

2009 IGE/Prudential International Finance Lecture



Implications of the Global Financial
Crisis for Developing Countries
세계금융위기가 개도국에 미치는 여파와 대응

Danny Leipziger

Lessons from the Current Economic
Crisis

최근 세계경제위기의 교훈과 전망

Anne O. Krueger

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

후원  Prudential

Danny Leipziger

현 세계은행(World Bank) 부총재

미국 Brown대 경제학 박사

세계은행이 배출한 가장 탁월한 경제학자로서 주로 한국을 비롯한 동아시아와 중남미 국가들의 경제발전에 관해 연구하였고 특히 국제금융 및 금융정책 문제를 많이 다루었음.

“Lessons from East Asia”, “Preventing Banking Crisis”, “Korea: Transition to Maturity” 등 주요논문 및 저서 다수

Anne O. Krueger

현 Johns Hopkins대 교수

Wisconsin대 경제학 박사

우리와는 너무나 친숙한 세계적 석학으로서 지난 2001~2006년간 IMF 수석부총재를 역임하였고 1980년대에는 세계은행 수석부총재를 지낸 바 있음. 그리고 1996년에는 미국경제학회 회장을 지냈으며 그밖에 Duke대, Minnesota대, Stanford대 교수 등을 역임하였음.

“Reforming India’s Economic, Financial and Fiscal Policies”, “Latin American Macroeconomic Reform: The Second Stage” 등 주요 저서 및 논문 다수

2009 IGE/Prudential International Finance Lecture

Implications of the Global Financial Crisis for
Developing Countries

세계금융위기가 개도국에 미치는 여파와 대응

Danny Leipziger

Lessons from the Current Economic Crisis

최근 세계경제위기의 교훈과 전망

Anne O. Krueger

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

후원  Prudential

머리말

이 보고서는 2009년도 IGE/Prudential 국제금융특강의 내용과 질의·응답을 정리하여 편집한 것이다. 주제는 물론 현 세계경제가 당면하고 있는 위기의 현상과 원인을 규명해 보고 올바른 정책방안을 모색해 보는 것이며, 또 강연자 나름대로의 전망도 제시하고 있다.

강연은 현 세계은행 부총재인 Danny Leipziger 박사가 지난 2월 24일 “세계금융위기가 개도국에 미치는 여파와 대응”에 관해서, 그리고 현재 Johns-Hopkins 대학 교수로 재직하고 있는 Anne O. Krueger 박사가 지난 4월 15일 “최근 세계경제위기의 교훈과 전망”에 관해서 한 것이다. 그래서 지금과는 약간의 시차가 있지만 워낙 그 내용이 풍부하고 또 깊이 있는 분석과 예견력을 포함하고 있기 때문에 앞으로도 두고 두고 참고할 가치가 있을 것으로 생각된다.

Leipziger 박사는 세계은행이 배출한 가장 탁월한 경제학자로서 주로 한국을 비롯한 동아시아와 중남미 국가들의 경제 발전에 관해서 연구하였고 특히 국제금융 및 금융정책 문제를 많이 다루었다. Krueger 교수는 우리와는 너무나 친숙한 세계적 석학으로서 지난 2001~2006년간 IMF 수석총재를 역임하였고 지난 80년대에는 세계은행 수석부총재를 지낸바 있다. 그리고 1996년에는 미국경제학회 회장을 지냈고, 그 밖에 Minnesota대, Duke대 및 Stanford대 교수를 역임하였다.

두 강연자의 강연내용을 간단히 소개함으로써 독자들의 이해를 돕

고자 한다. 먼저 Leipzig 박사는 최근의 세계적 금융위기가 실물경제에 어떠한 영향을 미치는가에 대해서 분석하고 있으며 대응정책방안도 제시하고 있다. 그는 특히 개도국이 받는 타격에 대해서도 검토하고 있는데 현재 선진국과 개도국 사이에 위치하고 있는 한국의 입장에서 유념할 필요가 있는 것으로 보인다. 지난 2월말 현재 세계은행의 2009년도 예측결과에 의하면 선진국들은 -2%대의 성장률을, 그리고 개도국은 3%의 성장률을 보여, 세계전체로는 0~0.5%대의 낮은 성장률을 보일 것이고, 세계무역량도 큰 폭의 마이너스 성장률을 기록할 것으로 보았다. 이 무렵 신흥개도국은 이미 무역신용에 적용되는 금리가 급격히 (2~3배) 증가하고 있는 것이 관측되고 있었고, 또 신흥개도국으로의 자본이동이 큰 폭으로 하락하고 있었는데, 예컨대 2007년 1조 달러의 규모에서 2008년도에는 4,700억 달러로 감소하였고, 2009년에는 1,650억 달러로 축소할 것으로 예측하고 있다.

그는 또 Klaus 박사의 연구결과를 인용하고 있는데, 이에 의하면 2차 대전 이후 세계경제가 경기침체를 겪었던 122케이스를 분석해 볼 때 신용경색, 주가폭락, 그리고 주택가격폭락을 동시에 경험하고 있는 경우는 단지 4케이스에 불과하였고 이들의 경우 회복기간이 5~6분기가 걸렸었다는 것을 밝히면서, 현 위기의 경우 그 세가지 현상에 더하여 금융당국에 대한 신뢰성 붕괴라는 또 하나의 추가적 현상을 경험하고 있기 때문에, 이를 감안할 때 미국의 경우 경기회복은 2009년 말경에 시작하여 2010년에는 정상적인 회복이 이루어질 것으로 보았다.

흔히 미국 경상수지의 불균형은 낮은 저축률에서 비롯되었다고 하는데, 그는 전후 미국 가계의 저축률이 꾸준히 증가하여 1985년에 10%를 기록한 후 계속 하락하여 최근에는 마이너스까지도 기록한 바 있으

며 지난 2월 현재 2~3% 수준으로 올라가고 있는데 조만간 5~7%까지 올라갈 것으로 예견하고 있다. 그렇다면 그 동안 국내소비의 지속적 확대 - 즉, 저축의 감소 - 를 통해서 세계경제성장의 견인차 역할을 해왔던 미국을 앞으로 누가 대신할 수 있는가를 그는 묻고 있다.

이러한 관점에서 그는 최근에 G-20(세계 GDP의 80% 이상을 점유) 정상회의에서 논의되고 있는 경기부양을 비롯하여 보호주의의 저지, 그리고 금융시스템에 대한 신용회복에 대한 정책적 협조관계를 고무적으로 보고 있다. 하지만 그는 G-20 정상회의가 적어도 당분간은 공시효과(announcement effects)를 노리는 국가 수장들의 모임에 불과한 것이므로 지나친 기대는 금물이라는 것도 함께 지적하고 있다.

Leipziger는 또, 재정정책에 의해서 경기부양을 시도할 경우 감세정책보다는 예산지출확대를 권유하고 있다. 왜냐하면 감세정책을 시행할 경우 정치적인 이유로 후에 이를 다시 증세로 바꾸기가 어렵다는 것이다. 그리고 정부지출을 확대할 경우, 각국은 어느 정도의 예산을 고용확대를 위해서 쓰고, 또 어느 정도를 장기적 생산성 증대를 위해서, 그리고 환경 및 사회복지를 위해서 배분할 지에 대해서 분명한 목표와 우선순위를 미리 설정해 둘 것을 강력히 권유하고 있다.

한편, Krueger 교수는 현 경제위기와 관련하여 좀 더 근본적인 문제를 다루고 있는데, 그는 우선 현 경제위기의 근본적 원인이 무엇인지, 그리고 우리가 새로운 정책방안을 마련하는데 고려할 사항이 무엇인지를 살펴보고, 마지막으로 지난 4월 중순 현재 그가 보는 장·단기 경제회복 전망에 대해서 언급하고 있다.

Krueger 교수가 그의 특강을 통해서 일관되게 전하고자 하는 메시지는 현재의 위기상황을 극복하고자 도입되는 대처방안은 결코 장기적으로 건강한 경제성장을 이룩하는 것을 위축시키거나 약화시키는 방안이 되어서는 안 된다는 것이다. 지난 60년 동안 세계경제가 이룩한 경이적인 발전을 가능하게 만든 시스템에 문제가 있다면 그것을 고쳐 나갈 것이지 시스템 자체를 희생시키면 안 된다는 것이며, 그 만큼 현재의 위기상황에 대처하는데 있어서 매우 신중해야 한다는 것이다.

Krueger 교수는 우선 현 경제위기의 근본원인을 “초저금리”에서 찾고 있으며 이 초저금리는 다름 아닌 “글로벌 불균형(Global imbalance)”에서 비롯된 것으로 보고 있다. 예컨대, 중국, 독일, 일본 등 일부 무역 흑자국들은 만성적으로 잉여저축을 생산하여 해외로 내보냄으로써 국제실질금리를 하락시켰고, 그 잉여저축의 상당부분을 미국이 흡수하게 되었다는 것이다. 그 결과, 주택버블이 발생하였고 또 고수익 고위험을 쫓는 금융기관들은 다양한 “패키지 금융상품”을 만들어 그것을 팔아 위험부담을 줄이고자 했으나, 그것이 실패로 돌아가 현 위기가 조성되었고 또 구조조정도 어렵게 만들고 있다는 것이다. 그는 Alan Greenspan이 의회에서 “은행가들은 어떤 위험을 안고 있는지 알고 있고 또 분별 있는 행위를 할 것으로 믿었던 것이 자기의 실수였다.”라고 한 증언을 상기시킴으로써 정책당국의 실책도 물었다.

그러나 Krueger 교수는 현 금융시스템에 문제는 있지만 앞으로 지불능력을 상실한 대형금융사고는 더 이상 없을 것으로 보았다. 그는 또 새로운 금융규정을 만드는 데에는 그 필요성을 인정하지만 현 시점에서 단기적으로 대처하는 것에는 동의하지 않는다. 적어도 중기적 관점으로 보아야 한다는 것이다. 아직 우리가 필요한 것이 무엇인지 정확히

모르는 상태에서 반사적으로 대응하는 것은 자칫 단기적으로나 장기적으로나 도움보다는 해를 끼칠 가능성이 높다는 것이다. 몇 년 전 미국의 Enron 사태 후 미국이 서둘러 마련한 Sabanes-Oxley Act의 경우를 예로 들어 그는 설명하고 있다.

Krueger 교수는 현재의 경기회복을 위한 정책방안으로 Keynes식의 총수요 확대정책도 중요하지만 Irving Fisher가 주장한 자산손실의 회복정책도 중요하다고 지적하고 있다. 어느 한가지 정책만으로는 해결될 수 없다는 것이다. 그러나 자산손실의 회복 과정은 시간이 필요할 수도 있다는 것이다. 한편, 총수요 확대를 위해서 장기간 재정정책에 의존할 경우 이 정책의 효력을 우려하기도 하였다. 예컨대, 금년도 재정적자는 GDP의 13%에 이르고 있고, 의회예산처의 추정에 의하면 2015년도에도 5% 수준의 재정적자를 유지할 것으로 보고 있는데 재정적자가 그렇게 장기화되면 그 효과가 의문시 된다는 것이다.

하지만 Krueger 교수는 지난 4월 중순 현재의 주택가격 회복상태, 주식가격 회복속도, 그리고 총수요의 증가속도 등을 감안하여 볼 때 유럽은 좀 늦어지겠지만 미국을 포함한 몇몇 국가에서는 V자 형태의 경기회복을 보일 것이며 지난 7월이 전환점이 될 것으로 내다보았다. 한편 그는 단기적으로 경제의 회복이 이루어지면 장기적인 문제가 점차 가시화 될 것으로 보았다. 예컨대, 재정 및 금융정책이 완화되지 않을 수 없고 - 출구전략에 의해서 -, 아직 표류 중에 있는 Doha Round의 전망이 어두운 가운데 보호주의가 발호할 가능성이 있으며 - 최근 자동차 산업의 경쟁적 지원에서 볼 수 있듯이 -, 그리고 선부른 금융규제 및 국제적 자본이동에 대한 규제 등이 부작용을 일으킬 우려도 있다는 것을 지적하고 있다. 그래서 경제가 다시 건강한 상태로 회복되기까지

는 상당한 시간이 걸릴 것이라는 것이다. 끝으로, Krueger 교수는 단기적으로 경기가 회복된다고 해도 종전처럼 “글로벌 불균형”이 다시 대두된다면 거의 같은 메커니즘에 의해서 또 다시 증대한 문제가 발생할 수 있다는 경고를 하면서 국제적 협력방안을 모색해 볼 것을 권유하고 있다.

아무튼 이 보고서가 어려운 여건 하에서도 Prudential생명보험(주)의 후원으로 만들어질 수 있었음에 감사하고 특히 물심양면으로 지원을 아끼지 않으신 제임스 최 스펙만 회장님과 황우진 사장님을 비롯한 임직원 여러분께 깊은 감사를 드린다.

2009년 8월

세계경제연구원
원장 남 중 현

차 례

머리말	3
Implications of the Global Financial Crisis for Developing Countries	11
세계금융위기가 개도국에 미치는 여파와 대응 <i>Danny Leipziger</i>	
번역문	47
Lessons from the Current Economic Crisis	81
최근 세계경제위기의 교훈과 전망 <i>Anne O. Krueger</i>	
번역문	121

Implications of the Global Financial Crisis for Developing Countries*

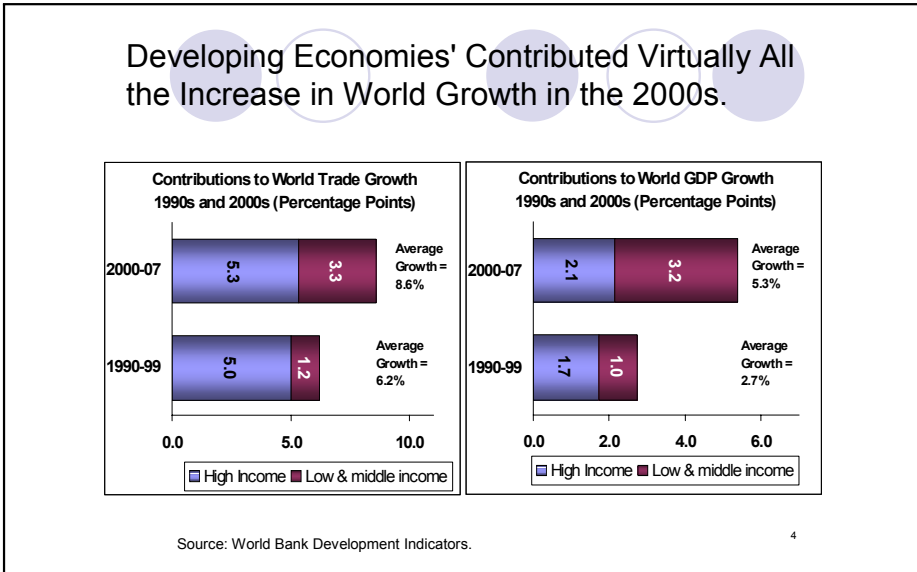
Danny Leipziger

Thank you very much for the kind and warm introduction. Basically, I don't have to describe too much about what the crisis entails but what makes it interesting this time around is that it originated in the advanced countries, that it had a deep aspect of confidence that has yet to be restored, that it is a synchronized recession so that even countries like Korea that have diversified their exports in a strategic way are facing difficulties. We think that for developing countries the worst is yet to come, by the way we do not consider Korea a developing country despite the current crisis. And we are clear that solutions require a coordinated response between all those concerned.

The facts are pretty clear. Starting in 2008 there was a large drop off in world output, in 2009 we expect the high income countries to register about -2% growth and the developing countries not including Korea but including China and others will see their growth drop from what was about 8% to 3%. So the overall picture is for 0% or 0.5% growth but is being driven by the emerging economies and not the advanced.

* Transcription of a speech given at the IGE/Prudential International Finance Lecture on Tuesday, February 24, 2009.

<Figure 1>



This is not surprising in some sense when you look at this decade compared to 1990s, the incremental growth in output was much more driven by low and middle income countries. If you look and compare the high income and low and middle income (Figure 1) that by a factor of 3 to 1, it was the low and middle income that were driving additional world trade and additional growth. This means that they are now keeping the system somewhat afloat.

There was some period where people spoke of “decoupling”, we don’t believe that is true. It is true that the emerging market economies had a different trajectory but when you get into the non-trend cycles there is a synchronization between developing and developed countries, no one is immune. That is why, in this chart (Figure 2), world output is estimated to be 0.5%, but the estimates are being

<Figure 2>

Advanced economy output and world trade volumes to contract in 2009

World Growth Projections

	2007	2008	2009	2010
World Output	5.2	3.4	0.5	3.0
Advanced economies	2.7	1.0	-2.0	1.1
Developing	8.3	6.3	3.3	5.0
Sub-Saharan Africa	6.9	5.4	3.5	5.0
Cent. & E. Europe	5.4	3.2	-0.4	2.5
CIS	8.6	6.0	-0.4	2.2
Developing Asia	10.6	7.8	5.5	6.9
Middle East	6.4	6.1	3.9	4.7
W. Hemisphere	5.7	4.6	1.1	3.0
World trade volume	7.2	4.1	-2.8	3.2

Source: IMF World Economic Outlook Update 01/28/09

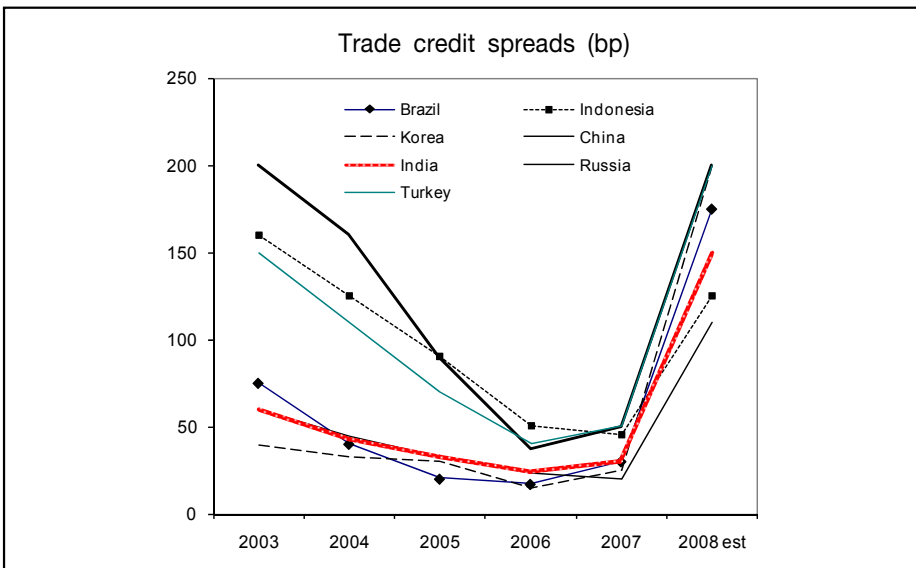
done every few weeks and much of these re-dos are in the negative direction. What is also remarkable about this chart is that the world trade volume line on the bottom shows a negative figure for 2009. The first time since 1982 that world trade volumes have fallen.

Real import growth from the OECD countries has fallen. It is clear that it has fallen dramatically in the United States; it is very clear that the drop in real import growth in the US in 2008 has been between -3 and -5%, so a tremendous drop-off in imports. At the same time, the two crises, the financial sector crisis and the real economy crisis are interacting in a very unhealthy way in part because people are worried about the financial sector so they are not spending and the real economy is having difficulty in finding finance. And if you look at what the spreads have been for trade finance, which should be the safest kind of credit because it is 90 days or

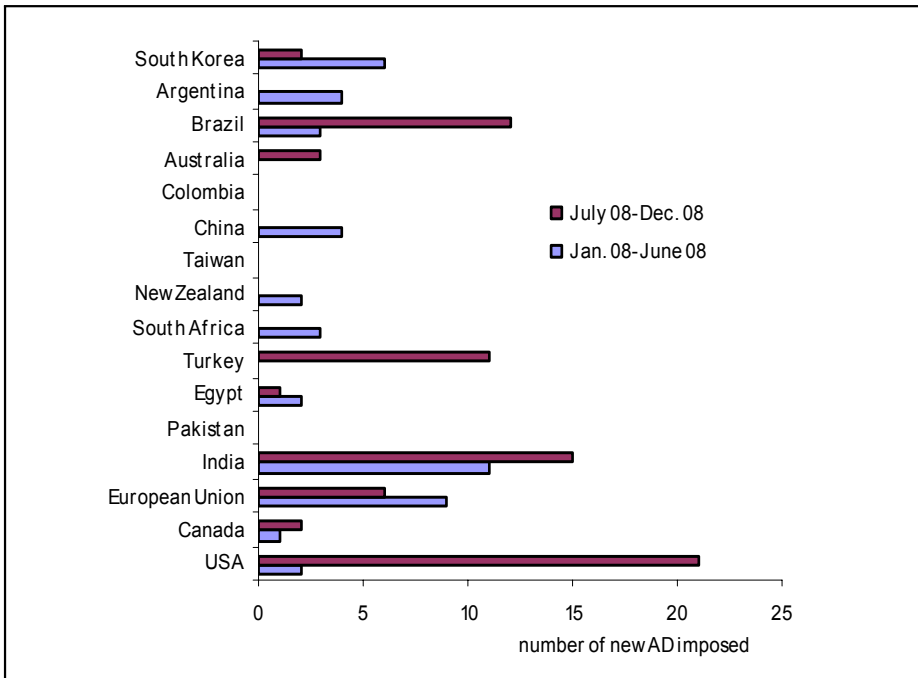
180 days, it rolls over, it's got real goods behind it.

If you look at 2006/7 for this basket of countries, you see that the normal spreads in that period 2006/7 were 50 basis points and they are now up to 150 or 200 basis points which some countries have experienced in the past but not the major trading countries and certainly not Korea, which was through the period mapped here from 2003 to 2007 able to do trade finance at less than 50 basis points over benchmark rates (Figure 3). So this is one of the problems that we are seeing in terms of world trade. It's probably true that the majority of the downturn in trade volumes is due to lack of demand, but a certain part of it is also due to lack of trade or finance. As financiers have trouble refinancing, they cannot sell in the secondary market, people are worried about their leverage ratios, and, in gen-

〈Figure 3〉



〈Figure 4〉



eral, everyone is hunkering down. This has been combined as others including Chairman Dr. Ahn have mentioned this morning, that protectionist measures have increased. I don't think that they have reached the alarm stage yet. This is data that was collected by the WTO and others. (Figure 4)

It shows the number of new anti-dumping actions that have been announced. We know tariffs have increased in a number of countries, and we know that we can anticipate new anti-dumping actions. In a paper that I did about 15 or 20 years ago, I tried to econometrically show what determines the number of anti-dumping suits that were brought in the US, and the two variables that were most significant

were increase in market share and difficulty in that sector. Now, we are not in the situation where firms are worried about increase market share being taken over, but they are in a defensive posture. So I think that we can expect more of this. Pascal Lamy, yesterday in his lunch talk at the Global Korea 2009 Conference, said that the Doha Round, now, is the best insurance policy; it's the best inoculation to see that protectionism doesn't resurge. Nevertheless, protectionism can come in a variety of forms. We have seen support for strategic industries, we've heard of bi-national plans, and we've heard in the UK about reserving certain jobs for UK workers. The President of France indicated that he preferred to see plants closed outside of France rather than inside of France. So I think there is going to be a lot of pressure in many areas to protect domestic employment and I think a lot of these will have protectionist sounds to them. Another concern is what is going to happen to flows, in general, to developing countries.

〈Figure 5〉

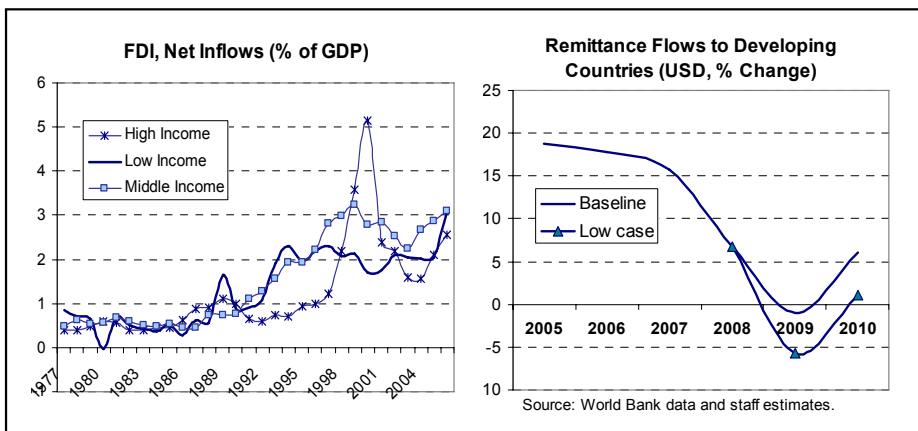
Capital flows to emerging economies				
(US dollars, billions, net)	2006	2007	2008	2009
Private flows	565	929	466	165
Equity investment	222	296	174	195
Direct	171	304	263	198
Portfolio	52	-8	-89	-3
Private Creditors	343	632	292	-30
Commercial banks	212	410	167	-61
Nonbanks	131	222	125	31
Official flows, net	-58	11	41	29
IFIs	-30	3	17	31
Bilateral	-27	9	24	-2

Source: Institute for International Finance: "Capital Flows to Emerging Market Economies." 01/27/09.

Again, this does not consider Korea to be a developing country, but for the emerging market economies flows in 2007 were close to a trillion dollars (figure 5).

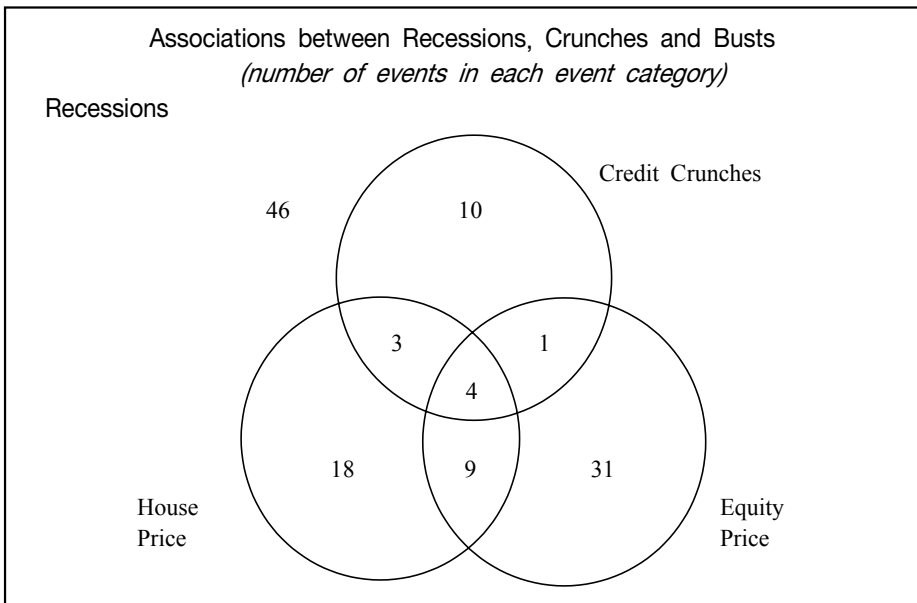
Some at yesterday's conference said that this was too high and that it was an indication that the system was somehow out of control. In 2008 it was about half and the estimate from the IIF is for 2009 that it will be 165 billion which is a huge drop off and most worrying are the negative numbers which are in the corporate sector. So I think the concern about corporate rollovers will become more and more prominent as will the method of development finance. If you look at developing countries in the 80s they relied on banks and there were some problems as a result and in the 90s they relied on bonds, there were some problems there. Now, it is a more diversified set of flows, but that flow is beginning to be choked off. So particularly for low-income countries, net inflows of capital, as you can see on the left-hand side, account for at least 3 percent of GDP (figure 6).

〈Figure 6〉



We can expect this to drop off and at the same time remittances will drop off. And so we have some estimates on the right hand side to show the fall of remittances to developing countries (figure 6). As you know, a number of developing countries rely heavily on remittances in Eastern Europe, the “Stans,” Honduras, the Philippines, and other countries. It’s a major source of capital inflows. When jobs are lost in the OECD countries, remittances will drop. At the same time, were it not for this crisis, we would not be so concerned about the reversal of commodity prices because, actually, commodity prices a year ago, first in energy and then in food, were way too high and

⟨Figure 7⟩

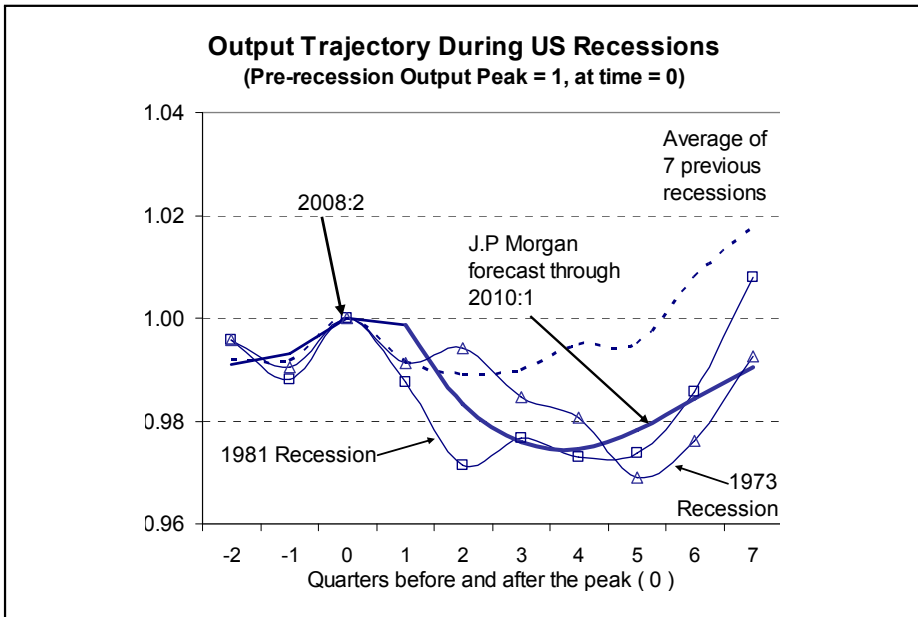


Notes: The rectangle shows the distribution of 122 recession episodes in the sample into those associated with crunches and busts (76) and those associated with none (45). Out of 122 recessions, 18 are associated with credit crunches, 34 are with house price busts, and 45 are with equity price busts. 45 recessions are not associated with either a crunch or bust episode.

above trend and actually causing difficulties. They have reversed which is good news, but it's not good news if you're a commodity exporter particularly if you are in Africa or if you are in Latin America producing basic commodities.

Let me refer to the three circles (figure 7). This comes from a paper by Klaus and others, he's now at the IMF and was at the World Bank before, which examines recessions in the post-war period. They examine 122 recessions and they fall into three groups: those that are credit crunches, those that are equity busts or stock market collapses, and those that are housing collapses. And there is a variety of combination of these. What is interesting is that we, at the moment, are experiencing all three. So the innermost overlapping area indicates

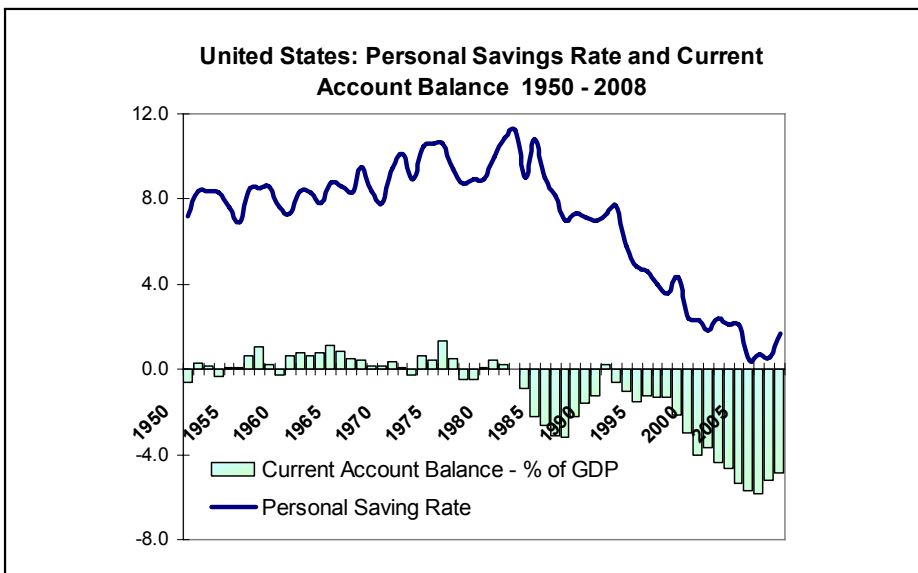
〈Figure 8〉



that there are only 4 of 122 episodes that have involved the collapse of credit, stock markets, and housing. In general, they find that the recessions tend to last, if it is caused by one factor, an average of 3 to 4 quarters. If the recession is caused by two or more factors, they could last 5 to 6 quarters. However, actually given the small sample of 4 out of 122, they don't really make an estimate of how long this recession will last. Nevertheless, on the right hand side, we have plotted a few recent recessions (figure 8).

The one that was the most severe in the last 25 years was 1981. The dotted line is the average. The bold line, this comes from J.P. Morgan, is their assessment of how long the recession will last. They are talking essentially about 5 quarters, but the question is when do you start, when did the recession begin. The other is pretty clear, at

⟨Figure 9⟩



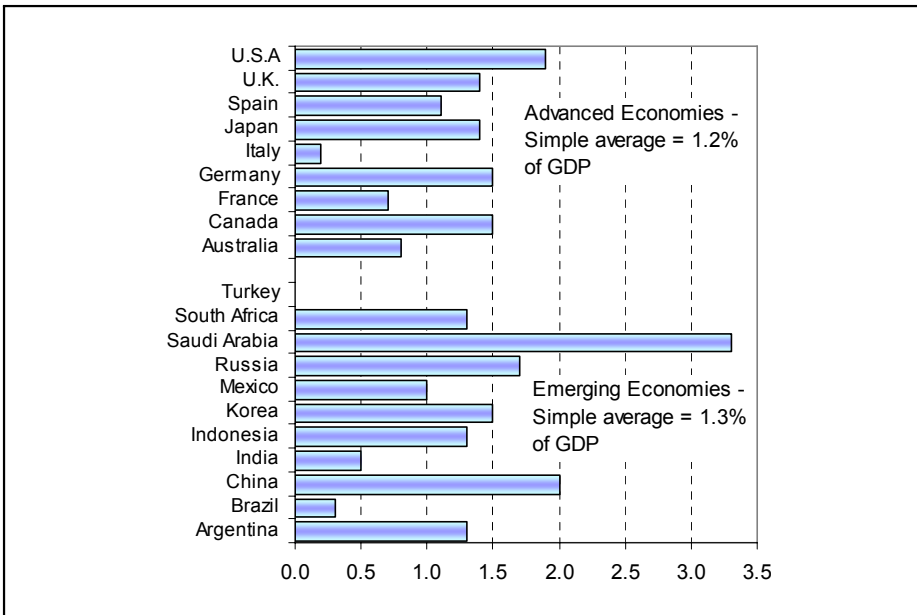
least from their projection, that the recovery will be slower and less sharp than the average or than the major recessions that we have seen in the post-Cold War period. So, nobody knows when we will hit bottom. I think the sort of consensus at the moment is that if the stimulus package goes through we would see some minimal recovery towards the end of 2009 and regular recovery in 2010. This is sort of a provocative chart because it shows the US savings rate, which many people have pointed to as a culprit, I would say, in terms of structural imbalances (figure 9).

Particularly, since, as you see, starting in about 1985 when the saving rate begins to drop from an average of 8 percent of GDP to considerably less. It is mirrored by current account deficits in the US and that was well known but not addressed. But, here's the problem: if you look at the end of that series you see that the savings rate is beginning to come back up from about zero in the US to 2 or 3 percent. People expect to see it to rise to perhaps 5, 6, or 7 percent as households rebuild their household balance sheets. Because housing pricing has dropped, stocks have dropped, there is a lot of uncertainty so savings will go up. That's okay for the US, that's probably long over due, but the question is, as I put on top of the slide, who will provide the next locomotive for global growth because this lack of savings or excessive consumption in the US was one of the main drivers over the last 5 or 10 years. And the question is what will replace it. Will it be the Chinese middle-class or will it be countries that have a very high savings? We don't know, but in order to resume the growth path that we were previously on or to get close to it there will have to be some locomotive for that growth and the

question is where will that come from.

Now coming back to the current situation, everyone is focused on the G20. It's a group, as you know, that is more representative than the G7 or G8. It does include Korea and, in fact, Korea will be the chair of the G20 next year, the UK has it this year. If you look at what's going in the G20 (figure 10), you see in terms of simple averages that countries are tending to have stimulus packages in the 1 to 1.5 percent range. If you weighted them by the importance of the economies, the ones that matter the most, obviously, are China and the US where you are seeing substantial stimulus packages. I just found out about Korea, and I think it is probably an underestimate on this chart. But, the bottom line is when you add up, on a weighted

(Figure 10)

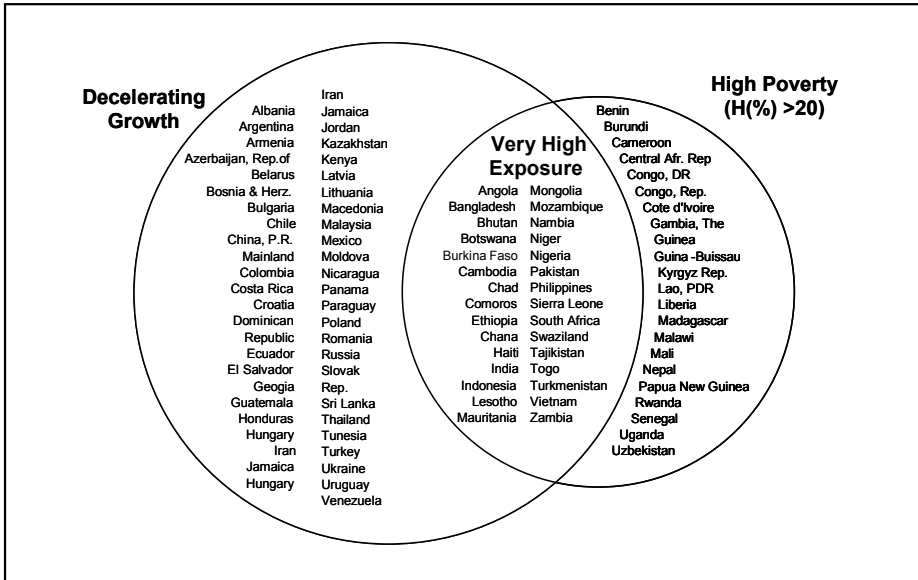


basis, the stimulus packages that have been announced, it adds up to something on the order of 1.5 percent of GDP. The IMF as early as November/December had said that what was required was about a 2 percent stimulus, and the situation has gotten worse. So, I guess one observation that I would make is that, at the moment, the stimulus packages on the table do not add up to what is necessary, and there are probably still countries who do have what we call “fiscal space” to do some short-term stimulus.

Of course, there is some concern about long term debt. And you saw in the US, President Obama has called for a session yesterday to talk about the medium-term debt profile and objectives. This is based on what economists call “Ricardian Equivalence” which is that if you start spending and people realize that, ultimately, they have to pay for it, they may not spend as much. That does not seem to have stopped the US consumer in the past, but it might now. So, the notion is that you also want to layout a plan as to how you are going to be back to some more sustainable level of debt which means that some of the expenditures that countries will be following to provide a stimulus need to be short-term and reversible. So you wouldn’t, for example, in my personal opinion, you would not be so inclined to give tax cuts because politically it is difficult to pull those back. You would, however, spend more on emergency programs because you can curtail those once the recovery starts.

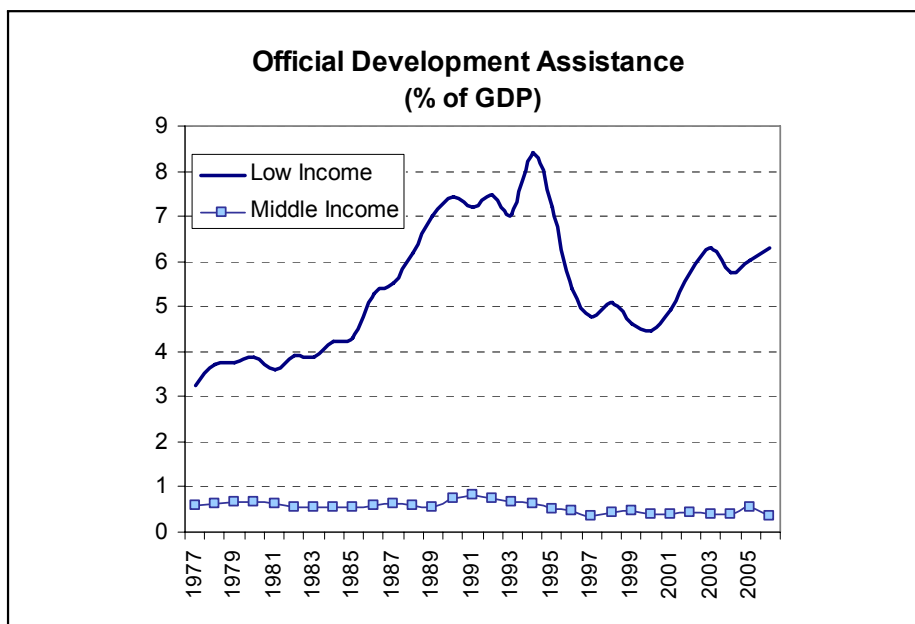
Now, for the World Bank point of view, we are most interested, of course, in developing countries, the poor countries. So, we have mapped here in the left circle those countries that we expect in 2009

(Figure 11)



to experience negative growth and they are approximately 80 out of 120 countries in the sample (figure 11). We have also mapped in the right circle those countries that have poverty rates which are based on household poverty and the \$1.25 measure per day. The World Bank used to use a \$1 dollar per day but now due to the devaluation of the dollar we are using \$1.25 per day as the absolute poor. There are about 50 countries in that group. But, the ones that worry us the most are the ones in the overlap. The very high exposure countries, most of them in Africa who will have negative growth and very high poverty and therefore are the most vulnerable in this crisis. We have also looked at who has the fiscal and institutional capacity and, to make a long story short, we think that there are a number of countries, the majority that do have the institutional capacity to absorb more expenditure, but they don't have the fiscal space primarily be-

(Figure 12)



cause they have been managing their economies well. They have brought debt levels down, and they would need additional foreign aid in order to pay for safety nets to complete infrastructure projects, to provide credit, and do things that the private sector is now incapable of doing. However, official development assistance, even before this crisis, despite promises at the Glen Eagle Summit and other places, has basically been pretty flat. We are nowhere near the \$120 billion target; we are somewhere around \$100 billion. As for percent of GDP, you can see that it's not moving in the right direction (figure 12).

When countries are stressed with their domestic problems, it's unlikely that they will put additional money into official development assistance which we lament. And, the President of the World Bank

has asked that .7% of the stimulus packages be contributed to a vulnerability fund at the World Bank. The stimulus packages, if we do the arithmetic of the 1.5% of GDP etc. 7% of that would probably be around \$10 billion which would be a large increase in official development assistance.

My last two slides refer to the IMF and the World Bank. There has been a lot of tension on both. You may or may not know, but the G20 process which is leading to a heads of state meeting on April 2nd has four working groups: two are looking at financial sector issues, one at the IMF, and one at the World Bank and other development banks. The IMF one is probably going to have to deal with issue of division of responsibility between the IMF and the Financial Stability Forum in terms of oversight and regulation, but it's also making the case that the IMF is undercapitalized. There have been some pronouncements, both out of Europe and between the IMF and Japan, that additional resources should go into the IMF. We think that that is a good step. I would also personally point out that in terms of stand-by arrangements which is the major tool during crises, a big chunk of the available IMF credit is going to a number of Eastern European difficult cases: Ukraine, Hungary, Belarus, soon to be added by Latvia and others and Pakistan and Iceland. So, it's a pretty concentrated group of those who are most in trouble. But also there are two facilities of the IMF that should be used in this crisis. One is called an Exogenous Shocks Facility, which is supposed to deal with your variation and export earnings, and at the moment they only have three countries participating for a very small amount. And, the Fund introduced a Short-Term Liquidity Facility about 4 or 5 months

ago to try to provide the kind of credit that you're getting through currency swaps and other means here in Korea, and so far there are no takers. So, there is an issue of branding and the IMF has not restored its brand to the point where countries will go there unless they are absolutely broke, and that applies to Hungary, Pakistan, Belarus, etc. So, we have an under-utilized International Monetary Fund.

The World Bank, for its side, has ample capital. We have been repaid by many of our better-income borrowers over the years. So that we do have the capacity to increase borrowing up to \$100 billion over the next three years which implies a doubling of our lending. Last year we lent about 13 to 15 billion. This year it will be more like 30 or 35 billion. We have a lot increased interest in borrowing, both to finance safety nets and also to guard against roll-over risks. So, there are some contingent loans that we are making where a country has the option to borrow a billion or two if they need it in order to finance certain programs. We have had requests from Indonesia, Mexico, and a few others, which we are honoring. For the poorer countries we have IDA which is the soft loan window, and we have resources available, but those resources will be used up rather quickly if we accelerate lending which is why we talked about this vulnerability fund, the 0.7% percent, which I list here which would go for financing, infrastructure, SMEs and safety nets. And we also have the International Finance Corporation (IFC), our private sector arm, which is doing a number of innovative things. It has a trade finance program, which it has doubled to \$3 billion. It is providing some financing for bank re-capitalization in developing countries and providing other sources of funding for infrastructure and micro-credit.

I know other multilateral banks aren't as amply capitalized, and there is a lot of news about the Asian Development Bank running out of capital and needing more. Given the numbers that I showed before in terms of the drop in flows to developing countries, I think this is the time when you would want the official lenders to be able to step up.

All of these are issues that are on the agenda for the G20. I think one shouldn't over emphasize expectations. These are heads of state meetings that are looking for announcement effects but a lot of these are difficult problems that announcements themselves will not solve. However, the basic issue of confidence in the system, the basic issue of trying to resist protectionism, and the basic issue of having a coordinated fiscal stimulus are three things that I think the G20 meeting could pronounce upon which would be good for everyone and good for developing countries which is the main preoccupation of the World Bank. So, thank you very much for your attention.

Questions & Answers

Q Dr. Leipziger, thank you very much for your comprehensive coverage of the situation. Unfortunately, as the situation becomes more comprehensive it also is becoming more depressing. Let me address that question of the interesting chart that you showed about Klaus' three rings. You showed the four that covered all three of them, but I am afraid that we may have to add another dimension to that. That is besides the financial, real estate, and equity, we now have the unique situation, which is a global and simultaneous meltdown. In the past, because the world wasn't globalized, the problems were in the spots. Now, we have a fully or total world, you may say that there are some pockets like China which is not in the negative, but I'm not sure that crashing down from 11-12% growth to 5% is not having an equally devastating effect on the world. So, we have this global meltdown and the people who are plugging in the numbers into their models and projecting the recovery are talking about this so called stimulus package but there isn't a stimulus effect. In fact, all of the money is not sufficient to climb out of the hole of financial losses. For example, in the US \$700 or \$800 billion is estimated to only be half of the financial losses. Where is the real effect of the stimulus to the real economy? So if you add those factors, I think the light at the end of the tunnel seems really far away. How do you see the models being able to make any projections on this basis? And as you previously touched on, in the past, we had two decades of growth based on the US's spending, beyond their means, which everyone claimed that it was unsustainable, but it was sustained up to this point. I'm afraid that it will never come back even if we come out of this depression. People now realize that this is not something that they can do anymore. Therefore, that purpose is gone, and I'm sure that when we add up all of those factors we will see that we are now entering a new phase of the world economy. I would like to see your view on this.

A I agree with on the models not being overly relevant because

we have an unprecedented situation. Models are built on 100 observations, so I fully accept that. That is why no one is in a good position to estimate the duration of the recession. On the financial losses being larger than the stimulus, I partially agree but I think there are two different things. If you look at how the financial losses are being financed in the US, the TARP program or the money that is being allocated through expenditures is a fraction of the amount of the help that is going into the sector because most of the financial support is going through the Fed's balance sheets and other off the normal balance sheet ways. So, I think the stimulus packages will have their macro-effect. I mean essentially there are only four aspects to demand: consumption is down; investment is down; and exports are down. So that only leaves one variable and that is "G," government. So, the question is how much will they be able to spend. Where I do agree with you is that the stimulus packages won't work as long as there is no confidence in the financial sector. So, the interaction of the two is, I think, critical and you can't solve one without the other. That's the other aspect that is absolutely frightening and unique and that's why people talk about the Great Depression. I don't think the analogy is apt because I do think that we have many more tools and the situation is not as grim, but that is why people look at that as the only experience where there was a lack of demand and a lack of confidence. So, I appreciate your observation.

Q Thank you very much. History does repeat itself. From the resume that Chairman covered, I saw that your background included working in Eastern European countries and Latin America including Argentina with work related to restructuring. Twenty some years ago, the external debt

levels of those Eastern European, as I recall, was only around 10 percent of the current level. Yet, the magnitude of external debt levels in Eastern European countries and the countries suffering from the current crisis are both, indeed, global. The next round of potential crisis comes from the US consumer credit such as home equity loans, auto loans, and credit cards loans provided the so-called Obama-package or Geithner-plan do not play out as quickly or as fast. That's another tsunami that will adversely impact the international economy in my opinion. So far, for the last three decades or so, first Japan and nowadays China have been funding the American deficit, meaning the treasury bonds. Given the level of the deficit of the US to the trillion of dollars, the deficit for this year is expected to be around 2 trillion dollars. Next year, could add an additional trillion. Given the level of the bottomless pit, or abyss, however, it's becoming more and more apparent that the deficient levels are rising. So, in the future who will be willing to buy US treasury bonds? Your chart shows only slow recovery in the US saving rate. Normally, when a country issues a bond, the citizens of that country buy those bonds. However, in the case of the US, the saving rate is really low. So who are the buyers? The Japanese? They have their own problems. China? The Central Bank of China has started to diversify away from the US dollar. So, it's a big question.

A On the Eastern European side, to be fair, I think my experience was in East Asia and Latin America, not Eastern Europe, but I think it is one of the warning spots at the moment. I think the World Bank issued a notice a couple of days ago that the banking systems in Eastern and Central Europe were at high risk. If you look at my chart on the IMF, that is where most of the resources are going at the moment. So, one does not want to push problems on to others, but my guess is that in Eastern Europe this is something that the EU is going have to address because having the Ukraine, Hungary, and Poland in deep trouble is not good for their region.

Do the Europeans have the financial resources to put more into bailout packages? I think the answer is yes. Now, the ECB is more limited in its role. I mean the Fed has probably gone beyond what in a textbook you would have expected the central bank in the US to do, but it does have this dual responsibility of fighting inflation and maintaining economic activity whereas the ECB is only an inflation fighter. Nevertheless, if you look at regions of the world that have fiscal space, I think the two regions are really East Asia and Europe. In Europe, it's variable because a number of countries were up at the Maastricht level of fiscal spending before the crisis. I should also say, though, that except for countries like Chile, very few countries were running anti-cyclical fiscal policies. So during the booms, Italy, France, and other countries were above the Maastricht levels. So now they don't have that much space. It's a long way of saying that I agree with you that the Eastern European problem is big. I don't think the IMF itself can solve it. It's going to require a European solution. If you take the case of Ukraine, there is an analogy to the Korean crisis of 1997 which is that, as Professor Ahn mentioned I was here then, the money on the table in 1997 was never going to solve the problem if the New York Fed had not called all of the lenders into the room and said that you are now going to roll-over for six months because the hole is too big. The analogy in the Ukraine is the same. It's just that the banks are Austrian banks and others. So, there has to be a regional solution.

On who is going to buy the US debt, well, that is a good question. I understand the economics of it, that you have a country that's emitting a lot of bonds. Why should anyone buy them? My answer to

that is what's your alternative. You have cash, what are you going to do with it? I was remarking to someone in jest that the second largest stock of debt, is actually Italian sovereign debt which you may not find as attractive as T-bills. So, there is an exchange rate issue going forward, no doubt about it. In the short term, I think to finance the packages, there is going to be an increase in the interest rates. You know, many of you are bankers, and I respect that, but I think the perspective of a banker is not five years. You have to put your money into something, right? So for the next three months, six months you are going to make some decision. If you can make a better return on the US treasuries than you can on the Italian EU issued debt, you will do it. Going forward, I think there is a structural question. I don't know the answer to the question. How fast will US savings rates go up? What other spending will there be? What will the medium term debt position of the US be? I don't know that. But, I think it's sort of easy to say that no one is going to touch US issues. However, in the end, people buy them. I think the answer is that the alternatives are worse.

Q Thank you very much for your excellent speech. First of all, I appreciate the IBRD assistance given to Korea, about 10 billion dollars, during the Korean economic crisis in 1997. At that time, the World Bank recommended or educated Korea in two things. One is FLC and the other is the London formula. The forward-looking criteria, which you so kindly advised Korea, classified a three month no-payment on principal and interest as a bad debt loan. The second bond was the London, which was as you know, to walk out and seek the 100 largest companies in Korea. My question is why doesn't the World Bank give advice to the US because the ori-

gin of the present recession is from the center of Wall Street.

A I'll give you the World Bank answer, and then I'll give you my answer. The World Bank answer is the US is not a borrower from the World Bank and if anyone is going to give advice it has to be the IMF because the relationship that the IMF has with all of its countries is one of advisor. In the World Bank system, the US is a donor. They give us money. We only give advice to those who borrow from us, and so far, the US is not borrowing from us.

Below that, I think there are a few strands in your question. The first is whether or not the US could learn from the experiences of other countries dealing with financial crises because this is not the first financial crisis. The whole discussion of whether or not one can divide things into the good bank/bad bank model, for example, is something that the US has never had to face before even during the savings and loan. It was pretty simple. Someone had to take over the bad assets. The problem with the good bank/bad bank model used in Argentina and other places is that in this crisis it's very hard to decide what is a good asset for two reasons. One is that some of these assets have cross guarantees and all sort of difficult structures that make them hard to disentangle which is part of the origin of the crisis which is that there was bad supervision and risk taking that was unconscionable. Therefore, you can't decide what's a good and bad asset so easily. Secondly, in today's market a lot of good assets look bad. There are some analogies and some lessons one can draw from previous experiences, but not totally. The second thing I would say is that what this points out is that countries like the US and institutes

like the IMF and the World Bank and others, I think, are faced with having to be a lot more humble in the advice that we give. I remember working on Latin America where we would give advice to a country like Bolivia in the 1990s having difficulties with its banks, we would say “don’t extend the deposit insurance across all deposits,” “don’t guarantee liabilities,” and “don’t refinance at the Central Bank all assets without taking a look at the quality.” There are a lot of things that we have told countries not to do that are currently being done. It’s force majeure. It’s an unprecedented situation. If you or I were sitting in the US Treasury, we’d probably do something similar, but it points to the fact that there is no right and wrong in a lot of these areas. One has to be a lot more humble in the way one gives that advice. I think the US, on some level, is understanding that.

Q After the current recession is over, the world economy may suffer some really high inflation. What actions do you think need to be taken to account for this while also worrying about getting out of the current crisis?

A Well, I don’t know the answer because at the moment the risk is deflation in a lot of countries, but I do see your point of view. I think if the stimulus packages are in the ranges of 1.5% to 2%, we are talking about making up for a fall in aggregate demand. So, I think that in the broadest macro sense we are not over-stimulating it, but for different countries it will apply differently. It depends on how markets react. I think the big difference between the US and Europe is that the European central bank has the anti-inflation objective very clearly in mind and for good reason because inflation is built into ex-

pectations, wage contracts, etc. and once you get inflation into the system it's very hard to wring it out. On the other hand, I would point out that we haven't seen a situation as bad as this since the 1930s. So, we are talking about a once in 70 or 80 years event. I think that the amount of hardships and collateral damage that will be caused by the longer and deeper recession in terms of protectionism, job losses, and closing of plants. I would weigh those heavier than the inflation rate. I think that you can wring inflation out of an economy. It takes a bit of time and it's not pleasant, but it can be done. At the moment, I think the risk is much more on the downside. I would be more in the favor of taking a bit of a chance on the outcome. No one knows what inflation outcome will be. I wouldn't let the inflation fears stop me from acting on the fiscal stimulus and trying to get the economies moving. It's not an issue in the US, it's not that big of an issue in Asia, but it is an issue in Europe.

Q Did you or the IMF or the World Bank provide any warning signals while Wall Street was producing a slick repackaging of the financial derivatives? Also, do you trust Mr. Geithner professional opinion? Thirdly, what kind of package would you suggest the Korean government to implement?

A As to the first one, to be fair, the roles of the Bank and the Fund should be clear in this. We are not regulators or supervisors. I think the Fund for its side did point out structural imbalances, that the US was "living beyond its means," and it did point out that the Chinese surpluses were unsustainable. The reality is that big countries don't have to pay attention to the IMF unless they get into real

trouble. As for the second question, I don't know whether it's a question of trusting or not trusting the administration, but I don't think anyone knows the size of the hole. That's the reality. The analogy I would make is the Chaebol in Korea in 1997 because of the high interest rates that were imposed by the IMF, every Chaebol on paper was bankrupt. The same is true with a lot of entities in the US, or in the financial sector now, which is if you mark the market and they actually have to meet some requirements, a lot of them can't do it. So, I think the question really is to try to separate out the assets that are currently impaired but in a normal market they would actually be okay from those we are now referring to as toxic assets. Many mortgages in the US are perfectly sound. The question is how can you restore credit, restore lending based on assets that are sound while reserving against or putting capital against or getting government guarantees against those that might or might not be good and then dealing with the third category which is the bad assets. In a sense, it's not good bank/bad bank. It's good assets, bad assets, and those that you don't know because it depends when you are looking at them. Is the snapshot today or is the snapshot a year from now? So, I think that this Treasury team is better able to deal with it than the past Treasury team.

On the safety nets, I mean that we give countries a bit of advice on safety nets. We normally say that they should be well targeted, minimize leakages, and that it's better if you have an existing safety net program that can be expanded or augmented rather than starting one from scratch. The advantage of that is that it can be scaled back down after the emergency is over. In general, we are in favor of cash

transfers, at least in developing countries. I guess we would have to take a look at what makes sense in Korea. It's extending unemployment insurance, extending the coverage because normally the number of weeks is usually inadequate to find a new job during recessions, cash transfers for the absolute poor, and I think that, although not a safety net, emergency employment programs do make sense. You should also try to do things that are smart investment in the sense that they position you for the recovery. You have a choice between just painting bridges, which would create employment, even if they don't need it and doing something that improves the logistics chain or something that gets you in a position to be more competitive such as the green investments. The real issue is the speed. You can start repainting a bridge tomorrow, but to do a green investment of a complicated type may take a year. You have a trade off there. How urgent is it to create aggregate demand right away? At the moment, I think that speed is important.

Q You mentioned about not worrying about inflation. I'm seeing it the other way around. I think we should actively seek inflation because it is ultimately the solution. If you look at the problem today, it is the overhang of the debt that we cannot handle: people, corporations or nations. I feel that the stimulus packages will bring about inflation, which, by definition, would reduce the value of debt. You mentioned that one of the problems is that you don't know how bad the hole is and it is getting worse each time the real estate value goes down. Therefore, you can't determine what is good debt, what is bad debt, what is good mortgage because what is good today is bad tomorrow as the price goes down. Reversing the process with inflation reducing debt, I think that is that fast way we can get out of this mess.

A Well I agreed with most of your previous comments, but I don't agree with this one. I agree that some countries will generate inflation and that inflation can be good for the government because it allows them to cancel off some of their debt, which is also true. However, my response is two words: Latin America. Latin America followed an active policy of not caring much about inflation. It also created what is now known as the "Lost Decade," because at the end of the day, their macro was so messed up that it took them a decade to fix. So I wouldn't actively generate inflation, but I understand that the mechanics are right. If you have inflation, then the debt value goes down. That's one way to finance. I wouldn't actively encourage it. It may happen, but I wouldn't actively encourage it.

Q I agree with you that continued inflation is dangerous, but what I am proposing is a one time shot. The way we got of the Great Depression was, never mind about Keynesians and Nubians, was really due to US and global spending. The problem with Latin America, I agree with you, is that Brazil, for example, had a built-in long term expectations about inflation. So, I think that this entire matter can be solved with a one time shot like what happened during the Great Depression.

A Yes, but, first of all, you can't legislate a one time shock because once you do a one time shock you have ripple effects. The ripple effects build in expectations. I agree with you that WWII was helpful to come out of the Great Depression. There were also a lot of price controls during WWII. The US just didn't simply allow prices to go up. Analytically you're right, but as a practical matter, I don't think it's the right approach.

Q We have been seeing a large amount of stimulus packages by countries all around the world. As you pointed out, 1.5% of GDP has been a ballpark number. The aspect of these stimulus packages is where to put the money. We have been talking about the lost decade in Japan and then at the time people criticized that the stimulus money was wasted because most of the money was spent on highways leading to nowhere or bridges that were not needed. I also heard that even in the US there is a lot of debate over what projects should be funded. Actually looking back at the Great Depression, some people say that WWII, not the New Deal, saved the US economy. Would you make a few comments on what you think are some appropriate projects that should be funded using money from the US stimulus package? What are some projects that would be appropriate for Korea? At the moment, there is a lot of debate over how this stimulus package should be used.

A I would say that if unemployment is a big issue and you are going to have to spend a lot more on unemployment insurance, and that when people become unemployed it causes a ripple effect of households and social disintegrating so that one aspect of deciding what projects to do should be the job creation component. If you put on the table a billion dollar space satellite, for example, which will provide 100 jobs versus another program that improves that port in Busan, I would go for the one that would create more jobs. I would also go with one that positions a country like Korea or whoever else that in 2010 you'd be more competitive. The green investment idea is a little more complicated. I don't know enough about it, but it could or could not meet my criteria because I don't know how quickly it could be started. I don't know what its job content is. But, it does have the potential if it has the technology component to position Korea to be an exporter of a new type of technology. It's possible.

If there are hybrid ships that can be built like hybrid cars and Korea is the first, then okay. It could be interesting. The problem is I don't see it creating jobs tomorrow because I don't think anyone has these so-called "shovel ready projects" which is a list of projects and all you have to do is put the money in and you're ready to start.

The reality is that there is no right or wrong. People don't really know. In the US, we have states saying that they don't want to participate in this stimulus plan. They don't want the money because they don't like the conditions attached or they don't like the sectors being promoted or whatever else. There was a big debate in the stimulus package on how much tax relief versus expenditure. There was a political difference of opinion. I happen to be more on the expenditure side because it's difficult to know the impact of tax relief. It can be saved or whatever. It's a long answer to say that you have to decide what is the objective you want of the expenditures. If the objective is job creation, it leads you one direction. If the objective is to position the country to be more competitive a few years from now, it leads you in another direction. If the objective is regional in nature, that there is much more unemployment in one part of the country than another part of the country, it might lead you to a third. So, I think in individual cases, policy makers have to decide what is the objective they are trying to achieve. Of course, policy makers may say that they want to achieve all of them. Then you have some interesting decisions to make because not every project can serve every objective. So, you have to decide the balance between them. This isn't a yes/no answer but it gives you some thoughts on your question.

Q Would you comment more about the G20? What are some of the politics and economics behind it? Will it work? Why is America pushing for the G20? Are they trying to make it look like a consensus? Maybe, that's a negative perception. What is the story behind the G20?

A That's an interesting question. Everyone has their own view. Let's look at the economics first. The G7 is not very strong representative group because a number of the economies are not the biggest. So the G20 is seen to be more representative and it covers 80% of GDP. When it was set up, it wasn't set-up in a strategic way, it was set-up in a casual way. So there are some questions about why some countries are in and other countries are out. Will it endure? I think the G20 is on a rising path and the G7 is on a declining path. The reason for that, I think, is because of the G7 have not proved themselves to be overly effective in the last couple of years. They just had a finance meeting Rome and nothing came out of it. I think the G20 has potential to be a new influential group. Whether the US is pushing it or not is not clear to me. I think that the first G20 heads of state on November 15th meeting held in Washington was called by President Bush for probably two reasons. First, it was nearing the end of his term and politically it might have been a good move. Secondly, there was talk about moving the conversation to the UN, which for people like me who focus on economic policy would not have been ideal. So, I think the US embraced the G20 in November, and then it took on some momentum of its own with the British being in charge this year. It's on the upward trend. Let's see what it can produce. My guess is that the G20 may well supplant the G7.

Q When do you expect the financial crisis in America to end?

A May 7th. The reality is that nobody knows. I agree that stability in the US is a prerequisite for stabilizing the overall situation. It seems that the US administration is going at the problem in the proper way. They have something for mortgages and for banks. I picked May 7th to be provocative, but I think it's within the ballpark. I believe it's within a matter of months, but I don't honestly don't know.

Q How would you evaluate or assess the Korea's response to the economic crisis?

A Well, the right answer is that I don't know. In any grading scheme there are absolute and relative grades. First of all, you have to keep in mind that nobody is handling the crisis well. Without knowing the details, I would say that at the moment Korea seems to be doing relatively well. But at an absolute scale, I would have to do a lot more analysis and work before giving an assessment. When everything is a mess and all of the variables are changing and in a flux, and you are able to keep your head above water, then you are doing well.

Q First would you like to make any special recommendations to the Korean government in terms of the stimulus package? And my personal question is that in order to stimulate private consumption, the Korean government is contemplating offering a consumption coupon instead of tax. Is it an effective program and would you recommend that?

A I wouldn't want to comment about that because I don't know enough about it. The bottom line is that given how export dependent Korea is and given the projections on global trends in terms of exports, you have to find some other aspects of demand that will carry you through 2009 and part of 2010. Government spending is one and domestic consumption is another. So, how you stimulate it, I think, is what Korean policymakers need to decide. I don't have enough knowledge to say do this program or do that program. But, I think the idea that you want to stimulate along with government spending is correct. On the size of the package, at least you know that it's 2.5% of GDP in one year. That sounds like a big number. Now, luckily you have the fiscal space to afford it. I would say that it sounds good, but again the composition of the 2.5% requires greater scrutiny and it comes back to my previous point: what is the objective? Is 1% of it aimed at jobs, and 1% of it at future competitiveness, and 0.5% at being leader of the green technology? I don't know what the composition of it is. Whether it's Korea or Germany or the US, the important thing is that you want the stimulus to take hold by the middle of 2009. You can't afford a stimulus package which doesn't have any impact in this calendar year because this is the year in which it has to bite. So, the question is how quickly can these expenditures be started. Only half jokingly did I mention painting bridges, but the advantage of that is that it can start tomorrow. At the other extreme, is something that involves a long lead time in terms of planning R&D, etc. I would think that there should be some balance between the two, but I am more in favor of the shorter term at the moment to cushion the shock of 2009 because if you can't restore some level of aggregate demand then you're going to have to expend fiscal re-

sources anyway. You're just going to be using it for welfare, for social protection, for unemployment. It will be a budget item anyway. So it would be better to make it a productive budget item than a reactive budget item.

세계금융위기가 개도국에 미치는 여파와 대응*

Danny Leipziger

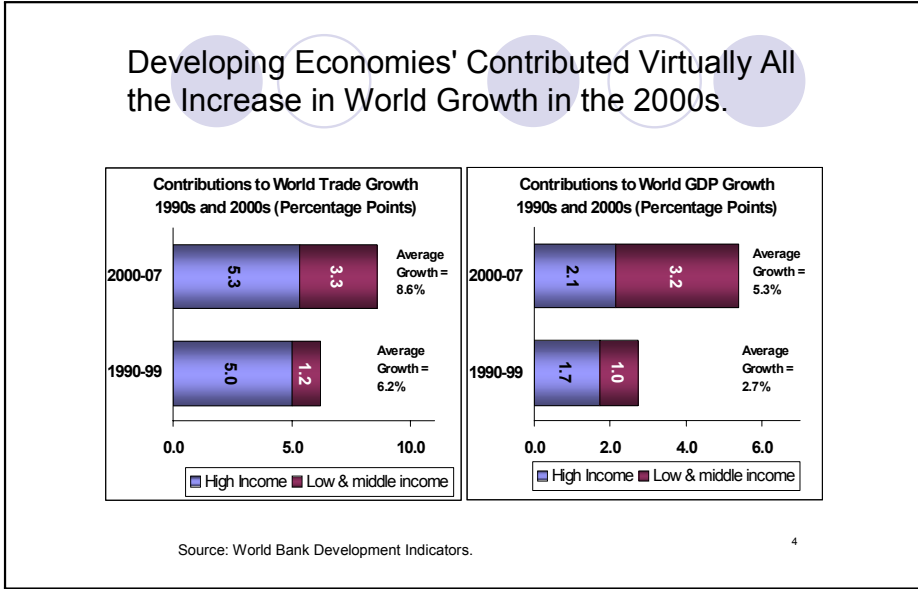
기본적으로 본인은 현 위기가 무엇을 수반하는지에 대해 너무 많은 설명이 필요 없다고 생각한다. 그러나 주목할 사안은 이번의 위기가 선진국에서 시작하였고, 신뢰성이 회복되어야 한다는 어려운 측면이 있으며, 그리고 전 세계가 경기침체를 동시에 겪는 결과로 인해서 한국과 같이 전략적으로 수출행선지를 다변화한 국가마저도 어려움에 당면하고 있다는 것이다. 개발도상국에 아직 최악의 상태가 일어나지는 않았으며, 현 위기에도 불구하고 한국은 개도국이 아니라고 생각된다. 위기의 해결을 위해서는 모든 관련 국가 간의 조화된 대응책이 필요하다는 점은 분명하다.

경기침체의 현상이 매우 뚜렷하다. 2008년에 크게 하락한 세계 총생산량을 시작으로 2009년에 고소득국가는 약 -2%의 성장률을 기록할 것으로 보인다. 한국은 포함되지 않았으나, 중국을 비롯한 여타 개도국은 약 8%였던 성장률이 3%대로 하락하는 것으로 나타나게 될 것이다. 그러므로 세계성장률은 0~0.5%이며, 이러한 성장마저도 선진국이 아닌 신흥시장국에 의해 주도되고 있다.

1990년대와 비교하여 최근 10년 동안을 살펴보면 어떤 의미에서는 놀라울 일이 아니다. 생산량의 추가적인 성장을 대부분 중/저소득 국가들이 주도했기 때문이다. <Figure 1>에서 고소득 국가와 중/저소득

* 이 글은 2009년 2월 24일 개최된 'IGE/Prudential 국제금융특강' 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로, 필자의 개인 의견을 밝혀둔다.

<Figure 1>



<Figure 2>

Advanced economy output and world trade volumes to contract in 2009

World Growth Projections

	2007	2008	2009	2010
World Output	5.2	3.4	0.5	3.0
Advanced economies	2.7	1.0	-2.0	1.1
Developing	8.3	6.3	3.3	5.0
Sub-Saharan Africa	6.9	5.4	3.5	5.0
Cent. & E. Europe	5.4	3.2	-0.4	2.5
CIS	8.6	6.0	-0.4	2.2
Developing Asia	10.6	7.8	5.5	6.9
Middle East	6.4	6.1	3.9	4.7
W. Hemisphere	5.7	4.6	1.1	3.0
World trade volume	7.2	4.1	-2.8	3.2

Source: IMF World Economic Outlook Update 01/28/09

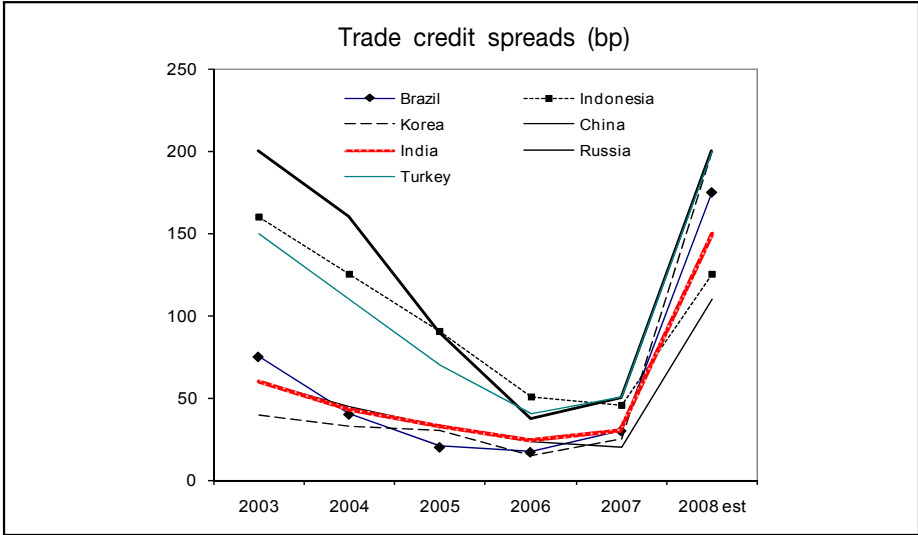
국가를 비교해 보면, 중/저소득국이 1:3의 비율로 추가적인 세계무역 성장률(1.2% 대 3.3%)과 GDP 성장률(1.0% 대 3.2%)을 기록함으로써 세계무역과 성장을 주도하고 있었다. 이는 지금의 세계경제가 중/저소득국에 의해 어느 정도 유지되고 있다는 의미다.

사람들이 세계경제의 비동조화(decoupling)를 논하던 때가 있었으나, 지금은 그것이 사실이라고 믿지 않는다. 신흥시장국은 상이한 성장궤도를 가졌으나 비(非)추세적 경기순환(non-trend cycles)의 국면으로 들어가면 개도국과 선진국의 관계는 서로 맞물리게 된다. 어느 국가도 이로부터 벗어날 수 없다. 때문에 <Figure 2>에서 세계생산량 증가가 0.5%로 추정되고 있다. 추정작업이 거의 매주 이루어지고 있으나 수정결과는 마이너스(-) 방향이다. 또한 이 도표가 보여주는 특별한 사실은 아래쪽에 있는 2009년의 세계 무역량선이 마이너스의 수치라는 점이다. 1982년 이래 처음으로 세계무역량이 하락한 것이다.

OECD 국가의 실질가격 수입성장율도 하락하고 있다. 미국에서도 실제수입량이 극적으로 하락하고 있는 것이 분명하다. 2009년 미국의 실질 수입성장율의 하락이 -3~-5%에 이르고 있음이 분명하다. 이는 심각한 수입하락이다. 동시에, 두 개의 위기상황인 금융부문 위기와 실물경제 위기가 매우 나쁜 쪽으로 상호작용을 하고 있다. 왜냐하면 사람들은 금융부문에 대한 우려로 소비를 하지 않고 있고, 한편으로는 실물경제가 자금조달원을 찾는데 어려움이 있기 때문이다. 상환기일이 90~180일이면서 상환연장이 가능하고, 실물을 담보로 하고 있다는 면에서 가장 안전하다고 하는 부류의 신용인 무역금융의 가산금리를 살펴보겠다.

<Figure 3>에서 나타난 바와 같이 2006~2007년 동안 7개국에서 무역신용에 적용된 가산금리가 0.5% 포인트였으나 지금은 1.5~2.0%

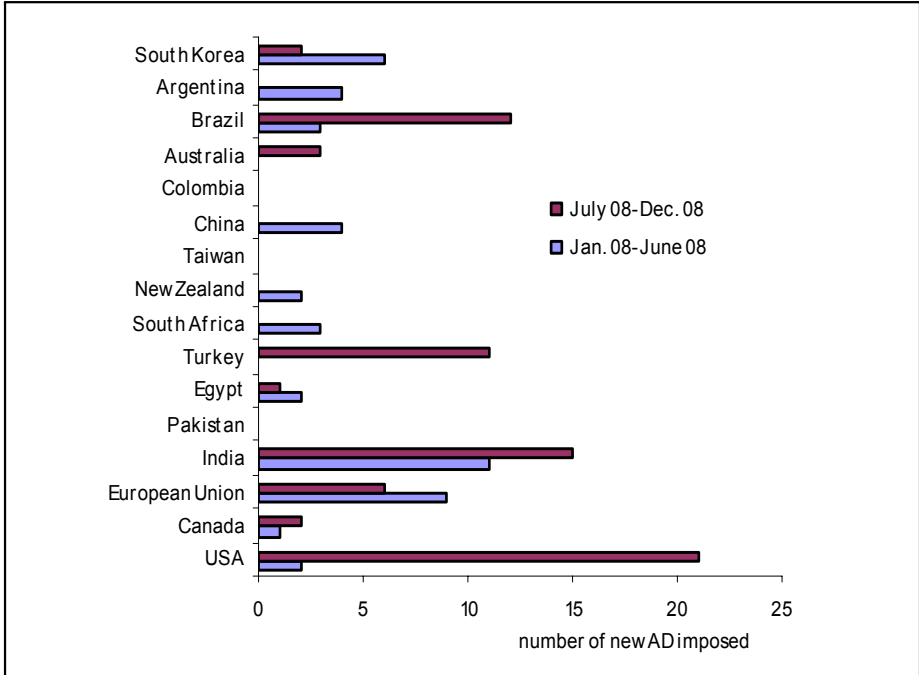
〈Figure 3〉



포인트대로 상승하고 있다. 7개국 중 몇 개국은 과거에 1.5~2.0% 포인트에 이르는 가산금리를 경험했으나, 주요 무역국과 한국 등은 2003~2007년 동안의 기준금리와 비교해서 0.5% 포인트 미만인 금리로 무역금융을 확보할 수 있었다. 그러므로 이것이 세계무역이란 측면에서 우리가 목격하고 있는 문제 중 하나이다. 무역량 침체의 대부분은 수요부족에서 발생하는 것이라고 볼 수 있으나, 그 중 일부는 무역금융 부채에서도 발생할 것이다. 채용자가 어려워지면서 금융업자들은 증권유통시장에서 거래할 수 없게 되고, 그들의 차입비중을 우려함에 따라 모든 사람들이 일반적으로 자취를 감추고 있다. 오늘 아침에 사회자를 비롯한 다른 분들이 언급한 바와 같이 이러한 상황은 보호무역주의 강화와 연계되어 있다. 하지만 본인은 이러한 상황이 아직 위험단계까지는 오지 않았다고 생각한다.

<Figure 4>는 WTO 및 여타 기관이 수집한 자료로써 새로운 반덤핑 조치 부과건수를 나타내는 것이다. 우리는 여러 나라에서 관세율이

〈Figure 4〉



증가하고 있음을 알고 있으며 새로운 반덤핑 조치들이 부과될 것이라고 보고 있다. 약 15~20년 전에 집필한 논문에서 본인은 계량경제학적으로 미국이 제소한 반덤핑 조치의 결정요인들이 무엇인가를 규명하고자 했는데, 가장 중요한 두 가지 변수는 시장지분의 증가와 반덤핑 조치의 보호혜택을 받게 될 사업부문의 어려움이었다. 지금은 수입으로 인해서 국내시장이 외국인에 의해 계속 점유될 것을 우려하는 상황에 있지는 않지만, 기업들은 방어적인 태세를 취하고 있다. 그러므로 이러한 보호무역적 행위가 더 있을 것으로 우리는 예측할 수 있다. 어제 Global Korea 2009 회의의 오찬연설에서 Pascal Lamy WTO 사무총장은 지금 Doha Round 협상이 보호무역에 대한 최상의 억제조치이며 보호무역주의가 부활하지 않도록 하는 최상의 예방책이라고 지적하였다. 그럼에도 불구하고 보호무역주의는 여러 가지 형태로 나

〈Figure 5〉

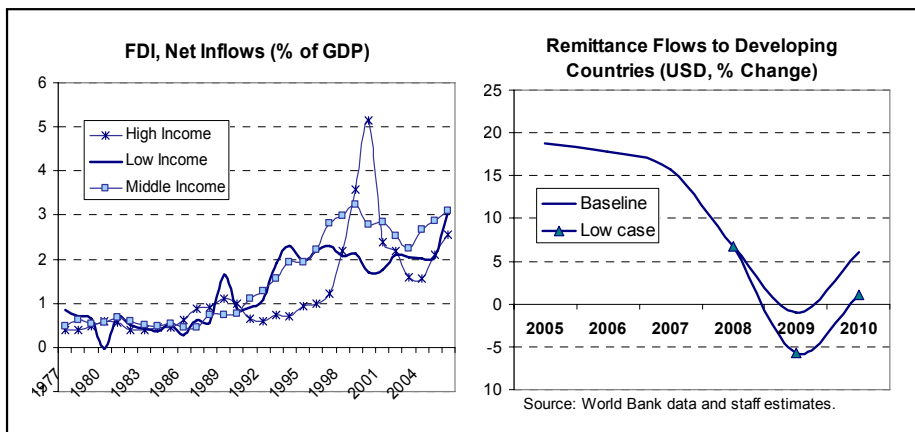
Capital flows to emerging economies				
(US dollars, billions, net)	2006	2007	2008	2009
Private flows	565	929	466	165
Equity investment	222	296	174	195
Direct	171	304	263	198
Portfolio	52	-8	-89	-3
Private Creditors	343	632	292	-30
Commercial banks	212	410	167	-61
Nonbanks	131	222	125	31
Official flows, net	-58	11	41	29
IFIs	-30	3	17	31
Bilateral	-27	9	24	-2

Source: Institute for International Finance: "Capital Flows to Emerging Market Economies." 01/27/09.

타날 수 있다. 우리는 전략산업에 부여되는 지원을 목격하고 있고, 양국 간에 체결되는 계획을 듣고 있다. 영국의 경우는 특정직종을 영국 근로자에게만 국한시킨다는 이야기가 있다. 프랑스 대통령은 프랑스에 있는 공장보다는 오히려 프랑스 국경 밖에 위치한 공장이 폐쇄되는 것을 선호한다고 표명했다. 그러므로 국내고용을 보호하기 위해서 여러 지역에 대한 상당한 압력이 있을 것이며, 대부분이 보호무역적인 소리를 낼 것으로 생각된다. 일반적인 또 다른 관심사항은 개도국에 대한 자본이동이 어떻게 될 것이냐 하는 것이다. 한국은 개도국으로 분류되지 않다는 것을 다시 한 번 말하면서 <Figure 5>를 보면, 신흥시장국에 대한 2007년도의 자본이동 규모는 1조 달러에 근접하고 있다.

어제 회의에서는 이러한 것이 너무 큰 규모이므로 어떤 면에서 보면 자본이동의 구조가 관리될 수 없었음을 나타낸다는 언급이 있었다. 2008년도의 신흥시장국에 대한 자본이동 규모는 전년도(2007년)의

〈Figure 6〉



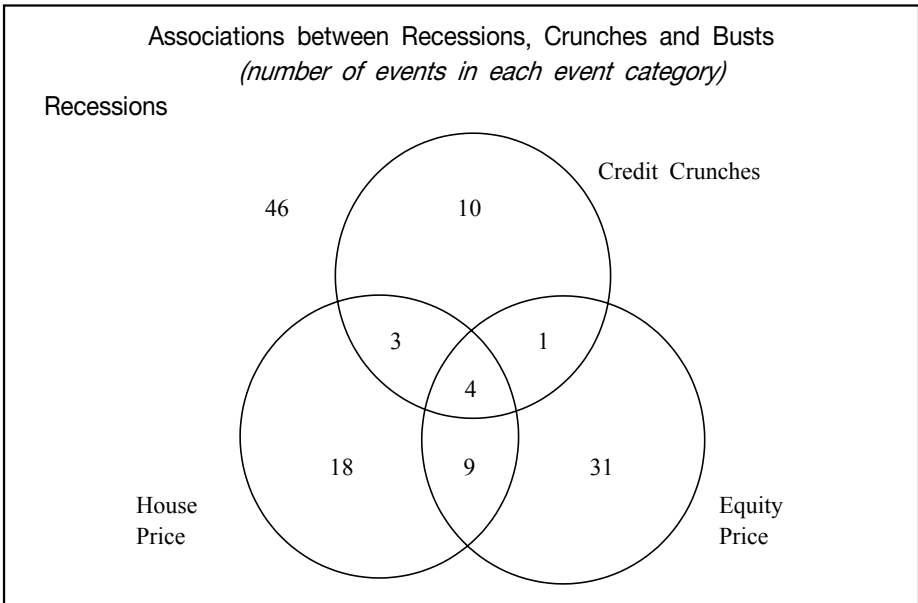
절반이었으며, 2009년도 자본이동규모는 1,650억 달러에 이르리라는 것이 IMF의 추계이다. 이는 대폭적인 하락으로, 가장 걱정되는 부분은 기업부문에 대한 자본이동이 마이너스의 수치가 되지 않을까 하는 것이다. 그러므로 개발금융의 방법으로서 기업부문의 부채상환 연장 여부에 대한 우려가 더욱 현저해지는 것으로 생각된다. 1980년대의 개도국에 대한 자본유입 형태를 보면, 개도국은 은행차관에 의존하였으며 이로 인한 문제도 있었다. 1990년대의 개도국은 채권발행으로 자본을 조달하였으나 여기에도 문제가 있었다. 지금은 자본유입의 형태가 보다 다양화되었지만 문제는 자본유입이 중지되기 시작했다는 것이다. 특히 저소득국가의 경우, <Figure 6>의 좌편에서 볼 수 있듯이 순자본 유입규모가 GDP의 최소 3% 정도이다.

FDI 순유입은 감소할 것으로 예측되고 있으며 동시에 송금수입도 감소할 것이다. <Figure 6>의 오른 쪽 그래프가 송금수입의 하락에 대한 추계이다. 아시다시피 동유럽 국가, 스위스 중부, 온두라스, 필리핀 및 여타국 등은 송금수입에 크게 의존하고 있다. 송금수입은 자본유입의 주요 원천이다. OECD 국가에서 일자리가 없어질 때 송금수입은

하락하게 된다. 동시에 이번 위기가 없었다면, 급등하던 원자재가격의 반전에 대해서 그렇게 관심을 표명하지 않았을 것이다. 그 이유는 사실상 1년 전에 에너지가격을 시작으로 식료품가격 등의 원자재가격이 너무 상승하여 추세선 위를 벗어남으로써 어려움이 야기되었기 때문이다. 원자재가격의 하향반전은 좋은 소식이지만, 반면에 원자재 수출국 특히 아프리카나 남미 등 기본 원자재 생산자의 경우는 좋은 소식이 아니다.

<Figure 7>에 나타난 3개의 원에 대해서 살펴보자. 이 도표는 Klaus 박사와 여타 집필자가 발표한 논문에 의거하고 있다. 세계은행

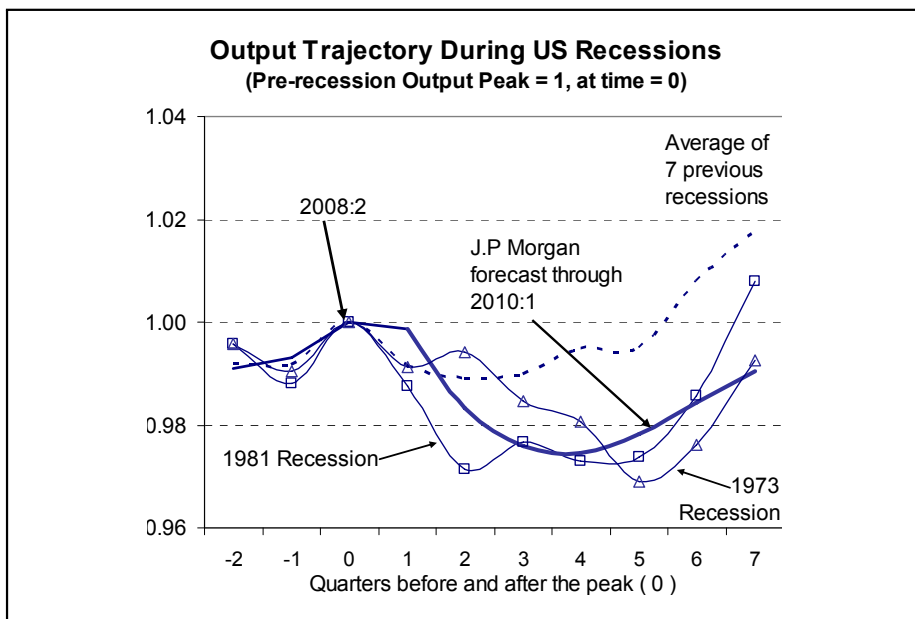
<Figure 7>



Notes: The rectangle shows the distribution of 122 recession episodes in the sample into those associated with crunches and busts (76) and those associated with none (45). Out of 122 recessions, 18 are associated with credit crunches, 34 are with house price busts, and 45 are with equity price busts. 45 recessions are not associated with either a crunch or bust episode.

에도 재직할 바 있는 Klaus 박사는 현재 IMF에 근무하고 있으며, 그의 공동연구는 전후의 경기침체를 검토하고 있다. 그들은 과거 122개의 경기침체를 분석하면서 신용경색형, 주가폭락형 그리고 주택가격 폭락형 등 3개의 부류로 경기침체를 구분하고 있다. 그리고 이 세 가지의 다양한 혼합형도 있다. 주목을 끄는 것은 현재 우리가 이 세 가지 침체를 동시에 경험하고 있다는 사실이다. <Figure 7>에서 가장 가운데 중복되는 부분은 122개 사례 중에서 단 4차례로써, 이 경우가 신용경색, 주가폭락 및 주택가격 폭락을 동시에 겪고 있는 것으로 나타난다. 일반적으로, Klaus 박사의 공동연구는 경기침체가 한 가지 요인으로 유발되는 경우엔 평균 3분기 내지 4분기 동안 지속하는 성향을 보여준다는 것이다. 그러나 경기침체가 두 가지 또는 그 이상의 요인에 의해서 유발될 때는 5분기에서 6분기 동안 지속될 수 있다는 것이다. 그러나 122개 사례 중 사실상 4개라는 작은 표본을 가지고 얼마나 오

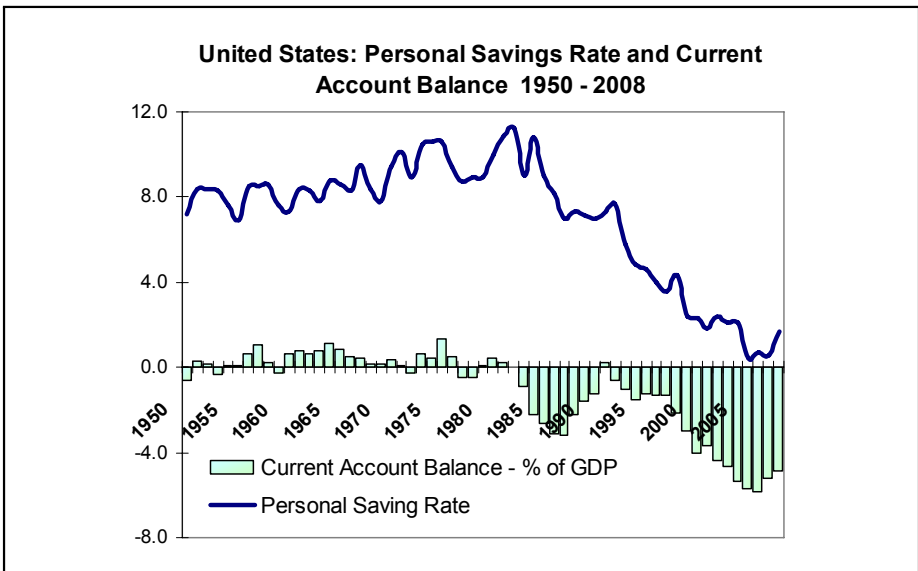
<Figure 8>



랫동안 경기침체가 계속 될 것인지에 대한 예측을 할 수는 없다. 그럼에도 불구하고 <Figure 8>은 최근 미국이 겪은 몇 개의 경기침체기간 생산량의 변동을 나타내고 있다.

지난 25년간 가장 혹독했던 경기하락은 1981년의 경기침체였다. 점선은 평균치선이다. J. P. Morgan의 예측자료인 굵은 선은 경기침체가 얼마나 오래 지속될 것인가에 대한 평가이다. 기본적으로 약 5분기가 소요되지만 문제는 경기침체가 언제 시작되느냐하는 것이다. 적어도 예측에서 알 수 있는 분명한 또 한 가지는 경기회복이 더딜 것이며 평균치선(점선)이나 혹은 2차 대전 이후 미국이 겪은 주요 경기침체(1973년 및 1981년)보다 덜 뚜렷할 것이라는 점이다. 현재 경기회복 시점에 대한 어떤 공감대가 있다면, 미국의 경우는 2009년 말 경에나 최소한의 경기회복이 이루어진 후 2010년에 정상적인 경기회복이 나타날 수 있을 것이라는 생각이다. <Figure 9>은 미국의 저축률을 나타

<Figure 9>

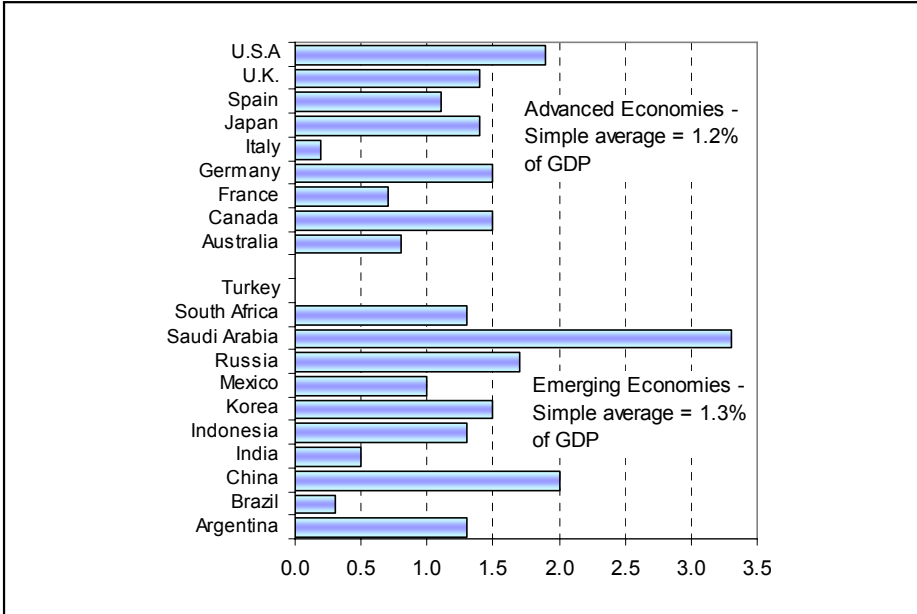


내는 것으로 논란을 일으키는 종류의 그래프이다. 왜냐 하면, 많은 사람들은 미국의 낮은 저축률이 경상수지의 구조적인 불균형을 초래하고 있다는 점에서 위기의 범인으로 지목하고 있기 때문이다.

<Figure 9>에 의하면, 특히 1985년경부터 저축률이 GDP의 평균 8%대라는 상당히 낮은 수준으로 하락하기 시작했다. 저축율의 하락은 미국의 경상수지 적자로 반영되고 있는데, 잘 알려진 문제이지만 해소되지 못하고 있다. 그런데 여기에 문제가 있다. 그래프의 줄 끝을 보면 미국의 저축률이 약 영(零)에서부터 2~3%대로 올라오기 시작하고 있다. 가계가 자체의 대차대조표를 재구축한다면 미국의 저축률이 아마 5~7% 대로 상승할 것으로 사람들은 기대하고 있다. 주택가격이 하락하고 주식가격도 하락하고 있기 때문에 미래에 대한 불확실성이 많아지고, 따라서 저축률은 올라갈 것이다. 이는 미국에게 바람직스러운 일이며, 아마도 너무 지체되었던 일이 아니었나 생각된다. 그러나 본인이 서두에 제기한 것으로써, 그렇다면 누가 세계경제의 성장을 위한 다음 견인차가 될 것이냐 하는 것이 문제이다. 왜냐하면 이와 같은 미국의 저축축소와 과도한 소비가 지난 5~10년 동안의 주요 성장원동력 중 하나였기 때문이다. 즉 문제는 누가 미국을 대체할 것이냐 하는 것이다. 중국의 중산층이 될 것인지, 아니면 높은 저축률을 가진 국가들이 미국을 대체할 것인지 우리는 알 수 없다. 그러나 우리가 이전에 있었던 성장추세를 다시 회복하거나 이에 근접하기 위해서는 성장을 위한 어떤 견인차가 있어야 하는데, 문제는 견인차가 어디서 오느냐 하는 것이다.

현재 상황으로 돌아가보자. 모든 사람들이 G-20 정상회의에 집중하고 있다. 아시다시피 G-20는 하나의 그룹이며, G-7이나 G-8에 비해 더욱 폭넓은 대표성을 가지고 있다. 중요한 점은 한국이 포함되어 있다는 것인데, 사실 한국은 내년(2010) G-20 정상회의의 의장국이며

〈Figure 10〉

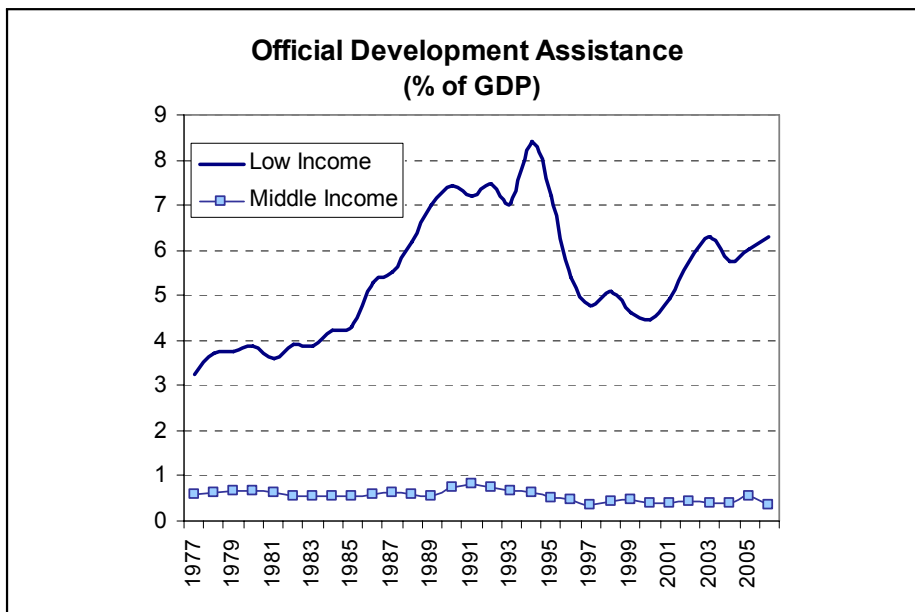


금년 의장국은 영국이다. G-20 정상회의에서 어떤 일이 진행되고 있는지 <Figure 10>을 통해 살펴보면, 회원국들이 단순 평균치인 GDP의 1~1.5%의 범위 안에서 경기부양책을 이행할 것이라는 성향이 나타난다. 여기에 회원국 경제의 중요도로 가중치를 준다면, 말할 나위 없이 가장 중요한 국가는 상당한 경기부양책을 보여주고 있는 중국과 미국이다. 한국의 경기부양책 규모에 대해서는 처음 알게 되었는데, 도표상의 수치는 아마도 실제보다 저평가된 것이 아닌가 생각된다. 그러나 도표 상에서 가중치 기준으로 공식 발표된 경기부양책을 근거로 계산해 보면 각국의 경기부양책 규모는 GDP의 약 1.5%이다. IMF는 지난 11~12월경에 경기부양을 위해서 필요한 규모가 GDP의 2%라고 언급하였으나 상황이 악화되고 있다. 그러므로 여기서 본인이 제기하고 싶은 점은 지금 각국이 상정한 경기부양책 규모가 요구조건에 미달하고 있다는 것이며, 단기간 경기부양을 할 수 있는 이른바 재정적 여

감세조치에 치중해서는 안 된다는 것이 본인의 개인적 견해이다. 한번 감세하면 다시 세금을 부과하기가 정치적으로 어렵기 때문이다. 그러나 일단 경기회복이 시작되면 긴급성 지출항목을 삭감할 수 있기 때문에 긴급 프로그램에서는 지출을 확대할 수 있을 것이다.

지금 세계은행의 입장에서 볼 때 가장 큰 관심사는 물론 개도국 특히 최빈국이다. 그래서 <Figure 11>의 좌측 원 안에는 2009년에 마이너스의 성장을 겪으리라 예상되는 국가들이 표시되어 있는데, 표본인 120개국 중 약 80개국이 여기에 속한다. 또한 <Figure 11>의 우측 원 안에는 가계단위 빈곤상태의 척도인 하루 1.25달러의 빈곤율을 가진 국가들이 표시되어 있다. 세계은행은 하루 1달러를 빈곤율의 척도로 사용했었으나, 지금은 달러가치의 하락으로 하루 1.25달러를 절대적 빈곤의 척도로 사용하고 있다. 약 50개국이 이 집단에 속하고 있다. 그러나 세계은행을 가장 괴롭히는 국가군은 도표에서 두 개의 원이 중복되는 범주에 속하는 국가들이다. 이들은 최고의 위험노출도를 보여주는 국가군으로, 대부분 아프리카에 위치하고 있는 이들 나라들은 마이너스의 성장률과 매우 높은 빈곤도를 기록할 것이다. 그러므로 현재의 위기상황에서 가장 취약하다. 세계은행은 또한 120개국 중 어느 국가가 재정적 및 제도적 능력을 가지고 있는지 살펴보고 있다. 요약하면 대다수의 국가가 보다 많은 지출을 흡수할 수 있는 제도적 능력을 가지고 있으나 예산상 재원의 여유가 없다는 것이다. 이들 국가들이 자국 경제를 훌륭히 관리해오고 있기 때문이다. 이들 국가들은 외채수준을 낮추고 있다. 그러나 사회안전망을 유지하고, 인프라 프로젝트 건설을 완결하며, 신용을 제공하고, 민간부문이 지금 수행할 수 없는 것들을 하기 위해서는 추가적인 외국원조가 필요하다. 그러나 이번 위기 이전에도 정부개발원조 규모는 Scotland의 Glen Eagles에서 개최된 G-8 정상회의에서의 약속에도 불구하고 거의 답보상태로, 1,200억 달러 목표액에 근접도 못한 약 1,000억 정도에 머물고 있다. <Figure 12>

〈Figure 12〉



를 보면, GDP 대비 정부개발원조 규모가 올바른 방향으로 움직이지 않고 있음을 알 수 있다.

국가가 국내문제 등으로 압력을 받고 있을 때 정부개발원조에 추가 자금을 투입하기는 어려우며, 세계은행은 이를 매우 유감스럽게 생각한다. 그래서 세계은행 총재는 경기부양 자금의 0.7%를 세계은행 산하의 “취약국가를 위한 기금(vulnerability fund)”에 기여할 것을 요청한 바 있다. 우리가 계산한 바에 의하면, GDP 대비 1.5%에 이르는 경기부양책의 0.7%는 약 100억 달러로, 이는 개도국에 대한 정부개발원조액 증가의 큰 몫이 될 것이다.

마지막 2개의 슬라이드는 IMF와 세계은행에 관한 것으로 이 두 기관에 많은 긴장감이 돌고 있다. 아시다시피 오는 4월 2일 개최예정인

G-20 정상회의를 위해서 4개의 실무그룹이 준비되어 있다. 두 그룹은 금융부문의 과제, 한 그룹은 IMF, 그리고 나머지 한 그룹은 세계은행과 여타 개발은행 문제를 살펴보고 있다. IMF 관련 문제는 감시와 규제라는 측면에서 IMF와 금융안정화포럼(Financial Stability Forum)간의 책임분담에 대한 문제가 다루어져야만 할 것이다. 그러나 IMF의 자본이 충분하지 못하다는 문제도 제기되고 있다. 유럽 및 일본과 IMF간에 추가적인 재원이 IMF에 투입되어야 한다는 견해는 발전을 위한 좋은 시작인 것으로 생각된다. 또한 본인이 개인적으로 지적하고 싶은 점은, 금융위기 동안 주요 지원수단인 대기성 차관협약(stand-by arrangement)을 통해서 사용가능한 IMF 신용의 대부분이 경제사정이 어려운 동유럽의 Ukraine, Hungary, Belarus, 그리고 곧 추가될 Latvia와 여타 국가, Pakistan과 Iceland로 가고 있다는 것이다. 즉 신용공급 대상 국가가 큰 어려움에 빠진 국가들로 집중되고 있다는 말이다. 또한 IMF에는 경제위기시 사용되어야 하는 두 개의 구제창구가 있다. 하나는 이른바 외부충격기금(Exogenous Shocks Facility)으로써, 수출소득상의 변동을 안정시키는데 이용되고 있으며 현재 3개국만이 매우 적은 액수의 지원을 받고 있다. 그리고 IMF는 약 4~5개월 전에 한-미간의 통화스와프처럼 신용공급을 위한 단기유동성 지원창구(Short-Term Liquidity Facility)를 도입하였으나 지금까지 사용한 국가는 없다. 따라서 브랜드상의 문제가 있다. 완전히 파산하기 전까지는 각국이 IMF에 통화스와프를 요청하지 않을 것이라는 브랜드를 IMF가 아직까지 회복하지 못하고 있다. Hungary, Pakistan, Belarus 등의 국가가 이에 대한 사례가 되겠다. 그러므로 IMF에 대한 활용 부족이 존재하고 있는 것이다.

한편 세계은행은 충분한 자본을 가지고 있다. 지난 수년간 소득이 양호한 세계은행 차입국들이 대출을 상환하고 있다. 그 결과 세계은행은 앞으로 3년간 1,000억 달러 선까지 차입을 증가시킬 수 있는 능력

이 있는데, 이는 세계은행의 대출능력이 배증된다는 의미다. 지난해 세계은행은 약 130억~150억 달러를 대출하였다. 올해 대출금액은 300억~350억 달러가 될 것이 분명하다. 세계은행은 사회안전망 구축을 위한 재원조달과 원금상환의 만기연장 위험에 대비하기 위한, 차입국으로부터의 충분한 이자지급 소득이 있다. 그러므로 세계은행은 어떤 프로그램의 재원을 조달하기 위해서 10억~20억 달러를 차입하고자 하는 국가에게 제공하고 있는 연계형 대출(contingent loan) 제도를 가지고 있다. 세계은행은 Indonesia, Mexico 및 몇몇 국가가 요청한 연계형 대출에 응하고 있다. 세계은행은 빈곤국을 대상으로 하는 장기 저리차관(soft loan) 창구인 국제개발협회(IDA)를 산하에 두고 있다. 세계은행은 가용할 수 있는 재원을 가지고 있으나 세계은행이 차관공여를 가속화하면 이러한 재원은 빠르게 소진될 것이다. 때문에 세계은행은 취약성 기금(Vulnerability Fund)에 대해서 논의를 하고 있으며, 본인이 언급한 경기부양자금의 0.7%가 인프라, 중소기업 및 사회안전망을 위한 재원조달로 할애되었으면 하는 것이다. 세계은행은 또한 민간기업의 대출창구가 되는 국제금융공사(IFC)를 산하에 두고 있는데, IFC는 여러 가지의 혁신적인 사업을 펼치고 있으며, 무역금융프로그램은 그 규모가 30억 달러로 배증하고 있다. IFC는 개도국 은행의 자본확충을 위한 재원을 제공하고 있으며, 인프라 및 무보증소액창업대출(micro-credit)을 위한 재원의 원천이 되고 있다. 본인은 여타 지역의 국제은행에도 충분한 자본이 없음을 알고 있으며, 아시아개발은행이 자금을 필요로 하고 있다는 여러 가지 소식도 있다. 본인이 제시한 바 있는 개도국에 대한 자본이동의 하락 수치를 볼 때, 지금이 선진국 정부대출자들에게는 자금을 증대시킬 수 있는 적기인 것으로 생각된다.

이 모든 과제들이 G-20 정상회의의 현안이 되고 있다. 그러나 G-20 정상회의에 대한 기대가 너무 지나쳐서는 안 된다는 것이 본인 생각이다. 이 회의는 공시효과(announcement effect)를 노리고 있는

국가 수장들의 회의이기 때문이다. 많은 과제들이 공시효과 자체로는 해결될 수 없는 어려운 문제들이지만, 시스템에 대한 신뢰도 회복, 보호무역주의 대두에 대한 저지 노력, 그리고 국가 간의 조화된 경기부양책 구축 등, 이 세 가지는 기본적인 과제로서 G-20 회의가 이에 대한 성명서를 선포할 수 있다고 본인은 생각한다. 이렇게 되면 모두에게 좋을 뿐 아니라 세계은행이 주로 집중하고 있는 개도국에도 좋을 것이다.

질 의 · 응 답

질문 위기 상황에 대한 귀하의 포괄적인 설명에 감사드립니다. 불행히도 상황이 더욱 만연되고 있으며 보다 암울해지고 있다. Klaus 박사의 3개의 원에 대해서 보여준 흥미로운 그래프에 관해 질문을 하겠다. 3개의 원을 다 포함하고 있는 4개국을 제시하였는데, 여기에 또 다른 측면을 추가하여야 하지 않을까 생각된다. 금융, 주택, 주식 외에도 지금 우리는 세계적인, 그리고 동시적인 붕괴라는 특수한 상황에 놓여 있다. 과거에는 세계화가 되지 않았기 때문에 문제가 특정지역에 국한되었다. 지금은 세계화되어 있다. 중국을 비롯한 몇몇 지역은 경제지표상 마이너스의 수치를 보여주지 않고 있다고 이야기할 수도 있겠지만, 11~12% 성장률에서 5%대로의 급락한 중국의 성장률도 세계경제에 동일한 파괴적 충격을 준다고 본인은 생각한다. 그러므로 우리는 지금 글로벌 붕괴에 직면하고 있다. 예측모형에 수치를 집어 넣고 경기회복을 예측하는 사람들이 이른바 경기부양책을 언급하고 있으나 경기부양책의 효과는 아직 나타나지 않고 있다. 사실 모든 부양책이나 구제책이 금융손실을 메우기에는 충분치 않다. 예컨대, 미국에서는 7,000억~8,000억 달러에 이르는 구제금융금액이 금융손실액의 절반 정도라고 추산되고 있다. 따라서 이와 같은 요인들을 추가하면, 터널 끝의 불빛은 사실상 너무나 멀리 있는 듯 보인다. 이러한 측면을 근거로 할 때, 어떻게 계량적 모형이 경기예측을 할 수 있다고 보는가? 귀하께서 앞서 거론한 바와 같이, 과거에 우리는 모든 사람들이 지탱할 수 없다고 주장한 소비지출, 즉 분수를 넘는 미국의 과잉소비지출을 바탕으로 하여 20여 년 동안 성장을 기록했으며, 지금까지 유지되었다. 설사 우리가 이번 침체를 벗어난다고 해도 절대 과거의 상태로 회귀하지는 않을 것으로 생각된다. 사람들이 지금 과소비는 더 이상 할 수 없는 것으로 인식하고 있기 때문이다. 그러므로 과소비 행태는 사라졌다. 이러한 여러 가지 요인을 추가해서 살펴보면, 지금 세계경제가 새로운 국면에 진입하고 있음을 우리가 알게 될 것으로 본인은 생각한다. 이에 대한 귀하의 견해를 듣고 싶다.

답변 우리가 미증유의 상황 속에 있기 때문에 경기예측 모형의 타당성이 별로 없다는 점에 동의한다. 경기예측 모형은 100개의 관찰을

기반으로 하여 구축되므로 귀하의 견해를 그대로 받아들인다. 아무도 경기침체의 지속기간을 예측할 수 없을 만큼 좋은 위치에 있지 않다는 것은 바로 이러한 이유 때문이다. 금융손실 규모가 경기부양지출액보다 크다는 점에서는 부분적으로 동의하지만 두 개의 다른 측면이 있는 것으로 생각된다. 금융손실이 미국에서 어떻게 보전되고 있는지 살펴보면, 부실자산구제계획(TARP)이나 예산지출을 통해서 배분되는 자금은 구제대상부문에 투입되는 자금규모의 단편이다. 왜냐하면 금융지원액의 대부분이 연준의 대차대조표나 여타 비정상적인 대차대조표를 통해서 지급되고 있기 때문이다. 따라서 본인은 경기부양안이 거시경제적 효과를 가질 것으로 생각한다. 즉 기본적으로 수요감축에는 4개의 측면만이 있다는 뜻이다. 다시 말해, 소비지출, 투자지출, 수출 수요가 줄은 것이다. 나머지 변수는 정부지출 “G”의 하락여부이다. 그러므로 문제는 미국 정부가 얼마나 많은 지출을 할 수 있느냐 하는 것이다. 본인이 귀하와 동의하는 부분은 금융부문에 대한 신뢰도가 없는 한 경기부양책은 효과를 내지 못하리라는 점이다. 그러므로 두 요인의 상호작용은 중요하다고 생각하며, 한 요인이 해결되지 않고서는 다른 요인이 문제를 해결될 수 없다. 이 부분이 가장 무섭고 특이한 측면이며, 사람들이 대공황을 언급하는 이유이기도 하다. 현 상황과 대공황과의 비교는 적절치 않은 유추이다. 지금 우리에게는 보다 많은 정책수단이 있으며 현 상황이 그렇게 암울하지 않은 것으로 생각되기 때문이다. 그러나 수요의 결핍과 동시에, 신뢰도 부재라는 경험사례를 사람들은 대공황에서 찾고 있다. 어떻든 귀하의 지적에 감사드린다.

질문 역사는 반복한다. 사회자의 약력 소개를 통해 귀하께서 경제구조개혁과 관련된 일로 Argentina를 포함한 남미와 동유럽 국가에서 근무하였음을 알게 되었다. 본인의 기억으로는, 약 20여 년 전에는 동유럽의 외채규모가 현 수준의 약 10%였다. 그러나 동유럽국가와 현재의 금융위기로부터 고통 받는 국가의 외채규모는 양

쪽 모두 엄청난데, 이른바 Obama의 경기부양책이나 혹은 Geithner안이 신속히 이행되어 효과를 내지 못할 경우, 다음 차례의 잠재적 위기는 주택담보대출, 자동차 구입관련 대출, 신용카드 대출 등 미국의 가계부문 부채로부터 발생할 것이다. 본인의 견해로 볼 때, 이것은 세계경제에 타격을 줄 또 다른 쓰나미(tsunami)가 될 것이다. 지난 30여 년 간 일본이, 그리고 지금은 중국이 미국의 재정적자, 즉 재무부 채권의 재원을 조달하고 있다. 미국의 재정적자 수준은 이미 3조 달러에 이르고 있는데, 올해 미국의 재정적자는 약 2조 달러에 이를 것으로 추계되고 있다. 내년에도 1조 달러가 추가될 수 있다. 미국의 재정적자 규모의 확대를 밀 빠진 독 혹은 심연으로 생각한다면, 미국의 재정적자 규모는 계속 증가할 것이 매우 분명하다. 그렇다면 미래에 누가 미국의 재무부 채권을 매입하겠는가? 귀하께서 제시한 그래프에서는 미국 저축률의 회복이 더딘 것만 나타나고 있다. 정상적인 경우 한 국가가 국채를 발행하면 그 발행 국가의 국민들이 채권을 매입한다. 그러나 미국의 경우는 저축률이 사실 저조하다. 그렇다면 미국 국채를 매입할 사람이 누가 있는가? 일본인? 일본은 자체의 문제를 안고 있다. 중국? 중국 중앙은행은 미국 달러화로부터 다변화하기 시작했다. 그러므로 이는 큰 문제이다.

답변 동유럽 국가에서의 본인의 경력에 대해 정확하게 말하자면, 동유럽이 아닌 동아시아와 남미에서 근무한 경험이 있다. 그러나 현재 동유럽은 위험지역 중 하나이다. 며칠 전 세계은행은 동유럽과 중앙유럽의 은행시스템이 큰 위험에 처해있다는 경고를 보낸 바 있다. IMF에 대한 본인의 그래프를 보면 현재 재원의 대부분이 그 지역으로 향하고 있다. 그러나 동유럽의 경우는 EU가 해결해야 할 문제라는 것이 본인 생각이다. 왜냐하면 우크라이나와 헝가리, 폴란드를 깊은 수렁에 빠지게 방치한다는 것은 EU지역을 위해 좋지 않기 때문이다.

서유럽이 구제금융조치를 위해 투입할 금융재원을 가지고 있는가? 이에 대한 대답은 긍정적이다. 그러나 지금 유럽중앙은행(ECB)의 역할은 매우 제한되어 있다. 미국 연준은 교과서에서 기대하고 있는 중앙은행의 역할을 아마도 넘어섰다고 본인은 생각한다. 그러나 연준에

게는 인플레를 억제하고 경제활동을 유지하여야 하는 이중의 책임이 있다. 한편 유럽중앙은행은 인플레 억제자의 역할만 하고 있다. 그러나 세계에서 재정적 여력을 가지고 있는 지역을 찾아본다면 사실 동아시아와 서유럽 두 지역뿐이다. 유럽은 다소 변동적인데, 일부 국가가 위기 이전에 연간 재정적자 규모가 GDP의 3% 수준 미만이어야 한다는 마스트리히트(Maastricht) 협약상의 기준을 넘어섰기 때문이다. 일부 국가를 제외한 매우 소수의 국가만이 경기대응적인 재정정책을 펼치고 있었기 때문에, 호황기에 이탈리아, 프랑스 및 여타 국가들은 마스트리히트 협약기준을 초과하였다. 그래서 지금 유럽국은 충분한 재정적 여력을 갖고 있지 않다. 동유럽의 문제가 심각하다는 귀하의 견해에 본인이 동의한다고 말하는데 너무 오랜 시간을 할애했다. IMF 자체도 동유럽 문제를 해결할 수 없는 것으로 생각된다. 유럽 전체의 문제가 해결되어야 할 것이다. 우크라이나의 경우는 1997년 한국의 금융위기와 유사하다. 사회자께서 언급한 바와 같이 그 당시 본인은 한국에 있었는데, 금융위기의 문제가 너무나 심각하기 때문에 뉴욕의 연준이 대출자 전부를 불러들여 6개월간 원금상환의 만기를 연장하라고 말하지 않았다면 1997년 당시 확보한 자금으로는 한국의 금융위기를 결코 해결하지 못했을 것이다. 우크라이나 문제도 유사하다. 우크라이나의 은행은 자국 은행이 아니라 오스트리아를 비롯한 다른 나라의 은행일 뿐이다. 그러므로 지역적인 해결책밖에 없다.

누가 미국의 국채를 구입할 것인가에 관한 질문은 좋은 질문이다. 본인은 이 문제가 제기하는 경제상의 득실을 이해하고 있다. 국가가 국채를 발행할 때 누가, 왜 이를 매입하는가? 이에 대한 본인의 대답은 대안이 무엇이나 하는 것이다. 현금이 있다면 이를 가지고 무엇을 할 것인가? 본인은, 세계에서 두 번째로 많은 국채 발행고를 가진 나라가 이탈리아인데 과연 이탈리아의 국채가 미국의 재무부 채권만큼 매력적인가 하는 농담 섞인 발언을 한 적이 있다. 환율문제가 있을 것

이라는 점은 의심의 여지가 없다. 그리고 단기간 내에 이처럼 많은 채권 발행량을 소화하려면 금리인상이 있어야 할 것으로 보인다. 여러분 중에는 금융계 종사자들도 많이 있을 것이므로 본인은 여러분의 판단을 존중한다. 그러나 금융계 종사자들의 전망기간은 5년이 아닌 것으로 생각된다. 금융계 종사자들은 자금을 어디엔가 투입해야만 한다. 그래서 앞으로 3~6개월 기간 내 어떤 결정을 내려야 한다. 여러분이 이탈리아 정부가 발행한 채권보다 미국의 재무부 채권에서 보다 나은 수익을 낼 수 있다면, 여러분은 미국의 채권을 매입할 것이다. 미국 경제의 구조적인 문제도 있을 것이므로 본인도 이에 대한 대답은 모른다. 예컨대, 미국의 저축률이 얼마나 빠르게 상승할 것인지, 어떤 다른 지출이 있을 것인지, 미국의 중기형 국채규모는 어떠한지를 알지 못하기 때문이다. 그러나 결국 사람들은 미국 채권을 매입하는 것에 이를 달지 않는다. 이에 대한 대답은 다른 대안이 미국 국채보다 나쁘기 때문이라는 것이 본인 생각이다.

질문 훌륭한 강연에 감사드립니다. 우선 1997년 한국의 경제위기가 약 100억 달러에 이르는 세계은행의 한국 지원을 고맙게 생각한다. 당시 세계은행은 두 가지 정책을 한국에 권하였다. 그 중 하나가 자산건전성 분류기준(FLC: Forward-Looking Criteria)이었는데, 세계은행이 한국에게 채택할 것을 권고한 이 FLC는 원금상환과 금리지급이 3개월간 지연될 때는 부실대출로 분류하였다. 본인의 질문은 세계은행이 왜 미국에 정책권고를 하지 않느냐 하는 것이다. 왜냐하면 현재의 경기침체가 월스트리트의 중심부에 기인하고 있기 때문이다.

답변 세계은행의 대답과 본인의 대답을 드리겠다. 세계은행의 대답이란, 미국은 세계은행의 차입자가 아니며 누군가 미국에 정책권고를 한다면 그것은 IMF라는 것이다. IMF는 모든 회원국과의 관계에 있어서 일종의 자문적 성격을 가지고 있기 때문이다. 세계은행 조직상 미국은 기증자이다. 미국은 세계은행에 자금을 주고 있다. 세계은행은

세계은행으로부터 차입하는 국가에게만 정책권고를 하는데, 지금까지 미국은 세계은행에서 차입한 적이 없다. 그런데 귀하의 질문 중에 몇 가지 요소가 있다고 생각된다. 첫째는 미국이 금융위기를 겪어 본 다른 나라의 경험에서 교훈을 얻을 수 있는가 하는 것이다. 왜냐하면 이번 위기가 처음이 아니기 때문이다. 금융위기를 극복하는 방법으로 은행을 우량(good bank)은행과, 부실자산을 전문적으로 처리하는 자산관리공사인 배드뱅크(bad bank) 형태로 구분할 수 있는지의 여부에 대한 총체적 논의는 예컨대 1986년에 발발했던 저축대부조합의 문제가 발생하기 전에는 경험해보지 못한 것이었다. good bank와 bad bank의 구분 논리는 매우 간단하다. 누군가가 부실자산을 인수해야만 한다는 것이다. 아르헨티나와 여타 지역에서 사용된 good bank/bad bank 모형의 문제는 이번 같은 위기에서 무엇이 우량자산인지 결정하기 매우 어려운 두 가지 이유가 있다. 한 가지 이유는 이러한 자산의 일부가 상호보증을 받고 있기 때문이다. 그리고 위기의 시발점을 가려내는데 있어서, 건전성 감시가 잘못돼서 그런 것인지 또는 자산구입에 따른 위험부담 행위가 부도덕해서 그랬는지를 가려내기가 어렵다. 그러므로 어떤 것이 우량자산이고 어떤 것이 부실자산인지 쉽게 결정할 수가 없다. 둘째로, 오늘날의 금융시장에서는 대다수의 우량자산이 부실하게 보인다. 이에 대해서는 과거의 경험으로부터 어떤 유사성과 교훈을 얻을 수 있다. 여기서 언급하고자 하는 것은 미국과 같은 국가나, IMF 및 세계은행 같은 기구가 회원국에게 정책추진을 조언할 경우 훨씬 더 겸손하여야만 하는 상황에 직면하게 되는 것으로 생각된다. 1990년대에 세계은행과 매우 불편한 관계를 가졌던 남미의 볼리비아 같은 국가에게 정책상의 권고를 주기 위해 일했던 기억이 난다. 우리는 “모든 대출을 재융자하지 말라”는 등의 권고를 하였다. 대부분의 경우 회원국에게 현재 진행 중에 있는 정책을 중지하라는 것이 우리의 권고였다. 이는 국제금융기구의 강압적인 힘이다. 현재 우리는 전례가 없는 위기상황에 놓여 있다. 여러분이나 본인이 미국 재무부에서 일한

다면 아마 매우 비슷한 일을 할 것이다. 그러나 우리는 많은 분야에 있어서 옳고 틀린 것을 식별할 수 없다는 사실을 알고 있다. 정책조언을 하는 방법에 있어서 우리는 보다 훨씬 겸손해져야 한다. 어떤 측면에서 미국은 이러한 점을 이해하고 있다고 본인은 생각한다.

질문 현재의 경기침체가 끝난 뒤 세계경제는 실제로 매우 높은 인플레이의 진통을 겪을 수 있다. 현재의 위기로부터 벗어나기 위해 걱정을 하면서, 인플레이를 억제하기 위해서는 어떤 조치가 필요할 것으로 생각하는가?

답변 그 대답은 본인도 모른다. 왜냐하면 현재 대다수 국가의 경우 디플레이가 위험요인이기 때문이다. 그러나 귀하의 시각을 이해한다. 경기부양책의 규모가 GDP의 1.5~2% 정도라면 이는 총수요의 결핍을 보상하는 것을 말하는 것으로 생각된다. 그러므로 매우 광범위한 거시경제적 의미에서 볼 때 경제를 과열시키지는 않을 것이라는 생각이지만 국가에 따라서 그 효과가 다를 것이다. 경기부양책의 효과는 시장의 반응에 좌우된다. 미국과 EU간의 큰 차이는 유럽중앙은행이 반(反)인플레이정책 목표를 명백히 하고 있다는 점에 있다. 인플레이는 기대감, 임금계약 등에 내재되어 있으므로 일단 인플레이가 경제시스템에 내재되면, 이것을 제거하는 것이 매우 어렵기 때문이다. 반면에 1930년대 이후 우리는 지금처럼 악화된 경제상황을 겪어보지 못했다는 점을 지적하고 싶다. 즉, 70~80년 만에 한번 정도 있을 수 있는 상황을 이야기하고 있는 것이다. 경기침체의 지속기간 및 그 범위에 따라 좌우되는 어려움과 부수적인 피해규모는 보호무역주의, 일자리 상실, 공장폐쇄를 동반할 것이다. 때문에 본인은 이러한 피해가 인플레이보다 더 크다고 보고 있으며, 경제로부터 인플레이를 분리해 낼 수 있다고 생각한다. 즐거운 일은 아니지만 시간이 조금 걸리면 인플레이는 억제될 수 있다. 현재로서는 경기하락세와 경제규모의 축소가 부담이다. 현 위기상

황을 타개하기 위해 인플레이션이라는 위협의 가능성에 운을 걸고 싶다. 인플레가 어떠한 결과를 가져올지는 아무도 모른다. 본인은 인플레에 대한 우려가 재정적인 경기부양책의 집행을 중단시켜서는 안 되며, 경제가 움직이도록 노력해야 한다고 생각한다. 인플레에 대한 우려는 미국에서는 문제가 되지 않고 있고 아시아에서도 그렇게 큰 문제가 되지 않고 있으나, 유럽에서는 문제시 되고 있다.

질문 Wall Street가 금융파생상품을 교묘하게 재포장하고 있을 동안 귀하나 IMF 혹은 세계은행이 어떤 경고 신호를 보냈는가? 그리고 귀하는 Geithner 재무장관의 전문적인 견해를 신뢰하는가? 세 번째로, 귀하께서는 한국 정부가 어떤 정책 패키지를 이행하도록 제안하겠는가?

답변 첫 번째 질문에 대해 공정하게 말씀드리자면, 세계은행과 IMF의 역할이 분명해야 한다. IMF는 한편에서 구조적 불균형, 즉 “미국은 분수를 넘어 살고(living beyond its means)” 있었고 중국의 무역 흑자는 지탱할 수 없었음을 지적했다. 그런데 진정한 고난에 빠지지 않는 한, 대국은 IMF의 경고 등에 주목하지 않는 것이 현실이다. 두 번째의 질문에 대해서 대답한다면, 행정부를 믿어야 하는지 어떤지는 알 수가 없으나 금융손실 규모는 아무도 모른다는 것이 본인 생각이다. 이것이 현실이다. 유사한 사례를 찾는다고 하면 1997년 금융위기의 한국 재벌이 이러한 경우이다. IMF가 요구한 높은 금리 때문에 모든 재벌은 문서상 파산하였다. 지금 미국 금융부문의 수많은 업체에도 이러한 것이 동일하게 적용된다. 이들 업체가 사실상 시장평가제의 어떤 요구조건을 충족해야 한다면 이들 대부분이 이를 수용할 능력이 없다. 그래서 사실상 문제는, 현재는 부실한 자산이지만 정상적인 시장에서 부실하다고 불리는 자산과 달리 사실상 문제가 없는 자산을 구별해내는 노력이다. 미국의 많은 주택모기지는 완전히 건전하다. 문

제는 어떻게 건전한 자산을 근거로 한 대출의 신용을 회복시키고, 또 한편으로는 건전성의 여부가 확실치 않은 대출을 위해서 증거를 한다든가 혹은 정부의 보증을 확보하며, 그리고 세 번째 부류인 부실자산을 어떻게 다루는가 하는 것이다. 건전한 자산, 부실자산 그리고 보는 각도에 따라 구분이 달라질 수 있는 자산을 구별하는 일인 것이다. 오늘 찍은 스냅사진인가? 아니면 앞으로 1년 후에 찍을 스냅사진인가? 그래서 본인은 문제대응 능력에 있어서 현재의 재무부 팀이 과거의 재무부 팀보다 뛰어나다고 생각한다.

사회안전망과 관련하여, 세계은행은 사회안전망에 대해서 회원국에게 어느 정도 조언을 하고 있다. 세계은행은 보통 사회안전망의 목표가 잘 설정되어야 하고 누출을 최소화할 것을 권고한다. 그리고 사회안전망이 이미 있다고 하면 제도를 새로이 도입하는 것보다 기존제도를 확충하고 수정하는 편이 좋다고 조언한다. 이러한 구상의 장점은 긴급한 사태가 마무리되면, 사회안전망의 규모를 축소할 수 있다는 점이다. 일반적으로 세계은행은 적어도 개도국에 대해서는 현금지급(cash transfer)을 선호한다. 한국 실정에 맞는 사회안전망이 무엇인지 깊이 살펴보아야 할 것으로 본인은 생각한다. 실업급여 지급기간을 연장하고 실업보험 대상을 확대하는 것이다. 그 이유는 보통 몇 개월의 실업급여 지급은 경기침체 동안에 새로운 일자리를 찾는 데 불충분하고, 절대빈곤층에 대한 현금지급은 사회안전망제도는 아닐지라도 긴급고용프로그램으로써 의미가 있다고 생각한다. 똑똑한, 즉 스마트(smart)한 투자란 경기회복으로 경제를 이끌어 갈 수 있는 투자를 말한다. 한국에게 필요한 것인지 모르겠지만 고용을 창출하기 위해서 그냥 다리에 페인트를 칠하는 일, 복합물류체계를 개선하는 일, 그리고 녹색투자 등 경쟁력을 확보할 수 있는 일 사이의 선택이 있다. 그러나 진정한 문제는 속도이다. 다리에 페인트를 다시 칠하는 일을 당장 내일 시작할 수 있으나, 복잡한 형태의 공장신설형 투자(green invest-

ment)는 1년이 소요될 수도 있다. 여기에 장기적인 경쟁력 제고와 단기간 내의 고용창출 사이에는 득실 관계가 있다. 지금 당장 총수요를 창출하는 일이 얼마나 중요한가? 현재는 속도가 중요하다고 생각된다.

질문 귀하는 인플레이에 대한 우려는 하지말라고 언급하였다. 본인은 인플레이를 다른 시각에서 보고 있다. 보다 적극적으로 인플레이 문제를 추진하여야 하는데 결국은 그 해결방법이다. 오늘날 인플레이 문제를 살펴보면, 사람들이나 기업 혹은 국가가 해결할 수 없는 정도의 채무과잉 상황이다. 경기부양책은 인플레이를 야기할 것이고, 그것은 반드시 부채의 가치를 감소시키리라는 것이 본인의 시각이다. 한 가지 문제는 금융위기가 어느 정도 악성인지를 알지 못하고 주택가격이 매번 내려갈 때마다 상태는 더욱 악화되고 있다는 것이 귀하의 지적이었다. 그러므로 어떤 것이 건전한 부채이고 어떤 것이 부실한 부채인지, 그리고 어떤 것이 건전한 모기지인지를 알 수가 없다. 그 이유는 가격이 내려가면 오늘 건전한 대출이 내일은 부실한 대출이 되기 때문이다. 인플레이가 부채를 감소시키도록 상황을 전환시키는 것이 현재의 혼란에서 탈출하는 신속한 방안이라고 생각한다.

답변 귀하가 앞에서 논평한 대부분에 동의하지만, 지금 이 견해에는 동의하지 않는다. 어떤 국가는 인플레이를 야기할 것이고 그러한 인플레이가 정부를 위해서 좋을 수도 있는데, 그 이유는 인플레이가 부채의 일부를 감축시킬 수 있기 때문이다. 그러나 본인의 대답은 남미라는 두 글자이다. 남미는 인플레이에 대해서 별로 관심을 두지 않는 적극적인 정책을 추구했다. 남미는 또한 지금 “잃어버린 10년”이라 불리는 기간을 만들어 냈다. 왜냐하면 인플레이정책 추진으로 결국 거시경제가 너무 엉망이 되어, 이를 시정하는데 10년이란 세월을 보냈기 때문이다.

그래서 본인은 적극적으로 인플레이를 추천하지 않겠지만 인플레이의 메커니즘은 옳다고 이해한다. 인플레이를 겪게 되면, 부채의 가치는 하락한다. 부채를 통해서 재원조달을 하는 한 가지 방법이다. 그러나 본

인은 이것을 적극적으로 권장하지 않겠다. 인플레이는 일어날 수 있으나, 적극적인 인플레이 유발은 권장하지 않겠다는 의미다.

질문 지속적인 인플레이는 위험하다는데 동의하지만 한 번의 충격조치로써는 채택할 것을 제안한다. 케인즈파이건 누비아(Nubian)파이건 전혀 개의치 말아야 한다. 우리가 대공황에서 벗어난 방법은 사실 미국과 전 세계의 군비지출 때문이었다. 남미 문제에 대한 귀하의 견해에 동의하지만, 예컨대 Brazil의 경우는 인플레이에 대한 장기성 기대감이 조성되어 있었다. 그래서 이 모든 문제가 대공황 기간에 일어났던 것과 같이 한 번의 충격조치로써 해결될 수 있다고 생각한다.

답변 그런데 문제는 우선 한 번의 충격요법을 입법화 할 수 없다는 것이다. 그 이유는 한번 이러한 일을 하면 과장효과가 있기 때문이다. 과장효과는 기대감을 조성한다. 세계 제2차 대전이 대공황을 벗어나는데 도움이 되었다는 점에는 본인도 동의한다. 또한 2차 대전에는 물가통제조치가 많았다. 미국 정부는 물가가 상승하도록 그대로 방치할 수만은 없었기 때문이다. 이러한 것이 분석적으로는 옳지만 실제적인 조치로써의 올바른 접근방식은 아니라고 생각된다.

질문 우리는 세계 각국이 채택한 대규모의 경기부양책을 목격하고 있다. 귀하가 지적한 바와 같이 GDP의 1.5%란 규모는 대략적인 추계치이다. 이러한 경기부양책의 중요한 측면은 자금이 어디에 투입되느냐 하는 것이다. 우리는 일본의 잃어버린 10년을 논의하곤 한다. 당시 사람들은 경기부양을 위한 자금이 낭비되었다고 비판했는데, 자금의 대부분이 쓸모없는 고속도로나 혹은 교량구축에 지출되었기 때문이다. 또한 미국에서조차도 무슨 사업에 재원이 조달되어야 하는지에 대해서 많은 논의가 있는 것으로 본인은 알고 있다. 사실 대공황 시기를 회고해 보면, 어떤 사람들은 New Deal 정책이 아니라 2차 대전이 미국 경제를 구해냈다고 말한다. 귀하는 미국의 경기진작을 위해 편성된 자금을 사용하는데 적합한 프로젝트가 무엇

이라고 생각하는가? 또 한국에는 어떤 프로젝트들이 알맞겠는가? 현재 경기부양을 위한 자금이 어떻게 사용되어야 하는지에 대해서 많은 논란이 있다.

답변 실업이 최대의 과제라면 실험보험에 더 많은 지출을 하지 않으면 안 될 것으로 생각한다. 사람들이 일자리를 잃게 되면 가계부문에 부정적인 파급효과를 일으키고 사회적 분열을 가져오므로, 어떤 프로젝트를 결정할 것인가에 대해서 고려하여야 할 측면은 당연히 일자리 창출부문이 되어야 한다. 예컨대, 부산의 항만개선 프로그램에 대응하여, 100개의 일자리를 제공하게 될 10억 달러 규모의 우주인공위성 프로젝트를 비교해 본다면 본인은 보다 많은 일자리를 창출하는 사업을 선호할 것이다. 또한 본인은 한국이든 어느 국가이든 2010년에 경쟁력을 보다 강화시키는 사업을 추구할 것이다. 공장신설형 투자 개념은 보다 복잡하다. 이에 대해서 충분히 알지 못하고 이러한 투자가 얼마만큼 신속히 착수될 수 있는지를 모르기 때문에, 본인의 기준에 부합할 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. 그러나 이와 같은 투자가 한국을 새로운 형태의 기술수출국으로 만들 수 있다면 이러한 투자는 성장잠재력을 가지고 있으므로 가능하다. 하이브리드 승용차 같이 하이브리드 함선이 건조될 수도 있고, 그리고 한국이 선두주자라면 더욱 좋다. 이는 매우 흥미로운 사업이다. 문제는 본인에게 이러한 프로젝트가 미래에 일자리를 창출할 것으로 보이지 않는다는 것이다. 이러한 사업은 이른바 일자리 창출을 위해 자금을 투입하기만하고 그냥 착수만 하면 되는 정부의 공사(shovel ready project)가 아니기 때문이다.

일자리 창출을 위한 공공사업의 착수여부에 찬/반의 평가는 할 수 없다. 사람들은 잘 알지 못하기 때문이다. 미국에는 경기부양책에 참여하기를 원치 않는다고 말하는 주(州)정부가 있다. 이들은 조건부 지출행위를 싫어하고, 혹은 경기부양책 아래서 추진대상이 되는 분야 등을 싫어한다고 하면서 자금지원을 거절한다. 미국에서는 경기부양책

추진과정에서 감세와 지출을 둘러싼 큰 논쟁이 있었다. 정치적 견해가 달랐던 것이었다. 본인은 경기부양을 위해서 지출측면에 더 기울어지고 있다. 그 이유는 감세의 과급효과를 알기 어렵기 때문이다. 정부 지출을 통해 원하는 목적이 무엇인지는 여러분이 결정해야 한다. 그 목적이 일자리 창출이라면 그러한 방향으로 움직이도록 해야 한다. 지출의 목적이 향후 몇 년 뒤에 국가를 보다 경쟁적으로 만드는 것이라면, 이는 다른 방향으로 이끌어 가야 할 것이다. 지출의 목적이 기본적으로 지역적인 것이라면, 즉 다른 지역에 비해 높은 실업상태를 감소시키겠다고 한다면 이것은 3번째의 방향으로 이끌어 가야 할 것이다. 그러므로 각각의 경우마다 정책입안자는 성취하고자 노력하는 목적이 무엇인지를 결정해야 한다고 본인은 생각한다. 물론 정책입안자는 이제 가지 전부를 달성하고 싶다고 말할 수 있다. 그렇게 되면 꽤 흥미로운 의사결정을 하여야 하는데, 모든 프로젝트가 모든 목적에 부합할 수 없기 때문이다. 그러므로 이들 목적들 사이에서 균형을 취해 결정되어야 한다. 이것이 예/아니오로 대답할 문제는 아니지만, 분명 여러분이 생각할 문제이다.

질문 G-20 정상회의에 대해서 논평을 더 해주시기 바란다. G-20 정상회의의 정치적 및 경제적 논리의 배경은 무엇인가? G-20 정상회의는 공감대 같은 것을 이룩하고자 하는가? 아마도 부정적인 인식이겠지만 G-20의 뒷이야기가 있는가?

답변 매우 흥미로운 질문이다. 모든 사람들은 각자의 견해를 가지고 있다. 우선 경제적인 측면을 살펴보자. G-7 정상회의는 매우 강력한 대표성이 있는 그룹이 아니다. 왜냐하면 여기에 속한 몇 개국들은 경제대국이 아니기 때문이다. 그러므로 G-20 정상회의가 더욱 대표성이 있는 것으로 보이고, G-20 회원국 경제규모는 세계 GDP의 80%이다. G-20 정상회의의 창설은 전략적인 방법으로 설정된 것이 아니고

우연히 출범하였다. 그래서 어떤 나라는 G-20에 들어와 있고 어떤 나라는 제외되었는지에 대해 여러 가지 질문이 있다. G-20가 유지될 것인가? G-20는 상승경로에, G-7은 쇠퇴경로에 있는 것으로 본인은 보고 있다. G-7은 지난 몇 년간 그 자체가 그리 효과적이지 못했던 것으로 판명되고 있다는 것이 본인의 생각이기 때문이다. G-7 정상회의는 얼마 전 Rome에서 금융회의를 가졌는데 아무것도 나온 것이 없었다. G-20 정상회의는 영향력 있는 새로운 집단이 될 잠재성을 가지고 있다고 생각된다. 미국이 G-20 정상회의를 밀고 있는지의 여부는 분명치 않다. 작년 11월 15일 Washington, D.C.에서 개최된 제1차 G-20 정상회의는 Bush 대통령이 아마 두 가지 이유로 소집했을 것이다. 첫째는 자신의 임기가 끝나가고 있었으므로 회의소집은 훌륭한 정치적 움직임이었다. 둘째, 경제문제에 대한 논의를 UN으로 이전하자는 이야기가 있었는데 본인과 같이 경제정책에 골몰하는 사람들에게는 UN이 이상적인 장소가 아니었을 것이다. 그래서 미국은 지난 11월에 G-20을 받아들였고, 올해 영국이 의장국이 되면서 미국은 나름대로 자체의 추진력을 보여주었다. G-20는 상승추세에 있다. 무엇을 성취할 수 있는지 두고 보아야 할 것이다. G-20가 결국 G-7을 대체할 것이라는 것이 본인의 예상이다.

질문 미국의 금융위기는 언제 끝날 것으로 기대하는가?

답변 5월 7일이다. 하지만 아무도 모른다는 것이 현실이다. 미국의 안정이 모든 상황의 안정을 위한 전제조건이다. 미국 행정부가 적절한 방안으로 문제에 접근하고 있는 것으로 보인다. 미국은 모기지과 은행을 위해 모종의 대안을 가지고 있다. 본인이 5월 7일을 위기의 종료일로 선택한 것은 논쟁을 불러일으키기 위함이었으나 머지않은 것으로 생각된다. 몇 개월 이내에 위기가 종료될 것으로 믿고 있지만, 솔직히

말해 정확한 일자는 모른다.

질문 경제위기에 대처하는 한국의 정책대응에 대한 귀하의 평가는?

답변 잘 모른다는 것이 바른 대답일 것이다. 모든 점수제도에는 절대적인 점수와 상대적인 점수가 있다. 첫째, 아무도 이 위기에 잘 대응하고 있지 않다는 점을 명심해야 한다. 자세한 내용은 모르겠지만, 지금 당장은 한국이 상대적으로 잘 꾸려가고 있는 듯하다는 점을 말하고자 한다. 그러나 절대적인 측정이란 면에서 어떤 평가를 내리기 위해서는 보다 많은 분석과 연구를 해야 할 것이다. 모든 것이 혼란할 때, 그리고 모든 변수가 변하고 유동적일 때는, 물 위에 떠서 빠져 죽지만 않을 수 있다면 잘하고 있는 것이다.

질문 첫째, 경기부양책이란 측면에서 한국정부에게 특별히 권고할 사항이 있다면? 민간소비지출을 진작시키기 위해서 한국 정부는 세금부과 대신 소비쿠폰(Consumption Coupon)을 제공하려고 구상하고 있다. 이것이 효과적인 프로그램인가? 그리고 귀하는 이러한 조치를 권고하겠는가?

답변 그 문제에 대해서는 충분히 알지 못하기 때문에 논평하고 싶지 않다. 요점은, 한국의 높은 수출의존도와 세계적 수출추세의 불투명한 전망을 볼 때 2009년과 2010년 어느 기간까지 한국 정부는 다른 수요원천을 찾아야 한다는 것이다. 정부지출이 그 중의 하나이고 국내 소비가 또 다른 요인이다. 그래서 어떻게 소비를 진작시킬 것인지는 한국의 정책입안자들이 결정해야 할 일이라는 것이 본인 생각이다. 본인은 이런저런 프로그램을 추진하라고 말할 수 있는 충분한 지식을 갖고 있지 않다. 그러나 정부지출을 통해 경기진작을 하고 싶다는 구

상은 옳다고 생각한다. 경기부양책의 규모에 대해 말하자면, 적어도 연간 GDP의 2.5%라는 것은 아시는 바와 같다. 매우 큰 수치같이 들리지만 다행히도 현재 한국은 이러한 경기부양책을 추구할 재정적 여유가 있다. 이는 고무적인 일이다. 그러나 다시 말한다면, 2.5%에 대한 구성을 정밀하게 살펴보아야 하는데 본인이 앞서 이미 건의한 주장, 즉 지출의 목적이 무엇인가 하는 문제로 돌아오게 된다. 경기부양책의 1%는 일자리 창출, 또 1%는 미래의 경쟁력 향상, 그리고 나머지 0.5%는 청정기술의 선도자가 되기 위한 목적으로 하고 있는가? 본인은 한국의 경기부양책의 구성에 대해서 아는 바가 없다. 한국, 독일, 미국이건 중요한 것은 경기부양책이 2009년 중반에는 효력이 있어야 한다는 것이다. 금년에 어떤 효과도 나지 않는 경기부양책을 유지할 수는 없다. 왜냐하면 금년에 경기부양책이 효과를 내야 하기 때문이다. 따라서 얼마나 신속히 이러한 지출이 집행으로 옮겨지느냐 하는 것이 문제이다. 거의 반은 농담으로 교량의 페인트칠을 일자리 창출방안으로 거론하였는데, 이러한 프로그램의 장점은 내일 당장 일을 시작할 수 있다는 것이다. 이와는 매우 극단적으로 다른 사례가 R&D 계획 등과 같이 긴 준비기간을 필요로 하는 일이다. 이런 일들 사이에 어떤 균형이 있어야 한다고 본인은 생각한다. 그러나 당장에 2009년 위기의 충격을 완화하기 위해서 단기적으로 할 수 있는 일을 보다 선호한다. 그 이유는 총수요를 어떤 수준으로 회복시킬 수 없더라도, 여하튼 예산액은 지출되어야 하기 때문이다. 이것을 사회복지, 사회보장, 실업해소 등으로 지출할 수밖에 없다. 따라서 예산항목을 좀더 생산적인 예산지출 항목으로 만드는 것이 바람직하다.

Lessons from the Current Economic Crisis*

Anne O. Krueger

Thank you very much. It's a great pleasure to be back in Korea. I just arrived last night so please don't expect me to be absolutely current on what's happening now. I hope to have some time after this talk while I'm here to catch up a bit on events. It's always interesting to see what is going on here. The rest of the world has learned and is learning a lot from Korea and that will continue.

We are meeting at a time of virtual panic in the world about the state of the global economy. It is a difficult time and it is an important time. The first thing I want to say is that, if anyone tells you that they understand what's happening, and know what's going to happen pay no attention because they are wrong, nobody does. We are trying very hard to understand it. Understanding now is better than it was a few months ago, and things are becoming a little clearer. I will give you my views, but please remember that on every aspect - on what caused it, on what should be done, and why - there is legitimate disagreement among very able people. I have very good friends with whom I normally agree, but we disagree on some aspects.

* Transcription of a speech given at the IGE/Prudential International Finance Lecture on Wednesday, April 15, 2009.

I want to start a bit with the background and the origins of the crisis, not because I want to play the blame game-“who is the one who did the wrong thing”- but rather because some degree of understanding of what happened is important in terms of figuring out what the appropriate policy responses are. Then I want to look at what is happening and talk about what has been done and the short-term outlook. Finally, I then want to move to the longer-term outlook. If I leave one message of which I am reasonably sure, that message is that the world needs to do is to be very careful in addressing the short-term problems that we do it in a way that does not prejudice, or reduce, or make worse the long-run growth prospects. It seems to me that the danger in the current situation with the panic, with the reaction of the politicians that they must do something right now, is that actions may be taken to get out of this short-term mess - and it is a mess - that could affect things in ways that would mean that in the longer-term economic growth cannot be as healthy as it was. That is my bigger concern over the medium-term.

So with that let me start by reminding you that we have as a global economy as a whole had an absolutely phenomenal run over the past 60 plus years. Obviously, there were bumps in that period. There were recessions. Things did not always go right. Everybody here remembers 1997-98 with no fondness. Other countries had difficulties at various times, but those difficulties were all overcome.

That period gave us something that was unprecedented in world history. Until the 1970s economic growth was most rapid in the industrial countries. After that emerging markets one by one adopted

reforms and accelerated growth. From 2002 to 2006, a period of five years, world real GDP grew at an average rate of five percent per year which is higher than in any comparable period except possibly post-war recoveries in world economic history. For the world as a whole that is rather amazing.

Early on the industrial countries were, of course, the ones that were growing most rapidly. After the leadership of a few developing countries including Korea, other developing countries began growing more rapidly. While Korea led the way, moving away from the old policies of the 1950s and moving away from the tradition of being inward, isolated, and with state control of the economy. Other countries learned from that. From all of this, we learned the importance of healthy growth of the international economy for the growth prospects of individual countries. The gains to be had from globalization were amply demonstrated over those 60 years. Throughout that period world trade grew at almost twice the rate of world GDP and those countries that were more open grew more rapidly than those that were inward looking. That's very important because going forward one of things we need to emphatically preserve is the open multi-lateral trading system.

That is in everybody's interest and it is important that that doesn't get damaged during the current economic difficulties. You all know the benefits of integration. There are many and they are important. They include being able to use your abundant factors well, competition, letting efficient firms grow more quickly, technology transfer, and more. It is often forgotten that increasing global integration has

happened - depending on how you count it - at least over the past 200 years and that earlier it was transportation/communication costs that fell quite rapidly that led to the earlier period of integration. Since the 1940s it has been much more the decrease and the removal of the trade barriers that were policy imposed - reducing tariffs, getting rid of quantitative restrictions - and otherwise letting the flow of commerce from country to country be along natural lines with very much lower transport costs.

In 1900, it is estimated that when a good reached the US from overseas the average transport cost for getting it there was about 50 percent of its value. Transport, itself, acted as a huge barrier to international trade. Today, that number is three percent and that's average. Communications, of course, have changed enormously over that period, too, so that business can be more efficient internationally. It is estimated that in current prices the cost of a three-minute phone call between London and New York was about \$300 in 1930. By the year 2000 it was about 5 cents and right now it's virtually free. The changes in all of these for the world economy have been huge and we have benefited enormously. In the current crisis, it is important to remember this. People say that it is a terrible threat to the system and something has gone wrong. Yes, something has gone wrong, but I think that the underlying system has shown that it can deliver. The challenge is to repair the system so that it not only continues delivering but gives us less of a problem in the future. We do not wish to throw out the baby with the bathwater. There is a problem and we need to fix it, but not at the cost of the whole system.

Before speaking specifically about the current crisis, let me first talk about two different theories of recession. This may sound a little bit academic but it is very important. You all know about Keynes and his stress during the Great Depression on aggregate demand. The solution to a recession, he thought, was that you had the government spend more or reduce taxes so that this would give more purchasing power and people would spend more and it was these increases in aggregate demand that would lead the way out of recession. There is truth to that view and I will come back to it. During the Great Depression there was a second economist who had a different theory to which not much attention was paid to at the time and yet for the current recession may be at least as important. That was Irving Fisher, a very eminent monetary theorist at Yale University. Irving Fisher insisted that what went wrong during recessions was that something happened, some kind of negative surprise, and asset prices fell. When those asset prices fell - it might be equities or housing or something else - what then happened was that people sold assets and cut consumption in order to repair their balance sheets. But selling assets because you need to repair your balance sheet means that you are increasing the supply of assets yet again which means that those prices will fall more which means that there will be another round. He thought that the cumulative effect and the problem of recessions was a balance sheet problem. Through this mechanism, if you like, of selling assets and then getting a lower price and the lower price means that more people have to sell to repair their balance sheets and so the process goes.

The basic premise of that model is that repairing and restoring bal-

ance sheets is a key to the whole thing. In his very famous study of the Great Depression, Milton Friedman concluded that it was the contraction of credit that was a key factor in letting the depression get as bad as it was for as long as it was. But he didn't really get into the issue of whether it was balance sheet or whether it was aggregate demand or how the two interacted. Restoring balance sheets is clearly important and something that has to be done. In the current recession, balance sheet effects assume more importance than they have had in earlier recessions in the post-war period. Interestingly enough - this is important for the outlook - if you think the balance sheet approach is important, and I do think it does for the current recessions, then when asset prices start rising again - namely, once we reach the bottom - people's and businesses' balance sheets will automatically to some extent be restored. As that happens, they will begin spending more. And just as in the downturn the balance sheet leads to contraction, it also helps in the recovery and that is important in thinking about the future and what to do and how to get there.

Now, let me turn to what has happened and the origins of the crisis. As I said, a "blame game" is pointless. There will be papers written by economists, policy makers, and others for the next ten years trying to diagnose what happened and exactly why it happened.

There is close to universal agreement that a major part of the problem was that the world had a period of very low interest rates. Low interest rates had effects that laid the groundwork for the current situation. Low interest rates were a product of what was called "global imbalances." What was happening was that some countries

were generating more saving than they could invest. So they invested abroad. That led other countries to a situation where they needed to invest more than their savings and have current account deficits to offset that. It turned out that most of that investment was the United States.

In order to absorb all the additional savings in the form of investment the world real interest rate became very low. There were several results. One was the housing boom, and I'll come back to that in a minute. The second was that everybody, especially in the financial sector, was busy as they say, "searching for yield." They didn't want to get just one percent or one and a half percent yield, they wanted more. But the only way to get more yield is by investing in more risky things. There is a lot of evidence that financial institutions, not only in the United States, began searching for yield, looking for ways that they could invest that would indeed give a better return than the very low real rate of interest in the US during the period after 2002. That had many consequences as people began taking risky assets on their books. But as they did so the price of riskier assets was rising. That's because everyone was looking for more search for yield. As they did so the riskier assets began to have lower yields and returns until the process reversed.

The real estate and housing boom were an important part of it. Low interest rates were a major contributing factor in the housing booms in several countries. Borrowing costs to finance mortgages are highly interest-sensitive. Spain had a huge housing boom. The UK had a huge housing boom. Ireland had a huge housing boom. The

United States, Australia, and a number of other countries had them too. In all of these countries, low interest rates and the fact that real incomes were rising were factors. As that happened, housing prices began rising because people began investing not only because they wanted their own house or a better house but because they thought that it would be a good investment.

There's a lot of evidence that in many countries, much of the demand for housing, particularly 2005 and 2006, was speculative demand rather than housing to live in. Let me illustrate a couple of figures in the US. The evidence is Lee County, Florida, the state which has the second highest foreclosure rate in the US. Two-thirds of the foreclosed units have never been lived in by anybody. Why? Because people bought a condo or a small house - some of them must have had plans to retire or to use it for a vacation home or something. They had to pay almost nothing down, the banks were pushing out mortgages, and so they got all of the money to buy the unit from the bank. And they expected to have the house or the condo for a year or two and then sell it and make money. There were no intentions in many cases of living in it. That happened in many parts of many of the country with low interest rates. Second homes, vacation homes, people may have used them somewhat, but a large part of the motive was this motive of "okay, I want to make some money, it won't cost me anything, I'll borrow from the bank now, keep it a couple years and then I'll make a profit." Some people bought to bet on price increases early, once they did, others began to follow, and the process mushroomed, with housing prices rising.

Also with low interest rates, the earning streams companies began getting capitalized in the stock market at higher multiples because of low interest rates. It led to the search for yield. It led to more risky ventures. A “big carry” trade as they call it developed in which there was a lot of borrowing in low interest countries such as Japan. You bought Yen in Japan and then you brought it to New Zealand where the interest rate was higher. You owed Yen, you paid the interest rate in Yen and you got the New Zealand interest rate. As long as those exchange rates were okay, everything was fine, but of course, they didn’t stay okay.

That is a big problem now in Eastern Europe because most Eastern European countries were growing fast and had higher interest rates than Western Europe. Many householders in Eastern Europe then wanted to buy a home and therefore went and borrowed not in their local currencies but in Swiss Francs or Euros and in a few cases British Pounds. The result was that when these countries got in trouble the householders all of a sudden discovered that their monthly mortgage payment has gone up 50 percent. The interest rate may have come down, but the exchange rate is now different and there are now huge difficulties on that account in that part of the world.

The interest rate premium between the high interest and the low interest countries was one of the things that happened. The global imbalances were undoubtedly an underlying factor: they were not the only one but they were one of considerable importance. For the longer-term, it is important that we do not forget that those imbalances led to some of the trouble. People seem to forget that, had not the

United States been willing to have those large current account deficits, instead of having the strong economic growth between 2002 and 2006 we would have had a world-wide recession then. The United States basically provided the aggregate demand or the extra investment that offset the savings of the rest of the world. That kept the system going.

If we go back to “normal” and have the re-emergence of global imbalances like before there will be major problems sometime in the future and through much of the same mechanism. The low interest rates let people find cheap things and they buy more and then the price goes up and they buy more again. One day, once again, will come the difficulties. So in the longer-term and one of the lessons of the crisis is that we need somehow to modify and find a mechanism whereby we can reach international agreement better than we did. We did try. We reached agreement that something needed to be done, but we just didn’t agree on who would do it. We need to find a way to better resolve these problems across nations. Otherwise, we will find the same problem or ones like it again.

The housing bubble burst in late 2006. It was after a period of very steady and very good growth. There were several factors that intensified the housing bubble. In the late 1990s, the US Congress passed a law that required American banks to extend a certain proportion of their loans to low-income people for the purpose of buying houses. The banks obliged, sometimes leaving aside all of the lending standards simply so they could go about their normal business. Some of that lending to low-income families who could not afford their

mortgages and that contributed to the crisis. There will have to be a way to be more confident that those receiving mortgages can pay them. By 2006, US consumers were dis-saving four percent of disposable income by taking out home equity loans and using the proceeds for whatever they wanted. It had really gotten out of hand. The crisis in housing in the United States started in the so-called sub-prime market which were these low income families at the time when the really low interest rates (“teaser rates”) that banks had given were reset. In order to make the loans many of the banks said, “okay for the first two years, you pay one percent on your mortgage. We pay all of the closing costs.” Some of the loans were 105 percent of the price of the house. The trouble started when the interest rate started going up because some of these people then found they couldn’t pay their mortgages. So, there were some foreclosures. When a bank gets a house back, the last it wants to do is to become an owner of housing and a landlord. So the bank tries to sell quickly. So foreclosed houses very quickly go back on the market and as they do so, of course, the price of housing falls. When the price of housing falls, other people say, “why am I paying this big mortgage when, indeed, the price I’m paying is more than the price of the house?” In many countries, I don’t know the situation in Korea, but if you are going into personal bankruptcy, you cannot do so unless all of your assets are at stake. By a peculiarity of US law, a person can walk away from his house and the house is separate from his other assets so he loses nothing else. So, you go on paying for your car, your summer vacation, and whatever and you can put the keys in the mail and send them back to the bank. It’s called “jingle mail.”

When housing prices fall, some of those who find their house is worth less than they're paying decide to not to pay anymore even though they could. It's not only those who cannot (there are some of those), it's not only the speculators (there are lots of those), it is also some who, just because the price falls, won't pay. When that happens the banks put more houses on the market, the price goes down some more, people find their houses under water, and we have Irving Fisher's vicious circle. With all of that added to the supply of housing, more people walked away and that's the situation we are in.

Now, as it happened, banks decided at about the same time that they were originator of loans rather than holders and they began packaging, "slicing and dicing," the mortgages that their customers bought. They thought that they were offloading all their risks from their books. I know at least two banks where the CEOs say that they did not know that there were clauses in those "slicing and dicing" packages that were sold where the bank guaranteed to buy them back. It was not known that the lawyers had put it in and the people that were buying presumably knew. When housing prices started falling, that meant that there were loans that the banks didn't know that they still had a liability for. It meant that the uncertainty as to what is in a particular package of mortgages that has been sold off is huge. Nobody knew how to restructure a mortgage very well because it wasn't as if a single individual has a mortgage and one bank holds it. What happened was that, for example, the first three years of a mortgage had been sold off to an insurance company, the next three years had been sold off to a different insurance company, the next three years had been sold off to some longer-term investor. Even

finding out who held the mortgage was difficult and finding out how to restructure has become impossible.

Some part, and probably a big part of what happened, was that no one knew how much of the bad paper was still in the banks' portfolios. There is still a real problem because it is hard to value these papers. If I were a banker standing here, I would say, "if you have to sell your house today you won't get a very good price and it is not fair for us to have to sell them off so fast. That's what's wrong." But on the other hand, obviously some of these houses are not worth what they were, and there is difficulty.

But uncertainty has made it so much bigger that no one is confident that the banks will be there tomorrow and so the so-called "counter-party risk" has become huge. In the United States, at least, the flow of credit has dried up to a very considerable extent. In Korea, I'm sure you're aware that the trade credit has dried up to a fair degree and that has been very important in impacting world trade. It is one part of the uncertainty. Nobody dares lend because they don't know whether the person, the bank or the institution that they're lending to will be there. I don't need to remind you about all of the bad surprises. Bear Sterns was the first to go. You then had, not surprisingly, the two big housing loan guarantee companies, Freddie Mac and Fannie Mae, which went into trouble. Then you had the American Insurance Group, AIG and it has been supported to keep it going. By the time Lehman Brothers came about last fall, nobody knew whether anybody would be solvent within whatever length of time and so nobody dared lend to that. Then, the inter-bank

lending which keeps the system going had pretty much dried up.

Will there be more big surprises? I assume and I think most analysts assume that there are no more big bad surprises around. There will be surprises but the big ones, Bear Sterns and AIG, etc., are behind us. We won't have another big institution coming to the point where they too are finding themselves insolvent.

There have been housing price declines in other countries and on top of that foreign banks have also had bought some of the paper that the American and British and some of the other banks have put out so some banks, Swiss banks for example, got in caught in holding a lot of bad paper. The result has been a freeze in credit. Now when even very sound businesses have trouble getting trade credit, there will eventually be a sharp drop in economic activity and that is, of course, what happened. That in turn led to job losses and mounting pessimism, which meant a further reduction in aggregate demand. So there is a balance sheet motive for cutting expenditures and aggregate demand is falling even more because people are losing their jobs and because their assets are not worth as much.

But in the case of the United States (and probably elsewhere but the US is the one I know the best) there has also been a reaction of people saying "we don't know how much more we are going to lose," and the reduction in consumption and the reduction in investment has been much greater than you would expect on the basis of the increase of unemployment today. Unemployment in the US has gone up from about 5 to about 8.5 percent and there is no doubt that

it will go up some more. However, that cannot explain the huge drop in consumption that took place in the fourth quarter of last year and the first one of this year. It is much bigger than that. It is based really on many other consumers and many other businesses not knowing how much their business will drop in the future or being unable to get credit. There are companies where the reports said that they couldn't get credit, so they couldn't keep producing because they couldn't get the raw materials that they needed. With all of that, it is perfectly clear that we have had major problems. Many in the financial sector now agree that they did not understand the risks they were taking. You may have seen Alan Greenspan's testimony that he thought that the bankers would know what risks they were taking and would be rational and that he made a mistake in thinking that. We no doubt have had a shock.

And on top of that, residential construction has just about dried up. One hopeful thing going forward is that right now new housing starts in the United States are estimated to be less than one quarter of what is needed simply for replacing the buildings that are so old they have fall apart and new family formation. So, at the moment we are getting rid of the housing stock overhang at a fairly rapid rate. In some cities in the US, very few so far but some, housing prices have either bottomed out and have stayed pretty constant or even started to go up a little bit. There are differences between areas depending on what happened earlier and it is by no means uniform. On average there are still decreases in house prices but they are somewhat more moderate than they were. There is some basis for believing that the decline is moderating and that some time in the not too

distant future we will see a turnaround on that score. But we still have the problem that there are mortgages held by banks that will become non-performing that will then impair equity further. Uncertainty as to how great that is is one of the factors intensifying the situation at the moment. The crisis is definitely international; it's not just the US.

Another important factor seems to have been the freezing of trade credit, that seems to have had a huge impact among others on a number of countries including Japan, Korea, Singapore, and China. Among the OECD countries, Australia has had the smallest impact. It has lost only one percent of exports year on year, but that's the only one of the OECD countries that looks like that. The US is the third in line. It's not bad in that regard either. Other countries, as you know, including Korea have lost much more and that has been a big negative. Hopefully, the trade credit is coming back and that will help. There has already been some restoration of trade credit. There will be more. There is some evidence that the trade numbers maybe hitting their bottom about now, maybe going up again, and that is another piece of good news.

However, this is the first recession that is truly global. In the 1997-1998 period there were some countries in big trouble, but there were also some parts of the world growing well. So countries in recession could adjust policies, let their currencies float, and their exports could pick up and help them recover. Because the recession is worldwide in this case there is much less of that mechanism this time. It's a negative factor going forward. There's no part of the

world that is going to boom in a way that helps the rest of it.

Now, there are three questions: 1) When are we going to hit the bottom given the bleak picture that I've drawn? 2) Is the recovery when it starts going to be as economists say V-shaped (bouncing down quickly and bouncing back quickly) or will it be L-shaped (getting to the bottom and the come up very gradually)? and 3) What happens in the longer-term?

The starting point in assessing when the bottom will come is that we have to action on both the balance sheet side and the aggregate demand front. Anyone who thinks that they can do it on one side only is going to be very disappointed. That is the basic thrust of economic policy certainly in the United States but also in a number of other countries. Aggregate demand stimulus alone won't do it and balance sheet repair alone won't bring about the turning point. Balance sheet repair won't do it because as long as demand is falling more people are not able to pay their mortgages and so housing prices are falling further, more businesses lose orders, stock prices go down, and so on. The real question is not whether governments have taken action. The really hard judgment call is whether enough has been done or whether too much has been done or whether there's a lot more that still needs to be done before we hit the turning point is on both the asset side and on the aggregate demand side. On the financial front, restoring the flow of credit is critical and that will take removing the bad paper from the banks' balance sheets especially through the financial institutions and restoring their equity. The US Treasury is undertaking stress tests on the banks and will have

the results by the end of April. If the results of those tests are fairly positive and credible, that should be a very positive sign. Whether that will be what their findings are and whether they are credible, there is no way of knowing. If they are credible and if that restores some degree of confidence in the banking system and if then the flow of inter-bank credit picks up, that would be a big positive for the situation going forward. That's something that we should know, I think, by the beginning of May. They will have to announce the results because if they say that they are not ready, everybody will think that there is something wrong. It will be an important announcement when it comes out.

On housing prices as I have said, there is already some evidence that in some parts of the countries things are being to look a little better and that the rate of decline is decreasing and that new starts are very low. The US fiscal stimulus is large but there are real questions as to when it kicks in. A lot of it will not have any impact on consumers or aggregate demand until at least a year from now. One of the long term worries, if the bottom is coming sooner, is will that stimulus package hit just when there is already a V-shaped upturn. What will happen then? Some of my economist friends are already worried that the stimulus is too little now and too much later on that the recovery will not start as quickly as it could but then once it starts we will then have the stimulus.

The third thing that I should mention in this regard is that the stock market has rallied over the past couple of months and as of a few days ago it was up more than 20 percent from March 1st. As

asset prices go up, the ability of firms to borrow increases and enhances their financing options. As banks' asset prices go up, their equity goes up and that's important.

On the stock market front, on the housing front, and on the stimulus front, there is some hope that by the middle of the year, two or three months from now, we will begin to see signs that we are or we have started to come out of the recession and the bottom has been reached.

That's the optimistic view. But if someone wants to question this or that, I will quite agree. It is by no means a certainty. There are too many things like the stress tests that are important. The stock market could go down again, but at the moment I think that there is more basis for optimism than there has been for a while and I think that the stock market partially reflects that, but it also unleashes the banks to do more. There are some isolated reports that bank lending has increased a bit.

Of course, the United States is big enough so if it does turn around in the middle of the year, that will help the rest of the world a great deal, although recovery in most countries will probably start after the United States.

The next question is now what will happen once the bottom is hit. Will the recovery be a V or will we have an L-shaped recovery? If you take the balance sheet view, you tend to be more pessimistic. Restoring balance sheets may take time. If the American savings rate

goes up, as it needs to, in the longer-term that is good but in the shorter-term it could mean a fairly slow recovery. If the rest of world then does not react with aggregate demand increases, then it could be a very slow recovery for the world. How that will play out is a matter of debate. I tend to be slightly on the optimistic side. There has been so much pessimism in the cut-back in consumption that once people are that they are not going to lose anymore they may regard that as good news and consumption may pick up enough so that the upturn can be sustained and fairly rapid, but that's pure guessing. There's nothing that makes that necessarily so and there is still the possibility of negative surprises. But, if you think that rising stock prices and assets and the housing market will come around fairly soon as for reasons I mentioned and if you think that consumers were acting more out of fear of what would happen than what was happening, there can be some reasonable basis for thinking that not only the turnaround could start in the next several months and also that once it starts, the recovery in the short-run might be fairly rapid. So, I end up slightly on the optimistic side of neutral in that I have reasonable hopes but by no means am I convinced that that will happen this summer. The pessimists are saying the early part of next year and the optimists are saying this summer. That at the moment is about the range of thinking within the United States for the global economy. The European economies will probably recover more slowly than the US. They went into the recession somewhat later. They also have their structural problems, which at first they thought they didn't. That will also take a while to work out, but it could very well be that the US led us into this and will be the one to lead us out.

The final question is the longer term outlook. It is estimated that the American fiscal deficit in the current year will be about 13 percent of GDP. That includes some of the TARP (Troubled Asset Recovery Program) and some of the lending to the banks. Of course, some of that will be recovered. If you take the congressional budget office, which is fairly neutral estimates, the US fiscal deficit will remain large going forward for a number of years. The US also faces problems from Medicare even if President Obama does not do more which he says he will because we are becoming an aging society like so many others. Without major fiscal reforms sometime in the next five years, and nobody is suggesting that you should do them now, but once we come out of the recession it will be urgent for the US and some other countries very quickly to take measures to restore some degree of fiscal balance. If that is not done, the longer-term outlook for healthy economic growth for the world economy is not very good. The congressional budget office estimated that budget deficits will still be at the 5 percent level as late as 2015. 5 percent deficits with 2 percent growth just won't do especially if interest rates go up which they will, and that will weigh down growth. The first problem in the medium-term is what happens to fiscal behavior in the major countries. The UK has fiscal problems like the US, and a number of other countries do too. That will have to be resolved before we can be confident that healthy growth of the kind that we have had over the past 20 years can be resumed.

Question number two for the longer term outlook is what happens to trading relations. Trading relations among major nations have been governed by the WTO agreements reached under the GATT and

WTO, and we have had an era in which trade has liberalized enormously. It was already a great failure in not completing the Doha Round on time. The Doha Round negotiations have dragged on and on without resolution. So even if we didn't have a recession, there would be a concern about the open multilateral trading system. There are trade issues that need to be addressed and that are not being addressed, but at the moment the focus is on short run issues because of our recessions. In the short-run, people in all countries are becoming protectionists. They want to do things to quote "help their own people," and that threatens more protectionist actions.

You all know about the American Smoot-Hawley Tariff in the 1930s that led to retaliation and contributed to a huge drop in international trade and quite clearly made the depression of the 1930s longer and deeper than it would have otherwise have been. In the November meeting of the G-20 heads of government it was very encouraging because the G-20 heads of government agreed among themselves that they would allow no new protectionist measures. They said that they'd put a one-year standstill on any protectionist measure.

The World Bank did a study in March, and 17 of the 20 countries where the heads of government said they would not adopt any new protectionist measures had adopted one or more additional protectionist measures, 47 of them by the World Bank's count last month and there have been more since. To some extent, it's understandable. Some of these measures have been mild in light of the recession. Politicians say that they don't want a stimulus package and then have foreigners get all of the benefits, that is a reason why there should

be coordinated stimulus across countries. Currently individual countries are doing things. The estimated subsidies or low-interest loans to the car industry are well over 50 billion dollars. They are not tariff protection but they are protection. They are certainly going to distort the future of that industry in a big way. The United States, the United Kingdom, France, Germany, Japan, and Canada are all guilty. There are many other industries like that. If you wanted to be optimistic you could say that the protectionist measures that have already been taken aren't as bad as they could have been.

If, indeed, we get the July turnaround, things might not be too bad. But there are things that need to happen. We need to get the Doha Round completed. We need to strengthen the WTO. One of the things that would have helped in this recession would be if all of the WTO members had their bound tariffs levels (the levels that they have committed to having) at the same level as their actual tariff levels. Many developing countries have bound tariff levels well above actuals and they are legally permitted to raise applied tariffs because they are not bound to the lower level. Getting rid of that gap forward will be huge, and there are also some other issues that need to be tackled in addition to completing the Doha Round.

Preferential trading arrangements (PTAs) are giving more and more scope to countries for discriminatory trade actions. They are getting more and more complicated as there are more and more of them. There needs to be international attention to the discriminatory aspects of PTAs.

If nothing is done and the trading system does begin to disintegrate, the outlook for healthy global growth in longer-term will be much less favorable than if action is taken now.

There is also a need for an international regime with regard to capital flows. I haven't even talked about financial regulations so far partly because I think it's not going to address the current crisis in the short term. It should be a medium term issue, partly because anything done now is more likely to hurt than help the longer-term and the short-term. There is too much knee-jerk reaction and not enough thinking. We don't yet know what is needed. Some sensible reports on financial regulations are starting to come out. I'm sure we will get some kind of international reaction. There are some very troublesome issues, which are not easily handled. I think that everyone is now aware that when you have a bank that is owned across two countries the question as to what happens when that bank gets in trouble is a very difficult one. Who is responsible? The Dutch or the Belgians as the case was. If you cannot get a bank regulator intervening in that case of that bank you can trigger a range of events that are very unfortunate for both banking systems. The proposal from some of the Europeans has been, "well, we need international regulation." The United States has said, "We are not going to have our sovereignty threatened" by having anything like that. Whether that will continue is an open question. But some kind of sensible prudential regulation that has the international dimension covered is clearly needed. The risk for the longer-term is that what is done is not very good, and will make things harder for the financial system to do its appropriate job in allocating resources.

But there is certainly enough political momentum that something will be done. As you may know, after the terrible Enron affair, the US congress wanted to prevent anything like that from happening again so they passed something called the Sarbanes-Oxley Bill (Sox Bill). In that act, they require much more responsibility from the CEO and others in firms. The CEO has to do a whole variety of things. He has to sign off that he has personally inspected every control system in the company. If you think about it, it means looking in the kitchen to make sure that the butter that comes in is appropriate and so on and so forth. It's simply cannot be done. Sox has raised costs of doing business arguably for small and medium enterprises a great deal. And the fact is that Enron broke the law. It had nothing to do with the legal framework; it had to do with lawbreakers. Fast reaction can lead to that kind of change where you don't solve the problem, but you create another one in financial regulation as well.

Assuming the forecast that we'll hit bottom sometime this summer is correct and that the upturn is moderately rapid, the longer-term risks then will come into view. Global imbalances are a threat, the international trading system is a threat, and financial regulation is clearly an issue. So while I am reasonably optimistic in the short run, I think that the longer-term outlook is a little bit more cautious because of the number of issues that we are not and probably we should not be addressing in the midst of the crisis but that will require satisfactory resolution if we are to have another period of good sustained growth as I'm sure we are capable of doing and could get back in the period after the current recession is the thing of the past. Thank you very much.

Questions & Answers

Q Although you mostly touched upon global issues, I'd like to focus on some issues related to Korea. First, you indicated the importance of the WTO and the Doha Round. In the case of Korea, we are going to wrap up the Korean-EU FTA very soon. As you know well, the KORUS FTA is still waiting approval by the Korean national assembly and the US congress. At the G20 meeting, President Obama pointed out the importance of the Korea-US FTA. What is your view and what is Korea's strategy to conclude the FTA during this global crisis? Secondly, I thought the G20 Summit produced some good outcomes like increasing the IMF loanable funds from 250 billion dollars to 750 billion dollars. How is the allocation of the IMF quota going to take place? Korea has been trying very hard to raise its quota. Do you think there is any possibility for Korea to raise its quota while also contributing to IMF lending?

A Both of those are good and hard questions. As to the FTA, the problem is Congress. It is not the administration. President Bush pushed fairly hard for it. President Obama has not had as good of a grip on Congress as one would have expected in his 90 some days. They normally say that the honeymoon for the new president lasts one hundred days, but this time it has been much shorter. There is a lot of Congressional concern. The auto industry is one reason. How that will work out is much more a question of political science than it is of economics. What happens with GM is going to be very important in all of this. It looks as if the administration will push for GM to file chapter 11 bankruptcy, and in my judgment, it is what they should have been done six months ago. There is no excuse for letting it go this long. It's a waste of money and it is making the whole world auto industry worse off than it would be. If the auto in-

dustry troubles get behind us and I think that if President Obama pushes for it, then the Korea-US FTA can go through. But it is sensitive politically with unemployment rising. They cite the number that 1 out of every 7 workers in the US is somehow connected to the auto industry. Yes, that's true but it includes service station attendants and auto mechanics. Nobody has countered that argument effectively. One of the things that I think could help is if someone mounts a campaign, and points out that when you have more cars there are more jobs in filling stations, auto repair, and related services. It's not just the original factories. And yet all of the focus is on the original factories and that is where all of the troubles are coming from on the Korea-US FTA.

The other thing that worries me to some extent is that the world as a whole has an interest in open multilateral trade, not preferential. Suppose that we get a Korea-US FTA and suppose it does give Korea an advantage in a few industries like automobiles, and then the US turns around and signs another FTA with Japan, what happens to Korean preferences? One difficulty is that Korean businessmen are going to know that that could happen. The value of getting preferential access to a market is not as much as the value of getting assured long-term access. When you think you're building up your share because you have this artificial tariff barrier that could hurt the Japanese, you're not going to do as well as when you know that long-term you're competing on a level playing field. I would argue that part of Korea's strategy should be to work within the WTO in order to get much more uniform treatment of preferential trading arrangements so that this uncertainty is not as much of a factor as it

is bound to be under present conditions and when we have this many preferential trading arrangements. It's getting more and more confusing for the world as a whole.

One of the things that has to change with global imbalances is that there has to be a recognition on the part of everybody that we all need to take more of a leadership role. There has to be more leadership coming from countries other than the US pushing for things like the completion of the Doha Round, like a more level playing field for trading arrangements and other things. The US has a problem with persuading its citizens who are arguably no richer than those in other countries now that they have to bear a disproportionate share of the burden. It's hard for the politicians and I think that there can be some more initiatives forthcoming from other countries.

As for quotas and lending, I think Korea probably should, if it can, contribute to the IMF resources because it is part of that partnership and responsibility. That said, I also believe that Korea should have a greater share of the votes. Everybody agrees that Korea should have a bigger share; everybody agrees that China should have a bigger share; everybody agrees that some other countries deserve a bigger share. Nobody agrees that anyone deserves a smaller share. Now, the Europeans by any reasonable formula have too high a share. Certainly, the Europeans are going to have to give up some share at some point and they recognize that. My guess is that that will happen before 2020, but I don't think much before. In the meantime, there is going to be a real fight and Korea will get another one tenth of one percent of the votes and China will get another two tenths of one

percent of the votes and so on. It will be like pulling teeth to get anything out of the Europeans. Diplomacy can help. My plea would be to recognize that Korea has grown fantastically, it has benefited from the international economy, it created an opportunity, the benefits were huge, now it's time to take full responsibility as a dues-paying member of the economy.

Q Could you add a little bit more about whether the IMF should be bigger than now?

A Going forward somebody, somehow, has to have the authority when there are global imbalances. Let's say for example China and the US. Let's say "Okay, China needs to adjust by 2 percent of its GDP and the US needs to adjust by 2 percent of its GDP. Or China 3 percent and the US 1 percent or vice-a-versa." Nobody in the entire world currently has that kind of authority. So China says it was the US's fault and the US says that it was China's fault. There is where the discussion stops, there is no adjustment, and the whole world suffers. I think that if the IMF could, and I don't think it can, somehow get enough legitimacy so that when there was an issue you could say, "It has to be China, this much; Japan, that much," this would be crucially important. Whether this recession will get us there or not, I don't know. I hope it does, but I'm kind of skeptical. We may have to go through another round of global imbalances before we realize just how important it is to get some of these things sorted out. So my answer on that part is that the IMF tried to do it. Rodrigo de Rato when he was managing director called for multilateral consultations.

He pulled together what he thought were the six major parties: the oil exporting countries with Saudi Arabia, the European Union, United States, Japan, China and one other. They all agreed that there was a problem, that something needed to be done, and nobody did anything. In my judgment, the IMF is a capable organization. It has a good technocratic staff. I think that technocrats are still pretty much trusted. To that degree, there is some argument for putting it there rather than saying that we'll do something differently.

As to the \$750 billion that the G-20 wants to add to IMF resources, that's a different issue. The IMF can have that but until it has the power or the authority on some of these global issues it's going to be dealing one on one with countries and that is not completely where the problem is. At the moment, the world needs the IMF to have those resources because right now we know that we've got the Ukraine, Pakistan, Hungary, Latvia, and other countries needing support. Mexico has taken a precautionary line. Others will come in line too. I can imagine that present Fund resources will be exhausted. So, I don't the \$750 billion is going to be a problem. I think the problem is the lack of authority on these issues between countries. There I think so really hard thinking and some leadership needs to be taken.

Q Taking the balance sheet repair view and having heard your view on the sensible and prudential regulations. I would like to hear your opinion about what they call "the capital exit tax." I mean that I'm not blindly advocating a tax, but we all know that the short-term capital is causing problems and troubles to many countries and to developing countries in

particular. So would there be some kind of readjusted or reformulated tax which charges higher rates to short-term capital and more normal rates to medium and long-term capital? Thank you.

A A lot of people are thinking about it and there is disagreement. I start with the viewpoint that money is fungible and that having a well functioning international financial system will enable us to have a more prosperous world economy. The capital exit tax, the short-term long-term thing that you suggested, was tried by the Chileans and for about a year or two it seems to have had some effect. That was at a time when capital was flowing in and it wasn't much of a problem. Finally, however, what happened was that there was enough capital inflow that people were saying that everything was long-term because they had enough in the country. Finally, Chilean businessmen asked the government to remove the tax because they were paying slightly higher interest rate for their money than other people were.

There are too many ways to turn one kind of capital flow into another kind of capital flow. People are clever. They know how to turn short-term things into long-term things and vice-versa. During the Mexican Crisis in 1994, the Mexicans said, "Okay, we don't want any more borrowing from abroad; we won't permit the private sector to do it." Then a Mexican businessman went to New York and said that he had shares in his company and wanted to sell them to a New York bank with a guarantee to buy them back the following year with an additional 7%. The New York bank bought the shares with the promise to sell them back a year later the interest rate was 7 percent. It was recorded as equity as foreign direct investment, but of course

it was really a loan. It is too easy. Any undergraduate class in economics by the third week ought to be able to figure out five ways of taking short-term capital flows and turning them into something else. It doesn't even take much thought to figure out how to do it. I would like to see the IMF spending more time and being charged with paying more attention and increasing its competence in understanding international capital flows, with the view that eventually with some degree of purview over capital flows at that time would be a good thing. At the moment, I don't think that any organization in the world has the competence to do it. At the moment, we are not even working on the problem and that worries me.

Do you know that in the NAFTA agreement and the US-Chilean FTA that there is an agreement that under no circumstances will Mexico or Chile ever impose any kind of capital control over capital flows between the US and the other country. So when Mexico got in trouble in 1994, they put a tax on everybody else and not the United States. It's discriminatory. Everybody should be against that. We need some kind of discipline or otherwise we will have the same kind of mess in capital flows that we used to have in trade.

Q What do you think of this recent Chinese suggestion to make the SDR the key currency? What motivates China to make this sort of suggestion, which they never used to do? Are they trying to prolong the global imbalances?

A I think that the Chinese are taking the argument seriously that they need to take more leadership in the international situation. I

think that there is a genuine Chinese motive. In a way, they are the largest shareholder in the United States because they are holding all of those dollars and, of course, if they try to sell they will drive down the price of the thing they hold. Now, the SDR is not a currency. A key currency is a key currency because everyone has confidence in it, it has purchasing power, and it has a track record. If I give you a SDR, you can't do anything with it. It's not money. SDR is a clearing mechanism between governments. Now, the G20 authorized this allocation of some 250 billion in SDR. The SDR is allocated among countries in proportion to their quotas in the IMF. This means that Korea will have its share, the United States will have its share and so on. Well, the United States isn't going to be spending any SDRs. Japan, China, etc. won't be using any of theirs. Then who will be using SDRs to clear part of their current account debt internationally? It will be the low-income countries and their share is going to be about 15 percent. So, my very rough estimate is that no more than one fifth, about 50 billion dollars, of those SDRs will enter into a purchasing stream and that's once and for all. It's not a continuing thing. It's some short-term stimulus, but it's not big.

I hope that the China is more concerned about finding a way where the international system is not so dependent on US dollars. That's probably a good thing; I'm for it too. But how you do it, I don't know it. In order to have a true international key currency, you'd have to have an international central bank. If you think that we have political problems now in international economic issues, look at the tensions within Europe over the difference in what Ireland wanted on monetary policy and what Germany wanted. Germany

wanted looser policy, and Ireland wanted tighter policy. Ireland had inflation, Germany didn't. Now, imagine worldwide. Just think of the argument about what monetary policy should be and how much the world money supply should increase. I wish I thought we were there, I know that we have to get there as a world economy. But I think that is at least a century off.

Q Nowadays there are three common questions about the global economy: how did we get into the global recessions; how can we get out of it; and how can we prevent it from happening again? My question is about the third one. How can we prevent it in the future? Secondly, do you think that the recovery is sustainable or will it end up in a W-shaped type of recovery?

A During the Asian crisis in 1997-98, some of the Indian economists wandered around saying, "see we were right to stay closed all this time." "We haven't had a crisis and all of these East Asian countries that thought they were growing faster." I went back and took Korean per capita income in 1960 and then 1998. After that I took the Indian per capita income in 1960 and 1998 and then said, "suppose over the next thirty years you can have the Korean growth rate and a crisis at the end or you can have the Indian growth rate and no crisis, you would choose the Korean growth rate any day." We should not want to get to the point where we regulate and control so much that there is absolutely no possibility of a crisis. I know how to do that. Burma does it very well. You can't have a crisis there. Everybody is already starving and it will stay that way.

But that is not what we want for our economies. So the real question is how can we keep the degree of damage limited while still taking as much as we can the benefits of a healthy growing international economy and that's hard. Quite clearly there are things that can be done by way of better prudential regulation both within and across economies that will help. I don't think it will prevent any future crises because the minute we put that in, the financial system will go to work and they will invent something else. Look at all of this discussion of getting hedge funds and everything subject to control-notice first off that hedge funds had almost nothing to do with this crisis and secondly if we control them the financial types will find a new mechanism. They are smart too. We, the policymakers, are only a small fraction of the financial types and they can out think us on any day. Much as I think we can do things and should do things, the big thing that I hope for is that people learn from this that the global imbalances were the deep-seated root of it all and that we somehow find ways of keeping them within a narrower range. Again, I don't know what's going to happen. I think over the next ten years the academics will be busy going back and seeing what they can learn from all of this. Out of that may come something that will help. What those lessons will be, I don't know.

I don't think there is any guarantee against a W instead of a V except that in the short-run I'm not that worried. I think that once we get the cumulative effects of the asset price increases, the reduction in fear, and the perceived reduced risk, I worry the other way that the upturn could be too sharp and we hit inflation too fast. Then, the sustainability over the medium-term becomes an issue, but it is

not the W in this recession, but it is more that we go back to bigger amplitude fluctuations. If you look at any kind of graph of real economic activity in the US or the world since 1950, what you see is that there were bigger fluctuations till about the 1980s and then we did get a little smoother for a while and I fear that we might be going back to bigger ones as we react to this. I don't think that it's a W recession, but I could be wrong.

Q You seem to be implying that we maybe over-stimulating the economy with the possibility of lower growth rates further on as a result of that. Do you think that Chancellor Merkel's more prudent position on this is in order? I think the fiscal stimulus that has been taking place in Europe is, of course, always underestimated because of the automatic stabilizers. I want to know what you think about that particular debate.

A Automatic stabilizers by definition offset some of the downward pressure, but they do not lead to an upturn. Yes, the same deflationary impact in the US and Europe would have a smaller net effect on GDP but it would not bring them up again. I think that the bigger argument that Europeans haven't made but could make is that some of them, at least, have higher debt-to-GDP ratios and in that case the fiscal effects could be quite different. If your debt-to-GDP is high enough you can get nasty fiscal effects when you try more deficit financing. That will drive up the interest rate and you'll be worse off. I've been surprised that the Europeans that have that prospect of difficulty haven't made that argument.

I'm sort of schizophrenic. I don't think that automatic stabilizers

should be two percent for all countries. Some should do more than others. Not all countries can undertake more deficit spending with equal ease. Some of them have too high of debt-to-GDP ratios.

Q I have a question on exchange rates. The Korean won has been quite unstable and I would like to hear your observation on that. My second question is on China. Many people believe that the Obama administration and also US congress would have taken a stronger position on China's exchange rate. Geithner has mentioned that his position was much tougher before and also Obama mentioned it during his campaign. I would like to hear your assessment on that. Third question is on the US economy. It looks like the US government is printing a lot of money. The Fed has announced that it is going to buy up some treasury bonds, so what do you think about the future possibility of inflation?

A I haven't not followed the Korean exchange rate closely in recent days, but knowing what has happened to trade, I would guess that having a floating exchange rate has offset some part of the impact of the recession on Korea and had Korea tried to keep a fixed exchange rate, it would be in worse shape than it is now. So, I think the answer has to be nuanced. It obviously depends on monetary and fiscal policy and everything going with it too. If Korea had tried to maintain the exchange rate in this period, there sure would have had to have more expansionary monetary and fiscal policy to get where they are now and I think that would have had more negative consequences for the economy in the longer term. I view the exchange rate as a safety valve that lets countries do better when their politicians won't do the necessary elsewhere.

On the Chinese exchange rate, it's not an exchange rate problem; it's an expenditures relative to income problem. China watched Korea very carefully in the 1960s, 70s, and early 80s. They decided they could try the same kind of export led growth which, of course, for a while they did very satisfactorily. They forgot that they were a lot bigger than Korea and they would have to come out of it somewhat sooner. Chinese consumption as a percentage of GDP, someone said while I was there, is now down to 35 percent of GDP. It's very low. Chinese current account surplus is more than 10 percent of GDP. The imbalance is huge. Obviously, the Chinese policymakers would be willing to keep it going because that would enable them to keep the employment and growth going the way it has. But, I think there is a general agreement that China has to adjust so that there is more domestic expenditure and probably investment is so high as a percentage of GDP as to be inefficient. There needs to be more domestic consumer spending. Some of which might come from expenditures on social safety nets, not necessarily all from the private sector. I would argue that the Chinese need to make an adjustment. I don't think the exchange rate will do very much of that adjustment. They need to do more in the expenditure relative to income side. The exchange rate can help a bit; it has helped a bit. They could do a bit more in that regard. But I think that every country has a choice. You can adjust through the exchange rate or you can do it through other means. Usually a combination is best and in my judgment that would be best for China rather than doing either one alone.

On the US government, you already heard me say that inflation could happen in the longer-term. The real problem right now with all

of the stimulus plans is finding an exit strategy. If the US does this and we come out of the recession, two years from now the economics team will look like wonderful guys, but the question is what will they look like five years from now. Two years from now, will the policy-makers remember that they have to really reverse again and get money back into the jar? If they do, they are going to look great. If they don't we are going to have inflation and long-term problems. If you look already at what's happening in the long-term US treasuries, you can see it.

최근 세계경제위기의 교훈과 전망*

Anne O. Krueger

다시 한국에 온 것을 기쁘게 생각한다. 어제 밤에 도착했기 때문에 지금 일어나고 있는 사태에 대하여 현시점의 상황까지 파악하지는 못했지만, 이 강연이 끝난 후 시간을 내서 사태의 추이를 파악해 보려고 한다. 한국에서 벌어지고 있는 것을 지켜보는 것은 언제나 흥미진진하다. 세계는 한국으로부터 많은 것을 배웠고, 또 배우고 있으며, 그리고 또 그 배움은 계속될 것이다.

지금 우리는 세계경제 전체가 공황상태에 빠져 있는 시점에 있다. 어려운 시기이고 중요한 때다. 누군가 여러분에게 지금 무슨 일이 일어나고 있는지 자기는 잘 알고 있고, 또 앞으로 무슨 일이 벌어질지도 안다고 말하는 사람이 있다면 거들떠보지도 말기 바란다. 왜냐하면 그것을 아는 사람은 없기 때문이다. 우리는 그것을 이해하기 위해 열심히 노력하고 있고, 몇 달 전 보다는 지금 더 많은 것을 이해하게 되었으며, 나는 여러분에게 나의 견해를 이야기하겠다. 그러나 현 사태의 모든 국면 - 어떤 원인으로 촉발되었고, 무엇을 해야만 하는가, 그리고 왜 - 에 대하여 매우 역량이 있는 사람들 사이에서도 의견이 엇갈려 있다. 나는 매우 훌륭한 친구들을 가지고 있으며 보통 나는 그들의 의견에 동의하지만, 그러나 일부 국면에 대하여 나는 그들과 의견을 달리한다.

* 이 글은 2009년 4월 15일 개최된 'IGE/Prudential 국제금융특강' 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둔다.

위기의 배경과 근원에 대한 이야기로 시작을 하고자 한다. “일을 그르치게 만든 사람이 누구냐”라는 남의 탓하기 놀음을 하자는 것이 아니고, 무슨 일이 일어났는지에 대해서 어느 정도 이해를 해야만 적절한 대응정책을 도출할 수 있기 때문이다. 우선 무슨 일이 벌어지고 있는지 살펴보고, 어떤 조치들이 이루어졌는지와 단기전망에 대하여 이야기 하고자 한다. 끝으로 장기전망에 대해서도 이야기 하고자 한다. 내가 근거 있게 확신하는 하나의 메시지를 남긴다면, 그것은 세계는 단기적 문제들에 대처하는데 매우 신중해야 한다는 것, 그 대처방안은 장기적 성장전망을 훼손하거나 위축시키거나 악화시키지 않는 방식으로 해야 한다는 것이다. 모두가 놀라고 있고, 정치인들은 지금 당장 무엇을 해야만 한다는 반응을 보이고 있는 현재의 상황에서는 위험이 도사리고 있다. 단기적 혼란에서 벗어나기 위해 어떤 조치를 취할 수는 있지만 그것이 과거에 이루었던 건강하고 장기적인 경제성장을 저해할 수도 있다는 점이다. 내가 보기에 중기적으로 이 점이 더 큰 걱정거리이다.

세계경제 전체로 볼 때 지난 60여 년간의 경제운용은 매우 경이적이었다는 사실을 상기하는 것으로 이야기를 시작하고자 한다. 이 기간 중에 경기상승도 있었고 경기후퇴도 있었다. 일이 언제나 잘 돌아간 것은 아니다. 여러분 모두 1997-1998년을 달갑게 기억하지는 않을 것이다. 다른 나라들도 상이한 시기에 어려움을 겪었지만 이러한 어려움은 모두 극복되었다.

이 시기에 세계의 역사에서 전대미문의 일들이 일어났다. 1970년대까지 산업국가들의 경제성장은 역사상 가장 빠른 것이었다. 그 뒤 신흥시장이 차례로 개혁을 채택하였고 성장을 가속화하였다. 2002년에서 2006년까지 5년간 세계의 실질 GDP는 연평균 5%씩 성장했다. 이것은 세계 경제사상 전후 복구기를 제외하고는 어떤 시기보다 높은

것이였다. 세계 전체를 볼 때 이것은 놀라운 일이다.

초기에 가장 빨리 성장한 것은 산업국가들이었고 그 후 한국 등 일부 개발도상국들이 더 빠르게 성장하기 시작했다. 한국은 1950년대의 낡은 정책인 내부지향적이고 국가 통제적인 전통에서 탈피하여 성장 가도의 선두를 달리게 되었고 다른 나라들도 이로부터 배웠다. 이 모든 것으로부터 우리는 개별국가의 성장을 위해서는 국제경제의 건강한 성장이 중요하다는 것을 배웠다. 지난 60년간 세계화가 우리에게 무엇을 줄 수 있는지 충분히 실증되었다. 이 기간 동안 세계무역 증가는 세계 GDP 성장률의 2배였으며, 개방적인 나라들은 내부지향적인 나라 보다 더 빨리 성장했다. 이것은 매우 중요한 점이다. 우리가 강력하게 유지해야 할 필요가 있는 것은 개방적인 다자간 무역체제라는 것을 의미하기 때문이다.

이것은 모든 사람의 이익이 달린 문제이며, 현재의 경제적 어려움 속에서도 이를 훼손해서는 안 된다는 점이 중요하다. 여러분 모두는 세계적 통합의 혜택을 잘 알 것이고, 그 혜택은 크고 또 중요하다. 경쟁적이고 효율적인 기업이 더 빨리 성장하도록 하는 것, 기술이전 등 여러 요소를 활용할 수 있다는 점도 그 혜택에 포함된다. 글로벌한 통합은 최소한 지난 200년 동안 이루어져 왔는데 급속하게 저렴해진 교통/통신 비용이 초기 통합을 이끌었다. 1940년 이후는 관세인하, 양적 제한의 철폐 등 무역장벽의 축소와 제거가 통합을 선도했다. 그렇지 않았다면 국제교역은 지리적으로 운송비가 덜 드는 나라 사이에서 주로 이루어졌을 것이다.

1900년에 해외상품이 미국에 도착했을 때 평균운송비는 상품가격의 50%이었으며 운송비 자체가 국제교역의 큰 장벽이었다. 오늘날 평균운송비는 상품가격의 3%에 불과하다. 또한 이 기간 동안 통신사정

도 크게 호전되어 기업의 국제거래가 보다 효율화 될 수 있었다. 1930년 런던과 뉴욕간의 3분 전화통화는 요즘 화폐가치로 300달러 정도였다. 2000년 무렵에는 그것이 5센트에 불과하였고, 지금은 사실상 무료가 되다시피 하였다. 세계경제에 미친 이러한 변화는 엄청난 것이었고, 우리는 막대한 혜택을 누렸다. 현재의 위기에서 이러한 것을 기억하는 것은 중요한 일이다. 사람들은 이 위기가 세계경제체제에 큰 위협이며, 무언가 잘못되어왔다고 말한다. 그렇다. 무언가 잘못되어왔다. 그러나 기본적인 시스템은 그 동안 잘 해왔다는 것을 실증적으로 보여주었다고 나는 생각한다. 문제는 이 시스템을 손질하여 계속 잘해 나갈 수 있게 하고, 미래에도 말썽을 덜 부리도록 만드는 것이다. 아기를 목욕물과 함께 버리는 것은 우리가 원하는 바가 아니다. 문제가 있고 우리는 그것을 고쳐야 할 필요가 있지만 시스템 전체를 희생하면서 그렇게 하자는 것은 아니다.

현재의 위기에 대하여 구체적으로 이야기하기 앞서 경기침체에 대한 두 가지 상이한 이론을 이야기해보자. 다소 학술적으로 들릴지 모르지만 매우 중요한 일이다. 여러분 모두는 케인즈(Keynes)가 대공황기에 총수요를 강조했던 것을 알 것이다. 경기침체를 해결하기 위해서 정부는 지출을 늘리거나 감세를 하여 구매력을 높여주어 소비를 늘려야 하며, 이러한 총수요의 증가가 경기침체로부터 벗어나는 길이라는 것이 그의 생각이다. 이것은 타견이며, 나는 그의 주장을 지지한다. 대공황기에 케인즈와는 전혀 다른 의견을 가진 경제학자도 있었는데, 당시에는 별로 주목을 받지 못했지만 현재의 상황에서는 케인즈 못지않게 중요한 사람이 있다. 매우 뛰어난 통화이론가였던 예일 대학의 어빙 피셔(Irving Fisher) 교수가 바로 그 사람이다. 피셔에 의하면 경기침체기에 사태가 악화되는 발단은 어떤 일이 벌어져 부정적인 놀라움이 생기고 자산 가격이 떨어지는 데서 비롯된다. 자산 가격이 하락하였을 때 - 증권이든, 집이든, 또는 기타 - 그 다음에 일어나는 일은

사람들이 손익계산(balance sheets)을 맞추기 위해 자산을 팔고 소비를 줄이는 것이다. 손익계산을 맞추기 위해 자산을 판다는 것은 자산의 공급을 늘리는 것을 뜻하며, 이는 자산의 가치를 더 떨어뜨려 악순환이 계속된다는 것을 의미한다. 그는 경기침체의 이러한 누적효과와 문제는 손익계산서의 문제라고 생각했다. 자산을 팔기 위해 더 낮은 가격을 받고, 더 낮은 가격을 받았기 때문에 사람들은 손익을 맞추기 위해 더 팔아야 하는 과정이 계속된다는 것이다.

이 모델의 기본전제는 손익계산을 맞추는 것이 모든 일의 핵심이라는 것이다. 밀튼 프리드만(Milton Friedman)은 대공황에 대한 그의 유명한 연구에서 경기침체가 그토록 길게 악화된 것은 신용의 축소 때문이라고 결론지었다. 그러나 그는 그것이 손익계산의 문제였는지 또는 총수요였는지, 이 둘이 어떻게 상호작용을 했는지에 대해서는 다루지 않았다. 손익계산을 맞추는 것은 분명히 중요한 일이며, 또 해야 될 일이다. 지금의 경기침체에서 손익계산효과는 2차대전 후에 있었던 여러 경기침체 때보다 더 중요하다. 흥미로운 일이지만, 나도 지금의 경기침체에서는 그렇다고 생각하지만 만일 여러분이 손익계산의 접근 방식을 중요하다고 생각하면, 자산가격이 다시 오르기 시작할 때, 즉 바닥을 쳤을 때 사람들과 기업의 손익계산은 자동적으로 어느 정도 회복이 되는데 그런 일이 벌어지면 사람들은 지출을 늘리기 시작한다. 그리고 경기하강기에 손익계산의 문제가 경기후퇴를 이끌듯이 회복기에는 그것이 다시 회복을 선도한다. 미래를 생각하고 우리가 무엇을 할 것인지, 어떻게 가야 것인지를 생각할 때 이 점이 중요하다.

이제 무슨 일이 벌어졌고, 위기의 근원은 무엇인지 살펴보자. 앞서 말한 바와 같이 “남 탓하기”는 의미가 없고 무슨 일이 벌어졌는지, 정확히 왜 그런 일이 생겼는지 진단을 하려는 경제학자, 정책입안자, 그리고 기타 전문가들이 향후 10년간 많은 논문들을 내놓을 것이다.

문제의 주 원인은 세계가 초저금리 기간을 가졌다는 것이라는 데 보편적인 합의가 이루어지고 있고, 저금리가 현재의 상황을 조성하는 기초를 마련했다는 것이다. 저금리는 소위 “글로벌 불균형”이라고 하는 것의 산물이다. 일부 국가는 투자할 수 있는 것보다 더 많이 저축을 하여 그것을 해외에 투자했고, 저축보다 더 많은 투자가 필요한 나라들은 모자라는 것을 보충하기 위해서 차입을 했는데, 이런 투자들이 대부분 미국에서 이루어졌다.

남아 넘치는 모든 저축을 투자형태로 흡수하기 위해서 국제실질금리가 매우 낮아졌는데 이로부터 여러 가지 결과가 파생했다. 그 중 하나가 주택 붐인데, 이 문제는 잠시 후에 다루겠다. 둘째는 금융분야를 필두로 모든 사람들이 소위 “대박거리를 찾아서” 바쁘게 되었는데 그들은 1%나 1.5%의 이익에 만족하지 않고 더 많은 것을 원했다. 그러나 더 많은 열매를 거두는 유일한 방법은 보다 위험한 것에 투자하는 것이다. 2002년 이후 금융기관들은 미국의 실질이자율보다 더 나은 이익을 거둘 수 있는 곳에 투자하는 길을 찾아 나섰고 그 밖에 사람들이 위험한 자산에 손대기 시작하면서 여러 가지 결과가 나왔다. 그럴수록 위험자산의 가격이 올라갔는데 모두가 더 많은 이익을 거두려 했기 때문이다. 그럴수록 위험자산은 낮은 이익을 냈고 그 과정이 역전될 때까지 계속되었다.

여기서 부동산과 주택 붐이 중요한 역할을 했다. 낮은 이자율 때문에 여러 나라에서 주택 붐이 일어났다. 모기지에는 이자율에 매우 민감하기 때문에 스페인, 영국, 아일랜드에서 대대적인 주택 붐이 일어났고 미국과 호주를 비롯한 다른 나라에서도 주택 붐이 일어났다. 낮은 이자율과 실질소득의 증가가 이러한 주택 붐의 원인이었는데 주택 붐이 일자 주택가격이 오르기 시작했다. 사람들이 내 집 마련이나 더 좋은 집 마련 외에도 투기목적으로 주택에 투자했기 때문이다.

2005년과 2006년, 여러 나라에서 사람들이 주거 목적이 아니라 투기 목적으로 주택을 구입했다는 증거가 많이 있다. 미국의 사례를 몇 가지 들어 보자. 미국의 주 중에서 모기지 강제 집행율이 둘째로 높은 플로리다주의 리 카운티가 그 증거인데, 강제집행된 부동산의 2/3는 사람이 살아 본 적이 없다고 한다. 왜일까? 사람들이 콘도나 소형주택을 사들였는데, 일부는 은퇴 후 주거용이나 휴가용, 또는 기타 목적으로 샀을 것이다. 은행이 모기지 비용을 전적으로 지원해 주었기 때문에 그들은 거의 돈을 낼 필요가 없었다. 집을 사는 데 필요한 돈을 모두 은행에서 빌렸기 때문이다. 구입부동산을 1~2년 정도 보유했다가 되팔아 돈을 챙기자는 것이 그들의 생각이었고 당초부터 주인이 입주할 의도가 없었던 경우가 많았다. 이자율이 낮아졌기 때문에 여러 나라, 여러 지방에서 이와 비슷한 일이 일어났다. 그것이 세컨드 홈이든 휴가용 주택이든 상관없이 그것을 구입한 동기는 “좋다, 나는 돈을 좀 벌어야겠는데, 내가 돈을 낼 필요는 없고 은행에서 빌리면 된다. 몇 년 가지고 있다가 이익을 챙기자”는 것이었다. 어떤 사람은 일찍부터 가격인상을 내다보고 부동산을 샀고, 많은 사람들이 그들을 모방하여 뒤따랐는데, 그 과정이 우후죽순처럼 퍼지고 주택가격은 계속 올랐다.

이자율이 낮기 때문에 기업이 주식시장에서 자금을 운용하는 방식도 보다 복잡해졌다. 더 큰 성과를 추구하고, 더 위험한 모험을 하게 되었으며, 이른 바 “big carry” 거래가 개발되면서 일본처럼 이자율이 낮은 나라에서 대량의 차입이 이루어졌다. 일본에서 엔화를 빌려서 이자율이 훨씬 높은 뉴질랜드에 가져가면 부채는 엔화이고 이자도 엔화로 갚지만 뉴질랜드 이자를 받을 수 있다. 환율에 문제가 없다면 잘 돌아가겠지만, 물론 환율이 가만이 있지 않을 것이다.

지금 이 때문에 동유럽이 큰 어려움을 겪고 있다. 대부분 동유럽 국가는 서유럽보다 빠르게 성장하고 이자율도 높아 동유럽의 많은 가

장들은 집을 사고자 돈을 빌렸는데, 자국화폐가 아닌 스위스 프랑이나 유로 또는 파운드화를 빌렸다. 이들 나라들이 휘청거리면서 가장들의 월간 모기지 지출은 50%나 올랐다. 이자율은 내려갈 수도 있지만 환율이 달라지면서 이 나라들은 큰 어려움을 겪게 된 것이다.

저금리 국가와 고금리 국가 사이의 이자율 프리미엄이 문제를 일으킨 것이다. 세계적인 불균형이 그 근본 요인이라는 것은 의심할 나위가 없으나 그것이 유일한 원인은 아니고 중요한 원인일 뿐이다. 장기적으로 이러한 불균형이 말썽을 일으켰다는 것을 우리가 잊지 않는 것이 중요하다. 미국이 기꺼이 대규모 경상수지적자를 무릅쓰지 않았다면 2002~2006년 사이의 왕성한 경제성장은 없었을 것이며, 세계적인 불황이 왔을 것임을 사람들은 잊고 있다. 기본적으로 미국은 전세계의 저축을 흡수할 총수요, 또는 투자처를 제공했던 것이다.

우리가 “정상상태”로 되돌아가더라도 종전처럼 세계적인 불균형이 다시 대두하면 거의 같은 메커니즘에 의해 다시 중대한 문제가 생기게 된다. 이자율이 낮으면 사람들은 싼 물건들을 찾기 시작하고, 더 많이 사들이게 되며, 그 결과 가격이 오르면 다시 더 많이 사들이게 된다. 언젠가 또 다시 어려움이 닥칠 것에 대비해서 우리는 보다 장기적으로, 이번 위기의 교훈을 살려서 지금까지 해 온 것 보다 더 나은 국제적인 합의를 이룩할 수 있는 메커니즘을 찾아낼 필요가 있다. 우리는 과거에 그런 시도를 했었다. 그 때, 해야 할 일에 대해서는 합의했지만 누가 그것을 할지는 합의하지 못했었다. 우리는 여러 나라에서 벌어진 이런 문제들을 더 잘 해결할 수 있는 방안을 찾아야 한다. 그렇지 않으면 같은 문제나 비슷한 문제에 다시 봉착하게 될 것이다.

미국에서는 매우 꾸준하고 양호한 성장기에 뒤이어 2006년 후반에

주택버블 사태가 일어났다. 주택버블을 부추킨 몇 가지 원인이 있다. 1990년대 후반 미국 의회는 미국의 은행이 일정 비율의 대출을 저소득층의 주택구입자금으로 빌려주도록 하는 법을 통과시켰다. 은행이 이 법률을 따랐고, 심지어 다른 업무에 치중하느라 때로는 여러 가지 대출기준을 무시하기도 했다. 그 결과로 모기지를 감당할 능력이 없는 저소득층에게도 일부 대출이 이루어졌으며, 그것이 위기의 원인이 되었다. 이것을 교훈으로 모기지를 받을 사람들이 지불능력이 있는지에 대해서 보다 확실히 알아보는 방안이 마련되어야 할 것이다. 2006년 무렵, 미국의 소비자는 주택담보대출을 받아 그 돈으로 원하는 것들을 했으며, 그 결과로 가계지출은 가처분소득을 4%까지 초과하게 되었다. 빌린 돈은 눈 녹듯이 사라졌다. 은행이 초기의 저금리(미끼금리; *teaser rates*)를 사용하면서 저소득 가정을 대상으로 하는 이른바 서브프라임 마켓에서 미국의 주택위기가 시작되었다. 모기지 대출을 하면서 많은 은행들은 “좋습니다. 첫 2년 동안 모기지의 1%만 내시면 되고, 나머지 비용은 우리가 지불합니다.”라고 했었다. 그 결과 일부 대출은 집값의 105%가 되기도 했다. 대출받은 자들 중 일부가 모기지를 상환할 능력이 없다는 것이 밝혀지면서 이자율이 올라갔고, 문제가 생기기 시작한 것이다. 강제집행되는 주택이 발생했다. 은행이 가장 원치 않는 일은 주택이나 부동산의 소유자가 되는 것이므로 은행은 강제 집행된 집을 빨리 팔아 치우려 한다. 강제집행된 집이 다시 시장에 매물로 나오자마자 주택가격은 떨어진다. 그러면 대출받은 사람들은 “내가 왜 집값보다 비싼 모기지를 내고 있지?”라고 말한다. 한국의 경우는 어떤지 잘 모르겠지만, 대부분의 나라에서는 개인적인 파산을 하려면 자신의 모든 자산을 걸어야만 한다. 그러나 미국의 법은 좀 특이해서 어떤 사람이 집을 버리고 나오면 그 집은 그 사람의 다른 자산과 분리되어 있어서 그 사람은 더 이상 잃을 것이 없다. 그러므로 자동차 값을 상환해 나가다가 상환이 어렵게 되면 차 열쇠를 우체통에 넣어 은행에 돌려보내면 그것으로 끝이다. 이것이 소위 “징글 메일(jingle

mail)”이라는 것이다.

집값이 떨어지자 자기 집이 상환금보다 가치가 적다고 여긴 사람들은 더 이상 돈을 내기 않기로 결정을 한다. 지불능력이 없는 사람이나 (일부 그런 사람이 있다) 투기꾼(아주 많다)만 그렇게 하는 것이 아니라 많은 사람들이 단지 가격이 떨어졌다는 이유로 돈을 내지 않았다. 그렇게 되자 은행은 더 많은 집을 시장에 내놓게 되고, 집 값은 더 떨어져 어빙 피셔(Irving Fisher)의 악순환이 나오게 된 것이다. 주택공급이 늘어나는 상황에서 이런 일들이 일어나면서 더 많은 사람들이 집을 버렸다. 이것이 우리가 맞고 있는 상황이다.

이런 상황에서, 은행은 고객들이 구입한 모기지를 이른바 “쪼개고 가르는 (slicing and dicing)’ 방식의 패키지 상품으로 만들기 시작했고, 이와 같은 방식을 통해 은행은 자신의 장부에서 위험부담을 덜어냈다고 생각했다. 내가 아는 바로도, 판매된 “slicing and dicing” 패키지에 은행이 이를 도로 사들여야 한다는 구절이 있다는 것을 몰랐다고 고백한 은행장이 최소한 2명이다. 변호사가 그 문구를 넣었는지, 그 상품을 구입한 사람이 그것을 알았는지는 알려지지 않았다. 주택가격이 떨어지기 시작하였을 때 은행은 여전히 그들이 책임져야 할 대출이 있다는 것을 모르고 있었다는 것이다. 이것은 팔려나간 특정 모기지의 패키지 안에 무엇이 들어있는지에 대한 불확실성이 매우 크다는 것을 뜻한다. 모기지를 어떻게 구조조정 해야 할지 아무도 몰랐다. 한 사람의 개인이 모기지를 가지고 있고, 한 은행이 그것을 소유하고 있는 형식으로 되어있지 않기 때문이다. 예를 들어 한 모기지의 첫 3년은 보험회사에 팔아 넘겼고, 둘째 3년은 다른 보험사에 팔았으며, 그 다음 3년은 장기투자자에게 팔았다는 식이다. 누가 모기지를 소유하고 있는지조차도 찾아내기 어렵고, 구조조정 방안을 찾는 것은 거의 불가능한 일이 되었다.

은행의 포트폴리오에 악성채권이 아직도 얼마나 많이 남아 있는지 아무도 모른다는 점이 이번 사태의 일부이자 아마도 큰 부분일 것이다. 이 악성채권을 평가하는 것이 어렵기 때문에 진짜 문제가 남아있다. 내가 만일 은행가로서 이 자리에 서 있다면 나는 이렇게 말해야 할 것이다. “여러분이 오늘 집을 팔아야 한다면 좋은 가격을 받지 못할 것이다. 그렇게 빨리 파는 것은 우리를 위해서 잘하는 일이 아니며 잘못된 일입니다.” 반면에 주택들 중 일부는 이전의 값에 미치지 못하고 있는 것이 분명하다. 여기에 어려움이 있다.

불확실성 때문에 어려움은 더욱 커져서 은행들이 앞으로도 존재할지 아무도 확신하지 못하게 되었으며, 이른바 “상대방 리스크 (counter-party risk)”가 매우 커졌다. 미국 내에서 신용흐름이 현저하게 경색되었다. 한국의 경우에도 무역신용이 상당히 경색되었으며, 이와 같은 것이 세계 무역에 중요한 영향을 미친다는 것을 여러분도 잘 알 것이다. 이런 것이 불확실성의 한 부분이다. 아무도 감히 돈을 빌려주지 않는다. 왜냐하면 돈을 빌려 갈 당사자가 사람이든 은행이든, 또는 기관이든 이들이 살아남을지 아무도 모르기 때문이다. 그 동안 일어났던 놀라운 일들을 일일이 열거할 필요도 없을 것 같다. 베어 스텐스(Bear Sterns)가 먼저 사라졌고, 두 개의 대형 주택대출 보증회사인 프레디 맥(Freddie Mac)과 패니 매(Fannie Mae)가 곤경에 처하게 된 것은 놀라운 일도 아니다. 그 다음 AIG의 차례였지만 지원을 받아 살아났다. 리먼 브라더스(Lehman Brothers)가 도산할 무렵에는 누가 얼마나 오래 지불능력을 가질 것인지 아무도 몰랐기 때문에 아무도 감히 돈을 빌려주려 하지 않았다. 뒤이어 금융시스템을 굴러가게 만드는 은행간 대출이 상당히 경색되었다.

앞으로 더 놀라운 일이 벌어질 것인가? 나는 더 이상 크게 놀랄 일은 없을 것이라고 보며, 대부분의 전문가들도 그렇게 볼 것이라고 생

각한다. 놀랄 일은 있겠지만 베어 스티스와 AIG 등의 사태처럼 큰일은 이미 지나갔고, 지불능력을 잃은 대형 금융기관은 더 이상 없을 것이다.

다른 나라에서도 주택가격이 떨어졌으며, 외국은행들도 미국과 영국 등의 은행이 내놓은 채권의 일부를 구입했다. 이에 따라 일부 은행, 예를 들어 스위스 은행들이 악성채권을 많이 갖게 되었으며 그 결과로 신용이 경색되었다. 매우 건전한 기업들조차도 무역신용을 얻기가 어려워진 터라 경제활동은 위축될 것이며, 실제로 그렇게 되어가고 있다. 이렇게 되면 일자리가 없어지고, 비관론이 대두하게 되며, 총수요는 더 줄어들게 된다. 그러므로 지출을 줄이는 손익계산의 동기가 작동하게 되어, 사람들이 일자리를 잃고 그들의 자산이 줄어들었기 때문에 총수요는 더욱 줄어들게 된다.

그러나 미국의 경우(아마 다른 곳에서도 그럴 수 있지만 내가 가장 잘 아는 것은 미국이므로) 사람들은 “우리가 얼마나 더 잃어야 하는지 알 수가 없다”는 반응이 지배해 왔으며, 소비와 투자의 축소는 실업률의 증가를 바탕으로 예상했던 것보다 훨씬 더 크다. 미국의 실업률은 5%에서 8.5%로 늘었으며, 앞으로도 더 증가할 것임은 의심의 여지가 없다. 그러나 작년 4/4분기와 금년 1/4분기에 있었던 엄청난 소비감소는 실업률로는 설명이 안 된다. 소비감소율은 실업률보다 훨씬 더 크다. 많은 소비자들과, 얼마나 더 침체를 겪어야 하며 은행 돈을 쓸 수 있을지 알 길이 없는 기업들이 이러한 소비감소를 주도했다. 어떤 회사의 보고서에 따르면 은행 돈을 빌릴 수 없기 때문에 필요한 원자재를 구입하지 못해서 생산을 지속할 수 없다고 한다. 이 모든 것을 보면 우리가 중대한 문제에 직면해 있다는 것이 매우 분명하다. 많은 금융계 인사들은 자신들이 지금 어떤 위험에 직면했는지 이해하지 못하고 있다는데 의견의 일치를 보이고 있다. 그러나 여러분은 알랜 그린스판

(Alan Greenspan)이, 은행가들이 어떤 위험을 안고 있는지 알고 있고 그들이 분별 있는 처신을 할 것이라고 믿었던 것이 자기의 실수였다고 증언하는 것을 보았을 것이다. 이것은 우리에게 충격적인 일이 아닐 수 없다.

그리고 무엇보다도 주택건설이 중단되었다. 앞으로 한 가지 희망적인 일은 재개된 미국의 주택착공 규모가 낡은 집을 대체하고 새로운 가족을 위한 신규주택 수요의 1/4 미만으로 추산된다는 것이다. 현재 상당히 빠른 속도로 재고주택이 소진되고 있고, 미국의 일부 도시에서는 주택가격이 바닥시세를 벗어나 보합세를 이루고 있거나 약간 상승하고 있다. 지역에 따라 사정은 다르고 한결같지는 않지만, 주택가격의 하락이 완화되고 있으며 머지않은 장래에 상황이 역전되리라고 믿을만한 상당한 근거가 있다. 그러나 부실화되어 저당물의 가격이 계속 떨어지는 은행보유 모기지의 문제가 여전히 남아있다. 그 부실규모가 얼마나 되는지 불확실하다는 것이 현재 사태를 악화시키는 요인 중 하나이다. 위기는 단지 미국만의 일이 아니라 국제적인 것이다.

다른 중요한 요소는 무역신용의 경색이며, 그것은 일본, 한국, 싱가포르, 중국 등 여러 나라에 큰 영향을 끼칠 것으로 보인다. OECD국가 중 호주가 가장 영향을 덜 받을 것이다. 호주는 OECD국가 중 유일하게 연간 무역액의 1%만을 잃었을 뿐이다. 미국은 3번째로 영향을 덜 받은 나라이며, 그 점에서 그다지 나쁘지 않다. 그러나 한국을 포함한 다른 나라들은 훨씬 더 많은 것을 잃었고, 상황이 안 좋았지만 다행히 무역신용은 회복되고 있으며 무역통계가 바닥을 치고 다시 상승하기 시작했다. 이는 반가운 소식이다.

정확하게 말하자면, 전 세계적인 규모의 경기침체는 이번이 처음이다. 1997~1998 기간 중 일부 국가가 큰 어려움을 겪었지만 제조의 성

장을 이룩한 나라들도 있었다. 경기침체를 만난 국가들은 정책을 조정하고 변동환율제를 채택하고 수출을 늘려 자력으로 경기회복을 이룩할 수 있었다. 그러나 지금은 세계적인 경기침체이기 때문에 그런 메커니즘이 잘 작동하지 않고 있다. 이러한 점은 앞으로도 지속될 부정적 요소이다. 호경기를 누리면서 다른 나라들을 도와줄 수 있는 나라가 없는 것이다.

이제 다음과 같은 3가지 의문을 제기할 수 있다. 1) 상황은 매우 끔찍한데, 언제쯤 바닥을 칠 것인가? 2) 회복이 시작된다면 경제전문가들이 말하는 V자형(급격히 내려갔다가 급격히 다시 올라가는)이 될 것인가, L자형(바닥을 치고 난 후 아주 천천히 회복하는)이 될 것인가? 3) 장기적으로 무슨 일이 일어날 것인가?

우리는 손익계정 측면과 총수요 측면 양쪽에서 살펴보아야 한다. 그것이 언제 바닥을 칠 것인가를 알아보는 출발점이다. 어느 한쪽만 가지고 해결할 수 있다고 생각하는 사람은 매우 실망하게 될 것이다. 이것은 미국이 취해야 할 경제정책의 기본적인 추진방향이며, 다른 나라에서도 마찬가지로 필요하다. 총수요 부양책만으로는 일이 되지 않을 것이며, 손익계정의 조정만으로도 전환점을 마련하지 못할 것이다. 수요가 줄게 되면 모기지를 지불할 수 없게 되는 사람이 더 많아져서 집값은 더 떨어지고, 기업들의 수주가 감소하여 주가가 떨어지기 때문에 손익계정의 조정만으로는 안 되는 것이다. 중요한 것은 정부가 행동에 나서느냐의 여부가 아니라 우리가 전환점을 맞기 전에 손익의 측면과 총수요의 측면에서 할 일을 충분히 했느냐, 또는 너무 많이 했느냐, 혹은 해야 할 일이 아직 많이 남아 있느냐는 것이 진정 어려운 판단인 것이다. 금융 측면에서는 신용의 흐름을 회복하는 것이 중요하다. 그래야만 은행이 금융기관을 통해 대차대조표상의 악성채권을 제거하고 자본을 회복하는 길이 열린다. 현재 미국 재무부는 은행들에

대한 스트레스 테스트를 하고 있으며, 4월말까지 결과가 나올 것이다. 테스트 결과가 긍정적이고 신뢰할 수 있다면 좋은 징후가 될 것이지만, 그런 결과가 나올지, 그것이 신뢰할 수 있는 것인지는 알아볼 방법이 없다. 그것이 은행시스템에 다소의 신뢰를 회복시킨다면, 그리고 은행간 신용의 흐름이 재개된다면, 이는 향후 상황을 위하여 매우 긍정적인 일이다. 이러한 것이 5월초까지는 밝혀질 것이다.

주택가격은 앞서 말한 바와 같이 일부 국가에서 상황이 개선되고 있다는 증거가 있으며, 가격하락율이 줄어들고 있지만 신규착공은 매우 저조하다. 미국은 대대적인 재정적 부양책을 쓰고 있지만 언제 효과가 나타날지 의문이다. 그 대부분은 지금으로부터 최소한 1년간 소비자와 총수요에 아무런 영향을 미치지 못할 것이다. 장기적인 우려 중의 하나는, 만일 바닥을 치는 상황이 보다 일찍 온다면 이미 V자형 상승이 시작되었는데 부양책 패키지를 쓰는 것이 아니냐는 것이다. 그럴 경우 어떤 일이 일어날까? 일부 경제전문가들은 부양책이 지금은 너무 약소하고 얼마 후에는 너무 지나쳐서 경기회복이 기대만큼 신속하게 이루어지지 않고, 일단 경기상승이 시작된 후에 뒷북치기 식으로 부양책을 쓰게 되는 것이 아닌지 우려하고 있다.

이 점과 관련하여 또 하나 내가 언급해야 할 것은 주식시장이 몇 달 동안 상승장세를 이어갔다는 점이다. 최근 며칠간을 기준으로 보면 이는 3월 1일보다 20%나 오른 것이다. 자산가격이 오르면서 기업의 차입능력도 증가되고, 자금조달의 선택폭도 넓어졌다. 은행의 자산가격이 오르면서 자본도 늘어났는데 이것은 중요한 일이다.

증권시장, 주택시장, 그리고 부양책 등을 보면, 지금으로부터 2~3개월 후인 금년 중반기쯤 경기침체에서 벗어났거나 벗어나기 시작했으며, 바닥을 이미 쳤다는 징후들이 나타나기 시작하리라는 희망이 있다.

이는 낙관적인 견해이지만, 누군가가 반론도 제기할 수 있다. 확실한 것은 없다. 스트레스 테스트 등 중요한 일들이 너무 많다. 증권시장이 다시 곤두박질 할 수도 있지만 현재로는 낙관의 여지가 더 커졌다고 생각한다. 증권시장은 이미 부분적으로 이를 반영하고 있으며, 증권시장의 호조로 은행도 더 많은 일을 할 수 있게 되었다. 은행의 대출이 조금 늘었다는 일부 보고도 있다.

미국은 매우 큰 나라이기 때문에 금년 중반기에 전환점을 맞는다면 세계 여타 지역에게도 큰 도움이 될 것이다. 미국의 경기회복 이후에 많은 나라의 경기회복이 시작될 것이다.

경기가 일단 바닥을 치고 나면 무슨 일이 일어날까? 이것이 그 다음의 문제다. 경기회복은 V자형일까, L자형일까? 손익계정의 관점에서 본다면 보다 비관적일 수도 있다. 손익계정을 회복하는 데는 시간이 필요하다. 만일 미국의 저축률이 오른다면 장기적으로 좋은 일이지만 단기적으로 경기회복이 꽤 느리다는 것을 의미할 수도 있다. 만일 세계 여타국들이 총수요 증가로 대처하지 않으면 세계경기의 회복은 매우 느려질 수 있다. 어떤 쪽으로 갈지는 논쟁의 여지로 남아있지만, 나는 낙관론 쪽으로 기울고 있다. 그 동안 비관론이 크게 지배하였기 때문에 소비가 줄었지만, 이제 더 잃을 것이 없다고 생각하게 되면 사람들은 그것을 반가운 소식으로 여기고 소비를 재개할 것이며, 그 상승세가 유지되고 신속해질 것이다. 물론 이것은 추측일 뿐이다. 꼭 그렇게 된다는 보장도 없고 반감지 않은 일이 더 있어날 수도 있다. 그러나 주가와 자산과 주택시장의 상승세가 내가 말한 이유로 꽤 빨리 이루어지고, 소비자들이 일어난 일보다는 일어날 일을 걱정하여 행동한다고 생각한다면, 향후 수개월 안에 전환이 시작될 뿐 아니라 일단 시작되면 단기적으로 그 회복이 빠르게 이루어지리라 고 생각할 합당한 근거가 충분히 있다. 그러므로 나는 그런 일이 이번 여름에 일어나리

라는 근거 있는 희망을 갖고 있지만 그것을 확신하지는 않는다는 점에서 중립에서 낙관론 쪽으로 기울어있다. 비관론자들은 그 시기를 내년 초로 보고, 낙관론자들은 금년 여름으로 보고 있다. 이러한 생각들은 지금 시점에서 미국에 국한된 것이며, 유럽 경제는 아마도 미국보다 더 늦게 회복될 것이다. 왜냐하면 유럽은 다소 늦게 경기침체에 들어갔기 때문이다. 유럽경제는 처음에 문제가 아니라고 생각했었던 구조적인 문제들을 가지고 있으며 그것을 해결하는 데 시간이 좀 걸릴 것이다. 하지만 미국이 지금의 경기침체를 선도했는데, 경기침체 탈출도 선도한다면 아주 반가운 일이다.

마지막 문제는 장기적인 전망이다. 미국의 금년도 재정적자는 GDP의 13% 정도가 될 것으로 추정되는데, 여기에는 TARP(부실자산 회복프로그램: Troubled Asset Recovery Program)과 일부 은행에 빌려준 돈도 포함된다. 물론 그 일부는 회수될 것이지만, 상당히 중립적인 추정을 내놓은 의회예산처의 전망에 따른다면 미국의 재정적자는 몇 년간 큰 규모로 지속될 것이다. 또한 미국은 의료문제를 안고 있다. 다른 많은 나라들처럼 고령사회가 되고 있기 때문이다. 향후 5년 안에 대대적인 재정개혁이 이루어져야 한다. 지금 당장 하라는 것은 아니지만, 일단 경기침체에서 벗어나면 미국 등 몇몇 나라는 재정의 균형을 회복하는 조치를 신속하게 취하는 일이 시급하다. 그렇게 하지 않으면 세계경제의 성장 전망은 밝지 않다. 의회예산처는 예산 적자가 2015년까지 5% 수준을 유지할 것으로 보고 있다. 이자율은 올라가는데 2%의 성장으로 5%의 예산적자를 감당하기는 어려우며, 성장이 저해를 받게 될 것이다. 중기적인 첫째 문제는 주요 국가들의 재정행위에 어떤 일이 일어날 것인가이다. 영국은 미국과 같은 재정문제를 갖고 있으며, 그 밖에 여러 나라도 마찬가지로 상황해 있다. 이 문제가 해결되어야 우리는 지난 20년간 지속해 온 건전한 성장이 재개되리란 믿음을 가질 수 있을 것이다.

장기적인 전망에 관한 두 번째 문제는 국가간의 무역관계에 관한 것이다. 주요 국가간의 무역관계는 관세 및 무역에 관한 일반협정(GATT)과 세계무역기구(WTO)를 통해 합의된 WTO 협정에 의하여 관리되어 왔으며 그 동안 무역은 엄청나게 자유화되었다. 도하라운드 가 예정대로 매듭되지 못한 것은 커다란 낭패가 아닐 수 없다. 도하라운드 협상은 타결되지 못하고 질질 끌려 왔다. 따라서 전 세계 불황이 닥치지 않았다 하더라도 개방적인 다자간 무역체제에 대한 우려가 나왔을 것이다. 무역관계에는 해결해야 할 문제가 있음에도 해결되지 않은 상태로 그대로 남아 있지만 현재로서는 세계적 불경기 때문에 단기적인 문제에만 관심이 집중되어 있다. 단기적으로 볼 때 모든 나라 국민들은 보호주의자가 되어 가고 있다. 그들은 “자기 나라 국민들에 도움이 되는” 일만 하려고 해서 더욱 보호주의화할 위험이 있다.

여러분은 모두 1930년대에 미국이 스무트-할리 관세법을 제정하여 보호무역 조치를 취함으로써 국제교역을 엄청나게 감소시키고 1930년대의 불황이 예상보다 더 오래 지속되도록 한 사실을 알고 있을 것이다. 지난해 11월 G20 국가 정상들이 모여 새로운 보호무역 조치를 취하지 않기로 합의한 것은 매우 고무적인 일이다. 그들은 보호무역 행위를 앞으로 1년간 중단하는 조치를 취하겠다고 말했다.

하지만 세계은행이 3월에 실시한 조사연구 결과 국가 원수들이 보호무역 조치를 취하지 않겠다고 약속한 20개국 중 17개국이 1가지 이상의 보호주의 조치를 취했고 지난 달 이들 국가가 취한 조치는 47건에 달했으며 그 이후에는 더 많이 늘어났다. 이러한 것은 어느 정도 이해할 수 있지만, 세계적 불황을 감안한다면 이러한 일부 조치는 약한 편이라고 할 수 있다. 정치인들은 자국만 경기부양책을 쓸 경우 외국인들이 모든 혜택을 누릴 수 있기 때문에 여러 나라가 함께 경기부양책을 써야 한다고 말하고 있다. 현재 각국은 따로 조치를 취하고 있

는데, 자동차 산업에 대한 보조금이나 저리대출 지원금은 500억 달러 이상 될 것으로 추정되고 있다. 이러한 행위는 관세보호는 아니지만 산업보호 행위이며, 미국, 영국, 프랑스, 독일, 일본, 캐나다 등은 모두가 같은 범법행위를 저질렀다. 이 밖에도 이와 같은 산업이 많이 있다. 이러한 현상에 대해 낙관적으로 보자면, 이미 취한 보호주의 조치가 지금보다 훨씬 더 나쁠 수도 있었기 때문에 그리 나쁜 것이 아니라고 말하는 것이다.

만일 7월에 경기가 진정으로 회복세로 돌아선다면 사정은 그리 나빠지지 않겠지만, 해야 할 일들이 있다. 우리는 도하라운드를 마무리 지어야 하며 WTO를 강화할 필요가 있다. 만일 모든 WTO 회원국들이 양허관세율(부과하겠다고 약속한 수준)을 실질적인 수준과 같게 낮출 수 있다면 현재의 불황에 도움이 될 것이다. 많은 개발도상국들은 낮은 관세수준에 묶여 있지 않기 때문에, 즉 양허관세율을 실질적인 관세수준보다 훨씬 높게 책정하고 있기 때문에 실질관세를 인상하는 것이 법적으로 허용되고 있다. 앞으로 이러한 격차를 전향적으로 없애는 것은 매우 중요한 일이며, 도하라운드를 마무리 짓는 과제 이외에도 해결해야 할 문제가 몇 가지 더 있다.

특혜관세협정(PTA)은 각국으로 하여금 차별적 무역거래 범위를 점점 더 확대하고 있다. PTA가 더 많이 적용되면 될수록 문제는 더욱 복잡해진다. 그래서 국제사회는 PTA의 차별적 측면에 대해 관심을 기울일 필요가 있다.

만일 어떤 문제도 해결되지 않고 세계무역 시스템이 붕괴되기 시작하면, 세계경제의 장기적인 건전한 성장은 기대하기가 매우 어려울 것이다. 그래서 지금 당장 조치를 취해야 할 필요가 있다.

또한 자본흐름과 관련된 문제를 다룰 수 있는 국제기구가 필요하다. 본인은 금융관련 규정을 손보는 것이 현재의 금융위기를 해결하는데 단기적으로는 도움이 될 것 같지 않고 또 다른 이유도 있기 때문에 지금까지 그 문제에 대해 언급하지 않았다. 현 시점에서 금융관련 규정을 만드는 것은 장기적으로나 단기적으로 도움이 되기보다 해를 끼칠 가능성이 높기 때문에 중기적으로 추진되어야 한다. 깊이 생각하지 않고 반사적으로 대응하는 경우가 너무 많은데, 우리는 아직 필요한 것이 무엇인지를 모르고 있다. 금융규정에 관한 몇 개의 분별력 있는 보고서가 나오기 시작했는데, 어떠한 형식이든지 국제적 반응이 있으리라고 믿는다. 쉽게 다루기 힘든 매우 골치 아픈 문제가 몇 가지 있다. 두 나라가 소유하고 있는 어느 은행에 문제가 발생했을 경우 그 문제를 어떻게 처리하느냐 하는 것은 매우 어려운 과제라는 것을 누구나 알고 있다. 누구에게 책임이 있나? 네덜란드인가 아니면 벨기에인가? 이러한 은행의 문제에 대해서 금융규제당국이 개입하지 않으면 두 나라 금융시스템 모두에 매우 불행한 문제가 유발될 수 있다.

일부 유럽인들은 “이제 우리는 국제적 규제가 필요하다”고 제안했고, 미국은 “그러한 것(규정)을 만들어서 우리의 주권이 위협받게 하지는 않을 것”이라고 말했다. 그것을 계속 추진해야 할 것인지는 의문이지만, 국제적인 차원의 분별 있는 규정을 어떤 형식으로든지 만들어야 할 필요성은 분명히 있다. 장기적으로 볼 때 지금까지 만들어진 규정은 위험성이 있으며 금융시스템이 자원을 배분하는데 적절한 기능을 수행하기가 어렵게 되어 있다.

하지만 분명한 것은 어떠한 조치를 취하기에 충분한 정치적 계기가 마련되고 있다는 점이다. 아시다시피 미국 의회는 엔론(Enron)사건 이후 그러한 사건의 재발을 방지하기 위하여 사베인스-옥슬리법 (삭스법)이라는 법안을 통과시켰다. 그 법률은 기업의 최고경영자와 다른

간부들에 대한 책임을 강화할 것을 요구하고 있다. 최고경영자는 기업의 다양한 업무를 관장하고 있고, 그는 기업의 모든 관리체제를 직접 점검하고 승인해야 한다. 생각해 보자면 이는 마치 주방에서 버터가 적절한 것인지를 검토하는 등등의 일을 하는 것을 의미한다. 삭스법은 중소기업의 업무추진 비용을 크게 올려 논란이 되고 있다. 그리고 엄연한 사실은 엔론이 법률을 위반했다는 것이다. 그것은 법률상의 허용 범위와는 아무런 상관이 없고 범법행위와 관련이 있다. 성급한 대응조치를 취하면 그 같은 변화를 초래하여 문제를 해결하기보다는 또 하나의 금융규제만을 만들뿐이다.

경기가 이번 여름 중에 바닥을 치고 어느 정도 빠른 속도로 상승할 것이라는 전망이 맞다고 가정할 경우, 장기적인 위험성이 가시화할 것이다. 전 세계적인 불균형의 문제가, 그리고 국제무역체제가 위협이 될 것이며, 금융규제 문제가 분명히 대두될 것이다. 따라서 본인은 단기적인 관점에서는 상당히 낙관적이지만 장기적인 전망은 약간 조심스럽게 내려야 한다고 생각한다. 왜냐하면 이번 경제위기 동안에 대처하지 않거나 또 아마도 대처해서는 안될 여러 가지 문제들이 있지만 우리가 지속적인 성장기를 다시 맞으려면 그러한 문제들을 만족스럽게 해결해야 하기 때문이다. 본인은 현재의 불황이 지나가면 그러한 시기(지속적 성장기)로 되돌아갈 능력이 있다고 믿는다.

질의·응답

질문 귀하는 주로 전세계적인 문제를 다루었는데 나는 한국과 관련된 몇 가지 문제에 관해 중점적으로 묻고자 한다. 첫째, 귀하는 WTO와 도하라운드의 중요성을 언급하였는데, 한국의 경우 한-EU FTA를 가까운 시일 안에 매듭지으려 하고 있다. 아시는 바와 같이 한-미 FTA는 아직도 한국 국회와 미국 의회의 승인을 기다리고 있다. 오바마 대통령은 G20 정상회담에서 한-미 FTA의 중요성을 지적한바 있는데, 이에 대한 귀하의 견해는 무엇이며 이번 세계경제위기 속에서 한국이 어떠한 FTA 전략을 택해야 한다고 생각하나? 둘째, 나는 G20 정상회담에서는 IMF의 차관 자금을 2,500억 달러에서 7,500억 달러로 증액하는 등 어느 정도 좋은 성과를 올렸다고 생각한다. IMF 쿼터는 어떻게 배정되는가? 한국은 그 쿼터를 올리기 위해 많은 노력을 기울여왔는데, 한국이 쿼터를 늘리면서 IMF의 차관에 기여할 가능성이 있다고 생각하는가?

답변 두 가지 질문은 모두 좋고 어려운 질문이다. FTA와 관련해서는 의회가 문제이며 행정부는 아무런 문제가 없다. 부시 대통령은 상당히 강력하게 이를 추진했다. 오바마 대통령은 취임한지 90여일 되지만 아직 기대만큼 의회를 장악하지 못하고 있다. 일반적으로 사람들은 새 대통령과의 밀월기간이 100일이라고 말하고 있으나 이번 경우는 그보다 훨씬 짧았다. 의회가 우려하는 사항들이 많이 있는데 그 중 하나가 자동차 산업이다. 그 결과가 어떻게 나올 것인지는 경제적인 고려보다 정치적인 고려에 따라 결정될 것이다. 그 중에서도 GM이 어떻게 될 것인가 하는 문제가 매우 중요하다. 미국 행정부는 GM의 파산 보호 신청을 추진할 것으로 보이며, 6개월 전에 이미 그러한 조치를 취했어야 한다는 것이 나의 판단이다. 이러한 상태로 오래 동안 방치하는 것은 설명할 구실이 없다. 그것은 돈의 낭비이며 전 세계 자동차 산업의 상황을 더 악화시킬 것이다. 만일 자동차산업 문제가 해결되고 오바마 대통령이 추진한다면 한-미 FTA는 타결될 수 있을 것이다. 그러나 실업률이 증가함에 따라 정치적으로 민감한 문제가 되고 있다.

그들은 미국 근로자 7명 중 1명이 자동차산업과 관련이 있다고 말하고 있다. 그것은 사실이지만 거기에는 주유소 근무자와 수리 기능공 등도 포함되어 있다. 그러한 주장을 효과적으로 반박한 사람은 아무도 없다. 이러한 주장을 반박하는데 도움이 된다고 생각되는 것이 있다. 그것은 미국차든 외국차든 자동차가 많이 팔리기만 하면 주유소와 수리공장, 서비스 센터 등의 일자리가 늘어난다는 것을 누군가가 대대적으로 홍보하는 것이다. 이것은 자동차공장만의 문제가 아니다. 그럼에도 모두가 공장에만 관심을 집중하고 있어서 한-미 FTA에 관한 문제가 어렵게 되고 있다.

또 한 가지 어느 정도 우려되는 것은 세계 모든 나라가 특혜무역보다는 개방적 다자간 무역에 이해관계가 있다는 사실이다. 만일 한-미 FTA가 타결되어 자동차와 같은 한국의 몇몇 산업 분야가 유리해진다 면, 미국이 일본과 FTA를 체결할 때 한국이 받는 무역혜택은 어떻게 될 것인가? 어려운 점은 그러한 일이 일어날 가능성도 있다는 점을 한국 기업인들이 알아야 한다는 것이다. 특혜를 받아서 시장에 접근하는 것은 장기적으로 보장된 시장접근보다 가치가 작다. 여러분이 일본의 무역에 해로울 수 있는 인위적 관세장벽 때문에 시장점유율을 높일 수 있다고 생각한다면 장기적으로 동등한 입장에서 경쟁할 때에는 그렇게 하지 못할 것이다. 한국이 특혜무역협정보다 훨씬 더 일관된 대우를 받기 위해서는 일부 무역전략을 WTO 체제 안에서 구사함으로써, 많은 특혜무역협정을 체결했을 때와 현재의 상황에서 일어날 가능성이 있는 불확실한 요소를 줄일 수 있다고 본인은 주장하고 싶다. 이러한 무역체제는 세계 전반에 걸쳐 점점 더 혼란스러워지고 있다.

세계경제의 불균형 상황 하에서 변화해야 할 것 중 하나는 주도적 역할을 하는 나라가 더 필요하다는 점을 모든 국가가 인정해야 한다는

것이다. 미국 이외의 나라들이 나서서 도하라운드를 마무리 짓기 위해 협상을 추진한다든지, 대등한 입장에서 무역협정이나 다른 문제 등을 추진해야 할 것이다. 미국은 다른 나라 국민들보다 더 부유하지 않으면서 불평등한 경제적 부담을 져야 하는 자국 국민들을 설득하는데 문제가 있다. 정치인들은 국민을 설득하는데 어려움을 겪고 있으며 다른 나라에서도 곧 주도적 역할을 맡을 것으로 생각한다.

쿼터 및 대출과 관련하여 한국은 IMF의 파트너이고 그렇게 할 책임이 있기 때문에, 가능하다면 IMF 재원에 기여해야 한다는 것이 본인 생각이다. 그럴 경우, 한국은 더 많은 투표권을 행사해야 할 것으로 믿는다. 한국이 더 많은 투표권을 가져야 한다고 누구나 동의하고 있고; 이는 중국도 마찬가지이다; 또 일부 다른 나라들도 더 많은 투표권을 가질 자격이 있다는 데 모두가 동감하고 있다. 어느 나라이건 간에 다른 나라보다 적은 투표권을 갖는 데 대해 동의하는 나라는 아무도 없다. 현재 유럽 국가들이 합리적인 방식으로 차지하고 있는 지분이 너무 많다. 어느 시점이 되면 유럽 국가들은 지분의 일부를 포기해야 할 것이며, 그들도 이러한 점을 인식하고 있다. 본인은 이것이 2020년 이전에 이루어질 것으로 예상하고 있다. 하지만 그보다 훨씬 이전에는 이루어지지 않을 것이다. 한편 진정한 의미의 투쟁이 일어나서 한국이 0.1% 투표권을 더 얻고 중국이 0.2%의 투표권을 얻을 수 있을 것이다. 이는 유럽 국가에게서 이를 빼앗아 내는 것과 마찬가지이므로 외교력이 도움이 될 것이다. 본인은 한국이 눈부시게 성장했고 국제경제의 혜택을 입었으며 기회를 창출하여 엄청난 혜택을 보았으므로, 이제는 국제기구에 회비를 납부하는 회원으로서의 책임을 완수할 때가 되었다고 생각한다.

질문 IMF가 현재보다 더 커져야 한다고 생각하는지 추가로 설명해 줄 수 있나?

답변 세계가 불균형상태일 때는 어느 나라가 어떻게든 권위가 있어야 한다. 중국과 미국을 예로 들어 보자. 가령 “중국은 국내총생산(GDP)을 2% 조정할 필요가 있고 미국도 GDP를 2% 조정해야 한다는가, 아니면 중국이 GDP를 3% 조정하고 미국은 1%, 또는 그 반대로 조정할 필요가 있다”고 말한다고 하자. 현재로서는 전 세계적으로 그러한 권위를 갖고 있는 나라가 없다. 그러기 때문에 중국은 미국이 잘못했다고 하고 있으며 미국은 중국의 과실이라고 말하고 있다. 여기에서 대화가 중단되고 조정이 이루어지지 않아서 전 세계가 고통을 겪고 있다. 본인은 IMF가 그렇게 할 수는 없을 것이라고 생각하지만, 어떻게 하든 합법성을 갖고 어떤 문제가 발생하면 “중국은 이만큼 조정하고 일본은 저 정도 조정하라”고 말할 수 있어야 한다고 생각한다. 이러한 것이 매우 중요하다. 이번 불황이 상황을 그렇게 진전시킬 것인지 아닌지는 잘 모르겠다. 본인은 그렇게 되기를 바라지만 약간 회의적이다. 우리가 이러한 문제들을 도출해 내는 것이 얼마나 중요한지를 깨달으려면 또 한 차례의 세계적 경제 불균형 상태를 겪어야 할지도 모른다. 따라서 그 부분에 대한 답변은 IMF가 그렇게 하려고 노력했다는 것이다. 로드리고 라또(Rodrigo de Rato)가 총재로 있을 때 다자간 협의를 제안했다. 그가 구상한 것은 세계를 6대 주요세력 그룹, 즉 사우디아라비아를 비롯한 석유수출국, 유럽연합, 미국, 일본, 중국, 그리고 또 하나의 그룹으로 나누어 협의하자는 것이었다. 그들은 모두 그렇게 하는 데는 문제가 있고 다른 방법으로 해야 한다고 생각했지만 아무도 행동을 취하지 않았다. 내 판단으로는 IMF는 유능한 기관이다. 거기에는 우수한 테크노크라트(전문 경영사무직)들이 일하고 있고, 이들 테크노크라트는 지금도 상당히 신뢰성을 가지고 있다. 그러기 때문에 일부에서 다른 방법을 택하기 보다는 이 기구를 통해서 일하는 것이 좋다는 주장이 일부 있다.

G20 국가들이 IMF 재원에 7,500억 달러를 추가하려고 하는 계획은 별개의 문제이다. IMF는 그 재원을 확보할 수 있을 것이다. 그러나 권한이나 권위를 가지고 여러 가지 세계적 문제를 처리할 수 있기 전까지는 개별 국가를 상대로 일을 처리해야 할 것인데 그것은 문제를 완전히 처리하는 방법이 아니다. 현재 세계는 IMF가 이러한 재원을 확보하게 해줄 필요가 있다. 왜냐하면 당장 우크라이나, 파키스탄, 헝가리, 라트비아를 비롯한 여러 나라들이 지원을 필요로 하고 있기 때문이다. 멕시코도 예비 지원대상에 올라있고 다른 나라들도 그 뒤를 이을 것이다. 현재의 재원은 고갈될 것이라고 생각한다. 때문에 7,500억 달러 재원이 문제가 될 것으로 보이지는 않는다. 문제는 이러한 문제들과 관련하여 국가간에 권위가 없다는데 있다. 따라서 어떤 형태의 지도력을 발휘해야 한다는 점을 깊이 고려해야 한다고 생각한다.

질문 대차대조표 수정에 관한 견해와, 분별력 있고 신중한 규제규정에 대한 견해를 감안하여 이른바 ‘자본퇴출세(capital exit tax)’에 관한 귀하의 의견을 듣고 싶다. 나는 맹목적으로 세금을 지지하는 것은 아니지만 우리는 단기자본이 많은 나라, 특히 개발도상국가에서 문제를 일으키고 있다는 것을 알고 있다. 따라서 단기자금(차관)에는 더 많은 이자를 부과하고 중·장기 자금에는 정상적인 이율을 적용하는 방향으로 세율을 재조정하거나 재구성할 가능성이 있나?

답변 많은 사람들이 그에 대해서 생각하고 있으나 합의가 이루어지지 않고 있다. 돈은 대체가 가능한 것이고, 훌륭한 기능을 수행하는 국제금융시스템이 있으면 세계경제가 더욱 번영할 것이라고 본인은 생각한다. 귀하가 제기한 자본퇴출세와 단기 및 장기자금 등은 칠레가 시도했는데 1, 2년 동안은 어느 정도 효과가 있는 것으로 보였다. 그것은 자금이 유입되고 있었던 시기이었기 때문에 별 큰 문제가 없었다. 그러나 결국에 가서는 자금이 충분히 유입되어 국내에 자금이 많았기

때문에 국민들은 모두 장기자금을 원했다. 결국 칠레 기업인들은 자기들이 다른 사람들보다 약간 더 높은 이자를 지불하고 있다면서 세금을 없애달라고 정부에 요구하기에 이르렀다.

한 가지 자본의 흐름을 다른 종류의 자본 흐름으로 바꾸는 데에는 많은 방법이 있다. 사람들은 영리해서 단기자금을 장기자금으로 바꾸거나 그 반대로 바꾸는 방법을 잘 알고 있다. 1994년 멕시코 금융위기 당시, 멕시코 사람들은 “이제 우리는 외국에서 차관을 더 이상 들여오는 것을 원치 않는다. 우리는 민간 기업이 외국 자본을 들여오는 것을 허용하지 않을 것이다”라고 말했다. 이후 한 멕시코 기업인이 뉴욕에 가서 그 다음해에 7%의 이자를 붙여서 다시 매입할 것을 약속하고 자기 회사 주식을 뉴욕의 한 은행에 팔겠다고 제안했다. 그래서 그 은행은 1년 후에 7%의 이자를 받고 되팔기로 약속하고 그 회사 주식을 매입했다. 그것은 외국이 직접 투자한 채권으로 기록되었지만 실제로는 차관이었던 것이다. 이처럼 자금의 흐름을 바꾸는 것은 너무 쉬운 일이다. 대학 경제학과 학생이라면 3주일만 다녀도 단기자금 흐름을 다른 자금으로 바꾸는 방법을 5가지는 알아낼 수 있을 것이다. 그렇게 하는 데는 많은 생각을 할 필요도 없다. 본인은 IMF가 더 많은 시간과 관심을 기울여서 국제적인 자본의 흐름을 파악하는 능력을 강화하여 과거에 자금흐름에 대한 권한을 어느 정도 행사한 것이 결국 잘한 일이라는 것을 훗날 알게 되기를 바란다. 현재로서는 그렇게 할 수 있는 능력이 있는 기관이 세계에는 없다고 생각하며, 우리가 이 문제에 대해 논의조차 하고 있지 않아서 우려된다.

북미자유무역협정(NAFTA)과 미-칠레 FTA 체결 당시, 멕시코와 칠레는 어떠한 경우라도 미국과 다른 나라 사이의 자본흐름에 대해서 어떤 형태의 자금통제도 하지 않는다는 협약을 맺은 사실을 아는가? 그렇기 때문에 지난 1994년에 멕시코가 금융위기에 처했을 때 멕시코

는 다른 모든 나라에는 세금을 부과하면서도 미국에게는 하지 않았다. 이것은 차별 대우이다. 이에 대해 모든 나라는 반대해야 한다. 우리는 어떤 형태의 규율이 필요하다. 그렇지 않으면 무역상의 자본흐름에서 똑같은 혼란을 겪게 될 것이다.

질문 중국이 최근 SDR(특별인출권)을 핵심통화(key currency)로 만들자고 제안한데 대해서 어떻게 생각하는가? 중국이 전에 없이 이러한 제안을 하게 된 동기는 무엇인가? 그들은 세계적 불균형 상황을 연장시키려는 것인가?

답변 중국은 국제무대에서 더 큰 주도권을 가질 필요가 있다고 생각해서 그러한 주장을 진지하게 하는 것이라고 본다. 중국은 순수한 동기를 갖고 있다고 생각한다. 중국은 많은 달러를 보유하고 있고, 물론 그들이 달러를 내다 팔면 가격이 하락할 것이기 때문에, 어느 면에서는 미국의 가장 큰 주주이다. 그런데 SDR은 화폐가 아니다. 핵심통화란 누구나 이를 신뢰하고 있고 구매능력과 실적을 갖고 있다는 점에서 핵심통화라고 할 수 있다. 그러나 SDR은 돈이 아니기 때문에, 그것으로 할 수 있는 일은 아무 것도 없다. SDR은 정부간의 결제수단이다. G20는 약 2,500억 달러를 SDR로 배정할 것을 승인했다. 각국은 IMF가 정한 쿼터의 비율에 따라 SDR을 배정한다. 이것은 한국이 일정 지분의 SDR을 갖게 되고, 미국도 그렇고 다른 나라들도 마찬가지라는 뜻이다. 그런데 미국은 SDR을 사용하지 않을 것이고 일본, 중국 등의 나라들도 이를 사용하지 않으려 할 것이다. 그렇다면 국제적인 부채를 갖고 있는 나라 중 어느 나라가 SDR을 사용할 것인가? 지분이 15% 정도 되는 저소득 국가들이 이를 사용할 것이다. 따라서 개략적으로 전체 SDR의 1/5에 해당하는 약 500억 달러 정도가 처음이자 마지막으로 구매자금으로 사용될 것으로 추산된다. 이러한 것이 지속적인 조치가 아닌 일종의 단기부양책이지만 규모가 크지는 않다.

중국이 미국 달러에 그리 크게 의존하지 않는 국제시스템을 마련하는 방안에 대해 더 관심을 기울이기를 바란다. 아마도 그것이 좋을 것이고 본인도 이를 지지한다. 하지만 그것을 어떻게 하느냐 하는 것은 본인도 모른다. 진정한 의미의 국제적 핵심통화를 만들려면 국제적 중앙은행이 있어야 한다. 국제경제 이슈를 둘러싼 정치적 문제를 이해하려면 유럽의 금융정책에 대한 아일랜드와 독일의 주장이 달라서 유럽 안에서 생기는 긴장상태를 보면 어느 정도 알 수 있을 것이다. 독일은 금융을 완화하는 정책을 원한 반면 아일랜드는 좀 더 긴축적인 정책을 원했다. 아일랜드에서는 인플레이션을 안고 있었고, 독일에서는 인플레이션이 없었기 때문이다. 이제 세계 상황을 보면서, 금융정책은 어떻게 해야 하고 세계에 자금을 얼마나 공급해야 하는가에 대한 주장을 생각해 보자. 본인은 세계경제가 그런 것을 다룰 수 있는 상황에 이르렀다고 생각하고 싶지만 아직 그렇지 못하다는 것을 알고 있다. 그렇게 되려면 최소한 1세기는 걸릴 것이다.

질문 최근 세계경제에 관하여 세 가지 공통된 의문이 있다. 즉, 어떻게 해서 세계적 불황이 닥쳤는가, 불황을 어떻게 극복할 것인가, 그리고 어떻게 재발을 막을 수 있는가 하는 것이다. 내가 묻고자 하는 질문은 세 번째 의문에 관한 것이다. 앞으로 우리는 어떻게 이를 방지할 수 있나? 경기회복이 지속성이 있을 것이라고 생각하는가, 아니면 W자형 회복에 그칠 것이라고 생각하는가?

답변 지난 1997~98년 아시아 금융위기 당시 일부 인도 경제학자들은 대체로 “이 기간 동안 폐쇄정책을 편 것은 잘한 일이다. 그래서 우리는 위기를 맞지 않았고 빠르게 성장하고 있다고 생각한 동아시아 국가들이 위기를 당했다”고 말했다. 본인은 한국의 1960년도 1인당 국민소득과 1998년도 국민소득을 제시한 다음, 같은 기간 인도의 1인당 국민소득을 제시하면서 이렇게 말했다. “가령 앞으로 30년 동안 인

도가 한국처럼 빠른 속도로 성장한 다음, 금융위기를 맞거나 지금의 인도처럼 느리게 성장하고 금융위기를 당하지 않는 것을 가정해 볼 때 인도는 아마도 한국식 성장을 택할 것이다.” 우리는 너무 지나치게 규제하고 통제하여 금융위기가 절대로 일어날 가능성이 없도록 해서 는 안 된다. 그것은 쉬운 일이다. 버마가 그렇게 하고 있다. 거기에서 는 위기가 일어날 수가 없다. 그래서 모든 사람이 굶주리고 있고 그 나라는 그러한 상태에 머무를 것이다.

하지만 우리는 그러한 경제를 바라지 않는다. 그래서 진정한 과제는 어떻게 하면 우리가 그러한 손상을 제거하면서 국제경제가 건실한 성장을 지속하게 할 것인가 하는 것인데, 그것이 어렵다. 국내외적인 규제를 신중하게 추진함으로써 문제를 해결하는데 도움이 될 수 있는 길이 분명히 있을 것이다. 본인은 그러한 방안이 미래의 위기를 방지 할 것으로 보지는 않는다. 왜냐하면 그러한 조치를 취하는 순간 금융 시스템은 다른 새로운 것(문제)을 만들어 낼 것이기 때문이다. 헤지펀드와 모든 것을 통제하자는 것, 헤지펀드는 금융위기와는 거의 상관이 없다는 등의 논의, 헤지펀드를 통제하면 금융체제가 어떤 새로운 메커니즘을 찾게 될 것이라는 논의 등을 생각해 보자. 그들도 영리하다. 우리 같은 정책입안자들은 금융체제의 작은 부분을 보고 있을 뿐이며, 그들은 언제든지 우리의 생각을 앞지를 수 있다. 우리가 어떤 조치를 취할 수 있고 취해야 한다는 생각만큼 본인이 바라는 중요한 것은, 이번 위기를 통해서 세계경제 불균형의 뿌리가 깊다는 점과 어떻게든지 그 범위를 계속 좁혀나가는 방안을 강구해야 된다는 점을 사람들이 알아야 한다는 것이다. 거듭 말하지만, 앞으로 상황이 어떻게 전개될 지는 모르겠다. 10년 후에 경제학자들이 최근의 상황을 되돌아보고 교훈을 얻게 될 것으로 생각한다. 거기에서 도움이 될 만한 것을 얻을 수도 있을 것이다. 그러한 교훈이 무엇이 될지는 잘 모르겠다.

본인은 경기가 V자형보다는 W자형으로 회복될 가능성을 배제하지는 않지만 단기적으로는 그렇게 우려하지 않는다. 일단 자산가격이 올라가고 시장공포감이 줄어들며 위험성이 감소할 것으로 예측되는 등 누적효과가 생기면 오히려 경기가 너무 급속히 상승하여 인플레이션이 너무 빠르게 진행되지 않을까 우려된다. 그렇게 되면 중기적 지속성장이 문제가 될 것이다. 그러나 이번 불경기는 W자형으로 회복된 다기보다는 기복이 큰 경기변동 현상으로 돌아갈 가능성이 높다. 1950년 이후 미국이나 세계의 실질적인 경제활동 상황을 보면 1980년대까지 기복이 심한 경기변동이 있다가 한 동안 어느 정도 순조롭게 왔는데, 이에 대응조치를 취하면 더 큰 변동의 시기로 돌아가지 않을까 우려된다. 본인은 W자형 불경기로 생각하지는 않지만 이것은 틀릴 수도 있다.

질문 귀하의 말은 우리가 경제를 지나치게 자극함으로써 결과적으로 성장률이 낮아질 가능성도 있다는 뜻으로 들린다. 이 문제에 대해서는 메르켈 독일 총리가 더 신중한 자세를 취하고 있다고 생각하는가? 유럽에서 이루어지고 있는 자금에 의한 경기부양 조치는, 물론, 자동적 안정화 조치 때문에 항상 과소평가되었다고 생각한다. 그러한 논란에 대해 어떻게 생각하는지 알고 싶다.

답변 자동적 안정화 조치의 취지는 하강국면 압력을 어느 정도 상쇄시키자는 것이지 경기를 부양하자는 것이 아니다. 물론, 미국과 유럽에서 디플레이션 영향이 GDP에 실제로 가져다주는 효과는 작지만 그것이 경기를 다시 부양시키지는 않는다. 더 큰 논란의 문제는 유럽 국가들의 GDP대비 부채비율이 높지는 않지만 적어도 일부에서는 그럴 가능성이 있고, 그런 경우 재정적인 효과가 크게 달라질 것이다. GDP 대비 부채가 많으면 적자재정을 활용할 때 재정적 효과가 약화될 수 있다. 그럴 경우 금리가 올라가고 경제가 어려워질 것이다. 이와

같은 어려움이 닥칠 것으로 예상되는 유럽 국가들에서 그러한 주장이 나오지 않은 것은 놀라운 일이다.

본인은 어느 면에서 다형성 추구형이다. 모든 나라의 자동적 안정화 자금이 2%라야 한다고 생각하지는 않는다. 어느 나라는 다른 나라보다 더 투입해야 할 것이다. 모든 나라가 같은 규모의 적자지출을 할 수 없을 것이다. 일부 나라는 GDP대비 부채 비율이 너무 높기 때문이다.

질문 환율에 대하여 묻고자 한다. 그 동안 원화가 상당히 불안정했는데 그에 대한 귀하의 견해를 듣고 싶다. 두 번째 질문은 중국에 관한 것이다. 많은 사람들은 오바마 행정부와 미국 의회가 중국의 환율에 대해 더 강경한 입장을 취하고 있는 것으로 생각하고 있다. 가이트너는 전에 훨씬 더 강경한 입장을 취했다고 말했고 오바마도 선거유세 때 그렇게 말한 바 있다. 이에 대한 귀하의 평가를 듣고 싶다. 세 번째 질문은 미국 경제에 관한 것이다. 미국 정부가 달러를 많이 발행하고 있는 것으로 보인다. 미국 연준은 일부 국채를 매입할 예정이라고 발표했는데 인플레이션 가능성에 대하여 어떻게 생각하는가?

답변 본인이 최근의 한국의 환율을 주의 깊게 주시하지는 않았지만 무역추이를 볼 때, 세계적 불황이 한국에 미치는 영향을 변동환율이 어느 정도 상쇄시켰다. 만약 한국이 고정환율을 유지하려고 노력했다면 상황은 현재보다 크게 나빠졌을 것으로 생각한다. 따라서 그에 대한 대답은 깊은 사려가 필요하다. 상황은 분명히 금융 및 재정 정책과 그와 관련된 여러 가지 조건에 달려 있다. 만일 한국이 이 시기에 고정환율을 유지하려고 노력했다면, 지금과 같은 상황에 이르기 위해서는 보다 팽창적인 금융 및 재정 정책을 시행했어야 하며, 장기적인 차원에서 경제에 더 부정적인 결과를 가져왔을 것으로 여겨진다. 정치인들이 필요한 조치를 취하지 않는 나라에서는 변동환율이 경제를 호전시키는 안전장치가 된다고 생각한다.

중국 환율에 대한 질문과 관련하여, 그것은 환율의 문제가 아니라 소득에 대비한 지출의 문제라고 생각한다. 중국은 지난 1960년대에서 1980년대 초까지 한국을 예의 주시해왔다. 그들은 한국과 같은 수출 주도형 성장을 시도하기로 하였으며, 물론 얼마 동안은 매우 만족스러운 성과를 거두었다. 그러나 그들은 한국보다 규모가 훨씬 크다는 것과, 그러한 정책으로부터 어느 정도 일찍 탈피했어야 한다는 사실을 잊고 있었다. 본인이 중국에 갔을 때 어떤 사람이 중국의 소비가 GDP 대비 35%로 감소했다고 말해 주었다. 이러한 소비수준은 매우 저조한 것으로 현재 중국의 경상수지 흑자는 GDP의 10%가 넘는다. 이는 엄청난 불균형이다. 분명히, 중국 정책당국자들은 이런 상태를 유지하려고 할 것이다. 왜냐하면 그렇게 함으로써 지금까지의 고용규모와 성장률을 유지할 수 있기 때문이다. 그러나 중국이 경제를 조정하여 국내 지출을 늘려야 하고, GDP 대비 투자가 너무 많아서 비효율적이 될 것이므로 투자를 줄여야 한다는 데 대체로 동감하고 있다. 국내 소비 지출을 늘릴 필요가 있다. 모든 소비지출이 반드시 민간 부문에서만 이루어질 필요는 없고, 일부는 사회 안전망 지출로 충당될 수 있을 것이다. 중국은 조정의 필요성이 있다는 것이 본인의 주장이다. 환율은 그러한 조정에 그리 큰 영향을 미치지 않을 것으로 생각한다. 그들은 소득에 비례하여 지출을 늘릴 필요가 있다. 환율 조정은 약간의 도움이 될 뿐이다. 그들은 이런 점에서 추가 조치를 취할 수도 있을 것이다. 하지만 모든 나라는 자신들이 원하는 정책을 선택한다. 환율을 통해서 조정하거나 다른 방법을 통해서 조정할 수도 있다. 대개의 경우 그 두 가지를 결합해서 조정하는 것이 최선의 방법이며, 중국도 어느 한쪽을 선택하기보다는 두 가지를 결합하는 것이 최선의 길이라고 판단한다.

미국 정부와 관련하여 본인은 미국에는 장기적으로 인플레이션이 일어날 것이라고 이미 말했다. 현재 모든 경기부양책이 안고 있는 문

제는 출구전략을 모색해야 된다는 것이다. 만일 미국이 그렇게 해서 불경기를 극복한다면 현재의 경제팀은 2년 후에 훌륭한 인물처럼 보이겠지만, 5년 후에도 과연 그렇게 평가될지는 의문이다. 정책입안자들이 2년 후에 정책을 전환하여 자금을 다시 회수할 생각을 하게 될까? 만일 그렇게 하면 그들은 훌륭하게 보일 것이다. 그들이 그렇게 하지 않으면 인플레이션이 일어나서 장기적인 문제가 발생할 것이다. 미국 장기채권에 일어나고 있는 현상을 보면 이러한 것을 알 수 있을 것이다.

부 록

《세계경제연구원 발간자료 목록》

1. Occasional Paper Series

00-01	한미관계: 현황 및 향후 전망	Stephen W. Bosworth
00-02	글로벌 뉴 이코노미: 도전과 한국의 활로	양 수 길
00-03	금융감독의 세계적 조류	이 용 근
00-04	성장하는 아시아와 침체 속의 일본	Kenneth S. Curtis
00-05	세계금융체제의 미래와 우리의 대응	Morris Goldstein
00-06	시애틀 이후의 WTO와 한·미 FTA 전망	Jeffrey Schott / 최인범
00-07	다자간 국제경제기구의 미래와 전망	Anne O. Krueger
00-08	남북한 관계: 현황과 전망	Marcus Noland
00-09	Knowledge 시대의 외국인 직접투자 유치	Andrew Fraser
00-10	미국 新행정부 및 의회의 대외·경제 정책방향	C. Fred Bergsten
01-01	2001년 미국, 일본경제와 아시아	Kenneth S. Curtis
01-02	부시행정부의 對韓경제정책과 한국의 대응	Marcus Noland
01-03	3C를 극복하자	Jeffrey D. Jones
01-04	하이테크와 비즈니스, 그리고 세계경제	John Naisbitt
01-05	한국과 IMF	Stanley Fischer
01-06	한국경제의 향후 10년	Dominic Barton
01-07	세계 달러본위제도와 동아시아 환율딜레마	Ronald McKinnon
01-08	新국제질서 속의 유럽과 한국	Pierre Jacquet
02-01	금융위기 再發, 어떻게 막나. 칠레의 경험을 중심으로	Carlos Massad
02-02	세계경제의 기회와 위협	Martin Wolf
02-03	미·일 경제현황과 한국의 대응	Marcus Noland
02-04	미국경제와 세계경제: 회복가능성과 위협	Allen Sinai

02-05	세계화: 혜택의 원동력	The Rt. Hon. Patricia Hewitt MP
02-06	9·11 테러사태 이후의 세계질서: 문명의 충돌인가?	Francis Fukuyama
02-07	아시아지역의 통화·금융 협력	Barry Eichengreen
02-08	세계경제, 회복되나?	Kenneth S. Courtis
02-09	미국 경제와 달러의 장래	Marcus Noland
02-10	도하라운드: 문제점과 전망	Jagdish Bhagwati
02-11	2003 한국경제와 세계경제 전망	Paul F. Gruenwald
02-12	미국경제 현황과 세계경제의 앞날	John B. Taylor
02-13	9·11사태와 미국의 한반도 정책	Thomas C. Hubbard
02-14	미국 경제, 달러 및 대외통상정책 방향	C. Fred Bergsten
02-15	미국의 IT산업 관련 정책과 한국	Peter F. Cowhey
03-01	이라크전 이후의 미국경제와 세계경제	Allen Sinai
03-02	OECD가 본 한국경제	Donald Johnston
03-03	아·태 지역에서의 미국의 새 역할	Charles Morrison
03-04	세계경제 전망과 부시행정부의 경기부양책	Phil Gramm
03-05	침체된 독일·유럽 경제가 주는 정책적 교훈과 시	Hans Tietmeyer
03-06	동아시아 금융협력과 한국	Eisuke Sakakibara
04-01	2004 미국경제와 세계경제 전망	Allen Sinai
04-02	김정일 이후의 한반도	Marcus Noland
04-03	미국 대통령선거와 韓·美·日관계	Hugh T. Potrick / Gerald Curtis
04-04	중국경제의 부상과 동북아 지역경제	Dominic Barton
05-01	대통령선거 이후의 미국 통상정책, 어떻게 되나?	Peter F. Cowhey
05-02	아시아 경제·무역환경, 어떻게 전개되나	Dominic Barton
05-03	2기 부시행정부의 경제정책과 세계경제 및 시장 전망	Allen Sinai
05-04	일본의 시각에서 본 한국경제의 활로	Fukagawa Yukiko
05-05	국제신용평가기관이 보는 한국	Thomas Byrne
05-06	세계 속의 한국경제: 역할과 전망	Anne O. Krueger

05-07	중국과 인도가 세계경제에 미치는 영향	Wendy Dobson
05-08	동아시아와 아·태지역 경제통합	Robert Scollay
06-01	고유가와 세계경제의 앞날	Philip K. Verleger
06-02	2006년 미국경제/세계경제와 금융시장 전망	Allen Sinai
06-03	한-미 FTA : 지속성장의 활로	Alexander Vershbow
06-04	일본의 대외경제정책과 한-일 FTA	Oshima Shotaro
06-05	일본 경제회생과 한국경제	Fukagawa Yukiko
06-06	세계 M&A시장 현황과 전망 : 우리의 대응	Robert F. Bruner
07-01	한-미관계 : 새로운 동반자 시대를 지향하며	Edwin J. Feulner
07-02	통일 이후 독일 경제침체의 교훈	Juergen B. Donges
07-03	2007년 세계경제와 금융시장의 지각변동	Allen Sinai
07-04	급변하는 세계 경제환경, 어떻게 대처해야 하나	Angel Gurria
07-05	동아시아 FTA 가능한가? : 중국의 시각	Zhang Yunling
07-06	구조적 변화 맞고 있는 세계석유시장과 한국	Fereidun Fesharaki
07-07	변모하는 세계경제와 한국	Anne O. Krueger
07-08	되살아나는 일본경제 : 전망과 과제	Fukagawa Yukiko
07-09	디지털 네트워크 경제와 글로벌 기업 전략	Ben Verwaayen
07-10	한-미 FTA : 미국의 시각	Jeffrey Schott
07-11	한-미 FTA와 한국경제의 미래	Barry Eichengreen
08-01	국가 미래를 위한 한국의 세계화 전략	Anne O. Krueger
08-02	2008년 미국경제와 세계금융시장 동향	Allen Sinai
08-03	유럽의 경제침체 : 우리에게 주는 시사점	Guy Sorman
08-04	차기 미국 대통령이 풀어야 할 세계적 도전	James A. Baker III
08-05	일본 증권시장의 현재와 전망	Astushi Saito
08-06	대선 이후 미국의 정치·경제, 어떻게 전개되나?	Phil Gramm
08-07	세계 및 아시아 경제·금융 전망	Charles Dallara
08-08	한국경제의 경쟁력 강화, 어떻게 하나?	Guy Sorman
09-01	2009년 한국 경제와 세계 및 아시아 경제 전망	Subir Lall

09-02	혼란과 전환기의 경쟁력 강화: 과제와 전망	Deborah Wince-Smith
09-03	위기 속의 미국 및 세계 경제와 금융: 전망과 정책대응	Allen Sinai
09-04	미국 오바마 행정부의 통상정책	Jeffrey Schott

2. 세계경제지평

94-01	유목적 세계의 도전	Jacques Attali
94-02	세계주의와 지역주의 混在	이 영 선
94-03	기회와 위협으로서의 中國	김 완 순
94-04	21세기 준비 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-05	화폐의 종말/자본주의 이후의 사회	홍기택 / 주한광
94-06	UR이후 아·태 경제협력의 과제	유 재 원
94-07	환경과 무역	나성린 / 김승진
94-08	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 중 윤
94-09	세계경제환경 변화와 우리의 선택	사공 일
94-10	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 중 석
95-01	한국경제의 위상에 걸맞는 국제적 역할: 도전과 기회	사공 일
95-02	기업의 세계화와 경쟁규범	김 완 순
95-03	무엇이 세계화인가	김 병 주
95-04	한국과 미국: 2000년의 세계경제	James Laney
95-05	세계경제는 좌초할 것인가	김 적 교
95-06	엔화강세 지속가능성과 우리의 대응	박 진 근
95-07	세계화와 한국경제: 호황인가 거품인가	구 본 호
95-08	확산되는 특혜무역협정과 정책과제	남 중 현
95-09	역사인식과 한·일관계	홍 원 탁
95-10	일본산업의 네트워크 구조와 그 효율성	이 중 윤
95-11	국제경쟁력의 갈등	이 재 응
95-12	해방후 우리 경제 반세기의 회고와 전망	김 광 석
96-01	국내 선물시장의 구상과 전망	이 선

96-02	중소기업시대 열릴 것인가	유 동 길
96-03	단체교섭제도 有感	배 무 기
96-04	세계화와 기업의 변신	지 청
96-05	우리나라 금융시장개방의 추진방향	박 영 철
96-06	다변주의 對 지역주의, 兩立은 가능한가?	김 세 원
96-07	派生金融商品의 위험과 효용	민 상 기
96-08	최근 경제위기감의 실체와 대응방향	김 광 석
96-09	경제발전, 제도개혁, 경쟁질서의 확립	이 성 섭
96-10	轉機를 맞이한 정부의 기능	김 병 주
96-11	WTO의 새로운 협상의제	김 완 순
97-01	노동법개정 難局의 해법: 교섭창구 단일화를 前提한 複數勞組 허용	김 수 곤
97-02	감속성장, 왜 바람직한가	김 적 교
97-03	韓寶사태의 敎訓	이 재 응
97-04	세계화시대의 경제운영	남 덕 우
97-05	기업성장의 虛實: 韓寶事態에서 얻는 敎訓	지 청
97-06	북한의 식량난과 집단농장체제	문 팔 용
97-07	한국의 금융개혁	윤 계 섭
97-08	高齡化 社會의 도래와 財政危機	박 중 기
97-09	外換危機의 일반모형을 감안한 우리의 대응방향	박 진 근
97-10	벤처기업시대를 열어가려면	유 동 길
98-01	한국의 經濟奇蹟은 끝날 것인가?	남 중 현
98-02	파라다임의 대전환없이는 위기 극복이 불가능하다	송 대 희
98-03	기업구조조정과 바람직한 은행-기업관계	남 상 우
98-04	새로운 기업지배구조의 모색과 사외이사의 역할	이 영 기
98-05	고투자-고저축 고리의 단절을 위한 제언	이 영 탁
99-01	연금개혁의 전망과 과제	박 중 기
99-02	지하철파업과 다시 보는 노조전임자 문제	김 수 곤

99-03	금융구조조정과 중소기업금융	박 준 경
99-04	21세기를 향한 환경정책과제	김 종 기
99-05	소득분배 문제의 실상과 대응방향	김 광 석
00-01	2000년 경제전망 및 향후 과제	김 준 경
00-02	세계금융체제에 관한 논의, 어떻게 되고 있다	사공 일
00-03	아시아 금융위기와 한국경제의 미래	사공 일
00-04	高비용 低능력 구조의 부활	이 중 윤
00-05	아시아 경제회복, 지속될 것인가?	사공 일
00-06	국제경제환경과 한국경제	조 윤 제
00-07	기업경영 감시를 위한 기관투자자의 역할	이 재 응
00-08	미국의 구조조정 경험과 교훈	이 영 세
01-01	한국산업의 경쟁력 위기와 향후 진로	김 도 훈
01-02	주 5일 근무제 도입 신중해야	박 영 범

3. 연구보고서 (세계경제 시리즈)

94-01	UR 이후 아·태경제협력의 과제와 한국의 선택	유 재 원
94-02	환경-무역관계가 한국 무역에 미치는 영향	김승진 / 나성린
94-03	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 중 윤
94-04	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 종 석
95-01	국내 외국인직접투자 현황과 정책대응	주한광 / 김승진
95-02	비즈니스 리엔지니어링 기업: 한·일 기업의 수영가능성 비교	이 재 규
95-03	WTO 체제와 우리의 대응	김 지 흥
96-01	국내선물시장에 대한 구상과 전망	이 선
96-02	일본산업의 네트워크구조와 그 효율성	이 중 윤
97-01	루마니아의 경제현황과 주요개혁과제	김광석 / 김병주 / 고일동
98-01	우리경제의 成長要因과 成長潛在力 展望	김 광 석
98-02	한국과 ASEAN諸國間 무역구조의 변화추이와 대응방향	김 승 진

98-03	The Global Trading System: Challenges Ahead	Wan-Soon Kim / Nakgyoon Choi
98-04	정보화의 세계적 추세와 우리의 대응방안	박종국
00-01	Financial Crisis and Industry Policy in Korea	Young Sae Lee / Young Seung Jung
01-01	한국에서의 기술이전과 정보의 역할	이영세
01-02	우리나라의 산업·무역정책 전개과정	김광석

4. 초청강연자료 (특별강연 시리즈)

94-01	21세기 준비 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-02	미국과 일본간의 기술경쟁과 한국에 미친 영향	Ronald Morse
94-03	일본경제, 무엇이 문제인가	Toyoo Gyohten
94-04	미국경제와 세계경제: 현황과 전망	Allen Sinai
94-05	국제환율제도 이대로 좋은가	John Williamson
94-06	The Promises of the WTO for the Trading Community	Arther Dunkel
95-01	멕시코 폐소화 위기와 세계금융시장 동향	Charles Dallara
95-02	세계경제 동향과 미국경제 전망	Allen Sinai
95-03	새로운 게임, 새로운 규칙과 새로운 전략	Lester Thurow
95-04	미국-북한관계 전망	Robert Scalapino
95-05	미국의 동아시아정책과 한반도	James Baker III
95-06	미·일 무역마찰과 한국	Anne Krueger
95-07	동북아경제권 개발 전망-일본의 시각	Hisao Kanamori
96-01	Prospects of Global Economy in 1996	Allen Sinai
96-02	유럽연합(EU)의 앞날과 세계경제	Örström Möller
96-03	세계경제와 OECD의 역할	Donald Johnston
96-04	동아시아 경제성장의 정치적 배경과 영향	Francis Fukuyama
96-05	국제사회에서의 한국의 새 역할	A.W. Clausen
97-01	다국적기업과 동아시아 경제통합	Wendy Dobson

97-02	아·태 지역에 대한 미국의 안보정책	William J. Perry
97-03	뉴질랜드의 공공부문 개혁	Donald K. Hunn
98-01	범 세계적 기업과 다자간 투자협정	Edward M. Graham
98-02	변화속의 안정: 새로운 한·미 관계의 모색	W. Anthony Lake
98-03	한국: 동북아의 새로운 협력중심으로	Donald P. Gregg
98-04	경제적 측면에서 본 독일 통일의 교훈	Juergen B. Donges
98-05	세계화와 종족화-20세기 말의 딜레마	Guy Sorman
99-01	북한의 정치·경제상황과 동북아 안보	Marcus Noland
99-02	엔-달러 환율과 국제금융시장	Kenneth S. Courtis
99-03	한국과 아시아 경제: 전망과 정책대응	Donald Johnston / Hubert Neiss
99-04	미국과 일본 경제의 비교 평가	Hugh T. Patrick
99-05	세계경제: 도전과 전망	Rudiger Dornbusch
00-01	금융세계화, 어떻게 대처하나	James P. Rooney
00-02	2000년 국제금융 및 신흥시장 전망	Charles Dallara / Robert Hormats

5. 전문가 진단

- 한국 FTA 정책의 虛와 實 남중현
- A Foreign Businessman's Observations on the Korean Economy & Other Things William Oberlin
- 세계속의 한국경제 : 과제와 전망 사공 일 編

6. 기타 보고서

- The Global Economy and Korea 사공 일 編
- The Multilateral Trading and Financial System 사공 일 編
- Major Issues for the Global Trade and Financial System 사공 일 編
- 탈냉전시대 韓美 정치·경제협력관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 새로운 韓美 협력체제의 모색 사공 일 / C. Fred Bergsten 編

- 세계화시대의 英美관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 한반도 통일 및 韓美 관계의 현황과 과제 사공 일 編
- International Next Generation Leaders' Foun(I) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(II) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(III) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Foun(IV) 세계경제연구원 編
- 세계반도체산업의 발전전망과 한국의 대응전략 세계경제연구원 編
- 한국의 금융개혁 세계경제연구원 編
- Policy Priorities for the Unified Korean Economy 사공 일 / 김광석 編
- The Fifty Year of the GATT/WTO: Past Performance and Future Challenges 사공 일 / 김광석 編
- 아시아 금융위기의 원인과 대책 사공 일 / 구영훈 編
- 아시아 금융위기와 한·미관계 세계경제연구원 編
- For Better Tomorrow: Asia-Europe Partnership in the 21st Century ASEM Vision Group
- 제6차 한·미 21세기 위원회 보고서 세계경제연구원 編
- 동북아시아포럼 2000 세계경제연구원 編
- Reforming the International Financial Architecture: Emerging Market Perspectives 사공 일 / 왕윤중
- 세계 자유무역 의제를 위한 여건조성 세계경제연구원 編
- Rebuilding the International Financial Architecture (EMEPG서울보고서) Emerging Markets Encinent Persons Group 編
- 새로운 국제질서와 한국의 대응(I) 세계경제연구원 編
 - 새로운 세계질서: 기회와 도전 -
- 새로운 국제질서와 한국의 대응(II) 세계경제연구원 編
 - 세계경제 및 주요국 경제의 앞날 -
- 새로운 국제질서와 한국의 대응(III) 세계경제연구원 編
 - 한국 경제의 진로 -

- 세계경제연구원 개원 10주년 국제회의 세계경제연구원 編
- 세계환율체제 개편과 동아시아 경제 John Williamson
- 아시아 화폐단일화, 가능한가? Robert Mundell
- 창업활성화, 어떻게 하나 세계경제연구원 編
- 세계경제, 무엇이 문제인가? Berry Eichengreen
- 미국의 힘은 얼마나 강하며, 중국의 부상은 어떻게 보아야 하는가?
Paul Kennedy / Bernard K. Gordon
- 2006 IGE/삼성전자 GLOBAL BUSINESS FORUM
Richard N. Cooper / George Scalise
- 아시아 경제통합과 세계 속의 한국경제
Eisuke Sakakibara / Charles Dallara
- 2007 IGE/삼성전자 Global Business Forum Guy Sorman / Tarun Das
- Globalization and Korean Financial Sector (세계화 시대의 한국 금융산업)
세계경제연구원 編
- 2007 IGE/Prudential International Finance Lecture
David Hale / Jerald Schiff
- 2008 IGE/Prudential International Finance Lecture
Robert C. Pozen / Jeffrey R. Shafer
- Lessons from the Recent Global Financial Crisis: Its Implications for the
World and Korea
세계경제연구원 編
- 2009 IGE/Prudential International Finance Lecture
Danny Leipziger / Anne O. Krueger

**2009 IGE/Prudential
International Finance Lecture**

2009년 8월 31일 인쇄

2009년 8월 31일 발행

발행인 남종현

발 행 세계경제연구원

서울시 강남구 삼성동 159

무역센터 2505호

인 쇄 오름시스템(주) 2273-7011

ISBN 978-89-86828-62-7

정가 10,000원

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류
 - 법인회원
 - 개인회원
- 법인회원에 대한 서비스
 - 연구원 주최 행사에 우선 초청
 - 연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능
 - 연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공
 - 법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최
- 개인회원에 대한 서비스
 - 연구원 주최 행사에 초청
 - 행사 참가비 할인
 - 연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공
- 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능
- 회원 가입 문의
 - 주소: 서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505
세계경제연구원
 - 연락처: 551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
 - E-mail: igenet@igenet.com
 - <http://www.igenet.com>

사람들의 인생을 지켜라

푸르덴셜 라이프플래너®들이 지난 20년간 가슴속에 새겨 온 말입니다.



생명보험은 어려울 때일수록 사람들에게 힘과 용기가 되어야 한다고 생각하기 때문입니다. 20년 동안 지켜온 푸르덴셜생명의 보험철학, 앞으로도 변함없이 지켜가겠습니다.

푸르덴셜생명 라이프플래너®의 자신감

- 우수보험설계사* 비율 업계 1위 29.6% (2009년 7월 금감원 발표 기준, 업계평균 4.3%)
- * 설계사 근속년수, 계약유지율, 민원건수 등을 기준으로 생명보험협회가 인증

IGE 세계경제연구원
Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
TEL : (02) 551-3334/7, FAX : (02) 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
(Website)http://www.igenet.com



정가 10,000원