

성장하는 아시아와 침체 속의 일본*

Kenneth S. Courtis

지난 수년간 한국은 문제를 해결하는데 있어 정공법으로 대응하는 선도자 역할을 해 왔는데 이것은 일본이 배워야 할 점이다. 작년에 본인은 일본 엔화의 대미 환율이 100으로 절상되고 세계경제, 세계 및 역내 시장, 그리고 한국경제는 보다 강건해지고 일본은 계속 매우 어려운 처지에 놓이게 될 것이라고 예측하였다. 그동안 해결해야 할 많은 문제들이 있었지만 이들 문제를 해결하는데 도움이 될 만한 충분한 추진력이 세계경제에 투입되어 왔다.

우리는 지역경제 여건이 반전되는 경우를 많이 목격해왔다. 금년 1월중 한국의 수출실적은 경상수지 흑자를 33%나 증가시키는 결과로 나타났으며 태국의 경상수지 흑자도 2년전에 비하여 약 2/3가량 증가되었다. 싱가포르의 금년 1/4분기 중에 경상수지 흑자가 11% 증가할 것으로 보인다. 인도네시아와 같이 극적인 상황에 처한 나라들도 경제의 기초가 자리매김을 하고 대체적으로 모든 상황이 긍정적인 방향으로 움직이고 있다. 중국을 살펴보면 중국 정부는 소비지출의 증가를 위하여 금리인하, 획기적인 정부지출의 증가와 함께 심지어 예금에 대한 과세까지 하였는데 이와 같은 조치들은 그 효과를 나타내고 있는 것으로 보인다. 즉 수출이 증가되고 있고 소비지출도 한동안 상향추세로 돌아선 것이다. 비록 물가에 대한 인하 압력이 있긴 하겠지만 현재로서는 이와 같은 디플레이션의 순환고리가 안정된 것으로 보인다.

미국에 있어서의 경제 확장은 갈수록 완전고용과 높은 임금, 그리고 주식시장의 강세 결과가 낳은 부(富)의 효과에 따른 소비자 주도로 이루어지고 있다. 1993년 미국의 총 소비지출은 약 5조 달러였고 주식시장 거래주식의 시가액도 5조 달러였으나 1997년에는 각각 6조 달러와 16조 달러에 이르렀다. 부의 효과를 분석한 이탈리아의 노벨상 수상자 모딜리아니(Modigliani)는 자산가격의 상승이 소비지출에 어떤 영향을 미치는지를 명료하게 예시하고 있다. 그래서 그린스팬(Greenspan) 의장이 당면하고 있는 고민은 어떻게 하면 소비지출을 줄이고 저축률을 증가시킬 수 있을 것인가 하는 것이다. 미국은 계속해서 負의 저축과 3,600억불~3,750억불의 경상수지 적자를 시현하고 있다. 세계의 모든 나라가 성장을 하고 있는 상황하에서 미국이 성장에 소요되는 자금을 현재의 금리로 조달하기에는 저축이 불충분하다. 그래서 미국으로서는 성장률을 둔화시키지 않는 한 지속적인 금리인상이 불가피할 것이다.

우리는 현재 매우 강력한 세계 경제성장 상향 순환기의 초기단계에 놓여 있다. 돌이켜보면 지난 18개월간 OECD 회원국의 중앙은행은 총 133 차례의 금리인하를 단행하였으며, 지난 15개월간 일본은

경제안정을 기하기 위해 1조 2,500억 달러를 지출하였다. 신흥시장국들도 금리를 대폭 인하하였으며 이들 중 한국과 같이 좀 더 선진화된 나라들은 금융부문 부실채권의 상당부분을 사회화하였는데 이는 사실상 팽창재정으로 이루어진 것이다.

지난 18개월간 경기부양을 위해 세계경제에 투입된 총 금액은 2조 달러를 상회한다. 이에 더하여 통화정책을 통해 세계경제를 부양시키기 위하여 선례 없는 노력을 기울여왔는데 이 정책은 효과를 보아 세계경제는 활성화되었다. 우리가 현재 목격하고 있는 모든 현상의 결론은 세계경제는 현재 순항하고 있고, 아직 경제확장의 정점 부근에는 도착하지 않았으며, 세계경제 성장사이클 폭의 확대가 지속될 것이라는 것이다.

본인의 견해로는 아시아 금융위기가 일어나지 않았다고 생각한다. 그렇다면 한국이 그 동안 겪은 문제들은 무엇인가? 우리가 진정 겪어 온 것은 세계적인 위기가 신흥시장국들에서 일어난 것뿐이며, 이것은 상황이 바뀌지 않을 것이라는 여러 가지 전제하에서 선진공업국들이 주로 차입방식에 의존하여 전통산업에 대한 막대한 투자와 생산시설을 확장한데 기인한 것이다. 이와 같은 과잉투자의 주된 이유는 비용절감의 필요 때문인데, 그 배경에는 미 달러화에 강하게 연동되어 있는 신흥시장국들이 현재의 상황을 그대로 유지할 것이라는 전제가 있었다. 뿐만 아니라 GATT 및 WTO 체제의 출범으로 인한 세계시장의 재개방과 신기술의 발달로 선진국들은 저렴한 생산기지를 찾고 있었다. 또한, 지난 15년간 신흥시장국들의 통화가 약세를 보이고 있는 미 달러화에 대체적으로 연동된 상태로 있을 것이라는 전제아래, 이들 신흥국들에 대한 투자러시가 또한 이루어졌다.

1993년에 일본과 미국은 달러화의 강세와 엔화 약세가 양국 모두에게 전략적인 이득이 될 것이라고 생각하였다. 따라서 1995년에 미·일 양국은 공동으로 OECD 회원국들을 동원하여 엔화 대신 달러를 매입함으로써 달러화의 가치를 상승시켰다. 이와 같은 상황은 어떤 형태로든 미 달러화에 연동된 모든 나라들의 통화에 대한 달러 가치를 상승시켜 과잉 생산설비 상태에 있는 세계경제에 있어 그들의 비용구조를 약화시켰다. 많은 회사들이 상환불능의 단기차입을 할 수밖에 없게 되자 주요 은행들의 자금흐름에 압박을 가하여 세계적인 신용경색을 초래하게 되었다.

그래서 사실상 지난번 위기는 아시아의 위기가 아니라 과잉설비, 과다부채 및 매우 저조한 세계경제 성장으로 인한 광범위한 세계적 위기였던 것이다. 위의 열거한 모든 것들은 각국 경제 자체의 문제들과 복합되어 우리가 겪어온 세계적 위기의 원천이 되었으며 아시아 경제권의 위기는 단지 이와 같은 세계적 위기를 향한 움직임 속에서 첫 번째로 발생한 것뿐이다. 이와 같은 상황에서 이론적으로는 이 과잉설비를 폐쇄시킴으로써 문제를 해결할 수 있다. 그러나 불행하게도 현실은 이 모든 과잉설비를 폐쇄할 경우 1930년대 대공황 때와 유사한 세계적 금융체제의 위기를 초래하게 될지도 모른다.

아시아 국가들의 경제를 자세히 살펴보면 이 지역 전반에 걸쳐 통화의 평가절하, 임금인하, 정리해고, 기업구조 개편, 토지 임차료 및 가격의 인하, 부조리 제거, 금리 및 일부 세율의 인하를 통하여 비용구조가 극적으로 감소되는 형태를 취하였다. 대체적으로 동아시아 국가들의 경제는 현재보다 더 좋은 비용구조를 향유한 적이 없다. 흔히들 동아시아 국가들의 경제를 호랑이에 비유하지만, 오늘날 호랑이가 된 것에 비한다면 과거의 이 국가들은 새끼 고양이에 불과했다. 주요 공업제품을 생산하는데 있어 동아시아 국가들에 비길만한 경쟁력을 갖춘 나라는 없다.

한국은 자동차를 생산할 수 있고 대당 7,000달러에 수출하고 있으며 데스크탑 컴퓨터는 400달러에, 전자 오븐은 40달러에 수출하고 있는데 이들 모두가 수익을 내고 있다. 세계에서 세 번째로 큰 컴퓨터 판매회사인 e Computer社は 한국산 제품을 대당 399달러에 판매하고 있다. 그래서 한국이 7,000달러의 수출가격으로 자동차를 생산하고 400달러의 가격으로 컴퓨터를 생산할 수 있다면 한국으로서 는 아무런 문제가 없다. 다만 경쟁력이 문제가 될 뿐이다.

향후 12개월간의 아시아 경제에 대한 대체적인 전망은 궁극적으로 세계경제 여건에 달려 있다. 만약 세계경제가 4%~4.5%의 높은 성장률을 시현한다면 한국을 필두로 한 아시아경제는 계속 세계를 경탄케 할 것이다. 경상수지 흑자규모는 증가되고 수출은 보다 역동적으로 이루어질 것이며 수익은 높아지고 GNP는 기대치 이상으로 성장하게 될 것이다.

반면에 세계경제가 그와 같은 대폭의 성장이 아니고 약간의 성장만을 시현한다고 상상해 보자. 즉 미국의 주식시장이 대폭으로 하락하여 두려움에 빠진 소비자들이 지출을 둔화시켜 세계경제가 단지 2%의 성장을 이루는데 불과하다면(본인은 그렇게 되리라고 보지 않지만), 동아시아 경제권은 순항을 계속하겠지만 구조조정을 거치지 않은 브라질, 포르투갈, 폴란드와 같은 나라들과 다른 중하위 생산국들은 곤경에 처하게 될 것이다. 커피와 설탕을 제외한 브라질 수출품의 71%가 한국 수출품과 중복되고 있다는 사실을 여러분들은 알고 있는가? 그러나 브라질은 한국이 현재까지 거쳐왔고 앞으로 계속 거쳐 가야할 어려운 구조조정 과정을 거치지 않았다.

만약 세계경제가 0% 성장이라는 보다 극적인 상황에 처하게 되면 그때는 어려운 문제에 봉착하게 된다. 이 경우 아시아의 모든 국가들의 개혁이 둔화될 뿐만 아니라 채무상황 역시 감당하기 어려운 수준으로 높아질 것이다. 한국의 대내외 채무는 GNP의 약 200% 수준에 이르고, 태국은 약 250%, 그리고 말레이시아의 경우는 약 340%에 이를 것이다. 만약 장기금리가 10%이고 대내외 채무가 GNP의 약 340%라고 한다면 이들 부채의 원리금을 상환하는데만 GNP의 1/3이상이 소요될 것인데 이야말로 황당한 노릇이다. 그러나 세계 금융체제(특히 일본 금융체제)는 대손상각을 할 수밖에 없는 인도네시아 부채의 80~85%를 상각하기에는 너무나 취약하며, 일본 은행들의 재무구조는 이를 단행하기에 너무나 허약하다. 그래서 만약 세계경제가 저속성장이나 또는 제로(zero) 성장을 하게 되면 1998년에 겪은 것과 같은 세계적 금융경색 상황으로 다시 회귀하게 될 것이며, 만약 세계경제가 높은 성장을 유지한다면 아시아 국가들의 경제는 건실한 발전을 계속하게 될 것이다.

1998년 일본을 제외한 동아시아 국가들의 경상수지 흑자는 1,560억 달러에 달했는데 이는 1996년 흑자규모를 상회하는 것이었다. 본인은 이 지역 채무수준을 낮추는데 필요한 외화현금 수입의 결정적 요건인 경상수지는 계속하여 호조를 보일 것으로 생각한다. 동남아시아 지역에서 태국과 특히 말레이시아의 경우 실질적인 과잉투자 문제는 부동산 부문에서의 과잉투자에 기인한다. 방콕은 향후 50년간 필요로 하는 예비 아파트를 충분히 보유하고 있으며, 태국의 상업용 부동산의 42%가 비어있는 상태인데 여기에는 현재 건설이 중단된 건물은 제외한 것이다. 불행하게도 건물은 수출을 할 수가 없다. 또한 태국 국민들은 아직도 외국인에 대한 부동산 투자 허용을 거부하고 있다. 사실상 새로 제정된 파산법은 구법보다 오히려 개악되었는데, 왜냐하면 신법은 파산정리 기한을 17년으로 연장하는 것을 허용하고 있기 때문이다. 이런 이유들로 인해 외국인들은 태국에 투자하는데 아직도 매우 신중한 태

도를 보이고 있다. 말레이시아의 경우 경제상의 문제에 추가하여 정치적인 내용도 겪고 있다. 태국과 말레이시아는 계속하여 평균이하의 경제실적을 시현하고 있으나 강력한 수출실적이 경제의 여타 부문을 이끌어 가고 있는 실정이다.

인도네시아의 경제는 전반적인 구조조정과 개혁을 요한다. 그 나라는 이란에서 교육받은 모슬렘 신비주의자로서 두 차례나 심장마비를 일으켰고 거의 실명상태에 가까운 건강상태를 지니고 있으면서 아직도 역동적인 정치인에 의해서 영도되고 있으며, 부통령은 최소한의 기대에 부응조차 못하고 있다. 사법기관, 시장, 금융제도, 입법제도, 중앙은행 그리고 헌법 등도 대폭 손질되어야 한다. 그럼에도 불구하고 세계경제가 강한 추세로 성장하고 있고 자국 통화 가치가 하락됨에 따라 수출 부문은 상대적으로 호조를 보이고 있어 이것이 인도네시아 경제의 기초 역할을 하고 있다. 경제여건은 안정되어 가고 있으며 다른 나라로 도피하였던 사업가와 기업인들도 다시 돌아오고 있다. 현재의 상황이 문제투성이라고 주장하는 사람들도 있겠지만 엄청난 유혈사태를 불러 올 수도 있었던 여건에서 그 이상의 변화를 기대한다는 것은 무리라고 생각된다.

대만은 이 위기 발생기간 동안 자국 경제를 전략적으로 잘 관리해 왔으며 계속하여 잘 관리해 나갈 것으로 보인다. 정치 상황이 계속 문제가 될 것이며 선거 후에 특히 더 문제가 될 것으로 보이는 데, 그 이유는 어느 후보도 과반수에 근접하는 득표를 하지 못할 가능성이 있기 때문이다. 베이징 정부는 대만해협을 넘어 공격할 수 있는 군사적 능력을 아직 보유하지 못하고 있다. 본인이 생각하기에 중국은 스스로를 막다른 모퉁이로 몰아가는 형국이었으나 작년 대만의 대지진이 중국의 체면을 세워 주었다. 어떤 사태가 발생하든 그로 인해 대만경제가 불안정하게 되는 일은 없을 것이다.

중국경제는 이를 떠받치기 위해 충분한 노력을 기울여 왔다. 그러나 은행대출의 1% 미만만이 민간 부문에 투입되고 있어서 저축의 대부분이 자산가치를 파괴하고 있는 회사의 자금줄로 새어나가고 있다. 이 회사들은 사람들이 구매하지도 않는 상품들을 점점 더 많이 생산하고 있다. 이것은 결국 이들 회사들이 은행 대출금을 상환하는데 필요한 재원을 마련하기 위해 생산하는 것에 지나지 않아 경제에 만성적인 하향 디플레이션 압력을 가하는 결과를 초래하였다. 이와 같은 상황은 정부로 하여금 이 압력을 상쇄시키는 보다 강도 높은 부양책을 채택할 수밖에 없도록 몰아가고 있다. 중국은 민간저축이 직업을 창출하고 세금을 납부하며 수출상품을 생산하는 민간부문으로 연결 될 수 있도록 근본적인 개혁을 단행해야 할 것이다. 만약 이들 회사들이 체계적으로 운영되고 정상적인 차입을 하며 주식 시장 상장이 허용된다면 “이 위대한 중국 직업창출 기계”는 제대로 작동될 것이다. 이렇게 되면 민간부문이 크게 신장되어 고용기회가 엄청나게 늘어 날 것이다. 이 총체적인 개혁의 진행은 정부가 취해야 할 다음 단계, 즉 법의 원칙, 감독제도, 계약, 규제제도 및 투명성을 통한 자본시장 원리에 따라 접근할 때 다시 가속이 붙을 것이다.

중국의 WTO 회원가입을 위한 다음 단계에서의 주요 관건은 아마 금융부문 개혁일 것 같다. 중국의 성공적인 WTO 가입은 모든 사람들이 바라고 있는 바이지만 EC와의 교섭이 순조롭게 진행되지 못하고 있다. 대만의 정치상황으로 더욱 복잡해진 미국 대통령 선거를 감안할 때 중국의 WTO 가입이 미국 의회를 통과하기가 더욱 어려워질 것으로 보인다.

한국에 있어서 개혁 추진력은 앞으로의 총선에서 집권여당이 다수 의석을 차지하기 전에는 재가동

되기 어렵고 또 재가동될 수도 없을 것이다. 그러나 대체로 본인은 한국에 대하여 계속 긍정적인 견해를 견지하고 있다.

아시아에 있어서 진정한 문제는 일본이다. 일본은 지난 15개월 동안 1조 2,500억 달러를 지출하였으나, 경제는 작년 마지막 분기에 수축되었고 금년 1/4분기에도 또다시 수축될 것으로 보인다. 이것은 일본 정부가 목표로 한 이번 회계연도 경제성장률 0.6%를 실현하기 위해서는 금년 1/4분기 중에 전년도 동기 대비 2.4%의 성장률을 실현해야만 하는 것을 뜻한다. 그러나 1월과 2월 첫 2주의 수치로 볼 때 1/4분기 중에 2.4%의 성장을 이룬다는 것은 불가능할 것으로 보인다.

일본 정부의 공식적인 입장은 상황이 호전되고 있고 경제가 안정세에 접어들었다는 것이다. 그런데 정치인들은 다음 회계연도 경상예산이 집행되기도 전에 벌써 추경예산을 운위하고 있다. 일본의 공공 부문을 살펴볼 때 본인은 상황이 결코 호전되지 않을 것이라고는 말하고 싶지 않다(궁극적으로는 호전될 것이기 때문에).

막대한 교육, 기술, 저축력과 빠른 원상회복력을 갖고 있는 일본을 과소평가 한다는 것은 잘못된 생각이다. 비록 금융부문에 대한 자본확충이 그 효험을 본다고 하더라도 일본은 계속 산적한 문제들에 봉착할 것이다. 일본 은행 대출의 약 20%가 본인이 “방탄회사”라고 부르는 기업 또는 동경전기회사와 같은 준 정부소유의 공익제화 공급회사(utility)들에게 대출되고 있는데 이들에 대한 대출은 아무런 문제가 없다. 다른 25%는 은행의 우대금리보다 낮은 금리로 대출되고 있는데 이는 대출은행들이 아무런 수익을 올리지 못한다는 것을 뜻한다. 그 나머지는 현금흐름에 대한 부채의 배수가 20:1이나 되는 회사들에게 대출되었다. 이 현금에 대한 부채 배수가 20:1이 되는 상황에서 경제가 수축하기 시작하면 부실채권은 당연히 증가될 것이다. 실제로 작년 마지막 분기 중 금융 부실채권 규모는 더 증가된 것으로 본인은 생각하고 있다. 일본 은행들의 총 대출액은 GNP의 약 146%에 상당하는 금액으로 그 중에서 약 20%는 중소기업의 부동산 회사들에게 대출된 것이다. 그런데 이들 부동산 회사들은 자산보다 부채가 20%나 더 많은 재무구조를 갖고 있어 이들 회사들에 대한 대출을 상각할 경우 그 액수는 약 3,000억달러로 GNP의 6%에 해당된다.

중소 건설 및 부동산 회사에 대하여도 같은 분석을 해볼 수 있는데, 이들 3개 부문의 순 부채 및 자본잠식 규모는 GNP의 약 15%로 이는 대부분 은행 차입금으로 충당되었다. 그래서 일본에게 있어서 경제성장은 매우 화급하며 그렇지 못할 경우 은행들은 이 문제를 어떻게 하든 처리해야만 한다.

일본의 보험회사들은 보험가입자에게 4%~4.5%의 이익을 보장한다는 계약에 묶여있다. 그런데 이 보험 수탁자산의 대부분은 약 1.6%의 수익률을 올리는 7년 만기의 일본채에 투자되어 있다. 이와 같은 역마진 금리로 인해 보험회사들은 연간 260억 달러의 손해를 보고 있다. 이 보험회사들은 약 22개월 정도밖에 지탱할 수 없는 현금을 보유하고 있을 뿐이다. 일본에서 12번째로 큰 “도호” 보험회사의 워크아웃 조건들은 재정적으로 곤경에 빠진 모든 보험회사들을 지원하기 위하여 조성한 정부기금 전액을 소진하는 결과를 초래하였다. 따라서 보험가입자들은 4%~4.5% 대신 1.5%의 연금을 그나마 65세가 아닌 68세 때부터 지급한다는 통고를 받았다. 이는 정부가 부실보험회사 지원기금 고갈을 인식하고 있다는 것을 뜻한다.

선거 후 새로운 금융문제들이 불거질 것은 명약관화하며 이와 같은 해결방식은 소비를 위축시키는

결과를 초래할 것이다. 소비가 감소되면 보다 건실한 성장을 기대하기 어렵다. 동시에 임금과 고용에 대한 압력이 한층 더 거세질 것이다.

1988년에 일본은 여러 산업 분야에서 미국 및 유럽과 우열을 가리기 어려울 정도로 경쟁을 하였으며 실제로 어떤 분야에서는 이들을 앞지른 상태에 있었다. 1988년 일본의 총 자본투자액 중 17.8%가 첨단기술 분야에 투자된 것에 비하여 미국은 16.2%가 이 분야에 투자되었다. 즉, 1988년 일본은 첨단기술분야에 대한 투자에서 미국을 앞섰을 뿐만 아니라 對 GNP 투자비율로 따진 일본의 총 투자액도 미국의 2배에 달하였다. 10년 후인 1998년에는 일본의 투자비율이 약간 감소되었으며 첨단기술에 대한 투자비율도 GNP의 15.9%로 하락한 반면, 이 분야에 대한 미국의 투자비율은 39.1%로 증가하였다. 일본은 이러한 결과로 인하여 1990년대의 기술혁신 붐의 기회를 대부분 상실하고 말았다. 그에 따른 귀결은 몇 가지를 들 수 있는데 첫째로는 일본의 과잉투자의 상당부분이 더 이상 경쟁력이 없는 舊기술에 바탕을 두고 있다는 것이다. 진정한 문제는 기업의 재무구조가 너무나 취약하여 엔화가치가 극적으로 하락하지 않는 한 이 과잉 투자부분을 상각할 수가 없는데, 이와 같은 엔화의 대폭절하 가능성이 희박하다는 것이다. 둘째로, 신기술은 커다란 기회를 제공한다는 점과 일본의 기초능력을 감안할 때 앞으로 이 신기술 쪽으로 과감히 이동할 것으로 보인다. 셋째, 신기술은 대부분 중간 거래단계를 생략하게 되어 생산자로 하여금 소비자과 직거래를 하게 한다. 일본은 세계에서 가장 비효율적인 유통구조를 갖고 있는 나라로 손꼽힌다. 즉 일본 도매업의 매출총액은 소매업 매출총액의 2.42배에 달하고 있다. 그래서 만약 인터넷이 가장 적합한 나라를 꼽는다면 일본이 바로 그 나라가 될 것이다. 물론 일본은 높은 고용수준을 유지하고 있는 상황이기 때문에 혼란을 겪게 될 것이므로, 일본에 있어 이 기술등식(等式)의 적용은 그렇게 용이한 문제가 아니다. 일본에는 커다란 기회와 잠재력이 있으나 그러기 위해서는 먼저 구조조정을 통해 경제를 안정시키는 과정이 선행되어야 한다. 넷째, 미국에서는 2021년에 현 사회복지제도가 위기를 맞게 될 것이라는 논의가 벌어지고 있는데, 그 이유는 그때의 퇴직자 수가 사회복지제도를 떠받치는 직장인의 수를 능가하게 되기 때문이다. 일본에서는 이미 작년에 그 경계선을 넘어 섰다. 금년 중 퇴직자에 대한 연금지불액은 직장인의 기여액을 상회하게 된다. 보유중인 현금이 일확천금의 수익을 올리는 쪽으로 투자되지 않는 한 연금제도, 나아가 재정에 대한 압박이 가중될 것이다. 이것은 정치인들이 더 이상 숨기기 어려운 과제인데 그 이유는 점점 늘어나는 유권자가 이들 퇴직자이기 때문이다.

마지막으로 미국의 부채상황이 안고 있는 문제들을 살펴보자. 그 동안 개선된 정부부문의 부채는 가계와 기업부문 부채의 증가로 상쇄되고 말았다. 일부 논자들은 주식시장의 부양에 따른 富의 효과로 이를 변론하고 있지만, 만약 모든 투자자들이 그 동안 주식시장에서 취득한 이익을 실현시키고자 한다면 이 富의 효과는 없어지게 될 것이다.

1991년 일본 정부의 부채는 GNP의 51%였으나 2001년 말에 이르기까지 공공부문의 부채는 GNP의 약 151%에 달할 것이다. 그래서 오늘날 일본의 상황은 재정긴축의 전형적 경우였던 예전의 이탈리아를 연상시킨다. 잠시 여러분이 일본 경제를 책임지고 있는 위치에 있다고 상정해 보자. 이와 같은 경제환경 속에서 만약 여러분들이 세금을 인상한다면 경제는 고사하고 말 것이다. 그렇다면 정부지출을 줄여야 하는데 만약 상류계층에 증과세를 한다면 여러분은 다음 선거에서 재선출되지 못할 것

이다. 그렇다면 금리를 인상하는 것은 어떨까? 일본은 부채의 대부분을 통화공급으로 대체하는 것 외에 다른 대안이 없어 보인다. 늘어나는 부채를 수용하기 위해 일본은 통화공급을 충분히 확대해야 할 것이다. 이와 같은 방법은 극단적인 조치들이지만 그러나 일본은 바로 이 극단적인 상황에 처한 것이다. 본인의 견해로는 일본경제는 질식상태에 빠져 다시 1998년 상태로 돌아갈 위험이 있어 보이는데 이와 같은 상황은 이 지역 어느 누구도 바라는 바가 아닐 것이다.

일본은 현재 매우 느슨한 재정 정책과 지출을 감행하고 있다. 또한 일일물 콜금리가 제로(zero)이기 때문에 매우 느슨한 통화정책을 취하고 있는 것처럼 보이는데 여기에 의문을 갖게 한다. 통화정책의 긴축 여부를 측정하는 방법은 장기금리가 어느 수준에 와 있느냐 하는 데에 달려있다. 그런데 일본의 장기 실질금리 수준은 어떠한가? 중간규모의 기업이 발행하는 10년만기 회사채 금리는 대략 3.25%에서 3.5%수준에서 움직이고 있다. 공식적으로 일본경제는 약 1.5%정도 수축하는 것으로 보고 있는데 이것은 어떠한 할인율도 감안되지 않은 것이다. 본인이 만약 경제가 3% 수축한다고 주장한다면 틀린 주장이 될지 모른다. 만약 본인의 주장이 잘못이라면 실질금리는 4.75%가 되어야 하고, 본인 주장이 옳다면 실질금리는 6%이상이 되어야 할 것이다. 또, 실질금리가 5%와 6% 사이에 있다고 한다면 정부부문에서 늘어나고 있는 이와 같은 형태의 부실채권 상황은 경제전반을 고사시키는 것으로 귀결될 것이다. 긴축통화정책과 매우 느슨한 재정정책은 1980년대 초 미국 경제 여건하에서 취해졌던 정책이었다.

만약 이와 같은 여건이 지속된다면 엔화의 대미 달러환율은 90엔이 될 것이다. 수치상으로 경제성장률과 수출은 둔화되고 있고 상위기업들의 수익은 줄어드는 것으로 나타나 있다. 시간문제라 일본 중앙은행은 보다 느슨한 통화정책을 위한 조치를 취할 수밖에 없게 될 것이다. 일본 중앙은행은 중장기 금융채권을 매입함으로써 수익률 곡선을 상향조정하고 현재 5%~6% 수준에 있는 장기 실질금리를 0%에 가깝게 내리도록 목표를 설정해야 할 것이다. 이를 달성하는 유일한 방법은 누적되는 부채를 수용하고 실질금리를 인하시키기 위해 통화량을 대폭 증가시키는 길밖에 없다.

이와 같은 상황이 향후 수년간에 걸쳐 벌어질 경우 이에 대한 많은 저항 때문에 위기를 맞게 될 것이다. 그 결과는 무엇인가? 본인의 견해로는 이 결과들이야말로 한국으로서는 매우 중요한 것들이라 할 수 있을 것이다. 첫째, 실질금리가 하락될 것이 예상됨에 따라 거액의 자금이 일본으로부터 빠져 나갈 것이다. 그래서 많은 일본 자금이 다른 시장으로 유입되어 엔화약세 시기로 접어들게 될 것이다. 본인의 생각으로는 향후 2~3년 동안에 엔화의 대미환율은 플라자(Plaza) 합의이후 최저 수준인 160.25엔 미만으로 하락할 것으로 보인다. 둘째, 그러나 여전히 많은 유동성이 일본경제에 남아있게 되어 이 자금이 주식시장에 투자될 수 있을 것이다. 주식시장이 활성화되면 은행들은 보다 적극적으로 자본을 확충하고, 기업들도 적극적으로 자신의 재무구조를 개선시키며 자산회수와 경영진의 자산 매입 등이 이루어질 것이다. 이 경우 자산가치가 상승하여 富의 효과도 회복될 것이며, 소비자들도 지난 10년간 富의 효과가 파괴되었다는 그들의 생각을 바꾸어 소비지출을 가능한한 늘리게 될 것이다. 일본 정부가 이와 같은 부채의 구덩이로부터 벗어나기 위한 현실적 방법은 거대한 정부자산을 민영화하는 것이지만 그렇게 하기 위해서는 매우 건실한 주식시장이 존재해야 한다. 본인은 앞으로 5년 이내에 주식시장의 주가가 30,000~35,000 수준으로 상향되어 이와 같은 상황이 벌어질 것으로 보고

있다.

이러한 일본경제의 상황변화는 한국에 어떤 영향을 미칠 것인가? 우선 엔화 환율이 160~180엔으로 되던가 또는 한때 200엔까지 되는 상황을 상정해 보아야 할 것이다. 그와 같은 상황은 한국에 얼마나 엄청난 영향을 끼칠 것인가? 아시아 금융위기 초기단계를 거치면서 한국 원화의 미 달러 관계는 무너져 버렸다. 본인은 한국 중앙은행이 현재 취하고 있는 환율정책이 어떤 것인지 모르지만 대체적으로 볼 때 원화와 엔화는 약 10:1의 관계, 즉 엔화의 대미 달러환율이 140엔이었을 때 원화는 1,400원이었던 것으로 알고 있다. 현재 아시아지역 내에서 달러와 연계된 환율체제를 갖고 있는 나라는 중국과 홍콩뿐이다.

진정한 문제는 만약 이와 같이 엔화가치가 급격히 하락할 때 미국과 유럽의 반응에 어떻게 대처할 것인가 하는 점이다. 미국으로서는 결단을 내려야 하는데, 일본경제를 부양하기 위해 국가부채를 통화증발로 흡수해야 된다고 하면서 동시에 통화를 약세로 만들어서는 안된다고 말할 수는 없는 노릇이다. 통화증발과 통화강세는 공존할 수가 없다. 넓게 보았을 때, 낮은 금리수준을 유지하고 주식시장을 계속 부양하도록 일본에서 자금이 빠져 나와 미국으로 지속적으로 유입되는 것이 미국에게는 보다 더 중요할 것으로 보인다. 엔화의 약세 하에서 일본의 경쟁력이 약화되는 것을 방지하는 것보다 그 자금을 취하는 것이 보다 중요할 것으로 여겨진다.

그래서 내년을 조망해 볼 때 본인은 한국과 기타 아시아지역에 대해서 매우 낙관적인 견해를 갖고 있다.

질인 · 용 답

[질 문] 일본의 거대한 국가부채를 통화증발로 흡수하지는 논의가 한동안 있어 왔지만 1930년대와는 달리 통화유출효과 때문에 그 효험이 별로 없을 것이라는 것이 다수 일본 경제학자들의 생각이었다. 이에 대한 귀하의 견해는?

[답 변] 본인이 보기에 유출은 이미 시작되었다고 본다. 지난 7차례에 걸친 통화시장 개입시에는 통화의 중립을 위한 조치가 없었다. 작년에는 통화시장 개입이 있을 때마다 일본(중앙)은행은 24시간 이내에 시장개입으로 인한 통화증발 효과를 상쇄시키기 위한 조치를 취하였는데 작년 12월 이후 이와 같은 조치가 중단된 것처럼 보인다. 일일물에 대한 개입이 계속되고 있으나 일본은행은 일상의 시장개입을 3개월물 통화로 사용하고 있다. 지난 주 일본은행은 금년 말까지 보고하기로 되어있는 인플레이션 목표 설정에 관한 연구·검토의 착수를 연기하는데 동의하였다. 통화의 유출효과가 있는 것은 사실이다. 이 유출이야말로 엔화가 약세로 되고 있는 이유중의 하나이다. 엔화가치의 절하로 일부 수출기업의 경쟁력은 다소 회복될 수 있을 것이다.

[질 문] 귀하는 일본에서의 정치적 문제에 대하여 시사하였는데 만약 그와 같은 시나리오가 현실화 된다면 그것이 어떻게 작용할 것으로 보는가?

[답 변] 일본과 같이 특수한 제약에 처한 나라에서는 모든 것이 정치적인 문제로 표출될 것이다. 정치인들은 정부가 장기보험 수익을 절감시키고, 연금을 삭감하고 취업기회를 줄이며, 대기업의 구조조정을 하겠다는 등 국민을 기만하였다고 생각하는 사람들에 의해서 영향을 받게 될 것이다. 동경 도지사가 최근 은행들에 대하여 과세하겠다고 제안한 것이라던가, 위기를 불러온 은행 관계자에게 책임을 물어야 한다는 공론에 대한 강력한 지지는 일반 대중의 불만을 내 비추는 첫 번째 신호라 할 수 있다. 본인은 1990년대에 정치적으로 패배했던 분규와 위기가 향후 4~5년간 심화될 것으로 생각한다. 만약 그렇게 되지 않는다면 오히려 이상한 일일 것이다.

일본의 역사는 60년을 주기로 움직이는 것 같다. 이 주기들은 4단계로 구분되는데 그 첫 단계는 일본이 여타 세계와 어떤 관계에 있으며 일본인은 누구이고 어떤 존재인지를 밝히는 것이고, 두 번째가 내적 분규의 단계, 세 번째는 대규모의 구조개혁 단계, 그리고 네 번째가 빠른 성장 단계라 할 수 있다. 동서 냉전체제는 일본에게 오히려 황금기가 되었다. 이 냉전이 종식되자 황금기도 종언을 고한 것이다. 그래서 본인이 느끼기로는 새로운 공감대가 형성될 때까지 일본의 위기는 더 깊어질 것으로 보인다. 일본은 아마도 오늘날 세계경제가 당면하고 있는 가장 힘든 정치·경제적 문제를 안고 있는 나라라 할 것이다.

[질 문] 한국의 무역수지와 경상수지 적자가 증가하고 있음에도 불구하고 귀하는 한국경제에 대하여 매우 낙관적 견해를 피력하였다. 한국의 어떤 주요 거시경제 지표들이 귀하로 하여금 이와 같은 낙관적 견해를 갖게 하였는가?

[답 변] 금년 1월중 한국의 경상수지가 적자를 시현한 것은 사실이다. 그렇다면 그것이 적자기조의 시작인가? 본인은 그렇게 생각하지 않는다. 한국의 기업들은 마침내 운영자금을 다시 조달할 수 있게 되었다. 문제가 있다면 원화 가치 상승에 제동을 걸려는 중앙은행의 시장개입을 들 수 있는데 이 시장개입의 효과에 대해서 적절히 대처한다고 하더라도 그로 인한 후유증을 불러일으킬 것이다. 물론 시장개입을 하기 위해서는 더 많은 통화공급이 필요하다. 그러나 본인은 한국이 이룩한 것처럼 2년 이내에 외환보유고를 0에서 750~760억 달러까지 끌어올린 나라에 대해서 긍정적인 것 이외에 다른 견해를 가질 수가 없다. 이제 본인은 한국에 대해서 3가지의 권고를 하고자 하는데 첫째는 더 많은 개혁, 둘째도 더 많은 개혁 그리고 셋째는 그 보다 더 많은 개혁이 그것이다.

[질 문] 일본의 복잡한 유통구조는 무역장벽을 겨냥한 의도적인 것으로 보이는데 이에 대한 귀하의 견해는?

[답 변] 언젠가 어떤 사람이 나리타공항의 위치는 일본을 방문하는 외국인들로 하여금 불편을 겪도록 선정되어 있어 무역장벽이라고 꼬집은 적이 있다. 일본의 유통구조는 지난 수세기에 걸쳐 구축된 것으로 물론 그 시장을 파고드는 것이 매우 어렵게 되어있다. 그러나 무역장벽이 그와 같은 복잡한 유통구조를 구축하게 된 동기의 하나라고는 생각하지 않는다. 유통구조는 대개 한나라의 사회학적 단면을 반영하는 것이라 생각한다.

[질 문] 한국의 인터넷 인구는 급속하게 성장하여 작년에 인터넷 이용자가 1천만명에 이르렀다. 그런데 인터넷을 가장 필요로 하는 일본은 그 이용자가 한국처럼 빠르게 늘어나지 않고 있다. 일본이 디지털경제로 변화하는데 대한 귀하의 견해는?

[답 변] 한국은 현재 아시아에서 가장 뜨거운 인터넷 시장이라 할 수 있는데 이는 매우 흥미로운 현상이기도 하다. 한국은 전통산업 부문에 있어 세계적으로 경쟁력을 갖추고 있으며 신경제에 있어서도 매우 단단한 발판을 갖고 있다. 이 점은 정보통신시장 분야에서도 입증될 것이다. 인터넷과 일본의 디지털시대로의 유도는 오래된 사회제도를 혁파하는 한 방법이 될 수 있다. 인터넷은 몇 년간 혼란을 가져오기도 할 것이다. 그러나 일본의 결의와 잠재력으로 보아 일본은 인터넷 사업의 이득을 볼 수 있으며 그 분야에서 상위로 부상하게 될 것이다.

Asia Grows, and Japan Slows: Prospects for the World Economy and Markets*

Kenneth S. Curtis

In the last couple of years, Korea has been a leader in Asia that dealt with problems frankly--from which Japan should take lessons. Last year, I predicted that the yen would rise to about 100; the world economy, global and regional markets, and the Korean economy will become strong; and Japan will continue to be in a very challenging situation. There were great problems to deal with, but there had been just enough momentum exerted into the world economy to help deal with those problems.

The world has seen many reversals in the conditions of regional economies. The Korean exports for January shows that its current account surplus was up 33%. Thailand's current account surplus runs about two-thirds larger than it was two years ago. Singapore will have about 11% surplus growth in the first quarter. Even in countries in such dramatic conditions as Indonesia, a base has been put under economy and things are moving broadly in a more positive direction. If we look at China, the government has cut interest rates, dramatically increased government spending and even taxed savings to increase consumer spending. It seems to be working: exports are increasing and consumer spending seems to be turning up for the time being. Even though there are downward pressures on prices, the deflationary cycle for the moment seems to have stabilized.

In the U.S., expansion is increasingly driven by the consumer, who is looking at full employment, higher wages and the wealth-effect as a result of the strong stock market. In 1993, total consumer spending was about 5 trillion dollars and stock market capitalization was 5 trillion dollars. In 1999, it was about 6 trillion dollars and 16 trillion dollars, respectively. Modigliani, an Italian Nobel-prize-winning economist analyzing the wealth effect, clearly illustrates how rising asset prices affect consumer spending. So, the question that Greenspan now faces is, how do you get the consumer to decrease spending and increase savings rate? The U.S. continues to look at a negative savings rate and a current

account deficit of about 360 to 375 billion dollars. With the rest of the world growing, there are insufficient savings to finance growth at the current interest rate. So, unless the U.S. can slow its growth rate, there will be a continued rise in the interest rates.

We are at the beginning phase of a very powerful upward cycle of expanding growth of the world economy. Looking back, there had been one hundred and thirty-three Central Bank interest rate cuts in the OECD countries in the last eighteen months. In the last fifteen months, Japan spent 1.25 trillion dollars trying to stabilize its economy. There were vast interest rate cuts in emerging markets. In more advanced countries, such as Korea, governments have socialized large portion of the non-performing assets in the financial sector, which is in effect, fiscal expansion.

In the last eighteen months, the total amount of stimulus put into the world economy has been over 2 trillion dollars. In addition, there was an unprecedented effort to stimulate the world economy through monetary policy, and it worked: the world economy has reflatd. Everything we look at leads us to the conclusion that the world economy is well and that expansion is nowhere near its peak yet: the broadening of the cycle of growth in the world economy is continuing.

My view is that an Asian financial crisis did not occur. How can I say that given the problems that Korea went through? I believe that what we really went through was a global crisis in emerging markets, caused by massive build-up in investment and expansion in capacity in the traditional sectors of the industrial economy, largely financed with debt and in context where a number of assumptions were made that things would not change. The main reason for investment was the need to cut costs in the economy, largely based on the assumption that emerging markets will stay the same, strongly tied to the U.S. dollar. Developed countries were looking for low-production bases, reopening of the world market by the GATT and the WTO, and new technology. There was also a rush to invest in emerging markets for the last 15 years, on the assumption that the emerging markets would, more or less, stay largely tied to the falling U.S. dollar.

In 1993, Japan and the U.S. thought it was in both countries' strategic interests to have strong dollar and weak yen. So, in 1995, the two countries got together and mobilized the rest of the OECD, buying the dollar against the yen, driving up the dollar. That meant all the countries that had any ties with the dollar saw an increase in their currency, which undermined their cost structure in the world economy of excess capacity. Many companies had to make short-term loans that they could not repay, pushing major banks into financial difficulties, which could have led to a global credit crunch.

So, in fact, it wasn't an Asian crisis, but a broad global crisis of excess capacity, high

debt load, and very slow global growth. All of that, mixed with local problems in each economy, were the driving forces behind the global crisis that we have been through; the Asian economies just happened to be the first part of the world to head into the crisis. In such a situation, theoretically, closing all excess capacities can solve the problems. Unfortunately, in real life, closing all excess capacities would have caused a global banking system crisis, much similar to that of the 1930s.

When looking at the Asian economies in detail, the pattern is that across the region, cost structure has been dramatically reduced through currency devaluations, wage reductions, lay-offs, reorganizing companies, reduction in rents and land prices, removal of some red tape, reduction in interest rates and some taxes. All in all, East Asian economies have never had better cost structures than today. We used to liken the East Asian economies to tigers, but they were mere kittens then, compared to the tigers they have become today. No one is as competitive in the world economy at producing mainline industrial products than East Asia.

Korea can produce and export a car for \$7,000. It can produce, export and sell a desktop computer for \$400 and a microwave oven for \$40. All for profit. The world's third largest computer seller is E Computers, selling each Korea-made unit for \$399. So, if you can make cars for \$7,000 and computers for \$400, then Korea does not have any problems; its competitions do.

The broad outlook for the Asian economies in the next twelve months depends fundamentally on the global economy. If there is a strong growth rate between 4 to 4.5%, then the Asian economies will continue to surprise the world with their performances, with Korea leading the way. Current accounts surplus will be larger, exports will be more dynamic, earnings will be stronger, and GNP will be higher than the expectation.

On the other hand, let's assume that there isn't a large growth rate, but a moderate one. Let's say that the U.S. stock market drops dramatically, scaring the consumer into slowing down the spending, ending up with only about 2% growth rate in the world economy, which I doubt will ever happen. The East Asian economies will continue to do well. However, countries like Brazil, Portugal, Greece, Poland, and low-to-mid level producers in other parts of the world that have not gone through restructuring will be in trouble. Do you realize that without coffee and sugar, 71% of Brazil's exports overlap that of Korea? However, Brazil did not go through the same difficult restructuring that Korea has and continues to go through.

If there was a more dramatic situation of 0% growth rate, then there is trouble. Besides the fact that in every Asian country, reforms are slowed, debts are also too high. In Korea,

domestic and international debt runs about 200% of GNP, about 250% of Thailand's GNP; and about 340% of Malaysia's GNP. If there is a 10% long-term interest rate and the debt is about 340% of the GNP, then it is taking more than one-third of the GNP, just to service the debt. That is ridiculous. Yet, the world banking system, especially the Japanese system, is too weak to write-off the 80-85% of the Indonesian debt that will have to be written-off: the balance sheets are too weak in Japan to do that. So, if there is slow or zero global growth, then it will lead back to a global crunch, such as the one in 1998. If the global economy stays very strong, then there will be a continued strong performance.

In 1998, the current account surplus of East Asia, excluding that of Japan, was 156 billion dollars higher than it was in 1996. I think the current account will continue to perform strongly, which is critical to generate the cash needed to lower the debt load in the region. In the Southeast Asia, Thailand and Malaysia in particular, the real excess investment problem is in the real estate sector. Bangkok probably has enough apartments in reserve for the next 50 years. About 42% of commercial real-estate is vacant in Thailand and that doesn't include the building where the construction was stopped. The bad thing is, you can't export buildings. Also the Thais still refuse to allow foreign investments in real-estate. In fact, the new bankruptcy laws are worse than the last one because it allows 17 years for workouts. So, foreigners are still very cautious about investing in Thailand. In addition to its economic problems, Malaysia also has political struggles. Thailand and Malaysia have continued to under-perform, but their export sectors are performing very strongly, carrying the rest of their economies.

Indonesia's economy needs to be restructured and reformed completely: it is headed by an Iraqi-educated Muslim mystic, who is largely blind and had two strokes, and yet a dynamic politician; his vice president has failed even the lowest expectation; the courts, markets, the banking system, the legislature, the central bank all need to be restructured and the constitution has to be redrafted. And yet, because the world commodity has risen so strongly and the currency has been so weak, the export sector of the economy is doing relatively well. This has given a base to the economy: things are stabilizing and businessmen and entrepreneurs who fled to other countries are slowly creeping back to Indonesia. Some would argue that the situation is problematic, but I would argue that it's probably difficult to have seen a better transition so far in what could have been an extraordinary bloodbath.

Taiwan has managed its economy strategically throughout this crisis and continues to do well. Politics will continue to be problematic and will become more so after the elections because it is possible that none of the candidates will come anywhere close to a majority. Beijing does not yet have the military capacity to cross the water to attack Taiwan. I think

China has painted itself into a corner and it saved face last year only because of the Taiwanese earthquake. Whatever happens, Taiwan's economy will not be destabilized by it.

The Chinese economy has made enough effort to lift itself back up. However, less than 1% all bank loans go to the private sector. So the savings are channeled largely to companies that destroy value: companies produce more and more goods that fewer and fewer people want to buy. This in turn causes the companies to produce more goods in an attempt to raise the revenue necessary to repay the bank, causing a constant downward deflationary pressure on the economy. The situation then drives the government to adopt increasingly strong measures to stimulate the economy to offset the pressure. China will have to undertake major reforms to allow private savings to be channeled toward the private sector of the economy, which is creating jobs, paying taxes and generating exports. If these companies can be systemic, get regular financing and are allowed to list on the stock market, then "the Great Chinese Job Machine" will be put into gear. There would be a vast increase in the private sector, dramatically increasing employment opportunities. The whole reform process would get into high gear again because using the capital market solution to move through the next step would drive the government to address the issues of rule of law, supervisory system, contracts, regulatory system and transparency.

It seems that the financial sector reform is the key to the next step in China's WTO membership process. China's successful entry into the WTO is something most are hoping for soon, but the negotiations with EC have not gone well. The U.S. Presidential election, complicated with the developments in Taiwan, makes it more difficult to get it through the U.S. Congress.

The momentum of the reforms in Korea will not and cannot be regenerated until after the elections, as the president forms a new working majority. But broadly, my view continues to stay positive about Korea.

The real problem in Asia is Japan. Japan has spent 1.25 trillion dollars in the past 15 months and in the last quarter, the economy contracted and it will contract probably again in the first quarter this year. That would mean Japan would have to get 2.4% quarter-on-quarter growth in the first quarter this year to hit the government's target of 0.6% growth for the fiscal year. Well, the numbers for January and the first two weeks of February are in, and it is impossible to get an expansion of 2.4% for the quarter.

The official line is that things are getting better and the economy is stabilizing. And already, politicians are talking about a new supplementary budget, even before the current annual budget for the next fiscal year is put into place. Looking at the Japanese public

sector, I don't want to say it will never get better; it will, eventually.

It would be wrong to underestimate Japan and its enormous strengths in education, technology, savings rate, and its resiliency to fight back. Even if the current recapitalization of the current banking sector works, there continues to be huge problems. About 20 % of Japanese bank loans are made to what I would call "the bullet-proof companies, " or companies like Tokyo Electric Power, which are quasi government utilities. These loans are ok. Another 25% of Japanese bank loans are made to companies that currently have the money at less than the prime rates, which means the banks are not making any profits. The remainders of the loans are to companies that have debt-to-cash-flow of about 20-to-1. If you have a debt-to-cash flow of 20-to-1 and the economy starts to contract, then there will be an increase in bad debt. In fact, in my view, there was an increase in the bad debt in the banking system the last quarter. If we take total Japanese bank loans, it is about 146% of its GNP. Of those loans, about 20% are to mid-to-small size real-estate companies. These companies have a net worth of negative 20% of their balance sheet. The write-offs will be 6% of GNP, which is about 300 billion dollars.

We can make the same analysis for small and mid-size construction and real-estate companies. These three sectors together have a net and negative equity of about 15% of GNP, largely financed through bank debt. It is imperative to get growth in Japan's economy or the banks will somehow have to deal with this.

The Japanese insurance companies are locked into contracts whereby they pay their policyholders 4 to 5.5% return. Most of this money is invested in Japanese bond, yielding about 1.6% for 7 years. We calculate that the insurance companies are losing 26 billion dollars a year because of the interest mis-match. They have money reserve to last for about 22 months. The conditions for the workout of the Toho Insurance Company, the twelfth largest insurance company, depleted the entire government fund created to support life insurance companies in difficulties. The policyholders were told that instead of 4 to 4.5% returns, they will now get only 1.5% and the policy will not be converted into annuity when the people turn 65, but when they turn 68 years old. What it means is that the government now recognizes that it is running out of funds.

After the elections, it is very clear that there will be new financial problems and with solutions like this, this will have a depressing effect on consumption. As consumption declines, it will be rather difficult for growth to become stronger. At the same time, there will be further pressures on wages and employment.

In 1988, Japan was neck to neck with the U.S. and Europe in many industries, and in fact, ahead in some industries. In 1988, of Japan's total capital investment, 17.8% went into

high-technology and for the U.S., 16.2% went into high-technology. So, in 1988, not only was Japan out-investing the U.S. in high-technology, but Japan also doubled the U.S. in the percentage of total investment, as a proportion of GNP. In 1998, Japan's investment, as a proportion of GNP, had shrunk somewhat and its commitment to technology had fallen to 15.9% of GNP. Meanwhile, the U.S.' investment in technology has climbed up to 39.1%. So, in a sense, Japan has largely missed the technology boom/revolution of the 1990s. It has a number of consequences. First, much of the excess capacity in Japan is based on old technology that is no longer competitive. The real problem is that companies' balance sheets are too weak to write-off that capacity, unless the yen falls dramatically, which is unlikely. Second, technology is a huge opportunity in Japan and with its underlying strength, it will probably move aggressively in this direction. Third, much of the new technologies allow dis-intermediating: it puts producers directly in contact with consumers. There is one country in the world that has an extremely inefficient distribution system: Japan. The total wholesale sales of Japan are 2.42 times larger than retail sales. So, if there is one part of the world that is right for the Internet, it is Japan. Of course, it will be very disruptive because there is such high level of employment. So, the technology equation for Japan is very complex. There is a huge opportunity and potential, but it's going to first go through a stabilizing process by restructuring. Fourth, in the U.S., there is talk about the crisis in the U.S. social security system in 2021 because the number of people retired will exceed the people working in the social security system. This crossover point actually occurred in Japan last year. This year's payout to the retired people in Japan exceeded the amount contributed by people working. Unless the money can somehow be invested to generate fantastic returns, there is a building pressure on the pension system, and therefore, on public finances. This is an issue that politicians can no longer hide from because increasing number of voters are retirees.

Finally, let's look at the U.S.' problematic debt situation, where improvements in the government sector have been more than offset by deterioration in the debt position of the household sector and the corporate sector. Some advocate the wealth effect of the rising stock market, but if everyone tries to realize the profit they made on the stock market, then there will be no wealth effect.

In 1991, Japan's government debt to GNP was 51%. By the end of 2001, public sector debt will be about 151% of GNP. So, Japan today makes Italy of yesterday look like a paragon of fiscal discipline. Let's assume that you are in charge of Japan's economy. If you raise taxes in this environment, the economy will die. Then, cut government spending. If you make upper echelon pay higher taxes, then you will not be re-elected. What would

happen if the interest rates rise? Japan has no other choice but to monetize a large portion of the debt. Japan will have to sufficiently expand the money supply in order to accommodate a large portion of that increasing debt. These are dramatic measures, but Japan is in a dramatic situation. I believe this economy will suffocate and then rollover again towards where it was in 1998. It is not in anyone's interest in this region.

At the moment, Japan has a very easy fiscal policy and spending. It also has a very easy monetary policy because overnight interest rates are zero. That is questionable. The method of measuring the tightness of monetary policy is where real long-term interest rates are. What are real long-term interest rates in Japan? 10-year bond interest rates for mid-level corporations are running about 3.25-3.5%. Officially, the economy is deflating at about 1.5%, which does not include any discounting. I would argue that the economy is deflating by 3%, which may be wrong. If I'm wrong, real interest rates are at 4.75%, and if I'm right, then real interest rates are at over 6%. If real interest rates are between 5 and 6%, this type of bad debt situation escalating in the government sector will end up killing the entire economy. The conditions of a tight monetary policy and a very loose fiscal policy are the conditions in the U.S. in the early 1980s.

If this condition continues, the yen will go to 90. The numbers show that the economy and exports are slowing and profits of top companies are falling. It's only a matter of time before the Bank of Japan is forced to adopt measures that would make monetary policy easier. The Bank of Japan should move-up the yield curve by buying midterm and long-term assets and targeting a real long-term interest rate of closer to 0%, instead of between 5 to 6% it is now. The only way to achieve this is to increase the money supply substantially to accommodate the build-up of debt and drive-down real interest rates.

When this occurs over the next couple of years, we might get in a crisis because there is a lot of resistance. What will be the consequences? I think these consequences are very important for Korea. One, there will be huge amounts of money leaving Japan because real interest rates will be dropping. So there will be a lot of money going into other markets, entering into a period of yen weakness. I believe that during that period over the next two or three years, the yen will fall below 160.25, the lowest point since the Plaza Accord. Two, there still will be lots of liquidity left in the economy, which can be invested in the stock market. As the stock market rises, banks will be more willing to recapitalize and companies more willing to rebuild balance sheets, and there will be asset dis-investitures and management buyouts. It will also start to restore the wealth effect as asset values rise and people will reverse their views that there was asset wealth destruction over the last decade, which in turn will put a floor on spending. The only practical way for the Japanese

government to get out of this debt situation is to privatize huge amounts of government assets, but in order to do that, there must first exist a very strong stock market. I see this happening in the next 5 years, as the stock market rise back up to 30,000 or 35,000 level.

What does it mean for Korea? You must first imagine living in a world with the yen at 160, 170, 180, or for a short period, even at 200. How dramatic would that be for Korea? Through the first phase of the Asian crisis, Korea's link with the dollar was broken. I don't know what the policy of the Central Bank is today, but it seems that broadly, the Korean won is shadowing the yen at a rate of about 10 to one: when the yen was at 140, the won was at 1400. The only countries still tied to the dollar in the region are China and Hong Kong.

The real problem then becomes, how do we deal with the reaction that we would have in America and Europe, if the yen drops so dramatically? The Americans have to make a decision: it cannot tell Japan to monetize its debt to reflate the economy and at the same time, not have weak currency. Both cannot coexist. In the broad scheme of thing, it would seem more important to the U.S. to see money flow out of Japan because it is more important to have a continued flow of money into the U.S., keeping the interest rates low and stock markets high. It would seem more important to get that money than to live with a less competitive Japan that has a weaker yen.

So, as I look to the next year ahead, I see a very optimistic future for Korea and the rest of Asia.

Question & Answer

Q The idea of monetizing Japan's massive debt has been around for a while. However, many Japanese economists believe that it will be ineffective because of leakage effect, unlike the 1930s. What do you think about that?

A I think it has already started. The last seven currency market interventions have not been sterilized. Every time there was a currency market intervention last year, the Bank of Japan intervened within the 24 hours to sterilize the effect on the domestic money supply of the intervention. It seems to have stopped since December. Its interventions on the overnight market continue, but the Bank of Japan is working on three-month money in their daily interventions. Last week, the Bank of Japan has

accepted the delaying tactic of starting a study that will be reported later this year on setting the inflation target.

Yes, there are major leakages. Leakages are one of the reasons for the yen's sharp drop. In dropping, the yen will put back some competitiveness in some of Japan's exports companies.

Q You alluded to some political problems in Japan. How do you see that working, if the scenario that you mentioned actually comes to pass?

A In a country that is going under this type of extraordinary strain, obviously, everything will be expressed politically. Politicians will be influenced by people who believe were cheated by the government on lowered return on long-term insurance policies, reduced pensions, reduced job market, restructuring in big firms, etc. The governor of Tokyo has recently proposed a tax on banks and the strong public opinion support for the bankers to take responsibility for the crisis is a first glimmer into public discontent. I would suspect that conflict and crisis that have been endemic to Japanese politics in the 1990s will intensify over the next four to five years. I would be very surprised if it doesn't.

Japan's history seems to move in cycles of 60 years. These cycles are divided into four phases: the first phase in which the Japanese are trying to figure out how Japan relates to the rest of the world, who and what are the Japanese; the second phase of conflict; the third phase of huge restructuring, and the fourth phase of rapid growth. The cold war was in fact, more like "the Golden Ages" for Japan. The post cold war was the end of that era. So, my sense is, before you get a new consensus, the crisis in Japan probably gets deeper. Japan is probably the biggest economic and political problem facing the world economy today.

Q You gave a very optimistic view of the Korean economy, despite the fact that Korea is increasing trade balance deficit and current account deficit. What key macroeconomic indicators give you such optimistic view about the Korean economy?

A It is true that Korea's January current account numbers were negative. Is that the beginning of a trend? I would rather think not. I think the companies finally have their working capital back in place. If anything, the interventions of the central bank to stop the currency from rising create vulnerabilities for the economy later, as though

the effects of the interventions will have to be dealt with. Of course, you would need more money to do that. I just can't help but have positive view on any country that can go from 0 foreign exchange reserve to \$75-76 billion in foreign exchange reserve in two years, as Korea has. I have three recommendations for Korea: one, more reform; two, more reform; and three, even more reform.

Q Japan's complicated distribution system may be intentional as a trade barrier. What are your views on this?

A Someone once said that the Narita Airport was placed where it was to make it terribly inconvenient for foreigners to come to Japan and that it was a trade barrier. I think the Japanese distribution system has been built up over centuries and of course made difficult to penetrate that market. However, I don't think trade barrier was part of the motivation for how it was built up. I think distribution systems largely reflect on the sociology of a country.

Q Korea's Internet population is growing at a rapid rate, reaching 10 million users last year. Japan, which needs the Internet most, does not have as rapid a growth of Internet users as Korea. What are your views on Japan's turning into a digital economy?

A Korea today is probably the hottest Internet market in Asia, probably also the most interesting. Korea is globally competitive in the traditional industrial sectors and has a very strong foothold in the new economy. You can also see an evidence of this in the telecommunications market.

The Internet and Japan's induction into the digital age will be part of the solution for the breakdown of old social system. The Internet will also bring years of confusion. However, Japan, with its determination and potential, should be able to take advantage of the Internet business and come out on top.

