a lot of debt what economists call the “new sin”. If you add the government debt on top of the corporate debt, that is a lot of

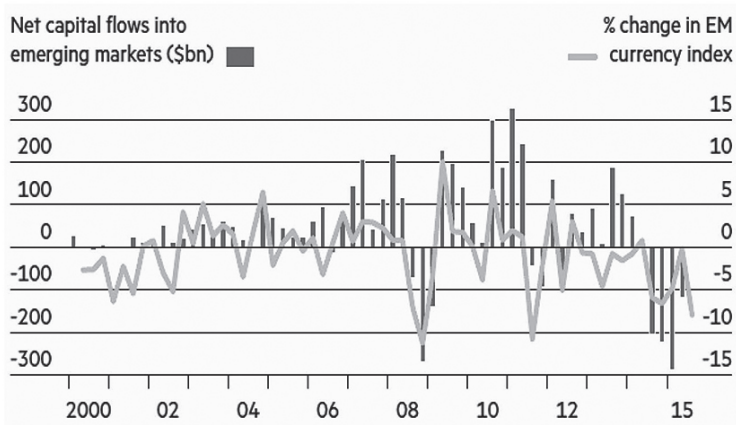
debt. EMs are suffering from a tremendous amount of debt, which has quadrupled in the last 10 years or so. Not only have they increased the total amount of debt, but they have also ended up borrowing a lot of money overseas in US dollars, Japanese yen, and the European euro. Why? Because interest rates are low, but without realizing that their currencies could depreciate. Their currencies have depreciated, so emerging markets are having difficulty servicing the debt denominated in dollars, yen, and euro.



Because of all the economic problems and some other concerns about the interest rates, no wonder capital is flowing out. It is true about emerging markets but also China as well. In the graph below you can see the net capital outflow in emerging markets. Whether or not it will accelerate is a concern we have. When you talk about the “new sin” or the emerging market debt, in 2015 alone we have seen capital outflow approaching near US\$1 trillion. By the end of this year my estimate is

that it will probably be about US\$1.25 trillion. These countries that have a current account deficit need capital inflows, not outflows. Yet, there is a massive outflow. This is one of the reasons why we are seeing economic problems in emerging markets and their currencies are depreciating.

EM: Capital Flowing Out



As the capital outflow continues, it is not surprising that foreign currency reserves are declining in almost every emerging market nation. They are losing reserves. The question is how long it will last. Brazil is a good example. Brazil is one of the main commodity exporters. The price of iron ore has dropped tremendously. It used to be as high as \$125 a ton but now it is around \$30 a ton, a quarter of what they used to get. This is hurting the Brazilian economy and cash flows. Also, current accounts used to be massive and positive when China was buying a lot of iron ore from Brazil. China is not buying as much now, causing a current account deficit in Brazil. As you know, “current account” is just an economists’ jargon for cash flow; a nation’s cash flow is called

a current account. As you can see, Brazil is experiencing negative cash flows.

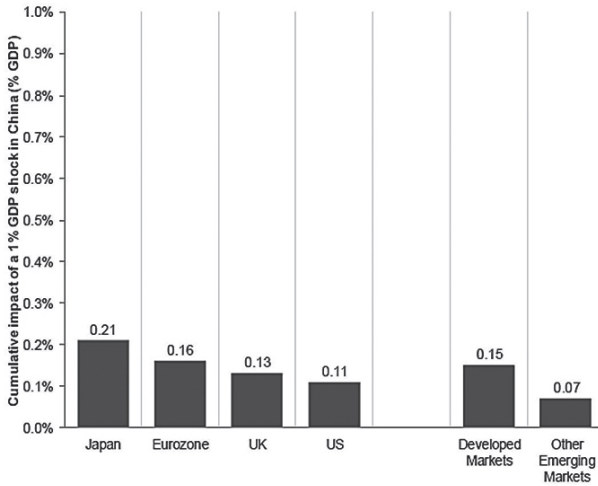
Not only that, Brazil's currency has depreciated 60%, in part because they are not selling as much to China. On the other hand, because their currency has depreciated so much, there is a cause for inflation. Inflation is approaching double digits, so the economy is slowing and money is going out. Deficits are very high and inflation is high. In this situation, the central bank has to raise the interest rate. What Brazil needs is a low interest rate rather than a high interest rate, but the central bank has no choice. Money is leaving the country, so they are trying to protect their reserves by raising the interest rate. When you raise your interest rate, what happens? It slows economic growth even more. They are in a catch-22 situation. Even in the United States we are seeing American exports to Brazil slowing. The US is suffering as well because China is not buying from Brazil, causing the Brazilian economy to slow, resulting in Brazil not buying California wine and other exports from the US. It goes round and round.

During my trip to China I met with 20 economists and government officials. Now I am pretty up to date about what is happening in China. We all know that the economy is slowing. That is not news. The question is whether this will be a soft or a hard landing. What is the government doing about it? What impact will this have on the global economy? The Chinese government has talked about economic, social, and political reforms. All these reforms are hinged upon the economy doing well. The Chinese government had a contract with the people. They said, "Leave politics to the Communist Party and then you will live well." That

has worked out well for the last 20 years or so. It is starting to become a little shaky. Because economic growth is slowing down, the government cannot engage in the reforms we talked about. The most important consideration of the Chinese government is to make sure that economic growth stabilizes. Then, they may eventually proceed with the economic reforms but not right now.

We all know that economic growth has fallen to 6.9% year-on-year in the third quarter. However, people in China are saying that this is a mirage and that they have growth much lower than 6.9%. Money is going out of China's foreign exchange reserves. They are losing money. This is due to a capital outflow. China has a lot of foreign exchange reserves but if you lose money at this rate, even China is going to feel the impact. Many people in the United States say China's economy does not matter to them because the United States exports so little to China, mainly some food, scrap metals and used paper. However, that is not quite true. If China's economic growth falls by 1%, what impact does it have on your economy? The economic growth will fall by 0.21% in Japan; 0.16% in the Eurozone; and 0.11% in the US. About 6-7 years ago China's economy used to grow at 12-13% a year but it has been cut in half. Multiple that by 0.11% and you can see its impact on the US economy. I argue that one of the reasons why the US economy is not doing as well as expected is because of China. It is shaving off a significant portion of economic growth because of what is happening in China and other emerging markets.

If China's GDP Falls by 1 Percent--



People ask, “Why is China’s economy slowing so rapidly?” Here is my theory. In 2007-09 we talked about QE in the US, by the Bank of Japan, and by the European Central Bank. The most aggressive QE was from the People’s Bank of China right around the time of the financial crisis. They were concerned about economic slowdown, so they really created lots of liquidity. The question is where the money went. In China, they built walls around the economy, so that money could not leave. China also has one of the highest savings rates. The savings rate in China is about 35% of GDP. It is one of the reasons why consumption is not very high in China. Where does the money that people save go? That money actually stays within China. Also, Chinese corporations and local governments borrowed a lot of money. In 2008, China’s debt-to-GDP ratio was 80%; in 2014 it was 300%; and this year we estimate it to be 325%. I am giving you three sources of liquidity. First of all, the PBoC

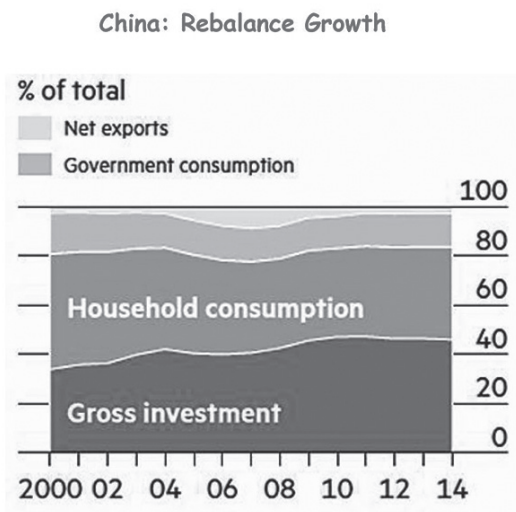
gave massive QE; no one called it QE but it was. Secondly, people save a lot of money. Thirdly, they borrowed a lot of money not only from within the country but also from overseas. The government built a fence around the country, ensuring that the capital stayed within the country. The money went to real estate, cement factories, steel mills, etc.

Now today they have lots of excess capacity. You go to Shanghai and look at Fudong from across the river in the middle of the night, about half of Fudong is empty. Why? Because they engaged in a lot of construction but they are not selling. The point I want to make is when you have all this excess liquidity and building things, growth goes up. Now we see the flip side of the coin. We have economic growth on steroids in China because of all the excess investment. But now they realize that there is too much capacity and too many condos that people cannot buy, therefore they are trying to slow down. When you slow down, the economy's growth slows and that is what we are beginning to see.

I am saying that this is not a temporary phenomenon. This will continue on for a while. Not only real estate but also the old economy of China is slowing such as export-oriented manufacturing, etc. The government wants the new economy such as financial services to take up the slack, but it is not taking up the slack fast enough. The old economy is slowing rapidly because of excess capacity, but the new economy is not picking up as rapidly. When you put the two together, you can see where the significant slowdown is coming from. That is what is happening in China right now. The Conference Board is saying that between 2015 and 2019 the economic growth will be 5.5%; the IMF

says 6.6%; the World Bank says 7%. However, when I talked to some of the Chinese economists, they were saying that some of these numbers are too high. Clearly, there is a problem.

The government wants to really rebalance the economy in China. In the past much of the economic growth came from so-called growth investments—building highways, condos and such. But they want to change the mix of the economic growth and they call that rebalancing. They want household consumption to be going up. Household consumption has begun to rise but not as rapidly as the government wants. Here again is a transition problem. The government wants consumption to be rising rapidly enough to offset the slowdown, but that is not what is happening, so that leads to economic slowdown in China.



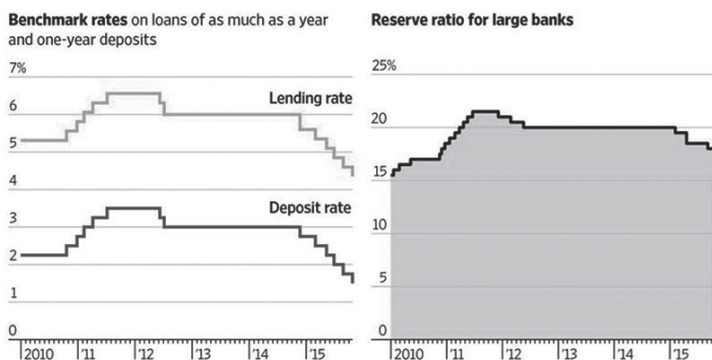
The key question is whether we are going to have a hard landing or a soft landing. China has two things that neither Korea nor the United

States have: 1) the government has controls; and 2) like the United States, fiscal policy is not an option because the government has so much debt. China has \$4 trillion in reserves. China has both money and controls. If they want a soft landing, they shall have it. I think the possibility of a hard landing is out of the question. Also recently, they have been easing credit conditions. One of the questions people ask me is why the Chinese economy is not perking up if the PBoC has cut interest rates already six times this year. They cut interest rates but if you look at what economists call the monetary base, it has been stable or shrinking. So if you look at the Chinese economic activities, it is in part being affected by the fact that the monetary policy this month has been fairly tight. Even though in 2007-09 it was fairly loose, in recent months it has been fairly tight. That is one of the many reasons why PBoC is trying to reverse it.

Now, let's talk about the United States. In the United States, we are seeing a nice rise in employment rates. This is very important to Janet Yellen. As a Keynesian economist Janet believes in something called the Phillips curve. The Phillips curve is an economist jargon that simply means that when the employment rate goes down, the inflation rate goes up. Employment gains are rising and economic activity is gaining some momentum in the United States, so sooner or later they should be raising the inflation rate, but of course, that is not what is happening. The labor market is tightening. Also, I divided the US job creation into three categories: high, medium, and low. More than half of the jobs we are creating are red, which means high-paying jobs. When I was a staff economist at the White House many years ago, one of my jobs was calculating potential GDP for the US economy. We used to have 3.5%;

today the potential GDP growth rate is around 2-2.5%, which still puts us above the Fed's long-term economic growth rate.

China: Easing Credit Conditions

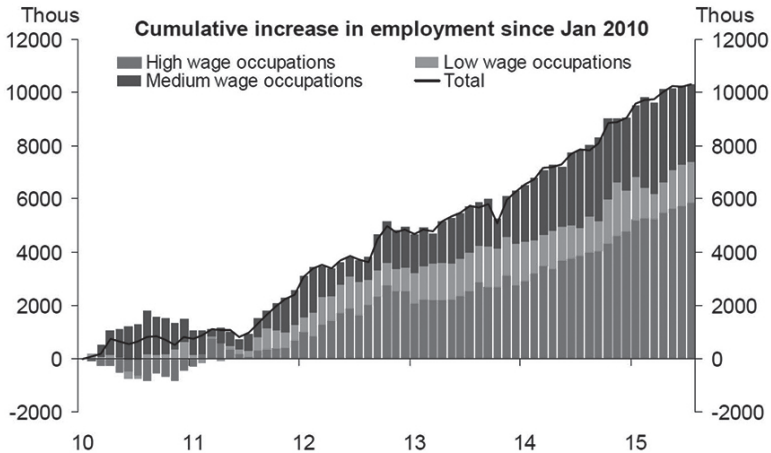


The Federal Reserve has two mandates called the Humphrey-Hawkins Act. One is full employment and the other is price stability, making sure we have a lot of jobs and inflation does not get out of control. Today, we are not concerned about inflation, but about deflation or disinflation. My main concern about the global economy, including the US and Korea, is not inflation but global deflation or global disinflation. The jobs market is increasing reasonably well, but the CPI of the US points that services are not going up. Why? Because there is no foreign competition. Rather, there is import competition, so prices have fallen. For example, over the past couple of years the price of a television set in the US has fallen by almost 58%. But if you try to buy cable or satellite services, that has gone up by 14% simply because it is a service. Clearly, we have deflation on the goods side but inflation on the service side. One of the questions Janet Yellen faces is why wages

are not going up. In the US, about 65% of the CPI comes from wages. If wages are not going up, you are not going to have inflation. That is one of the problems she is facing.

Finally, I would like to share an outsider's view of the Korean economy. We all know that Korea's economy has slowed quite some time until the third quarter when it rebalanced. A lot of people are asking how. The economy is rebounding; a new trend has been established; and we can look forward to a better, stronger Korean economy. Is this really the case? My conclusion is that it is not the case. Let me go back to the bigger picture: The Korean economy is important but when you look at the global background, deflation, disinflation, lack of demand in China, Europe, Japan, etc., I do not think the Korean economy will be an exception. This rebound we see in the third quarter will not be a continuous situation. If you break down the composition of the Korean economy, especially in the third quarter, a significant position of that was through inventory buildup, which is not necessarily good. Inventories are building because people are not buying as much. Another concern is that both imports and exports are going down. Exports are going down faster than imports, which is not a good sign. Thirdly, consumer spending is doing better in part due to some of the government programs. The point is when you adjust for all of those changes, the economy grew 2.6% from a year ago, but when you take out things like inventory buildup, it is only around 2%.

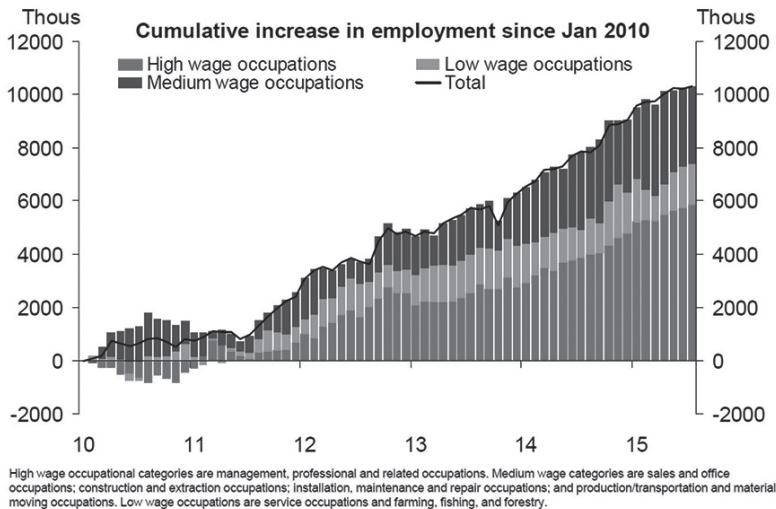
High, Medium and Low Wage Job Creations



High wage occupational categories are management, professional and related occupations. Medium wage categories are sales and office occupations; construction and extraction occupations; installation, maintenance and repair occupations; and production/transportation and material moving occupations. Low wage occupations are service occupations and farming, fishing, and forestry.

If you look at the exports by destination, exports to the US are falling down more rapidly than the EU, ASEAN, and even China. The other concern is Korea's CPI. I talked about the difference between goods and services in the United States. You have a similar situation in Korea as well. Services prices are slightly going up and goods prices are falling. I firmly believe that Korea is also suffering from deflation and disinflation, and this is one of the reasons why I say the BOK should pay more attention to it. In January of this year the government raised the tobacco tax, which is why CPI went up. That is what is holding up the CPI. If we take it out, Korea's CPI is not as high as it seems.

High, Medium and Low Wage Job Creations



The last thing I want to talk about is the BOK. Again, my conclusion is that they should go to a zero percent interest rate as soon as possible. There are some reasons people say the BOK cannot lower the interest rate to zero. In fact, they may or may not lower the interest rate right now—it is currently 1.5%, which is their benchmark rate. By the end of the year, they may go to 1.25%. My explanation to that is that consumer spending is very important in any economy worldwide. Consumer spending, with the exception of the 3rd quarter, has been pretty sluggish. The reason for this is due to the real interest rate being too high. The real interest rate is the difference between the nominal interest rate minus inflation. Because the inflation rate is falling, real interest rate goes up. When the real interest rate goes up, consumer spending and economic growth slows. I am saying we should lower the real interest rate. How do you do that? We need to reduce the nominal interest rates

by the BOK.

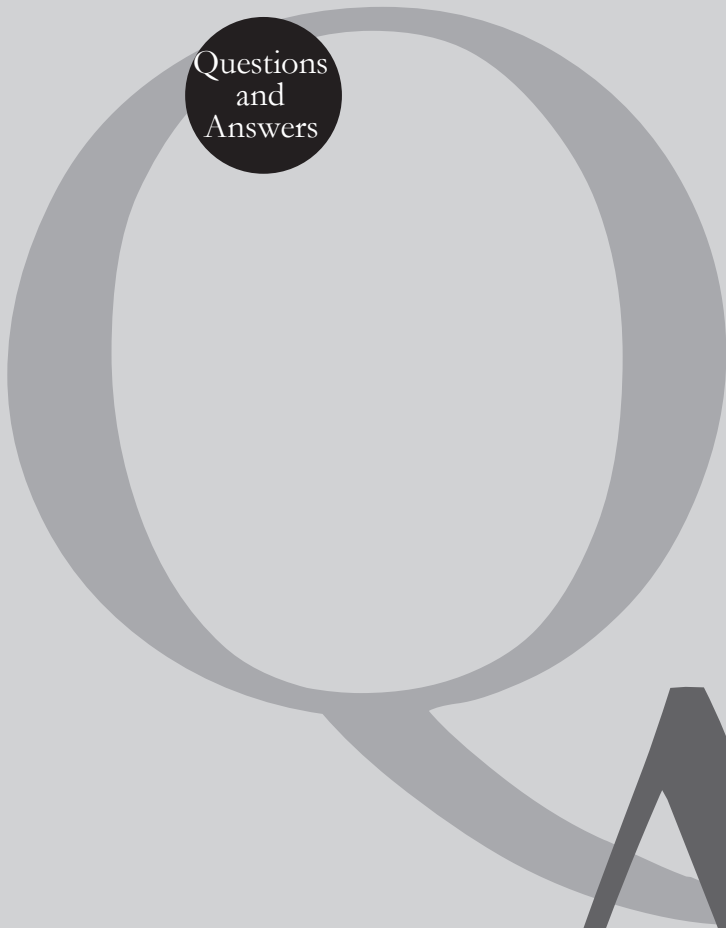
When you look at the Korean consumer spending, which is about 65-70% of GDP, as well as the household consumer, much of the consumer debt is floating rates. So if the BOK lowers interest rates faster, that will have a positive impact on the floating interest rates. A related question people raise is that one of the reasons why the BOK cannot lower interest rates is because the Korean households have too much debt. This is because Korea has one of the largest underground economies. Therefore, Korea's GDP is probably a lot higher and stronger than what the government's statistics show. What you really need to look at is a debt-to-GDP ratio. If you look at the debt-to-GDP plus the underground economy, really the ratio is not as high as what the BOK thinks.

Also, liquid assets are very important. If you look at the BOK's household balance sheet, they have a lot of liquid assets, for example, bank deposits. The composition of assets is important in judging how much debt they can tolerate. Another point people make is that the Federal Reserve will raise its interest rates and why the BOK should lower its interest rates. Then I reply that just because the US Fed is raising the interest rate does not mean the BOK should, too. When the Fed engaged in QE a few years ago, Korea did not. Korea does not have to follow the Fed. In addition, there is a concern about the dollar outflows. There may be some dollar outflows but I do not think it will be significant. Korea is a very healthy, strong economy and people have a lot of confidence in the economy. I do not think simply because the BOK brings down the interest rate to zero, we will see massive capital

outflows, especially in the face of the Federal Reserve raising interest rates.

Korea now has foreign exchange reserves of over US\$300 billion. That is a lot of money. One of the reasons why we all save is because you want to be able to use the money on rainy days. I am not saying we should exhaust the foreign exchange reserve account, but we should be able to use some of that money. Monetary policy may adversely affect some sectors of the economy, but first things first, which is you want to make sure the economy can grow. There are many tools at one's disposal but the quickest thing you can do is the central bank to lower interest rates. I think that is one of the things the BOK should do and hopefully will do. That will go a long way in stabilizing the Korean economy in this turbulent economic situation.

Questions
and
Answers



Q In view of the Fed's interest rate hikes expected soon, what impact do you foresee on the Korean economy, including exports and capital outflows?

A It is highly likely that the US Federal Reserve will hike the interest rate in December. Today, the BOK Monetary Policy Committee is meeting today, so my expectation is that they will keep the interest rate stable at 1.5%, despite my advice this morning. Capital outflows and exports are very important, but my argument is that you cannot take care of everything; monetary policy is a blunt tool. The first thing of utmost importance is growing the Korean economy. The Korean economy, despite a slight rebound in the third quarter, is suffering from the global disease such as economic slowdown, deflation, disinflation, etc. First, we need to lower the interest rate to help the Korean economy move away from slow economy and deflation.

And I think there might be some capital outflows, but the global confidence in the Korean economy and financial markets is very high. I think that is important. The reason why money is leaving Brazil is not because of the interest rate but because the Brazilian economy is slowing rapidly. The Brazilian currency has depreciated 60% over the last 12 months, primarily because investors do not have confidence in the Brazilian economy and policy making, which is not the case in Korea. There may be some capital outflows but I do not think it will be significant and will be manageable. Saving is necessary for those rainy days. The same is true for the Korean economy with close to US\$400

billion in reserves. If some of that money goes out, that is not unusual. We could lose US\$20-50 million but eventually that money will come back. We should view the reserves as a cushion, a shock absorber. As far as exports are concerned, there are two factors which affect exports. One is called income effect which means when the global economy slows, income effect is not positive. Korean exports are slowing primarily because China is not buying and China is not buying because its economy is slowing. Economic slowdown globally is the biggest problem.

The second determinant is the exchange rate. In recent months, the Korean won has strengthened against the dollar, which is one of the reasons import prices are falling. I would like to see the Korean won depreciate, so that it could compete more effectively against the Japanese yen and other countries' currencies. We should not cut the interest rate primarily to depreciate the value of the Korean won. If we lower the interest rate in Korea, one of the side effects will be the depreciation of the Korean won, which will help Korean exports.

Q I have been reading reports by some economists about the repatriation of the dollar to the US. We are talking about a new bubble in Wall Street. At the same time, there is going to be further repricing in the financial market in Asia because of the impending interest rate hikes in the US. How are you going to diversify your portfolio of the California Pension Funds, taking into account all the uncertainties in the financial market in the world today?

A At my new job as commissioner that I will be starting when I return to the States, we are managing money for the long term, such as employee retirement. Therefore, my outlook is on the next 20-30 years. When I look at the next 20-30 years, there will definitely be more action overseas—in Korea, Indonesia, Switzerland, and other nations. I certainly believe emerging markets will grow faster and there will be more opportunities to invest overseas. My inclination is to gradually shift investments away from developed markets to emerging markets. We set a long term asset allocation, likely with 70% of it in the US and 30% overseas; then over time the investment portion in the US may become 65% and 35% in emerging markets like in Indonesia. In the short term there is what we call a tactical allocation to take advantage of the short term opportunities. In this case, the US stock market has been and is clearly doing better. Even though our long term target right now is 70% US, we may actually increase it to 75% to take advantage of opportunities in the US in the short run. Another thing we want to be doing is industry emphasis - IT, healthcare, etc. that will be important.

We want to move away from commodities and old manufacturing. In China they are doing the same thing; they are trying to deemphasize the old economy and emphasize the new economy. But the problem is the old economy is going down but the new economy is not going up fast enough, so when you put the two together you have an economic slowdown. To answer your question, I certainly am a fan of emerging markets, so hopefully in my 5-year term I will definitely be emphasizing emerging markets.

Q One observation in regards to depreciation of the Korean won and depreciation in general, many countries think depreciation will help their economy. I think Switzerland is a country which is doing well, even though our currency has always appreciated very much. I think that kept the Swiss economy running and competing all the time, which has given us a lot of benefit instead of depreciation. Regarding China, I do not think we should be so surprised that the Chinese economy has been slowing down because the Chinese government has been announcing this for many years. They will rebalance their economy. They think this kind of structural change has its costs in terms of slower growth over a certain period of time. How long will it last until the structural adjustment shows a positive effect? Also, will there be another period of high growth in the future?

A I think Switzerland is a very good example. The Swiss currency has been appreciating for quite some time up until recently. Despite the strong currency, the economy has done very well. There are many reasons for that but one of the reasons is productivity gains. In terms of productivity gains Switzerland has done very well. The same is true in Germany.

Pertaining to your question on the length of structural changes in China, the Chinese government really wants to speed up the structural changes process, in part because of pressure from the outside, including the US, Indonesia, and Switzerland, etc. The one area they have made a significant progress is financial services. They have eliminated almost

all the regulations on interest rates— both lending and deposits— and tore up a lot of variables in the financial market, allowing money now to go in and out more freely. Shortly, I fully expect the IMF to include the renminbi as one of the reserve currencies of its Special Drawing Rights (SDR) basket. China has done a wonderful job even though there is more to be done. There are other areas that they need to change, trying to increase consumption. They also want to move more people from the agricultural areas to cities. China claims its agricultural productivity is zero. When people move from agriculture where productivity growth is zero to cities, the productivity gains will add 2-3% to productivity, which will add to economic growth. But in the face of a significant economic slowdown, structural reforms have to be put on the back burner. I think it is going to take much longer than what you and I anticipated earlier.