



마틴 울프
파이낸셜 타임스
수석논설위원

“이십년 뒤 인플레이션은 다시 상당히 낮은 수준으로 돌아갈 것이다”

파이낸셜 타임스의 저명한 이코노미스트 마틴 울프에게 세계 경제의 향후 전망에 대해 물었다.
인터뷰 강남규(중앙일보 국제경제 선임기자) 사진 SHUTTERSTOCK

I remember you left the World Bank in 1981 around the peak of stagflation. Have you ever thought of the differences or similarities between then and now?

Very interesting question! I think that, broadly defined, there are clear parallels between the '70s and early '80s and where we are now in the following respects. There was a mixture of very big real economic shocks with monetary excess. It's not just about 1981, but there were two oil shocks in the '70s — one in 1973 and one in 1979 — and they were both triggered by wars and now we have a huge oil and gas shock which is also triggered by a war. So that's an obvious parallel.

And this time, of course, we also have two shocks. The second shock isn't another oil shock. We have a pandemic shock and a war causing an energy shock. And then we had two energy challenges again in the early '70s and we have very high monetary growth leading to a very rapid growth in demand, which then interacted with this huge real shock to generate an inflationary process. But in that case, it took, roughly speaking, 10 years to get it under control.

Ten years? Then how long do you think it would take to get inflation under control this time?

I am actually much more optimistic this time. I think there are two reasons for that. The first is, of course, all the central bankers remember this history. They know this history and they don't want to repeat these mistakes. And of course, they are all independent and they have adopted inflation targets. So that means they are pretty clear they have to achieve it. The second thing is that with the exception of the United States, it's externally generated. There isn't much domestically generated inflation. It's the energy shock.

Now, there is a risk that this will cause a wage price spiral. But again, an important difference from the '70s is, for better or worse, labor organizations are much weaker. Trade unions are much weaker. There are strikes, but they're not as fierce. So the probability is that there is a

경제이론사를 읽다보면 18~19세기 부분에서 약방의 감초처럼 등장하는 인물들이 있다. 애덤 스미스, 데이비드 리카도, 그리고 월터 배젓(Walter Bagehot)이다. 배젓은 금융·통화 학설사의 대가이자 19세기 중후반 영국 이코노미스트지 편집장이었다. 또한 런던 금융시장 르포인 “롬바드 스트리트”의 지은이이며 금융통화 이론의 개척자이기도 하다.

우리가 월터 배젓에 주목하게 되는 이유는 바로 여기에 있다. 언론인이면서 이코노미스트라는 그의 특수한 배경 때문이다. 20세기 이후 배젓처럼 언론인이면서 이코노미스트로 인정받는 경우는 아주 드물다. 이코노미스트가 상당히 긴 시간 훈련을 받아야 할 수 있는 직업이 됐기 때문이다.

그런데 월터 배젓과 같은 인물이 현재에도 한 명 존재한다. 바로 마틴 울프다. 현재 직책은 영국 파이낸셜 타임스의 수석 논설위원이다. 과거엔 세계은행 이코노미스트였다. 그의 칼럼이 메이저 중앙은행의 보고서처럼 전문적이고 깊이 있어 보이는 이유다.

스태그플레이션이 절정이었던 1981년에 세계은행을 그만둔 것으로 기억하는데, 그때와 지금의 비슷한 점이나 차이점에 대해 생각해 본 적이 있나?

아주 재미있는 질문이다! 폭넓게 보자면, 1970~80년대 초 그리고 지금 상황 사이에는 몇 가지 유사점이 있다. 우선 통화공급 과잉과 경제적 충격이 동시에 발생했다. (내가 세계은행을 그만 두었던) 1981년은 아니지만, 1973년과 1979년 두 차례에 걸쳐 오일쇼크가 발생했다. 둘 모두 전쟁으로 촉발됐다. 지금 우리가 겪고 있는 원유와 천연가스 쇼크도 전쟁에 의해 시작됐으니 지금의 상황과 상당히 유사하다고 볼 수 있다.

현재 우리는 언제나 변함없이 그래왔듯 두 가지 쇼크에 시달

마틴 울프(Martin Wolf)
1946년생으로 1971년 영국 옥스퍼드대에서 경제학 연구석사(MPhil) 학위를 받았다. 세계은행에 들어가 경제분석가의 길을 걷기 시작한 그는 수석 이코노미스트가 되어 1981년까지 일했다. 여러 리서치 센터에서 일하다 87년 파이낸셜 타임스로 자리를 옮겨 '저널리즘 이코노미스트'로 변신했다. 그는 언론사 근무에 대해 "아주 독립적이기 때문에 언론에서 일하는 게 즐겁다"고 말했다.

much greater chance that inflation will remain in the goods markets, perhaps in the service sector. So I'm relatively optimistic, not certain, but by 2024, 2025 inflation will be substantially lower in all the major economies. I am not sure whether it will be back to 2%.

People in the Korean business community and financial markets are very sensitive to the issue of how high the Fed Fund rate will go up because they believe the higher the rate would be the stronger the dollar.

Well, there are two dimensions to this. It's very important to separate the two dimensions. We had a conversation recently with a member of the board. It was off the record. I won't say who it was. But the questions are how high it might go. And just as important, I think, is how long it might remain there. So I think it's a reasonable guess on the basis of what we know now, that the peak rate will be somewhere in the fives. It's not an unreasonable guess. It's not so far from where they are, they would rather do it more quickly than not. The American economy remains strong. The labor market is still very strong.

How long do you think it might remain at peak level, around 5%?

The last inflation reading was very weak. So it would turn out to be better and the Fed won't have to do more. But, it's possible that inflation will turn out to be very resilient. Now, once they got there, I suspect Fed won't start to change until they are reasonably confident inflation is coming under control. So the rates might remain high for quite a while. I don't know yet, but it could be a year or more. One would expect the dollar to remain strong.

The strong dollar has already been a burden for Korean business leaders and investors. How long might the strong dollar last?

This is not a forecast, but it wouldn't be surprising if the

리고 있다. 다만, 이번의 두 번째 쇼크는 오일 쇼크가 아니다. 전쟁 때문에 발생한 에너지 쇼크, 그리고 팬데믹 쇼크이다. 과거 그 시절엔 70년대의 두 차례 오일 쇼크와 급격한 통화 증가로 인해 수요가 급증하는 현상이 나타났다. 수요 급증은 실물경제 충격과 상호작용해 인플레이션 흐름을 일으켰다. 그때 물가를 잡는 데 어렵잡아 10년 정도 걸렸다.

10년? 그렇다면, 이번 인플레이션을 잡는 데는 몇 년 정도 걸릴까?

이번에는 아주 낙관적으로 본다. 이유는 두 가지다. 첫째, 중앙은행가가 역사를 기억하고 있다. 그들은 역사를 기억하며 실수를 되풀이하고 싶어 하지 않는다. 물론 (1970년대와 달리) 요즘 중앙은행가는 상당히 독립적이고, 물가안정목표제(인플레이션 타깃)를 채택하고 있다. 이로써 분명히 알 수 있는 것은 그들이 물가 안정을 달성해야만 한다는 점이다. 둘째, 인플레이션이 미국을 제외하고 외부 변수 때문에 발생했다는 점이다. 내부 요인 때문이 아니라는 얘기다. (그 요인은) 바로 에너지 쇼크다.

에너지 쇼크가 임금 상승으로 이어질 리스크가 있기는 하다. 하지만 70년대와 차이점은 지금 노동조합 조직률이 아주 낮다는 사실이다. 노동조합이 아주 약하다. 파업이 발생하기는 하지만, 맹렬하지 않다. 그래서 인플레이션이 상품 시장, 그중에서도 아마 서비스 섹터에 제한될 가능성이 아주 크다. 그래서 나는 무조건이라고 할 순 없지만 2024년이나 2025년 주요 국가에서 인플레이션 수준이 상당히 낮을 것으로 비교적 낙관한다. 물가 상승률이 2% 수준으로 되돌아갈 거라고 자신하지는 못한다.

한국에서 비즈니스를 하거나 금융시장에 참여하고 있는 사람들은 미국 연방준비제도가 기준금리를 얼마나 높게 올릴지에 민감하다. 미 기준금리가 높을수록 달러 가치도 오른다고 믿기 때문이다.

그 문제엔 두 가지 측면이 있다. 두 가지를 나눠 살펴보는 게 아주 중요하다. 최근 연준 이사회 한 멤버와 이야기를 나누는 적이 있다. 비공식 대화여서 그 내용이 무엇인지 말해줄 수는 없다. 아무튼, 두 가지 측면 가운데 하나는 기준금리가 어디까지 인상될 것인가다. 이 문제만큼이나 중요한 것은 기준금리가 최고치에 이른 뒤 얼마나 오래 머물까이다. 현재 우리가 알고 있는 정보에 따를 때 기준금리는 5%대 어느 지점까지 이른다는 게 합리적인 추정이다. 비합리적인 추정이 아니다. 그 정점까지 머지않았고, 아주 빨리 인상될 듯하다. 미 경제는 여전히 아주 탄탄하다. 노동시장도 역시 아주 활발하다.



> 현재 우리가 알고 있는 정보에 따를 때 기준금리는 5%대 어느 지점까지 이른다는 게 합리적인 추정이다.

dollar remained strong for a couple of years still. And I think businesses should plan on that possibility and plan to survive that possibility. Now, I would have thought that for Korean businesses a strong dollar has advantages as well as disadvantages and improves competitiveness. It obviously makes dollar finance more expensive.

But I'm more worried about developing countries and smaller emerging economies, which have got a very large amount of dollar debt. Obviously, anybody with a lot of dollar debt is going to find the combination of higher rates with a higher dollar very difficult, and clearly there are going to be a lot of defaults around the world.

How about Korea? Do you think Korea might face a sort of crisis due to strong dollar?

Well, first of all, I don't consider Korea an emerging market. Obviously not. Korea is a developed country. In the '90s, the problem was that Korean banks, as you know, had taken on very, very large dollar liabilities and dollar

미 기준금리가 5% 정도의 정점에서 얼마나 오래 유지될 것으로 보는가?

최근 미국의 물가상승률이 상당히 낮아졌다. 앞으로 물가상승률이 더 낮아질 수 있고, 연준이 기준금리를 더 올리지 않아도 될 수 있다. 반면, 물가상승률이 여전히 높은 수준일 가능성도 있다. 미 기준금리가 일단 정점에 이르면, 연준 사람들은 합리적인 수준에서 확신이 들 때까지 금리를 내리지는 않을 것으로 본다. 인플레이션이 통제권 아래 들어왔다는 확신 말이다. 그래서 기준금리가 고점에 이른 뒤 상당 기간 유지될 수 있다. 잘은 모르겠으나 1년 또는 그 이상 기간 동안 고점에 머물 수 있다(역사적으로 미 기준금리가 고점에서 머문 기간은 9개월 안팎이었다). 기준금리가 5%대에서 상당 기간 유지된다면, 사람들은 달러 가치도 강세를 이어갈 것이라고 예상할 것이다.

강(強) 달러는 한국 경영자와 투자자에게 이미 부담이다. 강달러가 얼마나 이어질 것으로 보는가?

예측할 수는 없지만, 강달러가 2~3년 이어진다고 해도 놀랄 일

debt, and their assets were not liquid assets. So they had a currency mismatch. And once the dollar fund finance got very expensive and the exchange rate collapsed, that obviously created a huge banking crisis. Since that crisis, the authorities in Korea are very, very well aware of these risks. The banks and the private sector of Korea are very, very well aware of these risks. And they have no need to borrow in dollars.

Let's talk about next year's business cycle in the global economy, in particular the U.S. economy. Where do you think the U.S. economy is heading?

My general expectation over the next year is we're going to have recessions. I mean, Europe is clearly going to have a recession. There's no doubt about that fact. It's in recession. The U.K. is in recession. In the U.S. it's less clear. Of

은 아닐 것이다. 비즈니스 리더는 달러 강세가 지속된다는 전제 하에 계획을 세우고 생존 전략을 짜야 한다. 지금 한국 기업 입장에서 보자면, 강달러는 불이익만큼이나 이익이 되는데, 경쟁력을 높여준다. 달러 자금을 조달할 때 돈이 더 많이 든다는 것은 분명하다.

그런데 나는 달러 부채를 많이 짊어지고 있는 개발도상국이나 작은 신흥국이 더 걱정된다. 달러 빚을 많이 지고 있는 사람은 고금리와 강달러의 조합이 아주 힘들다는 사실을 알게 될 것이고, 세계 곳곳에서 채무불이행이 많이 발생할 듯하다.

한국은 어떻게? 한국도 강달러 때문에 어떤 위기를 겪을 것인가?

질문에 대답하기 앞서 이 말을 먼저 하고 싶다. 무엇보다 나는 한국을 신흥시장으로 여기지 않는다. 분명히 아니다. 한국은 선진국이다. (외환위기를 겪은) 1990년대 한국 시중은행은 알다시피 아주 많은 달러 자금을 빌려다 썼는데, 은행의 자산은 유동성이 아주 떨어졌었다. 그 바람에 시중은행들은 원화와 달러

course, it's partly a question of how you define recession, and there is no standard definition of recession. I'm opposed to the definition, say, a couple of quarters of negative growth is recession. But in the U.S. we will have at the very least a significant growth recession.

What do you mean by a growth recession?

A growth recession is a period in which the economy grows well below potential and in which unemployment rises. It is the aim of the Fed that this will happen. They want unemployment to rise because they think the labor market is too strong. I think there's no doubt about it. And it could be quite prolonged given the tightening of monetary policy we've seen, whether it will actually be a recession as the NBER judges it — the National Bureau of Economic Research is the organization that decides whether there is a recession — whether they will decide that this was a recession. Clearly not, if this happens and brings inflation under control quickly, as I indicated, that might allow the Fed and other central banks to start cutting interest rates relatively soon. Perhaps even towards the end of next year. And that will mean that this will be possibly a brief recessionary period.

Many business leaders in Korea have been worrying about the Chinese economic activities because there are over 60 million unsold apartments which have been dragging the whole economy into a recession. Do you think Chinese government could lead its economy out of recession?

I think this is a very, very good question. Let me just give you briefly what I think the Chinese problem is. A lot of the investment over the last 10 to 12 years has been unproductive and that's been particularly true in real estate. In particular, the real estate investment is no longer sustainable growth. And so the investment in general starts to collapse and the growth in the economy starts to fall. Now it's really low, maybe coming 3% or 4%.



비즈니스 리더는 달러 강세가 지속된다는 전제하에 계획을 세우고 생존 전략을 짜야 한다.

간 밸런스를 맞추지 못했다. 달러 가격이 매우 비싸지자, 환율도 붕괴됐다. 대규모 은행위기를 겪은 이유다. 위기 이후 한국 금융당국은 외화표시 채무의 리스크를 너무나 잘 알게 됐다. 시중은행과 민간 기업도 잘 알고 있다. 그 결과 (지금은) 달러 자금을 (많이) 빌려쓸 필요가 없다.

이제 내년 세계 경제, 특히 미국 경제에 관해 물어볼 때다. 미 경제가 어디를 향해 가고 있다고 생각하는가?

유럽 경제는 침체를 겪을 것이다. 의심할 여지가 없다. 영국도 침체를 겪고 있다. 미국은 아직 분명치 않다. 물론 침체를 어떻게 정의하느냐에 달렸는데, 표준적인 정의가 없는 상태다. 2~3분기 연속 마이너스 성장과 같은 정의엔 반대한다. 어쨌든, 미국에서는 최소한 상당한 성장 침체가 이어질 듯하다.

성장 침체는 무슨 뜻인가?

성장 침체란 경제성장률이 잠재성장률보다 상당히 낮은 상태를 말하는데, 이때 실업률이 오른다. 미 연준이 겨냥하는 상태다. 연준은 현재 노동시장이 너무나 활황이라고 생각하기 때문에 실업률이 오르기를 원한다. 내가 보기에 여기엔 의심의 여지가 없다. 이미 우리가 보고 있듯이 연준이 돈을 바짝 죄고 있기 때문에 성장 침체는 상당 기간 이어질 수 있다. 다만 이 상태가 전미경제연구소가 경기침체라고 보는 그 침체인지는 모르겠지만 말이다. 전미경제연구소는 경기침체 발생 여부를 결정하는 기관인데, 이번 침체는 확실히 전미경제연구소가 말하는 경기침체는 아닐 것이다. 성장 침체가 발생하고 물가가 잡히면 연준과 다른 중앙은행이 비교적 빨리 기준금리 인하를 시작할 수 있다. 그 시점은 아마 내년 말 즈음이 될 수도 있다. 침체와 유사한 기간이 단기일 것이라는 의미다.

한국의 많은 경영자들이 중국의 경제 상황에 대해 걱정한다. 중국



What do you think could happen from now on in China?

Since investment generates pretty well half of demand in China, reduction of investment generates a massive slow-down which keeps on worsening the debt situation. So there is a generalized debt crisis and the economy slows and this, of course, is made worse by the zero COVID policy, which is stopping production and stopping demand. And that must further weaken the situation of the of the corporate sector and of households, who have borrowed their income, will fall. They can't get the same incomes as before.

My question was originally about what Chinese government could do, in other words, what they have in their arsenal of economy policy tools.

The answer to that, I think, is they can and they have to. But the normal solution that the Chinese government has found in the last 30 years, whenever demand has been weakening, is a strategy to promote more investment. But that doesn't make any sense when you've got lots of excess capacity in excess building, as you say, and weak demand. You can't. The basic point I make is in a 4% growth economy you can't invest 40% of GDP. So investment has to fall, and that means they have to substitute investment with consumption. They can't, however, do it with the household sector because household income as a share of GDP is very low compared with other economies, even Germany.

If so, what is to be done in the situation?

They have to increase government consumption and they have to increase the distribution and they have to distribute income from the corporate sector and governments to households to increase their incomes so they can consume more.

And that means a very radically interventionist govern-



중국 정부는 재정 지출을 늘려야 하고, 분배를 강화해야 한다. 기업과 정부에서 가계쪽으로 자원 배분을 늘려 가계 소비가 늘도록 해야 한다.

의 미분양 아파트가 6천만 채 이상일 정도로 주택시장 불안이 중국 경제 전체를 침체 높으로 빠뜨리고 있기 때문이다. 중국 정부가 경제를 침체의 늪에서 빼낼 수 있다고 보는가?

아주 좋은 질문이라고 생각하는데, 우선 중국 경제의 문제가 무엇이라고 생각하는지를 잠깐 말해야 할 듯하다. 최근 10~12년 새에 중국에서 이뤄진 투자, 특히 부동산 투자가 비생산적이었다. 더욱이 부동산 투자는 더 이상 지속 가능한 성장을 할 수 없는 상황이다. 그 바람에 경제 전반의 투자가 무너지기 시작했고, 경제성장률이 떨어지기 시작했다. 다른 요인까지 겹쳐져서 지금 성장률이 하락해 3%나 4% 수준까지 낮아졌을 것이다.

이제부터 중국 경제에 무슨 일이 발생할 것 같은가?

투자가 내수의 절반 정도를 일으켰기 때문에, 투자 감소는 폭넓은 경기 둔화를 일으키고, 이는 부채문제를 계속 악화시킬 전망이다. 그 결과 경제 전반에 부채 위기가 포아리를 틀고 있고, 경기가 둔화하고 있다. 코로나가 발생하면 도시나 지역 전체를 봉쇄하는 정책 때문에 생산과 소비가 멈춰버려 경기 둔화가 더욱 악화된다. 그 바람에 기업과 가계가 빚에 허덕이고 있는데 소득마저 줄어들어 더 큰 어려움을 겪고 있다.

애초 내 질문은 '중국 정부가 무엇을 할 수 있는가, 달리 말하면 그들의 정책 병기고에 무엇이 있을까였다.'

내가 생각하기에 그 질문에 대한 답은 그들(중국 정부)이 할 수 있고, 또 해야만 한다는 것이다. 최근 30년 사이 수요가 약해질 때마다 그들이 찾아낸 해결책은 투자를 촉진하는 전략이었다. 그런데, 질문에서 언급한 대로 팔리지 않는 건물이 너무 많고, 수요가 부진한 시기에 투자를 촉진하는 전략은 말이 되지 않는다. 내 말은 경제가 4% 성장하는데, 국내총생산(GDP)의 40%를 투자할 수는 없다는 점이다. 그러므로 투자 저하는 필연인데, 이런 때는 소비로 투자를 대체해야 한다. 그러나 중국 GDP에서 가계소득이 차지하는 비중이 다른 나라, 심지어 독일 등과 견줘도 낮아서 가계 소비는 투자를 대신할 수 없다.

ment pursuing really essentially Keynesian type policy to sustain demand. And it has to be the central government because the central government is the only creditworthy entity left in the system. Essentially, the government goes out and borrows and provides resources to households to consume, and bails out the banks, and lets the real estate sector deflate, which is going to happen.

But restructuring in real estate sector is going to be very difficult and politically very unpopular because a very large part of the Chinese middle class has invested in real estate. So, over the next couple of years will see how well the Chinese government is able to respond to these imbalances.

그렇다면, 그런 상황에서 무엇을 해야 할까?

중국 정부는 재정 지출을 늘려야 하고, 분배를 강화해야 한다. 기업과 정부에서 가계 쪽으로 자원 배분을 늘려 가계 소비가 늘도록 해야 한다. 수요를 부양하기 위해 케인스 정책을 진짜 추구해야 한다는 말이다. 중국 중앙정부가 경제 시스템 내에서 유일하게 (재정적으로) 믿을 만하기 때문에 그 일을 맡아서 해야 한다. 정부가 시장에 나가서 자금을 조달해 가계에 대주고 소비하도록 해야 한다. 시중은행을 구제하고, 부동산 시장의 거품을 완전히 빼내야 한다.

하지만 부동산 시장 구조조정은 아주 어렵고 정치적으로 인기가 없다. 중국 중산층이 부동산에 많이 투자하고 있기 때문이다. 앞으로 2~3년 동안 중국 정부가 경제의 불균형에 얼마나 잘 대처하는지를 보게 될 것이다. ☞

