



Occasional Paper Series

10-03

The Global Economy: Where Do We Stand?

세계경제, 어떻게 볼 것인가? : 진단과 전망

Anne O. Krueger

October 2010

세계경제연구원 · 한국무역협회

Institute for Global Economics / Korea International Trade Association

Anne O. Krueger

- 현 Johns Hopkins대 교수
- Wisconsin대 경제학 박사
- 우리와는 너무나 친숙한 세계적 석학으로서 지난 2001~2006년 간 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

The Global Economy: Where Do We Stand?*

Anne O. Krueger

I always enjoy being in Korea, learning more about Korea's extraordinary economic progress, and observing the tremendous strides that are being made. But this time, there is an additional pleasure because Korea, and Asia more generally, is the part of the world that is performing best economically at the moment. It is nice to be in a place where the general outlook is more upbeat than it is in some of the countries where I have recently been—countries that have had a more serious downturn and a slower turnaround from the recession. When one looks back on what has happened in Korea over the past 60 years it is truly remarkable. I hope everyone in the world can learn from Korea and what Korea's achievements are.

Today, my topic is the global economy and where it stands. There are always uncertainties in the economic outlook, and there are always both positive and negative factors that have to be weighed. But this is a time when uncertainty is about as great, if not greater, than it has ever been with regard to the future of the world economy. So I want to start today with a brief reminder of the factors that contributed to the Great Recession, as it is now called. For those factors not only contributed to the initial plunge in economic activity, but the downturn was so steep that it complicates efforts to analyze what is happening currently. Because the beginning of the upturn was bound to be steeper than normal due to the steep downturn, the recovery was likely to slow. There is more to factor in simply on that account. After I have done that, I want to draw attention to the characteristics of the downturn that made it so sharp, as those characteristics also make interpretation of the current situation more difficult.

With those factors in mind, attention can be turned to the first year or so of the recovery. The recovery was stronger and quicker than most analysts forecasted 18 months ago. At present, the upturn is slowing. Of course, that raises questions in

* Transcription of a speech given at the Distinguished Lecture Forum on Tuesday, August 31st, 2010

everyone's mind. To what extent is the slowdown a temporary pause, or is there likely to be a double dip recession? Finally, I will turn to the longer-term outlook. While still uncertain, both the predictability of the issues and the latitude for policies to influence the outcome are greater in the long-term than in the short-term, which is unusual. Let me turn to factors contributing to the downturn.

The global downturn actually started in the real economy as the construction boom—especially in housing—faltered. When prices stopped rising, as they inevitably had to, the repercussions were immediate: the demand for housing fell immediately because some purchases had been in anticipation of future price gains, and when that stopped happening, speculation ceased, and construction activity turned sharply down. In a few countries, most notably Australia, the monetary authorities tightened policy as early as 2003 in response to a rise in housing prices deemed to be too rapid. That cooled the housing boom there at that time, and Australia has not had a single quarter in which economic activity dropped during the entire period since the beginning of the global downturn. In most other countries where the boom—or bubble as some call it—was underway, the authorities were monitoring the overall level of economic activity and inflation, but they did not intervene in response to the rise in housing and real estate costs. To this day there is a major argument going on among monetary theorists and monetary policy makers as to what the appropriate response of a central bank should be when there is a bubble in housing prices, or some other asset, at a time when real economic activity looks fairly stable and inflation is not rising. This debate has yet to be resolved.

In the United States, housing prices peaked in the summer of 2006, and economic activity began to slow. It was not until March 2007, however, that the first headline signs of trouble in the financial sector appeared, with the failure of Bear Stearns. It should be remembered that there were other institutions in other countries that had failed even earlier—Paribas in Paris, Northern Rock in England, and so on—it was not a unique American phenomenon. But throughout the summer of 2007, there was additional evidence of difficulties in the financial sector, continuing slowdowns in real economic activity, and slowdowns were reported especially where construction was involved.

During that period, business journalists warned of the onset of a recession, although national income accounts continued to show modest increases, albeit very small ones, in the level of economic activity both in the United States and Europe. All of that changed abruptly in early September when Lehman Brothers failed. That failure sent shock waves throughout the international financial community and started an abrupt decline, which contrasted with the very gradual types of events that had happened earlier. There were a number of reasons for the events that followed.

First, there were questions as to why Bear Stearns and AIG, the largest insurance company, had been rescued while Lehman Brothers had not been saved by the Federal Reserve. Lehman Brothers seemed like a natural candidate for being saved, and Bear Stearns seemed less obvious. Second, there were serious concerns that other financial institutions, previously thought entirely creditworthy, might also be in difficulty. After all, if Bear Stearns and AIG could fail, what was to stop others from failing too? Because members of the financial community, and others, could not understand why the Fed had allowed some institutions to fail and rescued others, there was great uncertainty as to what other financial institutions might be left to collapse. This resulted in an unwillingness of financial institutions to lend to each other, even overnight, which is crucial for the functioning of the financial system. Third, as the extent of financial paralysis became evident, consumers and investors pulled back sharply for fear of what might happen next. So construction fell first, then there was the financial reaction, and then consumers and businesses pulled back expenditures because of the financial paralysis. It became a self-reinforcing downward spiral. Next, there is the question as to why the downturn was so steep.

The downturn began almost simultaneously in several countries, but it was the sharp turn in economic activity in the United States that dominated perceptions of the global economy. For that reason, I will focus on the United States in discussing why the downturn was so steep, commenting on events in other parts of the world only where there are significant differences or important factors that need to be mentioned.

It had earlier been recognized that American consumers had been saving very little and had actually been dissaving in some periods prior to 2006. Many had refinanced mortgages at very low real interest rates, using—as some people put it—their home equity as an ATM machine. Homeowners whose homes had appreciated would borrow against that equity and would then spend that money on other goods. As housing prices started to fall, home equity loans dried up, and consumption expenditures fell as consumers could no longer sustain these additional expenditures. Once that happened, of course, businesses feared for future sales, and began reducing inventories and cutting back on investment plans. The cut in inventories was especially sharp and happened more quickly than in past recessions.

So all domestic sources of demand—construction, inventories, consumption, business, and investment—fell abruptly within a very short period of time. As that happened, the panic imparted by the financial system's misfortunes was intensified. Further panic led to further reductions and so on. It was a very quick but very cumulative affair.

The downturn was very pronounced, more so than any recession in the post-World War II period, and perhaps even before that. The volume of world trade dropped very sharply, and although the reasons for that very sharp drop are not yet fully understood, it appears that business cutbacks on inventories, with a consequent failure to place new orders, were a major factor. Further intensifying the reduction in trade volumes, trade credits seem also to have shrunk disproportionately, as the financial difficulties affected all types of credit, and there was simply no trade credit available.

In any downturn, consumption falls as average hours worked drops and unemployment rises. But in the Great Recession, the cutback in consumption was considerably greater than could be accounted for by job loss and reduced hours. Even consumers whose employment continued—fearful of possible future job losses and of losses of asset values because of the financial downturn—reacted by cutting consumption. Even those who were very secure financially, living on pensions from the government, cut back on expenditures. There was a significant

danger that the panic itself could become a self-fulfilling prophecy. The financial panic intensified the drop in consumption that would have naturally resulted from increasing unemployment, while the sharper than normal drop in consumption intensified the panic.

In addition, there were several nasty “surprises” as the downturn progressed, and seemed to come each time there was some restoration of confidence. The list of surprises included Bear Stearns, Fannie Mae and Freddie Mac, AIG, and Lehman Brothers. These did not happen all at once, but happened at seemingly regular intervals, leaving people to wonder when and what the next surprise would be. The panic abated as the authorities took measures to increase liquidity in the financial system and performed stress tests—carried out under the Troubled Asset Relief Program (TARP)—to clarify the financial health of the banks. Simultaneously, a stimulus package of huge proportions was passed by the American Congress.

For my purposes, two features of that package need to be highlighted. First, several of the measures in the stimulus package provided incentives for consumers to accelerate expenditures on big ticket items, housing and cars in particular. Second, the increase in government expenditures greatly increased an already large fiscal deficit in the United States.

In the stimulus package, Congress appropriated funds to finance subsidies to consumers buying automobiles, among other things, and this happened in a number of other countries as well. Likewise, there was a significant credit of \$8,000 for first time home buyers. Both of these measures were time-limited, and consumers knew when each measure would expire. The predictable, and inevitable, consequence of these measures was that some consumers who were considering buying a house or a car over the medium-term decided to buy while the subsidies were still available. Thus, demand was pulled forward. It was only to be expected that when the subsidies ended there would be some drop off in demand. Remember that when considering the housing numbers and automobile sales for August and September in the United States because the subsidies ended in June.

The subsidies undoubtedly contributed to the strength of the upturn, as did inventory restocking when the degree of alarm about economic prospects diminished. Just as the panic had induced a sharper than usual drop in consumer spending, the return to more normal expectations led to a greater than usual increase in spending when it became clear that economic activity was starting to pick up, and consumers no longer had to fear that they would not receive a check the following month.

Partially offsetting this was continuing concern about certain aspects of the financial system. On one hand, financial balance sheets still needed repair. On the other hand, consumers had dissaved considerably during the upswing, and it seemed clear that they would need to increase their savings rate. They have clearly done so. From zero or negative savings in the past, American consumers have raised their savings rate to 4~6% of disposable income and perhaps even more. That may not sound like much to Koreans, but relative to the savings rate in the United States several years ago, which was -3% or -4%, it is quite a big change in saving behavior.

There was, and is, considerable uncertainty as to the future course of personal saving. Will consumers go back to their old ways once they have a bit of savings and pay off some of their credit card debt? Will they go back to 0% savings? What will happen? This is an uncertainty. On the other hand, each quarter in which consumers save 4~6% or more of their disposable incomes means that consumers' balance sheets have been improving. They have reduced indebtedness on cars, credit cards, and even in some cases, their mortgages. However, some of the latter has been in the form of defaults and repossessions, which is different. On the other hand, given losses taken by consumers on values of their houses, their holdings of equities, and other financial assets, it is not possible to estimate with any confidence the likely rate of saving or the desired level of assets relative to income, which is another source of uncertainty. Some economists are convinced savings will stay high while others are convinced it will drop again. One's view on this changes the outlook for the future.

Until this past summer, the forces for rapid recovery—reduced panic, increased

confidence, incentives to buy durables early, inventory restocking, stimulus expenditure, and so on—clearly outweighed the negatives. But then the incentives for early purchase disappeared and the initial, relatively sharp turnaround in consumption expenditures petered out. At the same time the expenditures under the stimulus package reached their peak and began to decline. That, too, has contributed to the slowdown. It is not a slowdown in the sense of reducing economic activity, but it is a slowdown in the rate at which output is increasing. Some momentum has been lost. To confound matters further, there have been other developments that make it even harder to interpret the picture.

The American census was held in the spring of this year, and to undertake the census the government hires about 750,000 workers from late winter until late spring. As those government workers were released when census taking was completed, in June and July mostly, the number was large enough to affect the overall employment numbers—the private sector's additions to employment were almost completely offset by reduced government employment. So the overall unemployment percentage has remained about the same. Employment has been going up, but the labor force has been growing somewhat. Layoffs of workers who knew they would be temporary workers probably do not have the same effect as layoffs of workers who expected to keep their jobs. If someone took a job with the census it was not expected that the stream of income would last forever. Whether the negative effects of those layoffs will be the same as the negative effects of more general unemployment is another question that we do not know the answer to.

While the United States is important, it is of course only one country. In 2006 and early 2007 there was considerable debate as to whether developing countries, especially emerging markets, had decoupled from the business cycles of the industrial countries. The word decoupling was meant to convey the idea that other countries might not be very much affected by downturns in the industrial countries. However, they were affected, but emerging markets have, in most cases, emerged very strongly from the recession.

The experiences of different countries have varied, depending on their initial

fiscal position, initial indebtedness, and the composition of their trade. China was seriously affected by the drop off in export demand, but was able to undertake a major stimulus package of public expenditures because of its favorable debt and reserve situation. India was less affected by the downturn in trade, and needed less stimulus which was fortunate given the fiscal situation. In fact, the Indian economy was overheating at the beginning of the recession and, in a way, India was lucky that something came along to give them the excuse to take off some of the pressure. Indonesia and most other South and East Asian countries were seriously affected by the initial drop in export demand, but as inventory restocking started, and domestic measures were taken, they have contributed to global demand and to offsetting the deflationary forces in the global economy. Singapore is perhaps the most dramatic example, where real GDP in the 2nd quarter this year is estimated to have been 20% above real GDP in the 2nd quarter last year as exports orders have come in again. Japan did not initially experience a major downturn, but has not to date been able to sustain growth. But the major concern has been Europe.

The recession hit hard, in part because many European banks incurred large losses on mortgage-backed assets and other financial products generated in the United States. Some countries, Germany and Scandinavia for example, were not hard hit because their banks had little exposure, and the housing boom was not much of a factor there. Others undertook expansionary fiscal and monetary policy. Fiscal deficits, which were already sizeable in some countries—the United Kingdom comes to mind—exploded.

For some, including Ireland, Greece, Spain and Portugal, existing levels of debt made large fiscal deficits very dangerous, and spreads on their debt began to rise sharply. Ireland undertook deep fiscal retrenchment, as did a couple others, in time to avoid an approaching crisis. However, by January 2010, it was evident that some of the Southern European countries in the eurozone were confronting imminent fiscal crises, and they could not do what had earlier been done in such situations because devaluation in the eurozone does not seem to be an option. The Greek situation made the headlines, of course, but there was also fiscal retrenchment in the other southern countries when they saw what was happening to spreads on Greek bonds. The Greeks ultimately, but only after five months,

received support from the EU and the IMF, and undertook fiscal retrenchment which, to date, has enabled them to service their debt and even enter the markets for new funds, albeit, with spreads significantly greater than they had been a year or two ago. Most economic analysts point out that despite the optimistic Greek plans, and they do seem to be optimistic, Greek debt will reach 150% of GDP within a year and half, at which time the financing package from the EU and the IMF will have been used up. At that point, some sort of restructuring will be necessary. That raises uncertainty for Greece, but also for Spain and Portugal who have similar difficulties, and casts a cloud over Southern Europe, raising questions about the euro area as a whole.

In the period before the EU and the IMF acted, there was considerable uncertainty about the future course of the eurozone. This resulted in, among other things, a significant depreciation of the euro relative to the U.S. dollar. It also increased uncertainty in international markets more generally. The events in Europe have no doubt contributed to the loss of momentum in the recovery, both because of uncertainty and because of the effects of U.S. dollar appreciation on the U.S. economy. The restoration of stability in the short run in Europe is a positive factor. How great that will be and for how long it will last remains to be seen. The most recent national accounts data indicate that consumption spending in the United States rose 2% in the 2nd quarter which is a very large increase, but half of that went to imports. How much of that is the result of dollar appreciation and how much of that is a more permanent trend is an important question. It raises questions over the longer-term about balances between the United States and China.

I noted earlier that there were two major effects of the stimulus packages undertaken in response to the Great Recession. The first of these was the increase in spending, both by government directly and by private individuals, as confidence was restored and also due to time-limited incentives. The second was sizeable increases in fiscal deficits. Countries such as Greece could not increase fiscal deficits because of their initial heavy indebtedness. But other countries, including the United States and the United Kingdom, were able to increase indebtedness but at the cost of sharp increases in their debt-to-GDP ratios. These

increases raise questions about longer-term economic prospects, and those issues will be discussed later when assessing the longer-term future economic prospects. But even in the short-run, the high indebtedness raises concerns. There are concerns that indebtedness itself may induce consumers to fear for the future and hence rein in spending. It may be one factor pushing up current savings rates. But more are worried that debt servicing could raise interest costs and, indeed, lead to inflation unless credible measures are undertaken that give assurance that fiscal deficits and the debt-to-GDP ratios will peak and start to fall in the intermediate-term. While few are advocating immediate reductions in fiscal deficits, many are urging time-bound commitments that provide confidence that deficits will be reined in. That, of course, removes most of the scope of any additional fiscal measures should the pessimists be right going forward. There are many questions as to the force of these concerns in the short run. However, there is little doubt that debt-to-GDP ratios must be stabilized in the not-too-distant future, or the consequences could be serious. Now I would like to turn to the short-term outlook.

It should be evident from what was said already that the momentum of recovery has slowed in the United States. In the global economy, there seem to be some offsets—the major European economies seem to have been expanding at rates greater than anticipated, and the outlook for most Asian economies, except Japan, remains very positive. If anything, Asian economic activity seems to be increasing at an accelerating rate. It is the United States that is the critical question.

For the United States, the issue is whether the recovery will stall, with the economy falling back into recession—a double dip—or whether the slowdown is the result of the unusual combination of factors that led to the earlier sharp acceleration plus the temporary factors already mentioned. In that case, it may be expected that growth in the second half of this year will be slow—perhaps at an annual rate of around 1%—and accelerate thereafter.

So far, the balance of the evidence suggests that output in the United States will not fall, and a double dip will be avoided. But there is more downside risk, especially if there are more negative surprises. Reports of a drop in house

sales from a year ago, for example, are taken as negative news, which they are, but how much of the drop is the result of abnormally high sales in response to incentives is not clear. How to interpret this slow-down is very difficult at this time.

Because growth is slowing, economic news is mixed. One week, the number of newly unemployed workers registering for unemployment is down, but the next week it is up. Average hours worked rose for several weeks, which is normally a sign that employment will rise, and then it fell again. This week the news is that credit card delinquencies in the United States are falling. That normally does not happen until unemployment starts falling, but it is happening earlier and no one knows why. All of the normal signals seem to be out of sync, so it is very hard to know what is going on. Moreover, bad news seems to get more press than good news, which itself may contribute to the slowdown. Last week there was a headline about the decline of housing prices in the United States in the preceding period. In the article, 36 metropolitan areas were reported on, and the article reports that in 18 of those areas housing prices had risen, in 14 they had fallen, and in 4 they remained unchanged. The headline was that housing prices fell. In fact, on average, prices rose about half a percent. But the fall in the 14 metropolitan areas is what made the headlines, and for many people this is what influences their outlook, and therefore things are somewhat pessimistic.

Despite the bad news, there are some positives for the United States. Among them, the depreciation of the dollar, after its appreciation during the Greek crisis, is good news. There is also some evidence that the actual fiscal deficit may be smaller than expected, apparently because tax revenues have not fallen as much as anticipated, which is consistent with real incomes holding up more than was thought. It would imply more economic activity than factored in to the forecasts. Financial institutions are improving their balance sheets and have reported high profits, much of which has gone back to restore equity, although expansion of credit has been at a slower rate than expected. I will talk about the reform of the financial system when I move to the longer-term outlook.

On the negative side, unemployment remains stubbornly high at about 9.5%.

Payrolls are evidently rising—but that is because the labor force is growing—the unemployment rate is not rising, and consumption seems to be increasing. Nonetheless, the fact that many people are unemployed, that there is more longer-term unemployment than there has been in the United States, and that payrolls are not rising more rapidly all add credence to the view that growth is slowing at the moment, which it almost surely is.

Balance sheet concerns are still an issue, and while the rate at which the number of foreclosures on homes has slowed, the total number of foreclosed homes remains high. Many of these people paid no down payment. They took a subsidized interest rate and could not afford the payments even when they were expected to start paying no interest at all. But there is no basis to believe that residential construction will be a significant contributor to growth for the next several years as there is too much of an overhang of housing stock. The most that can be hoped is that it will not be too much of a drag.

On balance, however, the outlook is still positive, even if not as positive as would be desirable. Goldman Sachs last week put the odds of a double dip recession at 30%. The IMF is also continuing to assert that output will continue to rise, although not as rapidly as might be wished, and I would guess that we will see the second half come in at 1~1.5%, on an annual rate. But it is still uncertain. Let me now turn to the longer-term.

With the relatively slow rate of recovery that can be expected in the United States, the fiscal and debt difficulties Southern Europe continues to face, and the apparent sluggishness of the Japanese economy, the really bright spot in the global economy for the next several years continues to be Asia outside Japan. China's main problem is the risk of overheating; India's economic growth seems set to accelerate somewhat; and Southeast Asia, especially Indonesia, look to be sustaining growth. Europe looks mixed. Germany is doing better than most people thought. France seems to be doing okay, and even the United Kingdom is coming in slightly above forecast, as is Scandinavia. On the other hand, the Southern Europeans and Eastern Europeans still have difficulty. If the U.S. economy continues to grow for the next half year and then accelerates, that would

also add some momentum to world economic growth.

But, assuming that this is correct, and the upturn continues more or less satisfactorily, there will still be a host of longer-range problems. These center on the interrelated concerns of fiscal consolidation/debt levels and demographic trends going forward, the international trading system itself, the stability of the international financial system, and global imbalances. Those four things should be enough to give us all a headache.

Turning first to fiscal and demographic issues, it has been recognized for some time that the populations in industrial countries are aging, as it is in Korea, China, and a few others. The fraction of working age population is set to fall. This has already begun in Japan, and most European countries are confronted with almost immediate demographic issues. The United States has another 5 or 8 years before this becomes a problem. The aging of these societies will place additional fiscal burdens on the social insurance and health systems everywhere. There will be fewer workers per retired person so the amount of taxes in pay-as-you-go systems will have to rise to support the elderly.

At the same time, many of these countries have very high debt-to-GDP ratios already, and must simultaneously cut their fiscal deficits sharply once recovery is under way. That will present a very significant challenge. In the United States, the problem is not as severe as in some other countries, but even in the United States it is estimated that, at full employment, the fiscal deficit on current spending and taxing plans is about 7 percent of GDP. The increasing fraction of the elderly adds another 1 to 2 percentage points to the fiscal deficit before 2020. Hence, credible fiscal consolidation in the United States on the order of 8~9% of GDP is needed if the debt ratio is to be contained. That is a huge number. It is already set to reach 90% by the end of next fiscal year. The U.S. debt is rising, and everyone agrees that measures must be taken in order to make it credible that this will not continue. The fiscal challenges of the major European countries and Japan are even more daunting, as debt ratios are as high, or higher, and the demographic shift will be even more pronounced.

For most countries the debt burden will become increasingly heavy over the next decade unless action is taken. It is difficult to know in any country when the situation might change from “heavy” to “crisis”. That would vary from country to country depending on expectations, past records, etc. It will certainly depend on how market participants view the country’s future fiscal deficits—if it is believed that measures are or will be taken to address the problem, it is very likely that the country could avoid major difficulties. If, however, fiscal deficits are not addressed so that debt-to-GDP ratios will continue to rise, creditors will become increasingly unwilling, as they were in Greece until action was taken, to roll over or extend credit. As they do that, spreads rise. As spreads rise the growth rate falls. As growth rates fall, the debt-to-GDP ratio rises even faster. A vicious circle can set in, and it can set in quickly. Thus, much depends on the behavior of governments in individual countries. The Greek experience certainly spurred some other countries to take some degree of the necessary measures even though they are very politically difficult. Whether the lesson will have been learned well enough by other countries will determine how they fare in the intermediate run.

Almost all industrial countries must rein in prospective fiscal deficits. This will depend on three things: the debt-to-GDP ratio; the magnitude of the prospective deficits in the absence of action; and, finally, the growth rate. For the higher the growth rate, the less fiscal consolidation will be needed for any given trajectory of expenditure and tax plans. But achieving higher growth will require structural reforms, most of which require several years before the results show up in higher growth rates. Right now Germany’s growth rate is surprising everyone because it is higher than expected. The reforms that were undertaken in Germany were undertaken from 2003 to 2007. It was several years before they helped to create higher growth, but those reforms are now helping the German economy quite a bit. So, higher growth rates themselves would ease the difficulties of fiscal adjustment and reduce the required degree of austerity. It is thus in everyone’s interest that structural reform measures be undertaken earlier rather than later.

In addition to the actions that individual countries need to take, there are several actions that can improve growth prospects globally. The most important of these relates to protecting and strengthening the open, multilateral trading

system. Some have argued that it is encouraging that there were not more protectionist measures taken during the downturn. However, as Simon Evenett has documented, there were over 400 measures he classified as protectionist taken by the G20 countries alone in the year after which the leaders of the G20 pledged that no such actions would be undertaken. For example, provisions in stimulus packages to buy domestic cars were frequent. Several countries raised tariffs but kept them below the bound levels.

Perhaps the most important thing the international community could do to enhance growth prospects would be to complete the Doha round of multilateral trade negotiations. The round has now languished for several years, and the absence of official support for its completion has served as a signal that governments would countenance more protection. Yet, the open trading system has been the backbone of the era of unprecedented growth the world economy experienced in the half century after 1950, and this system made it easier for Korea to grow as rapidly as it did. Reaffirming the importance of the trading system, and strengthening the multilateral system, would serve as a spur to growth. Some of the nations that have a huge interest in the open trading system—Korea, Japan, China, India, and a few others—could get together, state their interests, take some leadership, and begin to push the industrial countries to take action on this issue.

Another international issue that cries out for resolution is the matter of global imbalances. That is the term used to describe the situation in which China ran a large current account surplus which was financed by the United States running a large current account deficit. In a way, China was an enabler of the United States fiscal profligacy, and the United States was an enabler of the Chinese high propensity to save. The United States became the world's consumer of last resort. But China's reserve holdings and the U.S. debt are now sufficiently large that a repeat of global imbalances would be dangerous indeed. There needs to be some kind of mechanism, devised internationally, so that agreement can be reached on what appropriate measures might be for containing the degrees of deficit and surplus. That is a very difficult thing to achieve. The surplus countries agree something should be done, but they think the deficit countries should make the

adjustment. The deficit countries agree something should be done, but they think the surplus countries should make the adjustment. In the end, nothing gets done.

With global imbalances, the inflow of funds to the United States resulted in very low real interest rates. Those low interest rates, in turn, contributed significantly to the real estate boom and the financial weaknesses which triggered the Great Recession. The countries with current account surpluses and those with current account deficits all agreed that these were unsustainable. There has been little serious action to try to prevent a recurrence of global imbalances. While the G20 agreed that “peer pressure” would be tried, it has had little effect to date. Indeed, half of the increase in U.S. consumption in the 2nd quarter was attributed to increased imports. Recent figures show U.S. trade and current account deficits beginning to rise sharply again. Some of the more protectionist senators and congressmen in the United States are now beginning to talk about introducing more protectionist measures that could very quickly have negative effects for the international trading system.

If global imbalances are not successfully addressed there will be one of two outcomes, both reducing prospects for world economic growth. The first possibility is that there would be another crisis, as low real interest rates spurred another round of investment, followed by bust. The second possibility is that the influx of imports, amidst domestic unemployment, would intensify protectionist pressures, leading to the further weakening of the open multilateral system, and hence undermining growth prospects. Either of these outcomes would have highly negative results for the global economy and its growth prospects. That, in turn, would make needed fiscal adjustments all the more challenging.

The last major issue that bears on long-term global economic prospects is the international financial system itself. Unlike the trading system or global imbalances, where there has been little meaningful progress, there have been reforms in the international financial system. These include the progress made in changing the governance structure of the IMF to better reflect the realities of the international economy today, moves to adopt a revised Basel set of banking standards, and financial reform bills in individual countries.

That the governance structure of the IMF should be changed is widely agreed, and it is happening, albeit slowly. The activities of the IMF are an important public good, and it is to be hoped that all countries recognize the importance of maintaining the integrity and capacity of that institution. It is also important to make sure that the fights over who gets how much more share do not do sufficient damage to undermine its credibility.

Little comment needs to be made about the revision of Basel standards. Those changes are needed, and seem to be going in the right direction. Short of 100% reserve banking, nothing can make the banking system 100% safe, but the move to Basel III will close a few of the possible routes by which banks can get the system into systemic difficulties.

Financial reforms have been enacted into law in several countries and they are generally thought to be a move in the right direction. However, most observers note that the issue of banks that are “too big to fail”, which is the issue of moral hazard, and those banks then taking on too much risk does not seem to have been addressed. Moreover, there are questions as to how far some other reforms such as the U.S. Congress’ measures intended to prevent banks from trading on their own account will go to correcting the underlying problems. So while there has been progress in that regard it may not be as much as would be desirable going forward.

At a deeper level, if some countries require their banks and other financial institutions to hold more capital than others, this would automatically bestow an advantage on the banks in the countries with laxer requirements. This is not an argument for lax banking requirements everywhere, but it is an argument for attempting to agree on global standards. Such standards would cover not only capital requirements and risk ratings, but also procedures to be followed when banks with owners in more than one country get into difficulty, and other questions that arise when more than one country is involved in the regulation of a given bank.

Even if all of these measures were taken—appropriate fiscal consolidation

and policy reforms, completion of the Doha Round, measures to address global imbalances, and proper coordination of financial regulation—it seems certain that the international economy will someday be confronted with another crisis. This is part of economic growth. But if actions are taken soon, that day will be further off, and the next crisis will be less costly than if the appropriate lessons are not learned from the current crisis. Let me finish by talking about the relevance for Asia.

As you know, Asia has had a “good crisis” in the sense that the economic downturns were rapidly reversed everywhere but Japan, and were generally either fairly mild or almost nonexistent. Some countries avoided even a single quarter of negative economic growth, and the upturn has been more rapid and more sustained than in any other part of the world. To a considerable extent, that demonstrates the strength of the Asian economic policy frameworks within individual countries of the region. That debt-to-GDP ratios were low enabled most Asian countries, and certainly Korea, to increase public spending as needed to offset some of the headwinds that came from abroad. That reserves were high insured that financing difficulties would not be encountered even when government expenditures were increased.

With economic growth, it is certain that new economic challenges will need to be confronted and appropriate policy measures taken. In the case of East Asian countries, the demographic shifts of the coming decade are one visible challenge that will arise. Those countries with fiscal adjustments that must be made, most notably Japan, will confront the biggest problems in this regard. But others will also need to confront increasing labor shortages and greater drains on social insurance systems as populations age. In that regard, increasing the flexibility and mobility in the labor market will prove crucial. Other issues, such as environmental concerns, must also be addressed, but that too can be achieved more readily in the context of healthy economic growth.

Moreover, despite the apparent decoupling that was seen in the most recent crisis, it remains strongly in Asia’s interest that the open, multilateral trading system remain a lynchpin of the international economy and that the global

economy experiences healthy sustainable economic growth. One of the lessons of the past two centuries is that much of our economic prosperity has come from increasing interdependence. With appropriate policies at the level of individual countries and for the global economy, the outlook for the coming several decades can be for continuing integration, interdependence, and sustained, healthy economic growth.

Questions & Answers

Q At what point will China stop, or reduce, its purchases of U.S. Treasuries, and how will the United States react to this change in China's policy? What does the rest of the world need to do to prepare for this change?

A Keynes is famously quoted as saying, "If you owe your bank \$100 and cannot pay, you have a problem. If you owe your bank \$1,000,000 and cannot pay, your bank has a problem." In the case of the United States and China, the problem is that the United States owes many millions of dollars. Therefore, it is not in China's interest to drastically change policy because it would lose greatly, and China is well aware of this. They are, and have been, reducing the increase in their holdings of dollar denominated assets, but they have not reduced them absolutely. They have reduced their rate of increase. For a while I think that is what will happen because that is China's best strategy. But China is now making a move to allow those that import Chinese goods to pay in RMB, rather than in foreign exchange. I am sure that more such arrangements will be extended in the future. China is growing economically, and as that growth is sustained, it will become more important in the trading system and play a larger role. This means a bigger role for China's currency. To do that, however, China has to do many things, including the opening of currency convertibility, which has yet to be done.

Q Should monetary authorities step in to curb a rise in housing prices? Beyond that, how did regulators turn a blind eye to subprime mortgages, which are built on the mechanism of continually rising prices and cannot be sustained? Consumption, which was also severely affected, is usually the more stable part of economic spending because much of it is necessity. However, due to the recent affluence in developed nations, smaller portions of consumption are on life necessities. Does that have to do with the fact that the funding source of rising equity vanished? Thus, the purchase of necessities has also diminished?

A There are a large number of books about the subprime mortgage. The packaging and selling of mortgages was based on risk appetite, but it turns out that the people who were buying, and even those who were selling, did not know what they were doing. There was an incredible amount of incomprehension, more than I would have thought possible, in all of this. Apparently there were even contracts stipulating what the banks would buy back in the event that something went bad, and the CEOs themselves did not know there was this buy back provision. So, it does seem to be more of a failure within the banking system than initially thought. Congress did mandate in 1997 something called the Equal Opportunity Housing Act, requiring banks in the mortgage business to lend a certain fraction to poor people. So, Congress was not innocent in this either. There is a wonderful book by Michael Lewis called *The Big Short*, in which he describes how these bankers thought they were doing something different than what they were actually doing, and it came back to bite them. The book reads credibly, so it is a big mess.

As to consumption, I think you are quite correct. It is not as stable as it was because so much of it is discretionary. The other thing that has been interesting is that the idea that anything should be saved for a rainy day does not seem to have occurred to many of the younger people in the United States. I am of the generation where my parents knew all about the Great Depression, and the idea that people would behave this way seems very silly. But for the younger people who have been affluent all their lives, most of what they spent was discretionary, and they did not try to save because they saw no reason to. Consumption is more unstable for those reasons.

Q What is the likelihood that G20 leaders can hear from trade ministers by the end of this year on the Doha round? Also, what is the possibility of the Korea – U.S. FTA being ratified after the midterm elections in the United States?

A I am sure that the leaders will hear something from the ministers, but the question is whether or not it is meaningful in terms of pushing the Doha round forward. India now has exports accounting for over 20% of GDP. 10 years ago that number was 7%. China, Korea, and Indonesia are also dependent on exports. I do not understand why there could not be an initiative from these nations, as well as Brazil and Chile, as to the importance of the round and then approach the developed nations. The United States tends to blame the rest of the world for being protectionist, but the truth is that the United States is also protectionist. The people in the United States do not understand how important the open trading system is for poverty alleviation. I do think that the United States has been, and I am proud of it, a reasonably good leader since the end of World War II. But that leadership has been faltering, and maybe a push from somewhere else will help.

With regards to the Korea – U.S. FTA, quite simply I do not know. That is really all I can say. President Obama has said he would revive it, but he has also said that he would renegotiate it. After saying that, he can put anything he wants into the agreement, and it is not clear to me that Korea would accept those additions. Moreover, it is not clear exactly what those additions would be. I do think that if ever there was an agreement reached by his administration, he would then be able to push it through Congress.

Q Do you think there will be an agreement, both from the United States and China, how to improve global imbalances? China may say that its domestic consumption has increased through various measures, but the United States will continue to be unhappy with this explanation. How will these two nations be able to cooperate on corrective measures?

A I think the United States has done a little more. The savings rate in the United States is up 10% of GDP, which is more than the increase in China's consumption. So, if you use measure of outcomes, the United States has done a lot. If the measure of policy is used that is not the case. I think a great deal depends on diplomacy between the two countries, and I am no expert on that. The decision to allow the exchange rate to move a bit was a decision that gave in to some U.S. concern, and should make some difference. It is up in the air and not a foregone conclusion as far as I can see.

Q Would the G20 contribute more than the G8 both comprehensively and effectively? If so, should the G20 replace the G8, and be institutionalized as soon as possible? When will this be realized, or is it already institutionalized?

A There is a governance structure in international law, by treaty, for the IMF. The G20 nations hold 85% of the voting power of the IMF, but it is not institutionalized in international law, and it does not have a secretariat. It moves from nation to nation and uses the IMF, in part, as its secretariat. I think there must be some sort of resolution of the tension between the G20 and IMF governance, and I can think of several ways this can happen. This would make the G20 more legitimate and more effective as a decision making body. Right now the G20 can say they will not increase protection for the next year, but if they do increase protection nothing happens. There needs to be more of a mechanism so that there is some implementation capability.

Q There is a lot of structural reform in the United States, but without any growth these structural reforms are not being taken advantage of. You said that there is no chance that there will be another round of fiscal measures, but then what happens to growth?

A Growth is not only a function of fiscal expenditure. The nations which had the highest growth over the past 10 or 15 years are nations that cut their fiscal deficits. Looking at the OECD, there are as many countries that got growth

stimulus as the other way around. If fiscal deficits rise, interest rates rise, and growth is choked off. The only question is timing. I think everyone agrees that the cutback should not be too fast right now, but that there has to be a cut back over the three or four year time horizon. The art and difficulty is finding that window so that a gradual transition can take place. I do not think that more stimulus always means more growth. It is also not necessarily true that more fiscal stimulus would equate to more growth even in the short run. There is a big argument about that. I think that if there were a second stimulus package it would have to be accompanied by a credible set of measures that would start to cut the deficit very quickly. That has not been done, and may now be part of the reason we have slow growth.

세계경제, 어떻게 볼 것인가? : 진단과 전망*

Anne O. Krueger

나는 한국에 오는 것이 매번 즐겁다. 한국의 이례적인 경제성장에 대하여 더 많이 공부하고 엄청난 발전을 목격하게 된다. 이번 방문에 각별한 기쁨을 느끼게 되는 것은, 한국 그리고 더 범위를 넓혀 아시아가 요즘 세계경제에서 제일 잘 나가는 지역이기 때문이다. 최근에 방문했던 많은 나라들이 심각한 후퇴를 겪었고 경기침체로부터의 회복도 지지부진 했는데, 전반적인 경제전망이 더욱 고무적인 국가를 방문해서 기분이 좋다. 지난 60년에 걸쳐 한국에서 일어난 일을 회고해보면, 정말 경이롭다. 나는 전세계인들이 한국과 한국의 성공으로부터 배우기를 희망한다.

오늘 내 강연의 주제는 “세계경제, 어떻게 볼 것인가? : 진단과 전망”이다. 경제전망에는 언제나 불확실성이 있으며, 긍정적 요소와 부정적 요소들을 잘 살펴서 따져보아야 한다. 지금은 세계경제의 미래에 대한 불확실성이 과거 어느 때보다 높다고까지 말할 수 없을지라도, 매우 높은 시점인 것은 분명하다. 그래서 나는 지금 우리가 최근의 경제위기를 지칭하는, 소위 대침체(Great Recession)를 가져온 요인들에 대한 간단한 회고부터 시작하겠다. 왜냐하면 그러한 요인들이 경제활동을 추락시킨 단초가 되었을 뿐 아니라, 그 하강속도가 너무 급격해서 지금 일어나고 있는 상황을 분석하는 작업에도 복잡하게 얽혀있기 때문이다. 하강이 급격했던 만큼 회복의 시작도 비정상적으로 급격할 수 밖에 없었기 때문에, 지금은 회복속도가 둔화된 것으로 보인다. 그래서 우선 이 점에 대해서 설명해 보겠다. 그리고 나서 경제하강을 것처럼 급격하게 만들었던 특성들에 대해서 살펴보겠다. 그러한 특성들은 지금의 경제상황에 대한 해석을 어렵게 하고 있기 때문이다.

이러한 요소들을 염두에 두고, 먼저 경제회복기 일 년 남짓을 되돌아보겠다. 경제회복은 18개월 전 대부분의 분석가들이 전망했던 것보다 강력하고 신속하였지만 지금은 상승세가 주춤하고 있다. 모두들 왜 그럴까 하고 의아해한다. 최근의 부진이 일시적인 정체현상일까? 아니면 더블딥(double dip recession)으로 이어질 것인가? 그리고 좀 더 장기적인 전망은 어떠한가? 차례로 살펴보겠다. 아직 불확실성이 있지만, 쟁점의 예측가능성과 그 결과에 영향을 미치는 정책의 폭이란 측면에서 볼 때 단기

* 이 글은 2010년 8월 31일 개최된 'IGE/KITA 서울세계무역포럼'의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견을 밝히지 않는다.

보다는 장기가 더 예측하기 어려운 이례적인 상황이다. 먼저 경제하강의 요인들부터 살펴보겠다.

전세계적인 경제하강은 건설 부문, 특히 주택부문이 무너지면서 실물경제에서부터 시작되었다. 가격하락은 필연적이었는데 그 여파가 즉각적이었다. 주택구매는 상당 부분 미래의 가격상승을 기대하고 이루어져왔는데, 주택의 수요가 감소하고, 가격상승이 멈춤에 따라 투기도 중단되었고 건설활동이 급격히 하향세로 돌아섰던 것이다. 몇몇 국가들, 특히 호주에서는 통화당국이 주택가격의 상승속도가 지나치다고 판단하고 미리 이에 대응하여 2003년부터 긴축정책을 도입하였다. 그 당시 주택 부문은 냉각되었지만, 덕분에 호주는 금번 세계적인 경기하강 속에서도 경제활동이 어느 한 분기(a single quarter)도 감소를 겪지 않았다. 다른 대부분의 국가들도 전반적인 경제활동의 수준과 인플레이를 점검하기는 했지만, 주택과 부동산 가격상승에 정책적으로 대응하지는 않았다. 오늘날 금융이론가들이나 정책담당자들 간에서는 실물경제가 비교적 안정적으로 보이고 인플레이 압력도 없는 상황에서 다만 주택가격 또는 특정자산가격에 거품이 있을 경우 중앙은행이 과연 어떻게 대응하는 것이 적절한지에 대하여 큰 논쟁이 벌어지고 있다. 그 논쟁은 아직 결론이 나지 않았다.

미국에서는 주택가격이 2006년 여름 꼭대기에 다다른 후 경제활동이 약화되기 시작하였다. 그렇지만 금융부문에서 나쁜 상황에 대한 신호가 나오기 시작한 것은 Bear Stearns가 부도를 맞은 2007년 3월이었다. 물론 파리의 Paribas은행, 영국의 Northern Rock은행 등 다른 나라의 금융기관들도 먼저 부도를 맞았기 때문에, 이는 미국에서만 발생한 현상은 아니었다. 그러나 2007년 여름 내내 금융산업의 어려움이 속속 드러났으며, 실물경제의 침체가 지속되는 가운데, 특히 건설관련 활동의 부진이 계속 보고되었다.

그런 즈음에 언론에서는, 미국과 유럽의 국민계정에 나타난 경제활동 수준은 비록 미미하나마 완만한 증가세를 보여주고 있음에도 불구하고, 이미 불황의 도래를 경고하고 있었다. Lehman Brothers가 부도사태를 맞은 9월 초 모든 상황은 돌변하였다. Lehman의 부도는 세계금융시장에 큰 충격파를 던졌고, 이전에 일련의 사태들이 보여준 양상과는 관이하게 다른 급격한 경기하강이 시작되었다. 사태가 그렇게 된 데에는 몇 가지 이유가 있다.

첫째로, 왜 Bear Stearns나 최대 보험사인 AIG는 연준(Fed)이 구제하면서 Lehman Brothers는 구제하지 않고 놔두었느냐는 의문이 제기되었다. Lehman Brothers는 당

연히 구제의 대상이 된다고 생각되었고, Bear Stearns는 덜 분명한 상황이었다. 둘째로, 과거에는 신용이 확실하다고 생각되었던 다른 금융기관들도 어려운 상황에 처해 있는 것이 아닐까 하는 심각한 우려가 대두되었다. 도대체 Bear Stearns나 AIG가 망할 수 있다면, 다른 기관들의 부도를 누가 막을 수 있단 말인가? 금융계 종사자들과 외부인사들도 왜 연준이 어떤 금융기관은 부도가 나게 하면서 다른 금융기관들은 구제하였는가를 이해하지 못하였기 때문에, 과연 어느 기관이 앞으로 망하게 될지에 대한 엄청난 불확실성이 존재하였다. 그래서 금융시스템이 작동하는데 필수적인 금융기관 간의 거래, 심지어 익일불(overnight)거래도 꺼리는 결과를 가져왔다. 셋째로, 금융거래의 마비가 현실화됨에 따라 소비자나 투자자들은 다음에 무슨 일이 일어날까 겁이 나서 급격히 위축되었다. 그래서 건설이 맨 먼저 붕괴되었고, 금융이 거기에 반응하였으며, 이어서 소비자와 기업이 금융마비 때문에 지출을 줄였다. 이러한 일련의 과정은 스스로 가속되는 하강 회오리(a self-reinforcing downward spiral)가 되었다. 다음으로는 하강이 왜 그렇게 급격하였는가의 이유를 살펴보겠다.

경제하강은 몇몇 국가들에서 거의 동시에 시작되었지만, 특히 미국에서의 경제활동은 먼저 급격히 악화되었고, 세계경제의 하강을 주도하였다. 그래서 나는 경제하강이 매우 급격하였던 미국을 중심으로 말씀을 드리고, 다른 국가들에 대하여는 특별히 다른 점이 있거나 언급할 필요가 있는 중요한 사항이 있는 경우에만 덧붙여 언급하겠다.

일찍부터 미국의 소비자들은 저축을 거의 하지 않는 것으로 알려져 왔고, 실제로 2006년 이전 얼마 동안은 부(負)의 저축상태에 있었다. 많은 사람들이 아주 낮은 실질금리 수준에서 주택저당채무(mortgages)로 갈아탔으며(refinanced), 흔히 말하듯이 주택자산을 현금자동입출금기(ATM)처럼 활용하였다. 집값이 상승할 때, 소유주들은 그 재산을 담보로 차입을 하고 그 돈을 다른 재화를 사는데 썼다. 그러나 주택가격이 떨어지기 시작하자 주택담보대출은 말라버렸고, 소비자들이 더 이상 지출을 지속할 수 없게 되면서 소비지출이 줄어들었다. 이러한 사태가 벌어지자 기업들은 장래의 매출을 걱정하게 되었고, 재고를 줄이고 투자계획도 축소하였다. 재고 감축은 이례적으로 급격하였으며, 지난날의 불황들보다 급속하게 진행되었다.

그렇게 되자, 건설, 재고, 소비, 기업수요, 투자 등 모든 국내 수요들이 아주 단기간 내에 급격히 감소하였다. 이에 따라 금융계의 악재에 의해 발생한 공포감(panic)은 더 심화되었다. 극심한 공포감은 연쇄적인 위축을 가져왔다. 그 사태는 매우 급속하고 누적적이었다.

경제하강은 제2차 세계대전 이후 경험한 어느 불황들보다도, 아마도 그 이전의 어떤 불황들보다도 더 극명한 것이었다. 무역량도 매우 급격하게 감소하였는데, 이처럼 급감한 원인이 아직 완전히 규명된 것은 아니지만, 아마도 기업재고가 감축되고 새로운 주문이 끊긴 것이 중요한 요인이 아닌가 한다. 더 나아가 무역량감소가 심화된 것은 무역금융의 축소가 더 심각했기 때문인 것으로 보여진다. 금융계의 어려움은 모든 종류의 신용공급의 감소로 나타났고, 그 중에서도 무역금융은 한마디로 사라져버렸다.

어느 경기하강기에나 평균 근로시간이 줄어들고 실업이 늘어남에 따라 소비는 감소하게 마련이다. 그러나 지난 대침체(Great Recession)에서는 실업이나 근로시간 단축으로 설명되지 않을 정도로 소비감소가 컸다. 직장에 계속 다니는 소비자들조차 실업의 가능성이나 금융침체로 인한 자산가치하락을 두려워하여 소비감축으로 대응하였다. 정부로부터 연금을 받는 재정적으로 매우 안전한 소비자들조차 지출을 줄였다. 공포가 실제 어려움을 가져오는 소위 자기충족적 예언(a self-fulfilling prophecy)의 위험이 뚜렷한 상황이었다. 금융공황은 실업의 증가에 따른 자연스러운 소비감소를 심화시켰고, 한편으로 비정상적인 소비감소는 공포를 증폭시켰다.

설상가상으로 경기하강의 진행 중에 몇 차례 고약한 깜짝 사태(nasty surprises)들이 벌어져, 그 때마다 신뢰도 회복에 찬물을 끼얹는 듯 하였다. Bear Sterns, Fannine Mac and Freddie Mac, AIG, 그리고 Lehman Brothers 사태와 같은 것들이 바로 그 리스트이다. 이들 사태들은 한꺼번에 일어나지 않았고 일정한 간격을 두고 순차적으로 일어났는데, 이는 사람들로 하여금 다음에 무슨 일이 터질까 하는 불안감을 안겨주었다. 이러한 공포감은 정책당국이 금융시스템에 유동성 공급을 증가시키는 조치와 더불어 부실자산구제프로그램(TARP)에 의거 은행들의 재무건전성을 확인하기 위한 건전도 측정(stress test)을 시행하면서 수그러들기 시작하였다. 이와 동시에 미국의 대규모 재정적자를 통과되었다.

나는 특별히 경기부양책의 두 가지 측면을 부각시키고자 한다. 첫째로, 경기부양책의 여러 조치들은 지출단위가 큰 항목, 특히 주택이나 자동차에 대한 소비자들의 지출을 가속화시키는 인센티브를 제공하였다. 둘째로, 정부지출의 증가는 이미 커진 미국의 대규모 재정적자를 엄청나게 더 키웠다.

경기부양책의 일환으로, 의회는 특히 자동차를 사는 소비자들에게 금융보조금을 제공하는 예산을 배정하였는데, 이러한 조치는 다른 여러 나라에서도 시행되었다.

마찬가지로 생애 첫 주택구입자들에게는 8,000불의 특별 보조금이 지급됐다. 두 가지 조치들은 한시적이었으며, 소비자들은 이 조치들이 언제 끝날지를 알고 있었다. 이러한 조치들은 중기적으로 주택이나 자동차를 사려고 했던 소비자들로 하여금 보조금이 살아있을 때 구입을 하도록 하는데 소기의 성과를 거두었다. 그래서 수요가 진작된 것이다. 다만, 보조금이 중단되면 수요의 감퇴가 예상되는 조치였다. 미국에서는 보조금이 지난 6월에 종료되었는데, 그 후 8월과 9월에 있었던 주택이나 자동차 구입의 수치를 기억해보면 알 것이다.

보조금은 경기반전을 강화시키는데 분명히 기여를 하였으며, 경제전망에 대한 위험경고가 점차 사라지면서 재고보충이 또한 기여를 하였다. 공포감이 소비를 이례적으로 감축시킨 만큼 경제활동이 분명히 살아나기 시작하는 즈음에는 정상적 기대수준으로의 소비회복도 급격히 이루어졌다. 소비자들이 더 이상 다음달 월급을 못 받을까 걱정을 안 해도 되었기 때문이다.

이러한 흐름을 일부 상쇄하는 것은 금융체제에 대한 지속적 우려였다. 한편으로는 금융기관들의 재무상태가 개선을 요하고 있었으며, 다른 한편으로는 소비자들이 좋은 시절에도 저축을 하지 않았지만, 이제는 저축률을 제고시키는 것이 필수적이라는 것이 명백해졌다. 미국인들은 최근 뚜렷하게 저축률을 높여 가고 있다. 과거 마이너스 또는 제로 저축률에서 최근 가처분소득 중 4~6% 정도의(아마도 더 높을지도 모르겠지만) 저축률로 끌어올렸다. 한국인들에게는 대수롭지 않게 들릴는지 모르지만, 과거 수년간 -3% 또는 -4%였던 점을 감안하면 미국의 저축행태에 대단한 변화가 일어나고 있는 것이다.

개인저축의 미래 향방에 대해서는 과거에나 현재에나 불확실성이 존재한다. 소비자들은 약간의 저축을 하고 신용카드 빚을 갚고 나면 또 옛날의 나쁜 습성으로 되돌아갈까? 제로 저축으로 되돌아갈까? 과연 어떤 일이 일어날까? 알 수가 없다. 반면에 분기마다 소비자들이 가처분소득의 4~6% 또는 그 이상을 저축하고 있다는 것은 소비자들의 가계수지가 그만큼 개선되고 있음을 의미한다. 미국의 소비자들은 자동차, 신용카드, 심지어 어떤 경우에는 주택저당채무(mortgage)까지도 줄이고 있다. 그러나 주택저당채무의 감소는 부도(defaults)나 소유권강제이전(repossessions) 때문으로 이 경우는 성격이 좀 다르다. 한편으로 소비자들의 주택이나 주식, 그 밖의 금융자산의 가치하락에 따른 손실을 감안할 때, 저축률의 수준이나 소득 대비 어느 정도의 자산을 보유할 것인지를 정확히 추정하는 것은 불가능하다. 이것이 또 다른 불확실성의 원천이다. 어떤 경제학자들은 높은 저축률이 유지될 것이라 확신하고, 다른 학자

들은 다시 떨어질 것으로 믿는다. 저축률변화에 대한 견해차이에 따라 미래 전망이 달라진다.

지난 여름까지만 해도 사그라진 공포감, 높아지는 자신감, 내구소비재의 조기구매 인센티브, 재고보충, 경기부양지출 등 신속한 경기회복세력이 부정적 요인들을 압도하였다. 그러나 그 후 조기구매 인센티브가 사라지면서 초반에 있었던 소비의 급격한 반전세가 시들해졌다. 동시에 경기부양책하에서 이루어지던 지출도 정점에 이른 후 다시 감소되기 시작하였다. 그것들도 경기둔화에 영향을 미쳤다. 경기둔화는 경제활동 수준이 절대적으로 낮아졌다는 것을 의미하는 것은 아니며, 다만 생산의 증가속도가 느려졌다는 것을 의미한다. 추동력을 상당히 잃었다. 그리고 또 다른 변화들이 사태를 더욱 복잡하게 만들면서 현황 분석을 더욱 어렵게 하고 있다.

미국에서는 통계조사가 금년 봄에 실시되었는데, 이를 위하여 정부는 지난 늦겨울 부터 올 늦봄까지 750,000명의 종사자를 채용하였다. 센서스조사가 끝나자 지난 6월, 7월까지 이 공공종사자들이 해고되었는데, 그것은 전체 고용인구에 영향을 줄 정도로 큰 수치였다. 그래서 민간부문에서의 고용증가가 정부부문의 고용감소로 거의 다 상쇄되었다. 그렇게해서 전체적인 실업률은 거의 동일한 수준을 유지해오고 있다. 일자리가 늘어가고 있지만 노동력도 약간씩 늘어나고 있다. 한시적이라고 알려진 일자리에서 해고되는 것과 항구적일 것으로 기대하는 일자리에서 해고되는 것은 분명히 그 효과가 같지는 않을 것이다. 센서스종사원으로 취업한 사람은 거기서 항구적으로 소득을 얻을 수 있을 것으로 기대하지는 않았을 것이다. 일시적 고용에서의 해고와 일반적인 실업이 가져오는 부정적 효과가 동일할 것인지는 또 하나의 질문이고, 우리는 아직 그 해답을 알지 못한다.

미국이 중요하지만, 세계에는 미국 한 나라만 있는 것은 아니다. 2006년과 2007년 초반에 개도국 특히 신흥시장국가들이 선진국들의 경기변동 싸이클에서 자유로울 (decoupled) 수 있느냐 하는 상당한 논란이 있었다. 격리(decoupling)라는 단어는 선진국들의 경기하강에 다른 국가들이 큰 영향을 받지 않을 것이라는 생각을 표현하고 있다. 그러나 다른 국가들도 영향을 받았지만 신흥시장국가들은 대부분 불황에서 매우 강력하게 탈출하였다.

위기가 발생한 당시의 재정상황, 부채상황, 그리고 무역의 구성 등에 따라 각국의 위기경험은 상이하다. 중국은 수출수요의 감소로 심각한 영향을 받았지만, 정부재정이 건실하고 외환보유고도 충분했기 때문에 대규모 부양책을 쓸 수 있었다. 인도는

대외무역감소에 영향을 덜 받았으며, 열악한 재정상황을 감안할 때 대규모 부양책을 쓰지 않아도 된 것은 다행이었다. 실제로 인도경제는 불황 초기에만해도 과열상태였었는데, 세계적인 불황이 거품의 압력을 뺄 수 있는 구실을 준 행운의 케이스라 할 수 있다. 인도네시아와 대부분 동남아시아국가들은 초기 수출감소로 심각한 영향을 받았지만, 재고보충이 시작되고 국내적 경기부양조치가 취해짐에 따라 세계수요증진과 전세계적인 디플레압력을 상쇄하는데 기여하였다. 아마도 싱가포르를 가장 극적인 사례가 될 것 같은데, 금년 2분기 국내총생산이 전년동기대비 20%가 증가한 것으로 추산되며, 이는 수출주문이 다시 살아났기 때문이었다. 일본은 초기에 큰 하강을 겪지 않았지만, 지금까지 성장세를 유지하지는 못하고 있다. 큰 걱정거리는 유럽이다.

불황은 유럽에 큰 타격을 입혔는데, 많은 유럽은행들이 미국에서 만들어진 주택담보부 자산이나 여타의 금융자산으로부터 큰 손실을 입었다. 일부 국가들, 예를 들면 독일이나 스칸디나비아 국가들에서는 은행들의 미국금융자산에 대한 투자가 적었고, 또 주택 붐이 큰 문제가 안 되었기 때문에 별 타격을 받지 않았다. 다른 국가들은 확장적인 재정금융정책을 시행하였는데, 그 이전에도 이미 상당히 높은 수준에 있었던 재정적자는 — 영국이 즉각 뇌리에 떠오른다 — 폭발적 상황이 되고 말았다.

어떤 국가들, 특히 아일랜드, 그리스, 스페인, 포르투갈 등에서는 기존의 높은 부채수준이 추가적인 대규모 재정적자를 매우 위험한 것으로 만들었고 가산금리도 급격히 올라갔다. 아일랜드는 몇몇 국가들에서처럼 다가오는 위기를 피해보려고 대폭적인 재정긴축조치를 도입하였다. 그러나 2010년 1월이 되자 유로존의 남부유럽 몇몇 국가들은 긴급한 재정위기를 맞이하였으며, 통화통합으로 유로존에서 평가절하하는 더 이상의 정책수단이 될 수 없기 때문에 이러한 상황에서도 과거에 쓰던 평가절하 정책을 쓸 수 없게 되었다. 그리스 사태가 주요뉴스가 되었고, 그리스 국채의 가산금리를 본 다른 남유럽국가들도 재정긴축조치를 도입하였다. 그리스는 5개월이 지나서야 마침내 EU와 IMF로부터 구제를 받았으며, 재정긴축을 도입한 결과 겨우 이자상황이 가능하게 되었고, 비록 1~2년 전보다 훨씬 높은 가산금리를 주고서라도 신규 국채를 발행할 수 있게 되었다. 대부분의 경제분석가들은 그리스의 계획이 낙관적이며, 그런 낙관적 전망 하에서도 1년 반 이내에 그리스의 부채는 GDP의 150%에 이를 것이고 그 때쯤이면 EU와 IMF 지원은 고갈될 것으로 지적하고 있다. 그 시점에서는 어떤 형태든 부채재조정이 필요할 것이다. 이러한 상황이 그리스뿐 아니라 동일한 곤란을 겪고 있는 스페인과 포르투갈의 불확실성을 증가시키고, 남유럽에 먹구름을 몰고 오고 있으며 유로지역 전체에 대해서도 의구심을 높여 주게 될 것이다.

EU와 IMF가 개입하기 이전에도 유로존의 미래에 대해서 상당한 불확실성이 존재하였다. 그래서 무엇보다도 달러화에 대한 유로의 뚜렷한 약세가 초래되었다. 또한 세계금융시장 전반에도 불안을 증폭시켰다. 유럽에서의 사태는 두말할 나위 없이 세계경기의 회복기조를 약화시켰다. 유럽의 불확실성 그 자체와 미국 달러화의 강세가 미국경제에 미치는 영향이 복합적으로 작용했기 때문이다. 단기적으로나마 유럽의 안정회복은 긍정적 요소이다. 하지만 회복의 강도와 언제까지 지속될지는 두고 봐야 알겠다. 가장 최신의 국민소득자료는 미국의 2분기 소비가 2% 상승했음을 보여주고 있는데, 이는 커다란 증가이지만 그 절반은 수입(imports)으로 흘러나갔다. 그것의 얼마만큼이 달러강세의 효과이고 얼마만큼이 항구적인 추세인지는 중요한 의문으로 남는다. 환율이 중국과 미국 간의 장기적인 무역수지에 어느 정도 영향을 미칠지에 대해서도 의문을 던져주고 있다.

앞에서 나는 금번 대침체(Great Recession)에 대한 대책으로 나온 경기부양책들의 두 가지 커다란 효과에 대하여 언급한 바 있다. 첫 번째 효과는 신뢰가 회복되고 한시적인 인센티브에 따라 정부와 개인의 지출이 증가하였다는 것이고, 두 번째 효과는 재정적자가 크게 증가하였다는 것이다. 그리스같은 나라는 당초에 부채가 많았기 때문에 재정적자를 더 늘릴 수가 없었다. 그러나 미국, 영국 등 다른 국가들은 부채를 증가시킬 수는 있었지만 그 결과 GDP대비 부채비율이 급격히 높아질 수 밖에 없었다. 부채비율의 상승은 장기적 경제전망에 문제들을 야기한다. 관련 이슈들은 나중에 장기경제전망을 평가할 때 논의하기로 하겠다. 그러나 비록 단기에라도 고부채는 많은 우려를 낳고 있다. 채무 자체가 소비자들로 하여금 미래를 두려워하게 만들고 소비를 억제할 것이라는 우려가 있다. 지금 저축률이 높아지고 있는 이유 중의 하나이다. 그러나 더 많은 소비자들의 이자부담은 결국 금리비용을 상승시킬 것이고, 따라서 만약 재정적자와 부채비율(debt/GDP)이 조만간 정점에 이른 후 중기적으로 서서히 낮아지기 시작할 것이라는 확신을 줄 만한 어떤 신뢰성 있는 조치가 없다면 그것은 정말로 인플레이를 유발하게 될 것이라고 우려하고 있다. 재정적자의 즉각적인 감축을 옹호하는 사람들은 거의 없지만, 많은 사람들이 적자가 통제 가능하다는 신뢰를 보여줄 시간계획(time table)을 요구하고 있다. 비관론자들이 옳다면, 추가적인 재정적조치의 여지는 대부분 없어지게 된다. 아무튼 부채비율이 머지않은 장래에 안정되어야만 한다는 데에는 의문의 여지가 없으며, 그렇지 않으면 심각한 결과가 나타날 수 있다. 그러면 단기전망을 살펴보겠다.

이미 언급한대로 미국의 경기회복세는 둔화되고 있는 것이 분명하다. 하지만 세계 경제에서는 이를 상쇄시키는 현상도 나타나고 있다. 유럽의 경제대국 중에는 예상보

다 높은 속도로 확장을 하고 있는 곳도 있으며, 대부분 아시아국가들에서의 전망은 일본을 제외하면 매우 긍정적이다. 만약 무슨 변화가 있다면, 아시아의 경제활동은 가속적으로 증가하는 쪽이 될 듯하다. 결국 미국이 어떻게 될 것이냐가 관건이다.

미국의 경우 쟁점은 경기회복이 다시 침체에 빠져(a double dip) 정체될 것인가 또는 경기둔화가 회복 초기의 급속한 가속요인과 이미 언급한 일시적 요인의 복합적 결과인가 하는 것이다. 그럴 경우 금년 하반기에는 연율 1% 대의 정도의 낮은 성장세를 보인 후 성장세가 다시 가속화될 것으로 예측된다.

지금까지 증거들을 종합해보면, 미국의 총생산은 감소하지 않을 것이고, 더블딥(a double dip)은 피할 수 있을 것으로 보인다. 그러나 아직도 추가적인 하방위험이 있으며, 특히 부정적인 돌발사태가 있을 수 있다. 예를 들면 주택 판매량이 일 년 전보다 줄어들었다는 보도는 부정적인 뉴스로 받아들여지고 있지만, 얼마 만큼이 초기 인센티브에 반응하여 비정상적으로 많았던 판매량 때문인지는 불분명하다. 경기둔화를 어떻게 해석해야 하는지 매우 어려운 시점에 있다.

성장이 둔화되기 때문에 경제뉴스도 혼란스럽다. 어떤 주(週)에는 실업자등록을 하는 신규 실업자수가 줄어드는가 하면 다음 주에는 늘어난다. 평균근로시간이 몇 주 동안 증가하면 고용의 증가신호로 받아들일 수 있는데, 다시 감소하곤 한다. 이번 주 미국의 신용카드연체 건수가 감소한다는 뉴스가 나왔다. 그런 일은 실업이 줄어들기 시작하지 않으면 일어나지 않은 것이 정상인데, 일찍이 그런 일이 일어났고 아무도 그 이유를 모른다. 모든 정상적인 신호들이 궤도를 이탈하고 있으며, 따라서 무슨 일이 일어나고 있는지 알기가 매우 어렵다. 더욱이 나쁜 소식은 뉴스를 더 잘 타고, 그것이 경기를 둔화시킨다. 지난 주 미국에서 주택가격이 전기에 비해 하락했다는 뉴스가 헤드라인을 장식하였다. 그 기사에서는 36개 대도시지역이 보고되었는데, 18개 지역의 집값이 오르고 14개 지역에서는 떨어졌으며, 4개 지역에서는 포함세였다. 뉴스 헤드라인은 집값이 떨어졌다는 것이었다. 사실은 평균해서 보면 집값은 0.5% 정도 상승하였다. 그러나 14개 대도시지역에서 집값이 하락했다는 것이 뉴스 제목이었고, 이것이 많은 사람들의 전망에 영향을 주고 있으며, 따라서 분위기는 약간 비관적이다.

나쁜 뉴스에도 불구하고, 미국에게는 다소 긍정적인 뉴스들도 있다. 그들 중에 그리스 경제위기 중에 강세를 보였던 달러화가 약세로 돌아선 것은 좋은 뉴스이다. 또

실제재정적자가 예상보다 작다는 증거도 나타나고 있는데, 그것은 세수가 예상만큼 감소하지 않았음을 나타내주며, 실제소득이 생각했던 것보다 잘 버텨주고 있는 것과 궤를 같이하고 있다. 그것은 또 예측에 활용하였던 것보다 더 많은 경제활동이 활발하게 일어나고 있음을 의미한다. 금융기관들의 재무상태가 개선되고 있으며 높은 이익을 실현하였다. 주가도 상당부분 회복하였다. 다만 신용공급은 기대보다 더디게 증가하였다. 나중에 장기전망을 말씀드릴 때 금융제도 개혁에 대해서 말씀 드리겠다.

부정적 측면에서는 실업률이 9.5%의 높은 수준을 완강하게 유지되고 있다. 임금이 분명하게 증가하고 있지만 노동력도 증가하고 있기 때문이며, 실업률이 높아지지 않고 있다. 소비는 증가하는 듯하다. 그럼에도 불구하고 많은 사람들이 실업상태에 있다는 점, 미국의 장기실업자가 과거보다 증가한 점, 임금이 보다 빠르게 증가하지 않고 있다는 점 등이 이 순간 성장이 둔화하고 있다는 견해에 신빙성을 더해주고 있으며 거의 확실히 그렇기도 하다.

재무상태의 개선은 여전히 이슈이며, 주택압류(foreclosures) 증가율이 둔화되고는 하였지만 총 압류주택건수는 여전히 많다. 이 부류의 많은 사람들은 애초에 자기 부담(down payment)을 전혀 하지 않았다. 그들은 이자보조를 받았으며 이자부담이 전혀 없이 상환을 시작한다 해도 지불할 능력이 없었을 것이다. 너무나 많은 주택 과잉재고가 있었기 때문에 앞으로 수년간 주거용건축이 성장에 의미 있는 기여를 할 것이라 믿을 만한 근거는 없다. 기껏해야 더 이상 발목을 잡지말기를 기대할 뿐이다.

그러나 전반적으로 고려해보면, 비록 바람직한 수준에는 미치지 못하지만 전망은 여전히 긍정적이다. Goldman Sachs는 지난주 더블딥에 빠질 확률이 30%라고 하였다. IMF도 비록 기대에는 못 미치지만 생산증가가 지속될 수 있다는 확신을 계속하고 있다. 나는 하반기 중 연율로 1~1.5% 성장할 것으로 전망한다. 그러나 아직은 불확실하다. 그러면 장기전망으로 넘어가겠다.

미국의 상대적으로 느린 회복세, 남유럽이 당면하고 있는 재정적자의 어려움, 일본 경제의 뚜렷한 부진 등으로 향후 수년간 세계경제에서 밝은 빛을 비춰줄 곳은 일본을 제외한 아시아국가들뿐이다. 중국의 심각한 문제는 경기과열의 위험이고, 인도의 성장률은 약간 가속될 것으로 보이며, 동남아시아 특히 인도네시아는 성장세를 지속할 것으로 보인다. 유럽은 혼조세이다. 독일은 대다수 사람들이 생각하는 것보다 양호하다. 프랑스는 그런대로 괜찮고 영국도 스칸디나비아처럼 예상보다는 약간 웃돌고 있다. 반면에 남유럽과 동유럽은 아직 어렵다. 만약 미국경제가 향후 반 년간 계

속 성장하고 그 후에 성장세가 가속된다면 이 또한 세계경제성장에 박차를 가하게 될 것이다.

그러나 이러한 가정이 들어맞고 상승세가 다소 만족스럽게 지속된다고 하더라도, 여전히 많은 장기적인 문제들이 상존한다. 문제점들은 재정건전성 및 부채문제와 지속되는 고령화 문제가 결합된 우려스러운 상황, 국제무역제도 그 자체, 국제금융제도의 안전성, 그리고 전세계적인 불균형 등으로 요약될 수 있다. 이들 네 가지 상황들이 우리들에게 두통을 가져다 주고도 남을 것이다.

먼저 재정과 인구문제 이슈를 보면, 꽤 오래 전부터 선진국들에서는 인구구조의 고령화문제가 인지되었고 한국, 중국, 그리고 몇몇 국가들에서도 그렇다. 경제활동인구의 비율이 떨어질 수 밖에 없다. 그것은 일본에서 이미 시작되었고 대부분 유럽국가들도 급박한 인구구조문제에 직면하고 있다. 미국에서는 5년 또는 8년 후에 이러한 문제가 대두될 것이다. 고령화 사회는 어느 나라에서나 사회보장이나 의료제도에 대한 추가적인 재정부담을 유발한다. 은퇴인구당 근로자수는 감소하고 그만큼 노년층을 부양하기 위한 현금지불주의(pay-as-you-go) 체제에 따른 조세부담은 늘어날 수밖에 없다.

동시에 이들 중 많은 국가들에서는 GDP대비 부채비율이 이미 매우 높기 때문에 경기가 회복되기 시작하면 동시에 정부부채를 급속도로 줄여 나가야 한다. 이러한 상황이 엄청난 도전으로 작용할 것이다. 미국의 경우 여타 국가들보다는 문제가 덜 심각하지만, 완전고용을 전제로한 재정적자는 현재의 지출과 조세계획에 따라 GDP의 7%가 될 것으로 추산되고 있다. 고령인구비율의 증가는 2020년 이전에 재정적자비율을 추가적으로 1~2% 포인트 상승시킬 것이다. 따라서 부채비율을 억제해나가려면 GDP의 8~9% 규모의 재정건전화에 요망된다. 엄청난 수치이다. 부채비율은 이미 다음 회계연도가 끝나면 90% 수준에 이르게 된다. 미국의 부채는 늘어나고 있으며, 누구나 이러한 상황이 지속되지 않을 것이라는 확신을 주기 위한 어떤 조치가 필요하다는 데에는 공감한다. 유럽의 주요 국가들과 일본의 경우 부채비율이 더 높고, 인구고령화가 더욱 현저하기 때문에 재정문제는 미국에서보다 훨씬 더 심각하다.

대부분의 국가에서 부채부담은 특단의 조치가 없는 한 향후 10년간 더욱 가중될 것이다. 어떤 한 국가에서 언제 상황이 “중대함(heavy)”에서 “위기(crisis)”로 돌변할지는 알기가 어렵다. 개별국가에 대한 시장의 기대나 과거의 기록 등에 따라 다를 것이다. 한 나라의 재정적자가 앞으로 어떻게 될 것인가는 시장 참여자의 평가에 달려 있

다. 만약 문제를 치유하기 위한 조치들을 취하고 있거나 취할 것이라는 신뢰를 준다면 큰 어려움은 피할 수 있을 것이다. 그러나 만약 재정적자에 대한 대책이 없이 GDP대비 부채비율만 계속 높아간다면 그리스가 특단의 조치를 취하기 이전에 보여 주었던 것처럼 채권자들은 점점 신용을 연장해주지도 신규로 제공하지도 않게 될 것이다. 그렇게 되면 가산금리가 올라간다. 가산금리가 높아지면 성장률이 떨어지고, 성장률이 떨어지면 GDP대비 부채비율은 더 빨리 올라간다. 악순환의 고리가 형성되고 그것은 계속된다. 따라서 각국 정부의 행태에 달려있다. 그리스사태의 경험은, 비록 정치적으로 매우 어렵다 하더라도 어느 정도 필요한 조치를 해야만 한다는 점을 다른 국가들에게 말해주고 있다. 다른 국가들이 그 교훈을 어느 정도 잘 받아들였냐에 따라 중기적으로 어떻게 잘 헤쳐나갈지가 결정될 것이다.

거의 모든 선진국들은 미래의 재정적자를 통제해야 한다. 여기에는 세가지 고려사항이 있다. 즉 GDP대비 부채비율, 특단의 조치가 없을 경우 적자의 예상규모, 그리고 마지막으로 성장률이다. 왜냐하면 성장률이 높을수록 주어진 지출과 조세계획의 예상궤도(trajjectory) 하에서 재정긴축의 필요성이 작아질 것이다. 그러나 성장률을 높이자면, 구조개혁이 요구되고 구조개혁이 성장률 제고로 나타나자면 대부분 몇 년이 걸리게 된다. 바로 지금 예상보다 높은 독일의 성장률은 모든 사람들을 놀라게 하고 있다. 그러나 독일은 2003년부터 2007년간 경제개혁조치를 단행했었다. 고도성장을 창출하는데 여러 해가 소요되었지만 그러한 개혁이 오늘의 독일경제에 큰 도움이 되고 있다. 이처럼 높은 성장률은 재정적조정의 어려움을 완화시키고 허리띠를 덜 졸라 매게 한다. 따라서 구조개혁을 더 일찍 시작하는 것이 모든 사람들에게 이익이 된다.

개별 국가들이 취해야 될 조치들에 추가하여, 전세계적인 성장기회를 높일 수 있는 조치들이 있다. 가장 중요한 것은 개방적 다자간무역체제를 강화하고 수호하는 것과 관련된 조치들이다. 혹자는 이번의 경제하강기간 중에 보호무역조치가 그리 많지 않았다는 것이 고무적이라고 주장한다. 그러나 Simon Evenett가 문서화한 바에 의하면, G20 지도자들이 보호조치를 취하지 않기로 약속한 이후에도 그 해 한해 동안에만 무려 400개가 넘는 보호조치가 집행되었다. 예를 들면, 부양책에서 자국산 차를 구매하는 경우에만 혜택을 주는 규정은 빈번하였다. 몇몇 국가들은 비록 양허세율(bound levels) 범위 내에서이긴 하지만 관세도 올렸다.

아마도 성장기회를 제고하기 위해서 국제사회가 할 수 있는 가장 중요한 조치는 다자간무역협상인 도하라운드(Doha Round)를 완결하는 것이다. 도하라운드는 수년

간 맥이 빠져있으며, 협상타결에 대한 공식적인 지지가 없는 것 자체가 각국으로 하여금 더 많은 보호조치를 용인한다는 신호로 작용하고 있다. 그러나 개방적 자유무역체제는 1950년 이후 반세기 동안 유례없는 세계경제성장의 근간이 되어 왔으며, 한국이 그렇게 급속한 성장을 이룩하는데에도 큰 힘이 되었다. 무역체제의 중요성을 재확인하고 다자간무역체제를 강화시킨다면, 그것은 분명 성장의 촉진제가 될 것이다. 개방적 무역체제에 커다란 이해가 걸린 한국, 일본 중국, 인도 그 밖에 여러 나라들이 합심을 해서 관심을 천명하고, 지도력을 발휘하여 이 과제에 대해서 선진국들을 독려할 수도 있을 것이다.

또 다른 해결을 갈망하는 국제적 이슈는 세계적 불균형 문제이다. 이 용어는 주로 미국의 대규모 경상수지적자에 의해 이루어지고 있는 중국의 대규모 경상수지 흑자 상황을 묘사하기 위해 사용되고 있다. 어떻게 보면 중국은 미국의 방만한 재정을 가능케(enabler) 하고 있으며, 미국은 중국의 높은 저축성향을 가능케(enabler) 하고 있다. 미국은 세계의 궁극적 소비자(consumer of last resort)가 되었다. 그러나 중국의 외환보유고와 미국의 부채는 이제 지나치게 커져서 세계적 불균형이 반복될 경우 정말 위험한 지경에 이르렀다. 그래서 구체적으로 어떤 조정 메커니즘이 필요하게 되었다. 적자와 흑자의 수준을 통제할 수 있는 적절한 조치에 대한 합의가 이루어질 수 있어야 한다. 그러나 이것은 매우 힘든 과제이다. 흑자국가들은 무슨 조치가 취해져야 한다는 점에는 동의하지만, 조정(adjustment)은 적자국에서 이루어져야 한다고 생각한다. 반면에 적자국들도 무슨 조치가 취해져야 한다는 점에는 동의하지만, 조정(adjustment)은 흑자국에서 이루어져야 한다고 생각한다. 결국 아무런 성과가 없다.

국제적인 불균형과 더불어 미국으로 유입된 자금은 미국에서 초저금리 현상을 가져왔다. 이렇게 초래된 저금리는 이번의 대침체(Great Recession)를 촉발하게 된 부동산 붐과 금융체제의 약화에 크게 기여하였다. 경상수지 흑자국이나 적자국 모두가 이러한 상황이 지속 불가능하다는 점에는 동의하고 있다. 하지만 세계적인 불균형의 재발을 방지해보려는 진지한 조치는 거의 없었다. G20가 “동료간 견제(peer pressure)”가 작동하도록 합의는 하였지만 지금까지 효과가 없었다. 실제로 미국의 2분기 소비증가의 절반은 수입증가로 흘러나가고 있었다. 최근 수치는 미국의 무역 및 경상수지적자가 다시 급증하고 있음을 보여주고 있다. 보다 보호주의 성향이 짙은 미국 상·하원의원들은 국제무역체제에 즉각적이고도 부정적인 효과를 가져올 수도 있는 여러 가지 보호주의적 조치들을 도입해야 한다고 주장하기 시작했다.

만약 국제적 불균형문제가 성공적으로 해결되지 않으면, 세계경제의 성장전망을

어둡게 하는 두 가지 결과 중에 하나가 현실화될 것이다. 첫 번째 가능성은 경제위기가 재발하는 것이다. 낮은 실질금리는 또 한차례의 투자 붐을 촉발하고 거품이 터지게 될 것이다. 두 번째 가능성은 국내적으로 실업률이 높은 상황에서 밀려드는 수입은 결국 보호주의 압력을 강화시키고 나아가 개방된 다자간무역체제를 더욱 약화시킴으로써, 결과적으로 세계경제의 성장전망을 더욱 더 잠식할 것이다. 어떤 상황이 벌어지든간에 세계경제의 성장기회에는 아주 부정적인 결과를 가져올 것이다. 그렇게 되면 재정개선은 더욱 해결하기 어려운 과제가 될 것이다.

세계경제의 장기적 전망과 직결된 마지막 커다란 이슈는 국제금융체제 그 자체이다. 그 동안 별로 의미 있는 진전이 없었던 무역체제나 국제적 불균형 이슈와는 달리 국제금융체제에는 상당한 개혁이 이루어져 왔다. 예를 들자면 오늘날의 세계경제의 현실을 보다 더 잘 반영할 수 있도록 IMF의 지배구조를 개선하는데 진전이 있었으며, 바젤은행기준 개정안을 채택하려는 움직임, 그리고 개별국가들의 금융개혁법 등이 그런 것들이다.

IMF의 지배구조를 개선되어야 한다는 데에는 상당한 공감대가 형성되어 있으며 비록 속도는 늦지만 현실화되고 있다. IMF의 활동들은 중요한 공공재(public good)이며, 그래서 이 기관의 진실성(integrity)과 능력(capacity)이 유지되는 것이 매우 중요하다. 모든 국가들이 인식하기를 희망한다. 어느 국가가 얼마나 더 큰 몫을 차지할 것인가에 대한 다툼이 기관의 신뢰도에 큰 손상을 끼치지 않도록 하는 것도 중요하다.

바젤기준의 개정에 대하여는 더 말씀드릴 필요가 없다. 개정이 필요하고 올바른 방향으로 진전되고 있는 듯하다. 준비금 100%를 유지하게 하지 않는 한 은행체제를 100% 안전하게 할 수는 없지만, Basel III로의 전환은 은행들이 금융체제를 체제적 위험(systemic difficulties)으로 몰아갈 수 있는 가능성 중 몇 개의 루트를 봉쇄할 것이다.

여러 나라에서 금융개혁이 입법화되고 있으며 대체로 올바른 방향으로 나아가고 있다고 생각된다. 그럼에도 불구하고 대부분의 관찰자들은 은행들의 “대마불사(too big to fail)” 이슈를 주목한다. 그것은 도덕적 해이(moral hazard)의 이슈인데, 높은 위험도를 선택하는 은행들에 대한 대책은 아직 불충분한 것으로 보인다. 더구나 미국의회가 은행들이 자기자본계정을 통해서 투자하는 것을 금지하였는데, 그러한 개혁 조치들이 바닥에 깔린 문제들을 어느 정도 시정할 수 있을지도 의문이 간다. 따라

서 여러 면에서 진전이 있었지만 아직 만족할 만한 수준으로까지는 진행되지 못한 듯싶다.

좀 더 심층적 수준에서 보면, 어떤 국가가 자국의 은행이나 기타 금융기관들로 하여금 다른 국가들에서보다 더 많은 자본을 보유하도록 요구한다면, 자본요구기준이 느슨한 국가의 은행들에게 자동적으로 우월적 지위(advantages)를 주게 된다. 이는 모든 국가에서 똑같이 느슨한 은행의 기준을 적용하자는 주장은 결코 아니며 국제적인 기준에 대한 합의가 모색되어야 한다는 의미이다. 그러한 국제적 기준은 은행들의 자본확충 및 위험평가에 적용될 수 있을 뿐 아니라, 소유주가 여러 국가에 속해있는 은행이 어려움에 처했을 때 어떤 절차를 밟아 이를 해결하여야 하는지, 그리고 어느 한 은행을 규제하는데 있어서 여러 나라가 관련된 경우에는 어떻게 해야 하는지 등의 문제에도 적용될 수 있을 것이다.

정부재정의 건전화와 정책개혁, 도하라운드의 완결, 세계적 무역불균형의 시정을 위한 조치, 금융규제의 적절한 조화 등 모든 조치들이 잘 마무리된다고 해도, 세계경제는 언젠가는 또 다른 위기를 맞게 될 것이다. 이것은 경제성장의 필연적 속성이기 때문이다. 그러나 조치를 신속하게 취할수록 위기는 더 뒤로 연기될 것이고, 이 다음의 위기는 이번 위기로부터 적절한 교훈을 얻지 못하였을 때보다 비용을 더 적게 치루게 될 것이다. 아시아에 대한 관련성(relevance)을 언급함으로써 강연을 마치려고 한다.

아시다시피 아시아국가들은 일본을 제외하고는 모든 국가들이 경제하강을 신속히 반전시켰다는 점, 그리고 경제하강이 비교적 완만하였거나 위기자체가 거의 없었다는 점에서 “과히 나쁘지 않은 위기(good crisis)”를 겪었다고 할 수 있다. 어떤 나라(오스트레일리아)에서는 한 분기도 마이너스성장을 겪지 않았으며, 세계 어느 지역에서보다 상승 반전이 신속하였고 오래 지속되었다. 이는 상당부분 아시아지역 개별 국가들이 채택한 경제정책들에 강점이 있었음을 보여주고 있다고 하겠다. GDP대비 부채비율이 낮았던 상황은 한국을 비롯한 대다수 아시아국가들에게 해외에서 불어오는 맞바람을 상쇄하는데 필요한 공공지출의 증대를 가능케 하였다. 외환보유고가 많다는 점도, 정부지출이 증가함에도 불구하고 금융상 어려움을 겪지 않도록 보험적 역할을 하였다.

경제성장과 더불어 새로운 도전에 직면하게 되고, 적절한 정책대응이 요구되는 것은 필연이다. 동아시아국가들의 경우에는 앞으로 10년간 인구구조의 변동이 눈에 띄

는 정책과제이다. 국가재정을 재건해야 하는 국가들, 특히 일본은 이러한 면에서 큰 난제를 안게 될 것이다. 그러나 다른 국가들도 점점 심화되는 노동력부족과 고령화에 따른 사회보장제도의 미흡에 대응할 필요가 생길 것이다. 이러한 측면에서 노동시장의 유연성(flexibility)과 이동성(mobility)을 제고시키는 것이 매우 중요하다. 다른 이슈로는 환경문제에 대한 대처가 필요한데 이 역시 건전한 경제성장이라는 맥락에서 보다 용이하게 달성될 수 있을 것이다.

더욱이 금번 경제위기에서 분명히 격리현상(decoupling)을 보여주긴 하였지만, 개방된 다자간 무역체제가 세계경제의 연결고리(lynchpin) 역할을 한다는 것, 그리고 세계경제가 건강하고 지속적으로 성장하는 것이 아시아의 이익에 강력히 부합한다는 것은 분명한 사실이다. 지난 두 세기의 교훈은 경제적 번영의 대부분이 상호의존성(interdependence)의 증대에서 비롯되었다는 것이다. 개별국가의 차원에서 또한 전세계의 수준에서, 적절한 정책들이 뒷받침된다면, 앞으로 세계경제는 수십 년간 지속적인 통합, 상호의존성 증가, 그리고 지속가능한 경제성장을 경험하게 될 것이다.

질 의 · 응 답

질문 어떤 시점에 중국이 미국 국채 매입을 중단 또는 감소시키게 될까? 이러한 중국의 정책변화에 미국은 어떻게 대응할까? 여타의 국가들은 이러한 상황변화에 어떤 준비를 해야 할까?

답변 케인즈가 다음과 같이 얘기했다고 한다. “만약 당신이 은행에서 100달러를 빌리고 갚지 못한다면 그것은 당신의 문제이다. 그러나 당신이 은행에 100만 달러의 빚을 졌는데 갚지 못한다면 그것은 은행의 문제이다.” 미국과 중국 간의 경우, 문제는 미국이 엄청난 규모의 빚을 지고 있다는 것이다. 따라서 정책을 갑자기 바꾸는 것은 중국에게 이익이 되지 않는다. 왜냐하면 더 많이 잃게 될 것이고 중국도 이 점을 잘 알고 있다. 중국은 지금까지 그리고 지금도 달러화 표시 자산보유 증가를 줄여가고 있다. 그러나 절대액을 줄이는 것은 아니다. 증가속도를 줄여온 것이다. 당분간은 이러한 상황이 지속될 것으로 보는데 그것이 중국으로서는 최선책이다. 그러나 중국은 중국물품을 수입할 경우 외화대신 인민폐로 지불하는 것을 허용하는 쪽으로 움직이고 있다. 앞으로 그런 방식이 더 많이 시행될 것으로 확신한다. 중국은 경제적으로 성장하고 있으며 그러한 성장이 계속 유지되면 세계무역체제에서 더 중요해지며 더

큰 역할을 하게 될 것이다. 이는 중국통화의 역할이 커짐을 의미한다. 그런데 그렇게 하자면 아직 이루어지지 않고 있는 화폐교환(currency convertibility)을 자유화하는 것을 포함하여 중국이 해야 할 일들이 많다.

질문 통화당국이 주택가격상승을 억제하기 위해 개입을 해야 할까? 그것을 떠나서 어떻게 규제당국이 서브프라임 모기지문제를 못 본체 했을까? 서브프라임 모기지가 지속적인 주택가격상승을 기반으로 하고 있었고 또 주택가격상승은 지속될 수 없는 것이 분명했는데도 말이다. 소비도 경제위기에 심각하게 영향을 받았는데, 소비는 통상 필수품 구입에 대부분이 사용되기 때문에 비교적 안정적인 부문이다. 그럼에도 불구하고 최근 선진국들이 풍요로움 속에서 생필품에 대한 소비 지출 비중이 줄어들었다. 이러한 현상이 주가의 상승으로부터 오던 자금의 원천이 고갈된 것과 상관이 있는가? 그래서 필수품의 구입도 감소되었나?

답변 서브프라임 모기지에 대해서는 많은 책들이 나와 있다. 모기지상품의 구성과 판매는 위험선택성향(risk appetite)에 달려있지만, 그것을 산 사람이나 심지어 판 사람들도 무슨 짓을 했는지를 잘 몰랐던 것으로 드러났다. 아무리 생각해도 그럴 수 있을까 싶을 정도로 무지가 횡행했다. 분명히 일이 잘못되면 은행이 환매해야 하는 조항이 있는 상품에 대해서 CEO들은 환매조항이 있는지조차 몰랐다. 당초 생각했던 것보다 금융시스템의 실패는 심각했던 것으로 보인다. 미국의회는 1997년 주택기회 균등법(Equal Opportunity Housing Act)이라 불리는 법을 만들어 은행들로 하여금 모기지대출의 일정비율을 빈곤층에게 공여하도록 의무화하였다. 따라서 의회도 이 사태에서 자유롭지 못하다. Michael Lewis의 “The Big Short”라는 탁월한 책에 의하면 은행들이 하고 있다고 생각하는 것과 실제로 하고 있는 일 간에 얼마나 차이가 나는지를 묘사하고 있으며, 은행이 나중에 어떻게 물리는지를 보여준다. 그 책은 신빙성이 있으며 은행의 현실은 엉망이다.

소비에 대해서 당신의 생각이 옳다고 생각한다. 소비도 많은 부분이 재량적(discretionary)으로 변해서 과거처럼 안정적이지는 않다. 또 한가지 흥미로운 현상은 굶은 날을 대비하여 저축을 해야 한다는 사고가 오늘날 미국의 많은 젊은 세대들한테 통하지 않는다는 것이다. 나는 우리 부모로부터 대공황(Great Depression)에 대해 많은 것을 들으면서 자란 세대이기 때문에 험하게 소비하는 행태가 매우 어리석다고 생각한다. 그러나 지금까지 풍요롭게만 살아온 젊은 세대들은 자유롭게 소비하고 그렇게 할 이유는 없으니까 저축을 하려 하지 않는다. 그런 이유로 소비가 더 불안정해졌다.

질문 G20지도자들이 금년쯤 도하라운드에 대해 무역장관들로부터 무슨 보고를 받을 수 있을까? 또한 한·미 자유무역협정이 미국의 중간선거 이후 비준될 가능성은 어느 정도일까?

답변 정상들이 무역장관들한테서 틀림없이 무슨 보고를 받기는 할 것이다. 그러나 문제는 도하라운드의 진전에 의미 있는 내용이 있느냐 하는 것이다. 인도는 현재 GDP의 20%를 수출하고 있다. 10년 전 그 비율은 7%였다. 중국, 한국 그리고 인도네시아도 역시 수출에 의존하고 있다. 나는 이들 국가들과 브라질, 칠레 등이 도하라운드를 진전시킬 이니셔티브를 왜 못 만드는지 이해가 안 된다. 선진국들을 설득시켜야 한다. 미국은 여타 국가들이 보호주의라고 비난하는 경향이 있지만, 사실은 미국 역시 보호주의자이다. 미국사람들은 빈곤퇴치를 위하여 개방적 무역체제가 얼마나 중요한지를 이해하지 못한다. 나는 미국이 제2차 세계대전 이후 비교적 훌륭한 지도자를 선출해 왔다고 생각하며 이를 자랑스럽게 생각한다. 그러나 리더십이 흔들리고 있으며 외부로부터의 압력이 도움이 될 것이다.

한·미 FTA에 대해서는 솔직히 잘 모르겠다. 할 말은 정말 이것뿐이다. 오바마 대통령은 협정을 살려내야 한다고 하면서도 재협상을 해야 한다고도 얘기한다. 그렇게 말하면서 협정에 미국이 원하는 모든 것을 포함시키려 하겠지만, 한국이 이러한 추가사항을 받아들일지는 미지수이다. 더욱이 추가사항이 무엇인지도 불명확하다. 내 생각에는 행정부가 어떤 형태든 합의에 도달해야만, 그 이후에 의회에 제출·통과시킬 수 있을 것이다.

질문 세계적 무역불균형을 시정하기 위하여 미국과 중국 간 합의를 이루어낼 수 있다고 생각하나? 중국은 여러 가지 조치로 국내소비가 증가하고 있다고 얘기하지만, 미국은 이 설명에 계속 만족하지 못하고 있다. 어떻게 두 나라가 불균형 시정을 위한 조치에 합의할 수 있을까?

답변 나는 미국이 조금 더 많이 할 일을 했다고 생각한다. 미국의 저축률은 GDP의 10%선으로 올라갔는데 이는 중국의 소비증가보다 많은 것이다. 따라서 결과치로만 재본다면 미국이 더 많이 했다. 정책적 조치로 판단한다면, 그 결과는 달라진다. 많은 것이 양국 간의 외교관계에 달려있다고 생각하며, 나는 그 분야에 전문가가 아니다. 중국이 환율의 변동성을 다소 허용한 것은 미국의 우려를 수용하는 결정이었으며 무언가 성과가 있어야 한다. 내가 보기에선 지금까지 모든 것은 불명확하며 결론이 나지 않았다.

질문 G20가 G8보다 포괄적으로(comprehensively) 그리고 효과적으로(effectively) 기여할 수 있을까? 그렇다면 G20가 G8을 대체하고 조속히 제도화(institutionalize)를 추진해야 하지 않을까? 언제쯤 실현될 수 있을까? 아니면 이미 제도화된 것인가?

답변 IMF에 관하여는, 조약에 의거 국제법적으로 지배구조가 마련되어 있다. G20는 IMF 투표권의 85%를 차지하고 있지만 국제법에 의거 제도화되지는 못하였고 사무국도 없다. G20는 IMF를 부분적으로 사무국으로 활용하면서 여러 나라를 순회하면서 개최된다. 내 생각에는 G20와 IMF 간 지배구조에 대한 갈등이 해결되어야 한다고 보며, 몇 가지 대안이 있다고 생각한다. 그렇게 되면, G20가 의사결정기구로서의 정통성과 효과성을 확보할 수 있을 것이다. 현 G20체제하에서는 지금 당장 내년에는 보호조치를 강화하지 않겠다고 결의할 수 있지만 내년에 가서 보호조치를 도입해도 그것으로 그만이다. 집행능력을 강화할 수 있는 추가적인 메커니즘이 요구된다.

질문 미국에서는 여러 가지 구조개혁조치가 도입되고 있는데, 성장으로 시현되지 않는다면 구조개혁의 이점이 없을 것이다. 귀하는 또 다른 일련의 재정적 조치가 추가적으로 취해질 가능성은 없다고 했는데 그러면 성장은 어떻게 되는가?

답변 성장은 재정지출만의 함수는 아니다. 지난 10년 또는 15년간 최고로 성장한 국가들은 바로 재정적자를 줄인 나라들이다. OECD국가들을 살펴보면, 성장을 위한 부양책을 쓴 나라도 있지만 반대로 움직인 국가들도 있다. 재정적자가 늘어나면 이자율이 올라가고 성장이 질식(choked off) 당한다. 문제는 타이밍이다. 내 생각으로는, 누구나 지금 당장 서둘러 재정긴축에 돌입해서는 안 된다는 점에 동의할 것이며, 향후 3~4년의 시간을 가지고 줄여나가야 한다. 점진적 변화가 일어나도록 출구를 찾는 것이 어려우면서도 기술이다. 나는 부양책이 클수록 반드시 성장이 커진다고 생각하지 않는다. 심지어 단기적으로도 재정적 부양조치가 성장을 높인다는 공식이 반드시 맞다고 보지는 않는다. 이에 대해서는 커다란 논란이 있다. 만약에 두 번째 경기부양책이 도입된다면 재정적자 감축을 신속히 시작할 수 있는 신뢰성 있는 조치들이 병행되어야만 한다고 생각한다. 지금까지는 그렇게 하지 못했고 이것이 현재 부진한 성장의 한 요인일 수 있다.

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
551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
E-mail : igenet@igenet.com
<http://www.igenet.com>
-



세계경제연구원
Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
<http://www.igenet.com>