



Occasional Paper Series

09-05

# Beyond Keynesianism

## 하강하는 세계경제와 케인지언 정책처방의 실효성



Justin Yifu Lin

*August 2009*

세계경제연구원 · 한국무역협회

Institute for Global Economics / Korea International Trade Association

***Justin Yifu Lin***

- 현 세계은행 수석부총재
- 미국 Chicago대 경제학 박사
- 중국상공회의소 부회장, 북경대 교수 등 역임
- “The China Miracle: Development Strategy and Economic Reform”등 주요 저서 및 논문 다수

---

# Beyond Keynesianism\*

*Justin Yifu Lin*

Dr. Lee, thank you very much for so many kind words. President Nam, friends, ladies and gentlemen, it's quite an honor to be speaking today at this high-powered forum in Korea. This morning I would like to share three points with you in my talk. The first one, and the most challenging one for us, is certainly the financial crisis. But, I would like to say that the nature of the crisis has changed. It has changed from the financial sector to the real sector. I am specifically talking about the issue of excess capacity. If we do not tackle the issue of excess capacity in the world, the crisis could be prolonged. The second point that I would like to share with you is that the crisis originated in the US but other high-income countries especially ones that produce capital goods and developing countries will also suffer from the crisis. The third thing that I would like to share with you is that we need a Keynesian type of intervention, fiscal stimulus. To make this work, we need to go beyond the conventional type of Keynesian intervention. We also need to go beyond national boundaries. Because of this, I think that Korea can play a very important role. Now, let me elaborate more on this.

The reason why I think the nature of the crisis has changed is because before the crisis erupted last September, we observed an extraordinary six-year boom in the global economy. The reason for that boom, as we know, was excess liquidity due to financial innovation and high leverage with low interest rate to cope with the Internet bubble burst in 2001. The low interest rate as well as the excess liquidity certainly contributed to the bubble in the equity and housing market. With the increase of wealth, consumption in the US and in many other countries, including both high-income and

developing countries, increased as well. So the housing stocks built up. At the same time, the excess liquidity and low interest rate resorted in a large outflow of capital from the high-income countries to other high-income countries – such as Korea – and to developing countries. One statistic shows that in 2000 the outflow of capital from high-income countries to developing countries was around 200 billion US dollars. By 2007, this number increased 6 times to 1.2 trillion US dollars. With such a large outflow of capital to developing countries, you can imagine that investment in fixed assets – in housing and so on – increased rapidly. Statistics show that in the 1980s the annual growth rate of fixed asset investment in the developing parts of the world was 1.6% per year. In the 1990s it was 2.9% per year. From 2002 to 2007 the annual growth rate of fixed asset investment in developing countries was 11.9% per year. You can imagine that the production capacity in many countries rose sharply. Now all of the sudden, because of the bubble burst in the equity market and the housing markets of the developed world as well as in many developing countries, created a reverse wealth effect. The loss of value in housing in equity made people become poorer, some lost their pensions, and some even became indebted. So they needed to start saving for retirement or in order to repay their loans. You can imagine that consumption demand declined significantly. Not only did consumption demand decline significantly, the financial crisis also meant that the high leveraging in financial institutions that took place in the past needed to be reduced or reversed. This reduced the funds available for credit, foreign investment, and consumption. The deleveraging effect reduced investment possibilities. We know that one of the reason for this global crisis was the global imbalance. In the US, we observed the consumption demand increased significantly before the crisis; the saving was too low. Now, the US needs to rebalance their savings and consumption. Certainly, China also needs to rebalance its savings and consumption. The US is the largest export market for so many countries, so when the US rebalances its consumption to savings that means that the market shrinks. The global demand, after the crisis erupted, reduced sharply.

---

Now, the dilemma comes. On the one hand, the capacity has built up. On the other hand, the demand declined sharply as a result. Under utilization of capacity, excess capacity becomes a new challenging issue. For the under utilization of capacity, for example, much of this year in the US the capacity utilization rate was 69.1%, which was the lowest since the record began being kept in 1967, the lowest in 42 years. This situation has continued to deteriorate. The newest figure that I have is from April 2009 at 68.3%, lower than the March figures. A similar situation occurred in Japan. Currently, it is around 65% there. In some developing countries, it is closer to 50%. I think that the excess capacity becomes the root of the problem. It may cause some kind of vicious cycle. Excess capacity means it is very hard to find investment opportunities and investment demand will decline. Corporate profit will, therefore, be very poor, and for companies' survival they need to reduce their workforce. So, unemployment will go up. Some companies will even go bankrupt. With the rising unemployment, consumer confidence about their future is hard to establish. So the consumption demand will decline. You can only imagine that with investment demand declining, consumption demand declining, with total demand declining, excess capacity might even become bigger. This could turn into a vicious cycle.

Not only could it become a vicious cycle in the real sector, but it may also cause trouble in the financial sector. The crisis started in the financial sector, but now the problems in the real sector may become the root of the problem in the financial sector because the reason for the financial sector to have problems is because of toxic assets. Excess capacity in the housing sectors, housing pricing will continue to drop. More assets are going to turn into toxic assets. At the same time, with excess capacity in the manufacturing sectors, corporate property is going to be very poor. Under this kind of situation, the financial sector will need more funds for rescue, and, in effect, the data also shows that. When the Lehman Brothers crisis erupted last September, the IMF made an estimation of how much write off in the US financial sector would be, 1.4 trillion US dollars. In April this year they made another estimation. This time it was nearly double, 2.7 trillion US dollars.

---

On my way to Korea, I read the Financial Times estimation about European banking sectors and it indicated that they need an additional 275 billion US dollars. This means that if excess capacity in the real sector is not tackled, it will not be easy to stabilize the financial sectors. Certainly similar situations have occurred in the past: the bubble burst in the equity market and in the housing market has caused a financial crisis, and has caused excess capacity in the real sector and so on. But in the past, such kind of crisis was in one individual country or in one region like the Latin America Crisis and the Asian Financial Crisis. The rest of the world was healthy. So the country that was hit by the crisis could use the depreciation of their currency to increase their exports to solve its issue of excess capacity. In cases like this, we could expect some reshaped type of recovery. But this time it's global. What does this mean? Globally, we are a closed economy. In this "closed global economy" we have no way to export. And so, there is a danger; the crisis may be protracted, may be longer than those that we experienced in the past. We see some kind of green shoot which is a kind of recovery in the equity market, a reduction in the spread of interest rates, and we also see some recovering in the corporate bond market. All of these are good signs, as we know. One reason for these good signs was the large injection of capital for the rescue of the financial system. Now, the financial system has a lot of cash in hand so now it has to find a way in the long run. However, it is hard to use the long run perspective to make invest in the real sector. So, a lot of funds turned into investment in the equity market.

It is still unanswered as to when we are going to have a sustained recovery. Certainty, I hope it will come as soon as possible, but unless I see convergence in the real and financial side, I cannot be confident that we hit the real bottom. That is my first point. My second point is that the crisis originated in the financial sector in the US – everybody knows that. Through the financial linkage, some countries are exposed to this kind of crisis like the UK and Central European countries. Undoubtedly, they will be hit. However, as I mentioned, because once the financial pressure erupted, excess capacity appeared and the crisis spilt over into the real sector. Even some countries didn't have much exposure to the supply of loans or direct

---

linkage to the international financial market, they will also suffer like Japan, like Germany, like Korea and developing countries because when you have excess capacity, it is very hard to find good investment opportunities. And so, the demand for capital goods collapses. In the last quarter of 2008, on a quarterly annual basis export decreased about 50% in Japan, Korea, and Germany. Their production, because most of them are capital good production, reduced sharply as well: Japan at 40%, Korea at 42% and Germany at 26%. As a result, certainly, the GDP growth will be hit seriously. According to our new forecasts for 2009, the US economy will contract 3%, Japan 6.8%, Korea will 3 to 3.5% and OECD, as a whole, 4.2%. The reason is mostly due to this real side problem. Furthermore for developing countries, the exposure to the financial shock has not been that large for most of them. At the beginning we talked about some kind of decoupling, but now we find that because of the linkage to the real side, they are also hit. In 2002 to 2007, about six years extraordinary boom was due to the large increase in international trade. During that period of time, trade expansion each year was about 12% while the global GDP only increased about 6%, double. Capital outflow, as I mentioned, went from 200 billion US dollars to 1.2 trillion US dollars. Also, remittance increased about 18% per year. In 2007~2008 it reached 308 billion US dollars. It was the foreign reserve earning in many low-income countries. And last, but not least, is the commodity price boom. Many developing countries are rich in natural resources. They are natural resource exporters. For those reasons, they contributed to the extraordinary boom from 2002 to 2007. Now, everything has reversed. Trade has collapsed. According to our estimation, this year international trade is going to decline 9.8% and capital outflow is going to drop down to 363 billion from 1.2 trillion US dollars in 2007.

Because of the decline in the capital inflow and export, quite a number of developing countries are going to encounter a balance of payment problem. We estimate that the developing world is going to have financial gap of 635 billion from 350 billion. If they can't find some kind of external assistance, a number of them may have some kind of debt crisis, currency crisis, or they need to have a huge contraction of domestic consumption. This could

---

become another crisis for them. Again, commodity prices collapsed and are now recovering, but compared to what they used to be, they are still very low. All of these affect the growth potential of the developing countries. According to our estimations, in 2009 the growth rate of the developing world will be 1.2%, but if you take out China and India from that statistic, the developing world will contract 1.6%. We also know that the population growth rate in the developing world was about 1.5~1.6%, so that means per capita income will decline about 3%. Poverty, as well, will increase. We estimate that this year 53 million people will lose the opportunity to get out of poverty. If the crisis is protracted, this kind of pressure will become even greater.

Now, coming to my third point about how to get out of this situation. Well, we know that when there is excess capacity we need to rely on some type of Keynesian fiscal stimulus. And since it is global, we need to have a globally coordinated fiscal stimulus. If we want to have a globally coordinated stimulus, there are two barriers that need to be overcome. The first one is for the developing countries. Many of them do not have enough fiscal space. Their governments' fiscal revenue was in poor shape especially when facing this kind of downturn. Not only do they have the fiscal space issue, they also have a foreign reserve issue. Before the crisis the current account deficit in one third of the developing countries was already about 10% of their GDP. And we know that if we want to do fiscal stimulus, we need to have government funding to support it. We also need to import something, and it takes foreign reserve to do that. Quite a number of developing countries don't have those resources, or that possibility.

The second problem is for the developed countries. They have the hot currencies, so funding is not an issue. However, for the developed countries, they have another issue. That is, "Can they make fiscal stimulus effective?" For the fiscal stimulus, that means the government needs to increase the deficit in order to make an investment. In the short-run it creates jobs and demand, but people may anticipate that in the future they may need to pay more taxes to repay the debt that the government

---



is now running. Under that kind of situation, people will want to slow their consumption and save more. That is the so-called “Ricardian Equivalence.” In reality, it’s not only a theory; we have observed this before in high-income countries. For example, in the 1990s Japan encountered the collapse of their housing market (their equity market) and then a recession and excess capacity situation. The Japanese government was very aggressive in applying fiscal stimulus, but they had “The Lost Decade.” The figures show that in the 1990s the government’s debt as percentage of GDP was 60% of their economy. By 2002, the government’s debt increased to 140%. So that means in that 12-year period, the government’s stimulus was about 7% per year. That’s quite strong, right? However, Japan was not able to get out of the recession and had the so-called “Lost Decade.” It was because as the government spent more money, people began to save more money. The aggregated increase in demand, as a result, was small. So they could not get out of that excess capacity trap. But, suddenly we can find some encouraging signs of fiscal stimulus working. One can be observed in China. Due to the East Asian Financial Crisis, China encountered a similar crisis then as it is facing now. From 1998 to 2002, China implemented five years of fiscal stimulus. During those five years, China maintained an average growth rate of 7.8% per year. More importantly, during the period of fiscal stimulus the government debt increased. At the end of the 1990s, the government debt was 30% of GDP and it increased to 36% in 2002. However, after the crisis, the government debt reduced down to 20% of GDP. From 2003 to now, the government reduced the tax burden while the government debt as a total reduced. It was because after the crisis the growth rate in China was enhanced.

So why did fiscal stimulus work in China but not in Japan? I think it was because in Japan they follow the conventional Keynesian type of fiscal stimulus, the so-called “shovel-ready projects.” In China, however, it goes beyond this; it replaces shovel-ready type of projects with “bottleneck projects.” China as a developing country, certainly, has a lot of bottlenecks. In the 1990s before the fiscal stimulus, the highway system in China was only 4,700 kilometers. In those five years of fiscal stimulus, the highway

---

system increased five times to 25,000 kilometers. So, you can imagine that the bottleneck in transportation has been removed. If you go to China, you can see many beautiful airports and all of which were built during that time. Port facilities and telecommunications were also improved during that period of time. As a result, the growth potential was enhanced. From 1979 to 2002, the average annual growth rate in China was 9.6%. In the late 1990s, there was a lot of debate as to whether China could sustain such a high growth rate. Most people thought that it was impossible, but in reality from 2003 to 2008, the average annual growth rate was 10.8%. The growth rate was at 9.6% for 23 years and after that it rose to 10.8%. How was this possible? It was possible because the bottleneck was reduced and the growth potential increased. As a result, the government revenue increased. They paid back the debt while the GDP grew larger. This is why the government debt as a percentage GDP dropped from 36% down to about 20%. Growth enhancing can also be shown in the inflation rate. Before 1998, whenever China had a double-digit growth rate, the inflation rate also became double digits. Sometimes the inflation rate reached 24~25%. This time China had six years of double-digit growth rate but the inflation was between 3%~8% because the bottleneck was released. Japan used conventional shovel-ready projects. One of my friends, living in Tokyo during the 1990s, said that the road in front of his house was dug up and repaved six times in four years. Those kinds of projects create short-term job opportunities, but they don't enhance the growth potential. This is why the debt burden in Japan increased from 120% in 2002 to 170% in 2007. This tells us what? If you want to make a Keynesian type of stimulus plan that works, we need to replace the concept of shovel-ready with the new concept of bottleneck.

Where is the bottleneck in high-income countries? Well, it may be hard to find, but it could be found in the green economy, in the environmental, energy saving type of activities. I've noticed that Korea has spent 75% of its fiscal stimulus in the green economy. I think that is the right direction because that is the bottleneck for the high-income countries. For the low-income countries/developing countries the green economy is only one

---

part; the other one is just like China. Developing countries still have a lot of bottlenecks in their infrastructure. This gave me the idea of going beyond Keynesianism. We all know that to get out of this global recession we need to have coordinated fiscal stimulus. High-income countries have the funds, but low-income countries do not have the funds. Since low-income countries have a lot of bottlenecks, it is a good investment in those areas. High-income countries have a lot of funds, but not many good investment opportunities. So, the idea would be to funnel some funds from the high-income countries to support the fiscal stimulus in the developing part of the world.

For this, I think, Korea can play a very important role because we know now that Korea is going to chair the G20 meeting next year. If my analysis is right, next year we may still be troubled by the international economic crisis, we may still face a very sluggish recovery. In order to have a real sustainable recovery, we need to have a globally coordinated fiscal stimulus. Korea as the chairman can play several important roles. One is to use your green stimulus experiences to share with other developed countries. But, equally important is the speech given by Dr. Il SaKong yesterday that Korea is in a very unique position. Yes, Korea is a high-income country, but only 20-30-40 years ago Korea was a very poor country. So, you understand low-income countries' situation and demands.

So, I think as chair of the G20 meeting, Korea can promote ideas of cross-border stimulus. How do you do that? One way is to make a contribution to the fund proposed by the President of the World Bank. The high income countries should contribute 0.7% of their fiscal stimulus packages to this fund in order to support the lowest-income countries. The second one is to increase, or at least maintain, the ODA so that the low-income parts of the world can have some funds for social spending, and so they can engage in some stimulus. In addition to this, we also have to re-capitalize, increase the capital base of international financial institutions like the World Bank. That way they can give more loans to the developing countries to engage in their infrastructure projects. The last one, if the situation does not improve, is a global recovery fund. The high-income countries can contribute to

---

this fund and use this fund as a loan to make investment in infrastructure projects, the bottleneck projects in developing countries. This kind of situation will be a win-win situation. It will help us create lots of aggregate demand, to upset excess capacity and get out of this recession in a much earlier manner. This investment in low-income countries will create a demand for capital goods in high-income countries. So this will not only help developing countries, it will also help high-income countries. In these kinds of infrastructure bottlenecks, investment can have a very high return. It will also pave the foundation for developing countries to have dynamic growth in the future. We know that one constraint in a developing country is the poor infrastructure and if they can have a much better infrastructure, we can have a much more inclusive growth for the world. In Chinese, and also in Korean I think we have the same concept called “crisis.” It contains dangers and opportunities. If we make the most of this opportunity, we can get out of the crisis earlier. We can also create a much more inclusive, harmonious world in the future.

---

### Questions & Answers

---

**Q** Thank you Dr. Lin for your excellent and insightful presentation. As you just mentioned here, if you are not careful, one has the mistaken notion that this crisis will be okay by fixing the banks and stimulating fiscal policies. The only question is whether the recovery will start this year or next year. You correctly pointed out that the problem is more fundamental and you mentioned excess capacity. I would like to add further gloom to that because the problem is more than that. I think that the global, or global closed economy, as you call it, has been running a heavy deficit of around 6% of US GDP, which amounts to close to 2% of global GDP. So, the rest of the world has been benefiting from the stimulus package coming from the United States. Now, this is going to be gone forever. No matter what we do with the banking system or fiscal policy, US consumers now have a burden

---

of debt hanging over them which they are going to struggle with. Therefore, if anything their consumption level has to go down drastically. So beside the excess capacity, there will be a drastic cut back on consumption no matter what we do. As you pointed out, there is a certain global growth that comes from the Chinese economy through its substantial stimulus package. However, a lot of it is not available to the outside world; it is purely inland, China's infrastructure. Therefore, it seems like the global shrinkage effect will continue.

You mentioned the Keynesian fiscal policy to get the economy going because of this problem, but if you look at the long-term fiscal policy as being only one-shot, there is a limit to how far we can go. As you pointed out, Japan got into this Lost Decade with the lowest national debt among OECD countries and ended up with the highest. They now are strapped. They cannot go any farther. Other developed countries are the same way, we can do the fiscal policy once or twice and then we are out of ammunition. Therefore, the long-term outlook for the world is far worse than it may seem otherwise because a lot of people think we can continue doing these fiscal policies but we are at the limit of it in developed countries. We are running out of ammunition, therefore we must adjust. Now, how do we get out of it? One way to get out of it is by getting rid of the debt. One way of getting rid of the debt is via money. We are very careful when talking about it but unless the level of pricing increases to such a level that the debt in real terms has gone down the economy really cannot fix itself. What do you think about that?

**A** I think that's a very good question. Understand that every government encounters the issue of debt sustainability. Whether that debt can be sustained or not depends on how you spend that debt. If you use that debt the Japan spent its debt (shovel-ready type of projects), it will not increase productivity; it will increase the tax burden in the future; and it is not sustainable. That is the reason why I say that we should use this government debt to make investments in areas that have high returns. Whichever place has high return, we should use the money. If you can use

---

it in this way, it's not unsustainable because in the future as productivity increases so will government revenue. This can be self-liquidated and that is the reason why I think we need to go beyond national boundaries to look for investment opportunities. So we must reconsider the national economy as our target, but we have a G20 meeting. We need to have Korean leadership to say that we are in a global economy and that we have an excess capacity trap. If we do not get out of this trap, it will be a Lost Decade. To get out of it, we need to make an investment in order to boost up short-term demand, while overcoming the sustainability issue we need to invest in areas that generate high returns, no matter it is in your country or in other countries. If we can apply this kind of concept, I would not worry about the sustainability issue. As I mentioned, in China debt has been accumulated, but after the crisis ended, the growth rate was enhanced and government revenue increased. Even during that time from 2003 to 2008, the corporate income tax was reduced from about 35% down to about 20%. Personal income tax rate was also reduced, but the government revenue increased. Therefore, the debt as percentage to GDP declined. If we use this concept, I think it will work but it needs to go beyond conventional thinking.

Now, regarding your argument using monetization to have inflation and whether it is a good way. Well, inflation is a tax, right? If people expect inflation tax in the future, they will start to save now. That is what we observed in Latin America in the 1970s, stagflation – stagnation plus inflation. That might be an outcome. Your proposal deserves further exploration.

**Q** The Korean Government has established an economic stimulus package, so it is pursuing an expansionary monetary policy. For example, 22 trillion won is budgeted to be spent on recovery projects and the such. A lot of people are concerned that these are recovery projects are of the shovel-ready type. What do you think about the government focuses on investing in bottleneck projects in North Korea? Improving North Korea's infrastructure?

---

**A** I think that we need to bring North Korea to the negotiation table first, right? Regarding for the South Korea stimulus, I have observed that 75% of it is in the green economy which I think is moving in the right direction. But, projects need to be evaluated on an individual basis. I would also like to say that this type of cross-border stimulus, in order to be effective, needs to be globally coordinated. If one individual country does it, there is a lot of leakage to other countries so the incentive for an individual country to make those kinds of investments would be small unless you can make a specific project directly designed to benefit the domestic economy. To make it effective, a global coordinated fund with contributions from all of the high-income countries should be established. Just like with fiscal stimulus, we need to have a globally coordinated fiscal stimulus in order to prevent leakage.

**Q** Thank you Dr. Lin for your very stimulating talk today. I agree with 99% of what you said. However, I think that there might be one aspect that is paradoxical. The fact that you mentioned excess capacity as one of the reasons that lead us to this economic crisis. There is another aspect that is very interesting to mention. The countries that are slated to come out of the crisis the earliest are the countries that have good domestic markets. So over liquidity and excess capacity were in international trade and international finance, but countries that had domestic markets were able to absorb this more easily like China, Brazil and India. The case of Korea was different because it was a problem of dollar liquidity – that’s a different thing. Korea, of course, has a very strong economy so we will recover soon. This suggests that we also should try to strengthen domestic markets, not only the international finance and liquidity. On the other hand, you mentioned a bit about investment opportunities. Of course, infrastructure is very important. But, we should not only think of infrastructuring as a corridor for export. Instead we should look at it from the perspective of internal distribution. In this sense, it is logical to improve infrastructure in all countries, especially developing countries, because that is where investment opportunities can be found.

---

But this leads to another question. Industrial goods are not the only thing that makes the wealth of nations. What we can foresee in the future is the problem of food capacity. The question of investment perhaps would be well addressed if we also considered the question of food supply. Food supply mostly comes from developing countries. Industrial countries produce a lot of sophisticated goods, but you cannot eat computers. You have to eat food. This is something very important that needs to be addressed. Now might be a good opportunity to address this imbalance between industrial and agricultural sectors.

My third point is that the excess of speculation that led to this crisis is psychological. So, we also have to address the psychology of investors because they are led by profits. When they start losing, they panic. Now, we are in the panic side of the psychology. This is something that should be urgently addressed and restored. Therefore, what we have to do is, like Dr. Lin said, go beyond Keynesianism, like a post-Malthusianism.

**A** Well, I fully agree with your recommendations of the other areas in order to make improvements.

**Q** I agree with your points that you raised this morning. But, how do you see the coordination between the major players, even within the G20 framework. To what extent is China ready to coordinate with the US. For example, Treasury Secretary Geithner mentioned that the appreciation of the Chinese yuan is critical in correcting the global imbalance. China's response was very cold on this point. Theoretically, what you said is correct, but in reality, how can we design a collective leadership of the major players in world economy.

**A** I think that all of the countries see their needs. The US sees its needs; China sees its needs; Japan and Korea also see their needs. Our Brazilian friends and others will benefit as well if we recover sooner. I think the incentive is compelling, but suddenly the issue becomes politics. For this, I

---



think that a country like Korea can play a very important role because it is not so big or so small. It also has the advantage by chairing the G20 Summit. As a chairman, you have the position to set the agenda to advance new ideas. Other countries will not feel dominated by virtue of your size. Yesterday, I was very moved to hear SaKong Il saying that Korea is in a very unique position. It can speak on behalf of the developing countries because it has the roots of a developing country not too long ago. Now, you are in the club of high-income countries and the chairman. I hope that Korea plays this intellectual role in order to break this political stalemate and come up with a solution that benefits the whole world.

**Q** I appreciate your excellent presentation today. I share almost all of your opinions on the nature of the crisis. Why doesn't the World Bank recommend the US and EU countries to have a forward-looking criteria like Korea had in 1998?

**A** Good question. Well, the World Bank mainly serves developing countries. It would take some time before the US or other developed countries come to the World Bank for help. As a Chief Economist and Senior Vice President of the World Bank, I hope that I can bring this understanding of issues in developing countries into the research and program of the World Bank. I do see the IMF and the World Bank making changes. For example, in the IMF new crisis facilities, they do not put on conditions anymore. If you need it, they will give you funds. I think people have been educated by experiences in the past in order to benefit the future.

**Q** I think that the crisis will be resolved and the world economy will get back to normal. There is a saying that the first thing a firefighter should keep in mind is the location of the exit. If we withdraw the stimulus package too early, we might get trapped inside, the so-called double-deep recession. Or, we will withdraw the package too late and have stagflation occur. When should we really consider an exit policy?

---

**A** It's an excellent question about the exit issue. I have seen some talk of it in the newspapers here as well as globally. When should you exit? You should exit when you see a converging trend on the financial as well as in the real side. That's the time to exit. When divergence is seen between the financial and real side, though, it is likely a false spring. So, during these times of divergence, I see stimulus as being very important. Secondly, the reason people talk a lot about exit strategy is because they look into the framework of Keynesian type of intervention. They are afraid that the current government spending will accumulate and become a debt burden in the future that can lead to inflation tax. If you use the money correctly to make an investment to remove your bottlenecks for growth, possible debt can be quickly liquidated in the future with higher growth. So, the concern about an early exit will not be that large.

**Q** I would like to ask a question not related to Asia. In your opinion, what should Latin America and the Middle East do to control the financial crisis? For example, Peru's economy grew very fast in the past few years and even this year it is expected to have 3% growth.

**A** I think that Latin American countries were hit very seriously because of their close economic integration with the US. When the US consumption demand dropped, the Latin American countries were hit quite seriously like Mexico. I don't have particular knowledge about Peru, but I expect that this happened there as well. Peru was probably hit because of the reduction of export demand and also because of the capital flow to Latin American countries was reduced. This may turn into some type of trade liquidity issue or domestic banking issue or something else. Under that kind of situation I think that because external demand has reduced, Peru has to find some way to stimulate the economy. In Brazil and Peru, there is some scope for monetary policy because your interest rate is fundamentally still much higher than zero percent. There is some scope for monetary easing. In Latin America, I understand, has a big shortage of infrastructure; it is a big constraint on growth for those countries. So, I would suggest that Latin

---

American countries use this opportunity to make an investment in infrastructure aggressively. In fact, investing in infrastructure now is much cheaper than normal times. If you look into the price of cement, steel, and the such, the price is much lower.

---

## 하강하는 세계경제와 케인지언 정책처방의 실효성\*

*Justin Yifu Lin*

오늘 강연 내용의 요점은 3가지이다. 첫째, 우리에게 가장 어려운 문제인 금융위기에 관한 것이다. 그러나 이 위기의 성격이 금융부문에서 실물부문으로 변화했음을 말해두고 싶다. 본인이 구체적으로 말하고자 하는 것은 과잉설비 문제이다. 세계의 과잉설비 문제에 대처하지 못하면 위기는 장기화될 수 있다. 둘째, 위기는 미국에서 시작되었지만 여타 고소득 국가, 특히 자본재를 생산하는 국가와 개발도상국도 이번 위기의 영향을 받게 된다는 점이다. 셋째, 우리에게 케인즈식 개입, 즉 재정적 부양책이 필요하다는 것이다. 우리는 또한 국가간 경계를 넘어설 필요가 있다. 이런 점에서 한국은 매우 중요한 역할을 할 수 있다고 생각한다. 이제 이 요점들을 하나씩 구체적으로 이야기해 보자.

이번 위기의 성격이 변했다고 생각하는 이유는 지난해 9월 위기가 있기 전에 세계경제가 이례적으로 6년간이나 호경기를 누렸기 때문이다. 2001년 인터넷 거품 붕괴에 대처하기 위한 금융채신과 저금리를 동반한 고액차입(high leverage)이 호경기의 원인이었다. 과잉 유동성과 저금리는 주식과 주택시장의 거품형성을 촉진했다. 부(富)가 증가하면서 미국의 소비는 물론이고 고소득 국가 및 개발도상국을 포함한 여러 나라의 소비가 함께 늘어났다. 그 결과 주택재고도 늘어났다. 동시에 과잉 유동성과 저금리로 고소득 국가로부터 다른 고소득 국가 — 한국과 같은 — 와 개발도상국으로 거액의 자본이 유출되었다. 2000년도에 고소득 국가로부터 개발도상국으로 유입된 자본은 2천억 달러였으나 2007년에는 그 액수가 6배 증가한 1조 2천억 달러에 달하였다. 이런 막대한 자본이 개발도상국으로 유입되면서 주택을 비롯한 고정자산에 대한 투자가 급격히 늘어났다. 1980년의 세계 전체 개발도상국의 고정자산 투자 연간 성장률은 1.6%였으나 1990년에는 연간 2.9%로 늘어났고, 2002년부터 2007년까지의 연간 성장률은 11.9%였다. 그 결과 많은 나라에서 설비가 크게 늘어났다. 이제 갑자기 주식시장과 선진국 및 개발도상국 주택시장에서 거품이 붕괴하면서 부의 효과가 역전되기 시작하였다.

\* 이 글은 2009년 6월 23일 개최된 특별강연 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둔다.

주택 담보가치가 떨어지면서 사람들은 더 가난해지고, 일부는 연금을 날려버렸으며, 일부는 빚을 지기까지 했다. 그들은 은퇴에 대비하거나 빚을 갚기 위해 새로 저축을 시작해야 할 필요가 생겼고 소비수요가 크게 하락하는 것은 당연한 귀결이었다. 금융위기는 소비수요를 감소시켰을 뿐 아니라, 과거 금융기관이 누리던 높은 차입의존도를 감소시키거나 역전시켰다. 이 때문에 여신과 해외투자는 물론 소비에 사용할 자금이 줄어들었다. 차입의 감소(deleveraging) 효과는 투자 가능성을 감소시켰다. 이번 세계적인 위기의 원인 중의 하나는 세계적인 불균형이다. 미국의 경우 위기가 있기 전 소비수요는 크게 증가했지만 저축은 너무 낮았으며, 이제 미국은 저축과 소비의 균형을 되찾을 필요가 있다. 중국도 저축과 소비의 균형을 잡아야 할 필요가 있다. 많은 국가들에게 미국은 최대의 수출시장이었다. 미국이 소비에서 저축으로 균형잡기에 들어간다는 것은 시장의 축소를 뜻한다. 위기가 터진 후 세계의 수요는 급격히 줄어들었다.

여기서 딜레마가 생긴다. 한편으로는 생산설비가 확장되었는데 다른 한편으로는 수요가 급격히 줄어들었다. 낮은 설비가동율과 과잉설비는 새로운 도전적 쟁점이 되었다. 예를 들어 올해 초 미국의 설비가동율은 69.1%로, 기록이 시작된 1967년 이후 42년 만에 최저이다. 이런 상황은 지속적으로 악화되어 왔으며 본인이 가진 최근 수치는 2009년 4월의 68.3%인데 이는 3월의 수치보다 낮은 것이다. 비슷한 상황이 일본에서도 발생하였으며 일본의 가동율은 현재 65% 수준이다. 일부 선진국에서는 그 수치가 50%에 육박하고 있는데, 과잉설비가 문제의 뿌리가 되고 있다는 것이 본인 생각이다. 이것은 일종의 악순환을 일으킬 수 있다. 과잉설비의 존재는 투자기회를 찾기 어렵게 되고 투자수요가 줄어든다는 것을 의미한다. 그러므로 기업의 이윤은 빈약해지고 기업은 살아남기 위해서 고용감축이 불가피해진다. 그리하여 실업은 늘어나고 일부 기업은 파산까지 가게 될 것이다. 실업이 늘어나고 미래에 대한 소비자들의 신뢰가 위협을 받게 되면서 소비수요는 줄어들 것이다. 투자수요와 소비수요가 줄어서 총 수요가 줄면, 과잉설비가 더 큰 문제로 부각될 것임을 짐작하기 어렵지 않다. 이러한 악순환으로 이어질 수 있는 것이다.

실물부문에 악순환이 될 수 있을 뿐 아니라 금융부문에서도 문제를 일으킬 수 있다. 위기는 금융부문에서 시작했지만 이제 실물부문의 문제가 금융분야 문제의 뿌리가 될 수도 있게 되었다. 금융부문에서 문제의 원인이 바로 악성자산이기 때문이다. 주택부문의 과잉설비로 주택가격은 지속적으로 떨어질 것이고, 더 많은 자산이 악성자산이 될 것이다. 이와 함께 제조업부문의 과잉설비로 기업의 자산가치도 떨어진다. 이러한 상황에서 금융부문은 더 많은 구제자금을 필요로 할

것이며, 실제 자료가 이러한 사실을 입증한다. 작년 9월 리먼 브라더스(Lehman Brothers) 위기가 터졌을 때 IMF는 미국 금융부문의 총 결손 규모를 1조 4천억 달러로 추정했다. 그러나 금년 4월 IMF는 새로운 추정치를 내놓았는데, 이번에는 거의 2배로 늘어난 2조 7천억 달러였다.

한국으로 오는 도중 나는 파이낸셜 타임즈(Financial Times)가 추정한 유럽 은행부문에 대해 읽었는데, 추가로 2,750억 달러가 필요하다는 것이었다. 이것은 실물부문의 과잉설비에 대처하지 못하면 금융부문을 안정시키는 일이 쉽지 않다는 것을 뜻한다. 과거에도 이와 비슷한 일이 일어난 적이 있다. 주식시장과 주택시장의 거품붕괴가 금융위기를 야기하고 그것이 실물부문의 과잉설비를 야기하는, 그런 과정이 되풀이 되는 것이다. 그러나 과거에는 그러한 위기가 한 나라, 또는 라틴아메리카나 아시아 등 특정 지역에만 국한되었다. 다른 지역은 건실했었다. 그래서 위기를 당한 나라는 자국 통화를 평가절하하여 수출을 늘림으로써 과잉설비 문제를 해소할 수 있었다. 그러나 이번에는 위기가 세계적인 것이다. 이것은 무엇을 의미하는가? 세계 전체로 볼 때 우리는 하나의 폐쇄된 경제이다. 이러한 “폐쇄된 세계경제”에서 우리는 수출할 곳이 없다. 그러므로 위험이 따른다. 위기는 장기화될 수 있으며, 과거에 우리가 경험한 것보다 더 오래 갈 수도 있다. 주식시장의 회복, 이자율 하락, 예대마진 축소, 회사채 시장의 부분적인 회복 등 몇 가지 경기회복 신호(green shoot)가 나타나고 있기도 하다. 이와 같은 좋은 신호가 나타난 이유는 금융시스템을 구제하기 위해 거액의 자본을 투입했기 때문이다. 이제 금융시스템은 많은 현금을 손에 쥐게 되었고 장기적으로 이 돈을 쓸 곳을 찾아야 했다. 그러나 실물부문에 투자하기 위한 장기전망이 극히 어려운 실정이다. 그래서 많은 자금이 주식시장으로 들어갔다.

언제 우리가 지속적인 회복에 들어갈지는 아직 알 수 없다. 가능한 빨리 오기를 바라지만 실물부문과 금융부문의 격차가 축소되지 않는 한, 진정으로 바닥을 쳤다고 확신할 수는 없다. 이것이 본인 강연의 첫째 요점이다.

본인 이야기의 두 번째 요점은 위기가 미국의 금융부문에서 시작되었다는 것이다. 이는 모두가 알고 있는 사실이다. 금융연계에 의해 영국과 중부 유럽국가들 비롯한 여러 나라가 이번 위기에 노출되었으며 이 나라들이 타격을 받은 것은 의심의 여지가 없다. 그러나 본인이 앞서 언급한 바처럼 일단 금융압력이 폭발하면 과잉설비 문제가 대두되고 위기가 실물부문으로 전이된다. 차관공급에 크게 노출되지 않았거나 국제금융시장에 직접 연계되어 있지 않은 일본, 독일, 한국 및

일부 개발도상국도 영향을 받는다. 과잉설비 상태에서는 좋은 투자기회를 찾기 어렵기 때문이다. 그러므로 자본재 수요가 폭락하게 된다. 2008년 4/4분기에 일본, 한국, 독일의 연간기준 분기수출이 50%가 감소했다. 세 나라의 생산도 대부분 자본재 생산이기 때문에 급격히 감소했다. 일본이 40%, 한국이 42%, 독일이 26%이었다. 그 결과 GDP 성장이 큰 타격을 받았다. 새로 나온 2009년도 전망에 따르면 미국 경제는 3% 축소되고, 일본은 6.8%, 한국은 3~5%, OECD 전체는 4.2% 축소될 것으로 나타난다. 그 원인은 대부분 실물부문의 문제 때문이다. 개발도상국 대부분은 금융쇼크에 크게 노출되지 않았다. 하지만 이제 금융과 실물의 연계 때문에 개발도상국들도 어려움을 겪고 있다. 2002년부터 2007년까지 6년간 지속된 이례적인 호경기는 국제무역의 큰 증가에 의한 것이었다. 이 기간 동안 무역증가율은 연간 약 12%였으며, 이는 세계 GDP 성장률 6%의 두 배였다. 앞서 말한 바처럼, 이 기간 동안 자본의 유출은 2천억 달러에서 1조 2천억 달러로 늘어났다. 송금액도 연간 18%씩 늘어났다. 2007~2008 기간 중 송금액은 3,080억 달러였다. 많은 저소득 국가에게 이 돈은 중요한 외환취득 수단이었다. 원자재 가격 붐도 있었다. 많은 개발도상국은 천연자원이 풍부하여 천연자원 수출국이다. 이 때문에 원자재 가격의 상승도 2002~2007 기간 중의 이례적인 호경기에 기여를 했다. 그러나 이제 모든 것이 역전되었다. 무역이 크게 줄고 있다. 우리의 추산에 의하면 금년도 국제무역은 9.8% 줄고, 자본유출은 2007년의 1조2천억 달러에서 3,630억 달러로 줄어들고 있다.

자본유입과 수출의 감소 때문에 상당히 많은 개발도상국들이 국제수지 문제에 봉착하게 될 것이다. 우리는 개발도상국들의 외환수요가 3,500억 달러에서 6,350억 달러로 늘어날 것으로 추정하고 있다. 외부로부터 도움을 받지 못하면 일부 개발도상국은 부채위기와 통화위기를 겪게 될 것이며, 국내소비를 크게 줄여야 할 필요가 있을지도 모른다. 이것은 또 하나의 위기가 될 수도 있다. 또 원자재 가격은 폭락했다가 현재 회복 중에 있지만 이전의 가격에 비해 아직 낮은 수준이다. 이 모든 것이 개발도상국의 성장잠재력에 영향을 미칠 것이다. 우리의 추산에 의하면 2009년도 개발도상국의 성장률은 1.2%가 될 것이다. 그러나 중국과 인도를 이 통계에서 제외하면 개발도상국의 성장률은 -1.6%로 줄어든다. 개발도상국의 인구증가율은 1.5~1.6%이므로 1인당 소득이 3% 감소한다는 의미다. 더 가난해지는 것이다. 우리는 올해 5,300만 명이 빈곤에서 벗어날 기회를 잃을 것으로 추산하고 있다. 위기가 장기화되면 이런 종류의 압박이 더욱 가중될 것이다.

이제 이 상황을 어떻게 빠져나갈 것인지, 세 번째 요점으로 옮겨가 보기로

하자. 과잉설비 문제가 발생하면 케인즈식의 재정적 경기부양책 유형에 의존할 필요가 있다는 것을 우리 모두 알고 있다. 과잉설비가 전세계적인 것이므로 우리는 세계적으로 조율된 재정적 경기부양책을 써야 한다. 세계적으로 조율된 경기부양책을 쓰는 데는 극복해야 할 두 가지 장벽이 있다. 첫째는 개발도상국에 해당하는 것이다. 많은 개발도상국은 재정적 여유가 없다. 특히 지금과 같은 경기침체기에는 재정문제가 더욱 어렵다. 재정적 여유가 없을 뿐만 아니라 외환문제도 안고 있다. 위기가 오기 전에 개발도상국들의 1/3은 이미 GDP의 약 10% 정도의 경상적자를 안고 있었다. 재정적 부양책을 쓰려면 그것을 지원할 수 있는 정부자금이 있어야 한다. 또한 무언가 수입을 하려면 외환이 있어야 한다. 많은 개발도상국은 이러한 용도에 쓸 자원이 없다.

둘째는 선진국에 관한 것이다. 선진국은 재원이 있으므로 자금은 문제가 아니다. 그러나 그들에게는 다른 문제가 있다. “재정적 부양책으로 실효를 거둘 수 있을까?”하는 문제다. 재정적 경기부양책은 정부가 투자를 하기 위해 재정적자를 늘릴 필요가 있다는 것을 뜻한다. 단기적으로 이 조치는 일자리와 수요를 창출하겠지만 사람들은 정부가 안고 있는 부채를 갚기 위해서 장차 세금을 더 내야 한다는 생각을 하게 될 수 있다. 이러한 상황에서 사람들은 소비를 줄이고 저축을 늘이고자 할 것이다. 이것이 소위 리카디언 동등성(Ricardian Equivalence)이다. 실제로 이것은 단순한 이론이 아니라 이미 고소득 국가에서 일어났던 일이다. 예를 들어 1990년대 일본은 주택시장(일본의 자본시장) 붕괴를 겪었고 뒤이어 불황과 과잉설비 상황이 왔다. 일본 정부는 재정적 부양책을 쓰는데 매우 적극적이었지만 “잃어버린 10년”을 피할 수 없었다. 1990년도 정부 부채가 GDP의 60%였는데 2002년에는 그것이 140%로 늘어났다. 이는 12년 동안 정부의 부양책이 연간 GDP의 7%였다는 것을 의미한다. 이것은 고강도의 부양책이다. 그러나 일본은 경기침체로부터 벗어날 수 없었으며 “잃어버린 10년”을 겪어야 했다. 정부가 더 많은 돈을 쓸수록 사람들은 그만큼 더 저축을 했기 때문이다. 그래서 일본은 과잉설비의 덩어리에서 빠져나올 수 없었던 것이다. 그러나 재정적 부양책이 작동한다는 고무적인 신호도 볼 수 있다. 중국의 경우이다. 동아시아 금융위기 때 중국은 오늘날과 비슷한 위기를 겪었다. 1998년부터 2002년까지 5년에 걸쳐 중국은 재정적 부양책을 썼다. 이 5년 동안 중국은 평균 7.8%의 연간 성장률을 유지했다. 더 중요한 사실이 있다. 재정적 부양책을 쓴 기간 동안 정부의 부채는 늘어났다. 1990년대 말 GDP의 30%였던 정부 부채가 2002년에는 36%로 늘어났다. 그러나 위기가 지난 후 정부 부채는 20%로 줄었다. 2003년부터 지금까지 정부는 세금을 줄였는데도 정부의 부채총액은 줄어들었다. 그것은 위기가 지난 후 중국의 성장률이 증가했기 때문이다.



그렇다면 왜 재정적 부양책이 중국에서는 실효를 거두었는데 일본에서는 실패했을까? 일본이 이른바 대대적 SOC 투자사업(shovel-ready project)이라는 전통적인 케인즈식 재정부양책을 썼기 때문인 것으로 생각된다. 그러나 중국은 이 차원을 넘어섰다. shovel-ready project 대신 병목해소 프로젝트(bottleneck project)을 썼던 것이다. 개발도상국인 중국에는 많은 병목들이 있다. 재정적 부양책을 쓰기 전인 1990년대 중국의 고속도로는 4,700km에 불과하였으나, 5년간의 재정부양책 실시 기간 중 고속도로는 25,000km로 늘어났다. 물류수송의 병목이 사라진 것이다. 중국에 가 보면 많은 멋진 공항들이 있다. 이 모두가 이 기간 동안에 지어진 것이다. 그 결과 성장잠재력이 높아졌다. 1979년부터 2002년까지 중국의 평균 연간성장률은 9.6%였다. 90년대 말 중국이 이러한 고도성장을 계속할 수 있을 것인지 논쟁이 있었다. 대부분은 불가능하다고 생각했다. 그러나 2003년부터 2008년까지 평균 연간성장률은 10.8%이었다. 23년 동안 9.6%였던 성장률이 그 이후 10.8%로 올라간 것이다. 어떻게 이런 일이 가능하였을까? 병목현상이 줄어들고 성장잠재력이 증가했기 때문이다. 그 결과 정부의 세입이 늘어났고 정부는 빚을 갚았지만 GDP는 늘어났다. 그 때문에 정부 부채가 GDP의 36%에서 20%로 감소한 것이다. 이러한 성장촉진 시책은 인플레이션율에서도 실효를 보였다. 1998년 이전 중국은 두 자리 수의 성장을 이룰 때 마다 인플레이션도 두 자리 수가 되었다. 때로는 인플레이션율은 24~25%에 이르기도 했다. 그러나 6년 연속 두 자리 수의 성장을 이룩한 기간 동안 중국의 인플레이션율은 3~8%에 불과했다. 병목현상이 감소되었기 때문이다.

일본은 통상적인 shovel-ready 사업방식을 썼다. 1990년대 도쿄에 살았던 본인 친구는 집 앞의 도로가 6년 동안 4번이나 거듭 파헤쳐지고 포장되는 것을 보았다고 했다. 이런 사업은 단기적인 일자리를 만들어 내지만 성장잠재력을 높이지는 못한다. 일본의 재정부채 부담이 2002년의 120%(GDP대비)에서 최고 170%로 늘어난 것은 바로 이 때문이다. 이것은 무엇을 말하는가? 실효가 있는 케인즈형의 부양책이 되려면 shovel-ready 방식에서 bottleneck 방식으로 바꾸어야 한다는 것이다.

고소득 국가에 병목은 어디에 있는가? 그것을 찾기는 쉽지 않은 일이다. 그러나 녹색경제(green economy), 환경, 에너지 절약형 활동 등에서 찾을 수 있을 것이다. 본인은 한국이 재정적 부양책의 75%를 녹색경제에 사용하고 있다는 것을 주목하고 있다. 본인은 그것이 옳은 방향이라고 생각한다. 고소득 국가에게는 이 부문이 병목이기 때문이다. 저소득국가와 개발도상국에게 녹색경제는 부분적인 것일 뿐이다. 또 다른 문제는 중국의 경우와 같다. 개발도상국은 사회간접자본에 많은

병목을 가지고 있다. 본인은 여기서 케인즈 경제학을 넘어서는 착상을 했다. 우리는 지금의 세계적인 경기침체를 벗어나기 위해서 국제적으로 조율된 재정적 부양책을 쓸 필요가 있다. 고소득 국가는 자금을 가지고 있지만 저소득 국가는 자금이 없다. 저소득 국가는 많은 병목을 가지고 있으므로 이 부문은 좋은 투자처가 될 것이다. 고소득 국가는 자금은 많지만 좋은 투자 기회가 많지 않다. 그러므로 고소득 국가의 일부 자금을 개발도상국의 재정적 부양책을 지원하는데 투입하자는 것이다.

이를 위해 한국은 매우 중요한 역할을 수행할 수 있을 것으로 생각된다. 한국이 내년 G-20 회의를 주재하기 때문이다. 본인의 분석이 맞다면, 내년에도 세계는 여전히 경제적 위기 때문에 어려움을 겪을 것이고 경기회복은 느릴 것이다. 진정으로 지속성 있는 회복을 위해서 우리는 세계적으로 조율된 재정적 경기부양책을 써야 한다. 한국은 의장국으로서 몇 가지 중요한 역할을 할 수 있을 것이다. 하나는 한국의 녹색 경기부양책 경험을 다른 선진국들과 나누는 것이다. 그러나 마찬가지로 중요한 점은 어제 있었던 사공 일 위원장의 연설에서와 같이 한국은 매우 독특한 위치에 있다는 것이다. 한국은 두말할 것도 없이 고소득 국가이지만 20~40년 전만해도 매우 가난한 나라였다. 그러므로 한국은 저소득 국가의 실정을 알고 또 그들에게 무엇이 필요한지도 안다. 그러므로 G20 회의의 주재국인 한국은 초국경적인 경기부양 방안을 들고 나올 수 있다고 생각한다. 그 한 가지 방법은 세계은행의 총재가 제안한 기금에 출연하는 것이다. 고소득 국가는 저소득 국가를 지원하기 위해 재정적 부양책의 0.7%에 해당하는 금액을 이 기금에 출연해야 한다는 것이다. 또 하나의 방법은 ODA를 증액하거나 최소한 현 수준으로 유지하여 저소득 국가가 사회적 지출을 위한 자금을 갖도록 해 줌으로써 다소의 부양책을 쓸 수 있도록 해 주는 것이다. 이밖에 우리는 세계은행과 같은 국제금융기구의 자본을 재구성하고 자본기반을 늘려야 한다. 이런 방법을 통하면 개발도상국들이 사회기반시설 사업을 벌일 수 있도록 더 많은 차관을 공여할 수 있게 된다. 상황이 호전되지 않는다면 마지막 방안으로 세계적 경기회복 기금을 마련하는 것이다. 고소득 국가가 이 기금에 출연을 하고 이 기금을 개발도상국의 사회기반시설 사업, 병목해소 사업에 투자하도록 빌려주는 것이다. 이러한 종류의 상황은 윈-윈(win-win)의 상황이 될 것이다. 이런 방식을 쓰면 많은 총수요를 창출하게 되고, 과잉설비 문제를 역전시키며, 지금의 불경기에서 더 빨리 빠져나갈 수 있을 것이다. 이러한 저소득 국가들에 대한 투자는 고소득 국가에서 자본재 수요를 창출해낼 것이다. 그러므로 저소득 국가뿐 아니라 고소득 국가에도 도움이 되는 것이다. 이러한 사회기반시설의 병목현상에 대한 투자는 높은 수익을 가져올 수 있다. 또한 개발도상국들이 장차 역동적 성장을 이룰 수 있는 기반을 만드는 데

도움이 된다. 빈약한 사회기반시설이 한때는 개발도상국의 발전 억제요인이었지만, 이를 개선할 수 있다면 우리는 세계적인 포괄적 성장을 이룰 수 있다. 중국과 한국에서 “위기”란 말은 같은 개념이다. 위험과 기회라는 뜻을 동시에 담고 있다. 우리가 이 기회를 잘 이용하면 우리는 위기를 조기에 벗어날 수 있으며, 또한 장차 모두를 포용하는 조화로운 세계를 만들어 나갈 수 있다.

---

## 질 의 · 응 답

---

**질문** 훌륭하고 통찰이 담긴 발표에 감사 드린다. 귀하께서 오늘 말한 바처럼, 조심하지 않으면 이번 위기는 은행을 손 보고 경기부양 재정정책을 쓰면 만사형통이라는 잘못된 생각을 갖게 될 수도 있다. 문제는 회복이 금년에 시작될 것이냐 아니면 내년에 시작될 것이냐 하는 것이다. 귀하는 문제가 보다 근본적인 것이라고 했고, 과잉설비 문제를 언급했다. 문제는 그 이상이기 때문에 본인은 여기에 우울한 전망을 하나 더 보태고자 한다. 하나의 세계, 또는 귀하께서 말하는 폐쇄된 경제에서 미국은 GDP의 6% 내외, 세계 GDP의 2% 정도의 무거운 적자를 지속해 왔다. 그러므로 나머지 세계는 미국의 부양책 패키지로부터 혜택을 받아왔다. 그러나 이제 이런 혜택은 영원히 사라지려 하고 있다. 은행 시스템이나 재정정책을 어떻게 하든 미국의 소비자는 어렵게 감당해야 할 부채부담을 안고 있다. 그러므로 소비수준은 대폭적인 떨어지게 되어있다. 과잉설비 외에도 우리가 무엇을 하든 소비의 대폭 축소가 따르게 되어있는 것이다. 귀하께서 지적한 바처럼 대대적인 부양책에 의한 중국경제의 성장사례도 있다. 그러나 그 대부분은 외부세계와는 상관이 없는 것이다. 그것은 순수하게 내국적인, 중국의 사회기반시설에 관한 것이다. 그러므로 범세계적인 위축효과는 계속될 것으로 보인다.

귀하께서는 이러한 문제 때문에 경제를 활성화시키기 위해서 케인즈식 재정정책을 써야 한다고 했다. 그러나 장기적인 재정정책을 1회적인 것으로 본다면 우리가 어디까지 갈 수 있느냐 하는 데 한계가 있다. 귀하께서 말한 것처럼 일본은 OECD국가 중 국가부채 최저국에서 최고국이 되었지만 잃어버린 10년을 면치 못하였다. 일본은 소진 되었다. 그들은 더 나아갈 수가 없다. 다른 선진국도 마찬가지다. 우리는 재정정책을 한 번이나 두 번쯤 실시할 수 있지만 실탄은 금방 동이 난다. 그러므로 장기적인 세계경제 전망은 보이는 것 보다 훨씬 나쁘다. 많은 사람들이 이러한 재정정책을 계속할 수 있을 것으로

---

생각하지만 선진국에서 그런 정책은 한계에 봉착했기 때문이다. 우리는 실탄이 동나고 있다. 그러므로 우리는 조정을 해야 한다. 이제 어떻게 위기를 벗어날 것인가? 한 가지 방법은 부채를 제거하는 것이다. 부채를 제거하되 방법은 통화를 통해서이다. 우리는 이 문제를 이야기 할 때 매우 조심스럽게 해야 한다. 그러나 부채가 실질적으로 감소되는 수준으로 물가수준이 오르지 않는다면 경제는 자력으로 회복이 안 될 것이다. 이에 대하여 어떻게 생각하는가?

**답변** 좋은 질문이라고 생각한다. 모든 정부는 부채의 지속가능성 문제에 직면해 있다. 부채를 지속할 수 있느냐 아니냐는 그 부채를 어떻게 썼느냐에 달려있다. 일본처럼 shovel-ready 유형으로 사용한다면 생산성은 늘어나지 않고 미래의 세금부담만 늘어날 뿐이며, 이런 부채는 지속 불가능하다. 그렇기 때문에 본인은 정부 부채가 높은 수익이 있는 부문에 투자되어야 한다고 주장한다. 수익이 높은 곳에 돈을 써야 한다. 이렇게 돈을 쓴다면 장차 생산성이 늘어나고 정부의 세입도 늘어나므로 지속 가능한 부채가 된다. 이것은 현금화가 가능하기 때문에, 본인은 우리가 국경을 초월하여 투자처를 물색해 볼 필요가 있다고 생각하는 것이다. 그래서 국민경제만을 우리의 목표로 삼는 태도를 재검토해야 하는데, 우리는 G20 회의를 앞두고 있다. 한국은 우리가 세계경제 속에 있으며 과잉설비의 덩어리에 걸렸다는 것을 주장하고, 리더십을 보여주어야 한다. 우리가 이 덩어리에서 빠져 나오지 못하면 잃어버린 10년을 피할 수 없을 것이다. 덩어리에서 빠져 나오자면 단기적인 수요를 촉진하기 위해 투자를 할 필요가 있으며, 부채의 지속가능성 문제를 극복하기 위해서 우리는 내 나라든 다른 나라든 따지지 말고 높은 수익이 창출될 수 있는 곳에 투자해야 한다. 우리가 이런 개념을 응용한다면 부채의 지속가능성 문제는 걱정 안 해도 될 것이다. 앞서 말한 바처럼, 중국의 경우 부채는 늘어났지만 위기가 끝났을 때 성장률은 올라갔고 정부의 세입도 늘었다. 개인의 소득세율도 내렸지만 정부의 세입은 늘어났다. 그래서 GDP 대비 부채비율이 감소한 것이다. 우리가 이러한 개념을 사용한다면 일이 잘 풀릴 것이라고 생각하지만 이를 위해서는 통상적인 사고를 뛰어넘어야 한다.

이제 인플레이션을 만들기 위해 통화정책을 사용하는 문제와 그것이 옳은 길이냐는 문제를 다루어 보자. 인플레이션은 세금이다, 맞는가? 사람들이 미래에 인플레이션 세금을 예상한다면 그들은 지금부터 저축을 할 것이다. 그것이 1970년대에 라틴 아메리카에서 일어난 stagflation(stagnation + inflation)상황이다. 그런 결과가 올 것이다. 이 문제는 더 연구해 볼 필요가 있다.

**질문** 한국정부는 경기부양 종합대책을 만들었는데 그것은 통화팽창 정책을 추구하는 것이다. 예를 들어 경기회복 사업에 쓴다고 22조원의 예산을 편성했다. 많은 사람들은 이 경기회복 사업이 shovel-ready 유형이 아닌가 우려하고 있다. 한국 정부가 북한의 병목현상 해소 사업에 집중투자하는 문제를 어떻게 생각하는가? 북한의 사회기반시설 개선사업에 투자하자는 것이다.

**답변** 먼저 북한을 협상의 테이블로 데려 오는 것이 필요하다고 생각하는데, 그렇지 않는가? 한국의 부양책에 관해서 본인이 본 바로는 75%가 녹색경제이며, 본인은 그것이 올바른 방향으로 가는 것이라고 생각한다. 그러나 사업들은 각기 개별적으로 평가해야 할 필요가 있다. 국경을 초월하는 이런 종류의 경기부양책이 실효를 거두기 위해서는 세계적으로 조율을 해야 한다는 점을 말해두고 싶다. 개별국가가 단독으로 그런 일을 한다면 누수가 많아진다. 그러므로 특정사업을 자국경제의 혜택을 위해 직접 기획하지 않는 한 개별국가가 이런 종류의 투자를 하는 데 따르는 인센티브는 작을 수밖에 없다. 이를 실효성 있게 추진하려면 모든 고소득 국가들이 출연하여 범세계적으로 조성된 기금을 만들어야 한다. 누수현상을 막기 위해서는 재정부양책에서처럼 범세계적으로 조정된 재정부양책을 써야 할 필요가 있다.

**질문** 귀하의 고무적인 말씀에 감사 드리며 99% 동의한다. 그러나 한 가지 모순을 지적하지 않을 수 없다. 과잉설비가 이번 경제위기를 야기한 원인 중 하나라는 주장이다. 한 가지 매우 흥미로운 사실이 있다. 위기에서 가장 먼저 벗어난 나라는 좋은 국내시장을 가진 나라들이다. 그러므로 과잉유동성과 과잉설비는 국제금융과 국제무역에 있었던 일이지만 중국, 인도, 브라질처럼 국내시장이 있는 나라는 이를 보다 쉽게 흡수할 수 있었다. 한국의 경우는 다르다. 달러 유동성의 문제이기 때문이다. 이것은 다른 문제이다. 한국은 강한 경제를 가졌으므로 조기에 회복될 것이다. 이는 한국이 국제금융과 유동성 뿐 아니라 국내시장을 강화할 필요가 있다는 것을 말해 준다. 귀하께서는 투자기회에 대하여 언급했는데, 물론 사회기반시설은 매우 중요하다. 그러나 우리는 인프라를 수출의 통로로만 생각해서는 안 된다. 국내적 유통의 관점에서도 보아야 한다. 모든 국가, 특히 개발도상국은 이런 관점에서 사회기반시설을 개선해야 한다. 여기서 투자기회를 발견할 수 있기 때문이다.

그러나 이것은 다른 문제를 제기한다. 공산품이 국부를 만드는 유일한 원천은 아니다. 장래를 내다 볼 때 식량생산 능력이 문제이다. 식량공급의 문제까지 고려해야만 사회기반시설 투자문제에 대한 올바른 접근이 가능하다. 식량은 대부분 개발도상국에서 온다. 산업국가들은 정교한 상품들을 만들어 내지만 컴퓨터를 먹을 수는 없다. 이것은 적절히 대처해야 할 중요한 문제이다. 지금이 공업과 농업 부문의 불균형 문제에 대처할 좋은 기회일지 모른다.

본인의 셋째 포인트는 이번 위기를 야기한 과도한 투기가 심리적인 것이라는 점이다. 그러므로 우리는 투자자의 심리에 대처해야 한다. 투자자들은 이윤에 휘둘리기 때문이다. 그들이 돈을 잃기 시작하면 공황에 빠진다. 우리는 지금 심리적으로 공황상태에 있다. 이것은 긴급히 대처하고 수습해야 할 문제이다. 그러므로 우리가 해야 할 일은 귀하의 주장처럼 포스트 말서스 경제학(Post-Malthusianism)에서와 같이 케인즈 경제학을 넘어서는 일이다.

**답변** 말씀하신 다른 부문의 쇄신과 관련한 권고안에 대하여 전적으로 동감한다.

**질문** 오늘 제기하신 요지에 대하여 동의한다. 그러나 G20의 주요 경제주역들간의 협력에 대하여 어떻게 보는가. 중국은 어느 정도 미국과 협력할 태세가 되어 있는가? 예를 들어 Geithner 미국 재무장관은 세계적 불균형을 바로잡으려면 중국 위안화의 절상이 필요하다고 말한 바 있다. 이 점에 대한 중국의 반응은 냉담하다. 이론적으로 귀하의 말이 옳다. 그러나 현실적으로 우리가 어떻게 세계경제 주역들의 집단지도체제를 설계할 수 있겠는가.

**답변** 모든 나라들이 G20의 필요성을 알고 있다고 생각한다. 미국과 중국, 일본, 한국 등 모두 그 필요성을 알고 있다. 경기가 회복되면 브라질과 다른 나라들도 혜택을 받을 것이다. 인센티브가 중요하지만 갑자기 정치가 쟁점이 되었다. 이 점에서 한국은 매우 중요한 역할을 할 수 있을 것이다. 한국은 크지도 작지도 않은 나라이기 때문이다. 한국은 또 G20회의를 주재하는 유리한 위치에 있다. 의장국으로서 한국은 새로운 아이디어를 내놓기 위한 의제설정을 할 수 있는 위치에 있다. 한국의 국가규모 때문에 다른 나라들은 압도된다는 느낌을 갖지 않을 것이다. 어제 사공일 위원장께서 한국은 매우 독특한 위치에 있다고 말한 것은 매우 인상적이었다. 한국은 개발도상국들을 위해 발언할 수 있다. 한국은 얼마 전까지

개발도상국이었기 때문이다. 이제 한국은 고소득 국가군에 편입되었고, 의장국이 되었다. 본인은 한국이 정치적 난관을 타개하고 전세계가 혜택을 누리는 해법을 찾아내는데 현명한 역할을 하기를 기대한다.

**질문** 훌륭한 발표에 감사드립니다. 본인은 이번 위기와 관련한 귀하의 거의 모든 견해에 동감한다. 세계은행은 왜 미국과 EU국가에 1998년 한국에서와 같은 전향적인 기준을 권고하지 않는가?

**답변** 좋은 질문이다. 세계은행은 주로 개발도상국을 위해 일하고 있다. 미국과 다른 선진국들이 세계은행에 도움을 요청하는 데는 좀 더 시간이 걸릴 것이다. 세계은행의 수석이코노미스트 겸 부총재로서 본인은 이러한 개발도상국의 문제에 대한 지식을 세계은행의 연구와 프로그램에 반영하기를 희망한다. 본인은 IMF와 세계은행이 변화를 하고 있는 것을 목격하고 있다. 예를 들어 IMF는 최근 위기용자에 더 이상 조건을 달지 않는다. 필요로 하는 나라가 있으면 자금을 줄 것이다. 사람들은 미래의 혜택을 위해 과거의 경험으로부터 배워왔다고 생각한다.

**질문** 본인은 위기가 해소되고 세계경제가 정상으로 돌아갈 것이라고 생각한다. 소방수가 가장 먼저 염두에 두어야 할 일은 탈출구의 위치라는 말이 있다. 우리가 부양책을 조기에 중단하면 우리는 이른바 더블 딥(double-deep) 불경기 안에 갇히게 되고, 우리가 너무 늦게까지 부양책을 쓰면 스태그플레이션이 온다. 언제 출구전략을 고려해야 하겠는가?

**답변** 출구전략에 관한 탁월한 질문이다. 나는 이에 관한 한국과 세계 여러 나라의 언론보도를 보았다. 언제 탈출해야 할까? 금융과 실물에서 수렴의 추세가 엇보일 때 탈출해야 한다. 이 때가 탈출의 적기다. 금융과 실물 부문 사이에 갈라짐이 있을 때는 거짓 봄일 수 있다. 그러므로 이러한 갈라짐의 시기에는 부양책이 매우 중요하다고 본다.

사람들이 출구전략에 대하여 많은 이야기를 하는 것은 그들이 케인즈 유형의 개입의 틀을 보기 때문이다. 그들은 정부의 지출이 누적됨으로써 미래의 부채가 되어 인플레이션 세금이 되지 않을까 두려워하고 있다. 만일 성장을 위한 병목현상

---

제거를 위해 옹계 지출을 한다면 고도성장과 함께 부채는 신속하게 해소될 것이다. 그러므로 조기탈출에 관한 우려는 그리 크지 않을 것이다.

**질문** 아시아와 관련되지 않은 질문을 하나 하겠다. 라틴아메리카와 중동은 금융위기를 통제하기 위해 무엇을 해야 된다고 생각하는가? 예를 들어 페루 경제는 지난 몇 년 동안 매우 빠르게 성장하였으며, 금년에도 3%의 성장을 할 것으로 전망되고 있다.

**답변** 라틴아메리카 국가들은 미국과 경제적으로 밀접하게 통합되어 있기 때문에 매우 심각한 타격을 받았다고 생각한다. 미국의 소비수요가 줄면 멕시코처럼 라틴아메리카 국가들은 심각한 타격을 받는다. 본인은 페루에 대하여 특별히 아는 것은 없지만 페루에서도 같은 일이 일어나리라 본다. 수출수요가 줄고 라틴아메리카로 유입되는 자본도 줄기 때문에 페루도 타격을 받을 것으로 본다. 무역금융의 문제나 국내적인 은행 문제, 또는 그 밖의 문제들이 생길 수도 있다. 그러한 상황에서 대외적인 수요가 줄기 때문에 페루는 경제를 부양할 다른 방도를 찾아야 할 것이라고 생각한다. 브라질과 페루의 이자율은 근본적으로 아직 0%보다 많이 높기 때문에 통화정책상 다소 여유가 있다. 완화된 통화정책을 쓸 수 있는 여유가 있는 것이다.

라틴아메리카는 사회기반시설이 태부족이고 이것이 당사국들의 성장을 크게 제약하고 있다. 그러므로 라틴아메리카 국가들은 이번 기회에 사회기반시설에 공격적으로 투자할 것을 권하고 싶다. 사실상 지금 사회기반시설에 투자하는 것이 정상적일 때보다 훨씬 싸다. 시멘트, 강철 등의 가격을 고려한다면 가격은 더욱 싸진다.

---



---

## 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>

---



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