

# ISSUE BRIEF

2017- 041

여시재 - 협력연구기관 공동 기획: 각국의 싱크탱크 동향

**경제 위기와 각국의 대응 - 미국**

**미국의 통화정책의 변화와 경제 불안정성**

2017. 08. 21

박희경 (동아시아연구원)



## 1. 미국정부의 통화정책 변화

계속해서 낮은 금리를 유지해왔던 미국 정부가 6월이 되면서 금리인상을 발표했다. 4월 환율조작국 지정에서 벗어나 한 숨 돌리던 한국은 다시 한 번 대응전략을 고심해야 할 때가 온 것이다. 사실 미국의 금리인상정책은 예견된 일이었다고 보는 견해가 많다. 상당기간 오바마 정부가 긴축을 통해 안정적인 금융정책을 이끌어왔으나, 트럼프가 당선되면서 공화당 내에서 더 이상의 온건 금융정책은 미국의 경제체질을 약화시킬 것이라는 목소리가 높아졌기 때문이다. 그렇다면 트럼프 정부의 금융정책은 어떤 특징이 있으며, 미국과 오늘날 세계경제에 어떤 영향을 미치게 될 것인가? 이에 대한 미국 전문가들의 진단을 정리해 본다.

트럼프는 대선 캠페인 기간 중 미국우선주의, 신보호주의, 전통산업 강화를 전면에 내세우며 미국 사회의 강력한 지지를 이끌어내었다. 당선으로 이끈 핵심공약이라 하겠다. 정부는 자국의 산업을 육성하기 위해 보호무역주의를 외치고, 기업은 성장을 위해 정부로부터 각종 규제와 관련한 혜택을 받는다. 이러한 보호무역주의는 20세기 초, 중반 지금의 경제선진국들이 성장할 수 있었던 주요한 경제정책이었다. 그러나 보호주의 경제정책은 1990년대 들어서 대세가 된 신자유주의라는 거대한 흐름에 밀려났다. 교통과 통신의 발달로 상품, 지대(땅), 노동력의 세 가지 요소가 국경을 초월하여 자유롭게 이동하고 교환될 수 있다는 생각이 출발점이었다. 이를 통해 모든 국가는 자유롭게 각기 필요한 것을 생산하고 구매하고 판매하면서 모두가 함께 부유해질 수 있다고 믿었다. 그러나 실재는 달랐다. 상품과 지대는 자유롭게 이동할 수 있었지만, 노동력은 한계가 있었다. 노동력은 문화와 사회적 조건 등 자유로운 이동을 가로막는 제약에 가로막혔다. 이는 신자유주의의 한계를 노정시키면서 비판을 불러 일으켰다. 즉 신자유주의가 오히려 국가간, 산업간 빈부격차를 보다 심화시킴으로써 “모두가 함께 부유해질 수 있다”는 믿음은 허구일 뿐이라는 것이다. 이로 인해 많은 국가들에서 신케인즈주의, 즉 새로운 보수주의의 흐름이 일었다. 자유로운 무역을 통한 성장은 유지하되 그로 인한 사각지대는 국가가 개입하여 ‘공정한’ 분배를 통해 양극화를 완화하고자 하는 소위 제3의 길이다.

트럼프와 경쟁했던 힐러리도 신케인즈주의적 경제정책을 내놓았고, 지난 8년간 오바마가 보인 경제정책도 적극적인 정부의 경제개혁을 통한 안정적인 시장운용이라는 점에서 신케인즈주의 정책의 입장에 있었다고 할 수 있다. 그러나 트럼프의 경제정책은 분배보다 성장에 방점을 찍는 신자유주의로의 회귀라고 할 수 있으며, 더 나아가 자국우선주의, 신보호주의, 전통산업 강화는 1930년대의 통화주의 경제정책에 가깝다.



## 2. 새로운 경제정책의 문제점

현재 미국은 헬리콥터 머니(helicopter money)를 늘리는 경제정책을 시행 중이다. 헬리콥터 머니란, 전통적인 재정, 통화정책으로서, 정부는 지출을 늘리고 세금을 감소시키며, 중앙은행은 화폐발행을 늘려 은행의 현금보유율을 높여 전체적으로 재정의 규모를 확대하는 정책을 가리키는 용어이다. 이 정책의 특징은 경제개혁의 출발점을 소비자들의 수요를 늘리는 것에서 시작하는 것이 아니라 정부에서 직접 은행의 통화량을 조절하면서 전체 통화량의 공급과 수요를 한번에 조절하려는 것으로부터 시작한다는 점이다. 보통 이러한 정책은 통화량이 증가하기 때문에 물가가 앞으로 높아질 것이라는 기대를 갖게 해 투자규모가 커지면서도 실제 기업이 부담하는 금리(실효금리, 인플레이션의 효과를 제외한 금리)는 하락시키는 긍정적인 효과를 동반한다고 설명된다. 즉 정부가 주도적으로 재정을 확대하여 투자를 활성화시키고, 통화정책을 조정하여 인플레이션도 잡을 수 있다는 것이다. 그러나 실제로는 예측과 달리 훨씬 높은 수준의 인플레이션이 초래될 수 있고, 나아가 정부가 더 이상 손을 쓸 수 없을 정도로 인플레이션이 장기적으로 지속될 위험성이 높다는 점이 문제점으로 지적된다.

트럼프 정부는 이러한 통화정책을 통해 기업에 부과하는 세금을 줄여 투자규모를 확대함으로써 경제활성화를 꾀하지만, 이런 방식의 정책에 대해 마이클 페티스(Michael Pettis, 베이징대학교 경영대학원 교수)는 현재 미국의 상황에서는 부정적인 효과를 가져올 가능성이 높다고 주장한다. 그는 미국의 실제 투자 규모(실질투자, actual investment)와 투자하고자 하는 규모(희망투자, desired investment)의 관점에서 이 문제를 설명한다. 현재 미국을 보면 실질투자와 희망투자가 거의 대등한 수준으로 평형을 이루고 있다. 즉, 투자가 이루어질 수 있는 곳은 자원이 허용하는 한 투자가 이루어지고 있다는 의미이다. 따라서 이 상황에서는 부자에게 감세를 해주어도 단기적인 비생산적 투자규모가 증가하는 것 외에는 경제위기를 극적으로 회복시킬 생산적인 투자가 일어나기 힘들다. 오히려 소득은 늘지 않고 임금격차가 커지는 일반 소비자들의 소비수요를 계속해서 감소시키고, 그로 인해 물건이 팔리지 않아 생산성이 떨어지게 되면 기업들은 노동자를 해고하는 순서로 가기 쉽다고 설명한다. 더욱이 이 과정에서 부자들은 감세로 증가한 부를 부동산이나 은행에 투자하기도 하는데, 이로 인해 부동산가격이 비정상적으로 오르기도 하고, 현금보유 수준이 높아진 은행이 대출조건을 완화함에 따라 일반소비자들의 신용불량도가 높아질 수 있다. 이는 단기적으로는 경제의 규모가 커지는 것으로 보일 수 있지만 결국 부채로써 GDP를 유지하는 거품경제일 뿐이다.

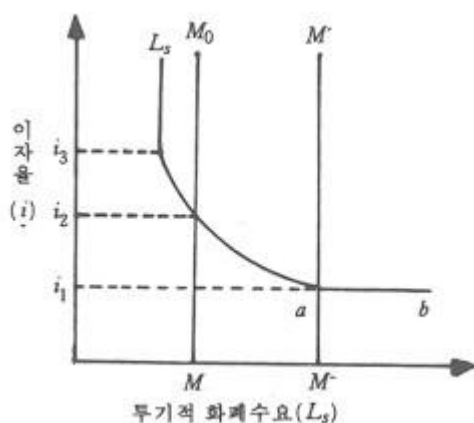
부자감세를 통해 투자를 이끌어내 장기적으로 총수요를 증가시키는 방법이 긍정적



으로 기능하는 경우는 개발도상국이다. 이들 국가는 자원의 부족이 아닌 국가투자실패도 등의 이유로 실질투자보다 희망투자의 수준이 훨씬 높기 때문에 정부가 나서서 기업들의 투자를 유도할 경우 단기적으로는 소득불평등이 심해질 수 있지만 장기적으로는 대규모의 투자가 경제의 생산적 성장으로 이어져 모든 계층에게 이익을 가져다 줄 수 있기 때문이다. 19세기의 미국이 바로 이러한 방식으로 높은 성장을 이룰 수 있었던 대표적인 사례다.

헬리콥터 머니와 같이 수요중심이 아닌 통화중심의 경제정책을 통한 성장정책이 갖는 일반적인 문제점은 은행기능의 약화다. 첫째, 정부 주도의 통화조정이기 때문에 의도치 않은 수준의 인플레이션이 일어나게 되면 중앙은행이 직접 인플레이션을 잡는데에 한계가 있다. 또한 그대로 재정확대가 가속화되면 통화량을 증가시켜 재정을 확대했음에도 불구하고 투자가 이루어지지 않는 유동성함정(liquidity trap)에 빠지게 되어 금융통제에 대한 은행의 기능이 사실상 무력화될 위험이 있다. 아래 [그림1]은 유동성함정을 나타낸 그래프로, 원래는 이자율( $i$ )에 따라 투기적 화폐수요가 반비례적 관계로 변하지만, 이자율이 완전히 낮아지면 ( $a-b$  구간) 더 이상 투기적 화폐수요가 늘어나지 않는 것을 보여준다. 이 때 중앙은행이 이자율을 더 하락시키고자 통화량을  $M$ 에서  $M'$ 로 증가시킨다 해도 이자율이 너무 낮기 때문에 사람들은 통화량을 모두 현금으로 보유하려는 성향을 보인다.

[그림 1] 유동성함정 그래프



출처: 경제학 사전, 박은태 (2010), 경연사

둘째, 정부 주도의 통화정책이 정부보증 예금보험의 확대를 동반하게 되면 또 다른 부작용이 등장한다. 은행은 금융조정에 대한 책임감이 없어져 모럴 해저드가 나타나고, 은행의 전반적인 기능이 약화될 것이다. 게다가 기업의 투자금이 주식시장보다 대

그렇다면 이러한 통화정책이 트럼프 정부가 내세웠던 전통산업 부활, 자국우선주의라는 정치경제적 목표에는 어떤 영향을 미칠 것인가? 미국의 쇠락한 전통산업은 주로 자동차산업으로 대표되며 트럼프 역시 자국우선주의 경제전략을 통해 자동차제조업을 부활시킬 것을 지지자들에게 어필했다. 먼저 통화주의 정책 개혁을 지지하는 사람들은 기업에 대한 세 부담 감소를 주요한 방안이라고 주장한다. 법인세를 줄이고 속지세(territorial tax, 미국 기업들이 해외에서 얻은 수익에 대해 현지에서만 세금을 내고 자국 정부에는 내지 않도록 하는 세금제도)를 적용함으로써 기업 투자 유인을 견인함으로써 전통산업의 부활을 달성할 수 있다고 주장한다. [그림2]에서 나타난 것처럼 실제로 미국의 법인세는 어떤 측정 방식을 사용해도 G20에 속한 다른 나라들에 비해 상대적으로 높은 위치에 있다.

The figure consists of four dot plots, each representing a different type of corporate tax rate. The y-axis for all plots ranges from 0% to 60% in 10% increments. Each plot shows data for 40 countries. The United States is highlighted with a blue dot and label in each plot.

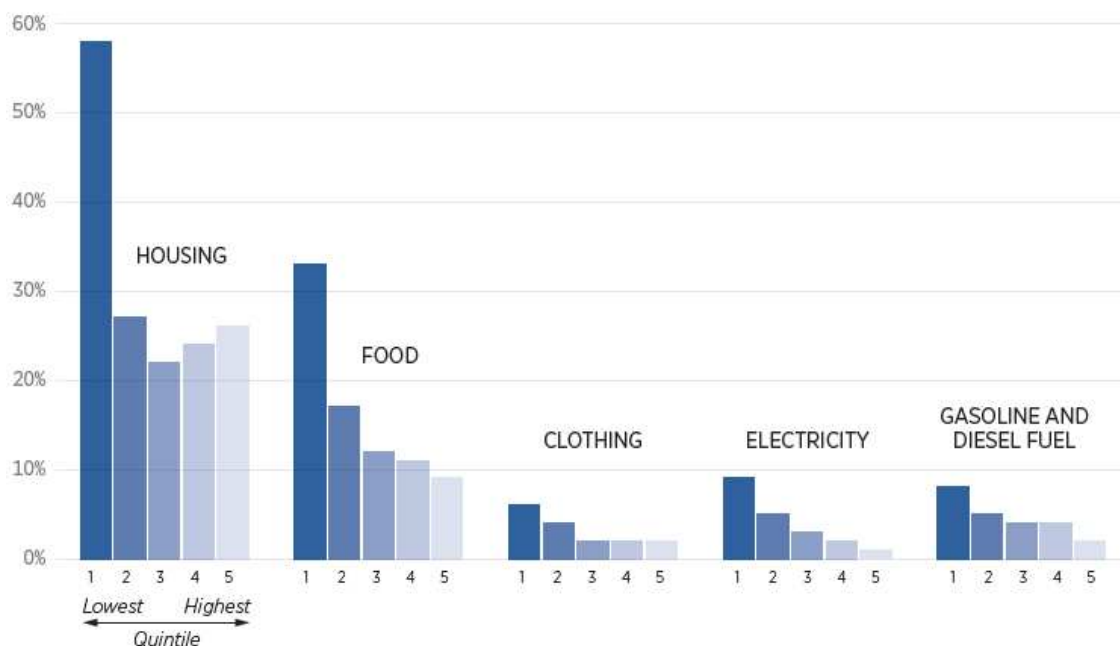
- COMBINED STATUTORY CORPORATE TAX RATE, 2017:** The United States is at approximately 39%. Other countries range from about 20% to 37%.
- MARGINAL EFFECTIVE CORPORATE TAX RATE,\* 2017:** The United States is at approximately 34%. India is the highest at 60%, followed by Brazil at 47%. Other countries range from about 6% to 41%.
- EFFECTIVE MARGINAL CORPORATE TAX RATE,\* 2012:** The United States is at approximately 19%. Argentina and Japan are at about 22%. Other countries range from about 4% to 23%.
- AVERAGE CORPORATE TAX RATE, 2012:** The United States is at approximately 29%. Argentina and Indonesia are at about 37%. Other countries range from about 10% to 36%.

(<http://www.heritage.org/taxes/report/the-us-tax-system-unfairly-burdens-us-business>)



이들은 오바마 정부 8년간 환경, 에너지 등에 각종 세금을 부과한 것이 오히려 기업과 소비자 모두에게 소비심리를 위축시키는 악영향을 가져왔다고 주장한다. 기업은 투자를 꺼리고, 일반 시민들은 식료품, 에너지 요금의 증가로 높은 생활물가에 시달려 추가적인 소비여력이 없었다는 것이다. 2015년의 수치를 바탕으로 한 [그림3]에서 보 다시피 실제로 소득수준이 낮은 계층일수록(quintile 1) 대부분의 소득을 기본적인 생활 유지를 위한 소비에 지출하고 있다.

[그림 3] 2015 년 소득수준별 세후소득(After-Tax Income)의 지출종류 (단위: 가계)



출처: Heritage Foundation,

(<http://www.heritage.org/poverty-and-inequality/report/big-government-policies-hurt-the-poor-and-how-address-them>)

이와는 달리 지금까지의 금융정책만으로도 경제활성화가 가능한 주장도 있다. 대표적으로 전통적 자동차산업이 쇠락하고 있던 지역인 디트로이트의 경험이 중요한 사례이다. 2007년부터 십여 개의 자선단체, 중앙/지방 재단, 그리고 금융대기업(골드만삭스, JP모건 등)이 디트로이트에 대규모의 지속적인 투자를 진행했고, 이로써 성공적으로 일자리를 창출해내는 새로운 산업들이 이 지역에 자리를 잡아가고 있는 것이다. 주로 중소기업의 벤처기업, 일자리교육시스템, 교통인프라, 건강한 먹거리 등에 대한 투자가 중심이었다. 여기에서 주목해야 할 지점은 2013년이다. 이 때 지방정부는 재정악화를 극복하지 못하고 파산을 선언했던 것이다. 디트로이트 지역 경제 활성화에



그림자가 짙게 깔린 순간이었다. 하지만 오히려 자선단체나 기업들은 이 때 그랜드바겐(grand bargain)을 외치면서 지역투자를 늘리며 도시로 들어왔다. 희망투자가 실질투자를 훨씬 넘어서는 순간이다.

물론 창출된 일자리가 도시지역에 한정되고 교외까지 확산되지는 못했다는 것과, 인종적 차별을 극복하지 못했다는 점이 문제로 지적되고 있다. 그러나 보다 장기적인 투자의 결과를 지켜봐야 할 것이며, 또한 일자리의 종류를 확대시킴과 동시에 노동력 자체에 대한 인식, 종류의 변화가 필요함을 시사한다.

트럼프 정부의 통화량 조정을 통한 경제정책은 위와 같은 미시경제적 측면 외에도 거시경제적으로도 다양한 예측 불가능한 부작용을 초래할 수 있다는 문제가 있다. 대표적으로, 금리를 인상하면 이론적으로는 시중의 돈이 은행으로 모이게 되지만 실제로는 그러한 발표를 하는 것만으로도 미국의 경기가 좋은 것으로 판단되어 해외자본이 미국으로 급속히 흡수될 가능성이 있다는 것이다. 게다가 어느 국가에서 어떤 규모의 자본이 어떤 방식으로 흡수될지 알 수 없기 때문에 불확실성이 더 커진다고 볼 수 있다. 반대로 거시경제적 변화를 암시하는 정책을 시도함으로써 미국에 투자하려는 해외투자에 대한 리스크 프리미엄만이 올라가 결과적으로 투자가 낮아지는 부작용을 초래할 수도 있다. 급진적 통화정책은 전쟁이나 대공황과 같은 명확한 변화시기에 사용하면 상황에 대한 오판의 가능성을 낮출 수 있고 거시경제적 규모를 조정하기도 쉽기 때문에 경제규모 확대에의 효과가 즉각적이며 상당할 것이라고 여겨진다. 그러나 미국의 지금 상황은 그렇지 않다. 오히려 급진적 통화정책은 결과적으로 불확실성만을 높이는 효과를 초래할 수 있다.

### 3. 트럼프 정부의 불안정성

하버드대학의 장하준 교수는 “나쁜 사마리아인들”이라는 책에서 보호주의를 비판하는 신자유주의 경제질서의 허점을 지적하여 큰 주목을 받았다. 보호주의로 경제성장을 이룬 경제선진국들이 개발도상국의 보호주의는 반대하며 스스로 성장을 위해 타고 올라온 사다리를 걷어차는 모습을 보이고 있다고 비판한 것이다. 그러나 가장 중요한 것은 경제선진국 스스로에게는 보호주의보다 신자유주의가 더 유리하다는 판단이다. 그렇기에 트럼프가 시작한 세계 최고 경제선진국 미국의 보호주의적 경제개혁은 과연 현 시점의 선진국에게 유리한 경제정책이 무엇인가에 대해 큰 실험을 하게 하는 기회가 되었다고 볼 수 있다. 많은 분석들이 트럼프 정책에 대해 부정적인 견해를 내놓으면서도, 동시에 오바마 8년의 경제정책으로 인한 낮은 경제성장률에 대해서도 회의적



인 태도를 보이기 때문이다. 그러나 사실상 트럼프 경제정책의 가장 큰 문제는 금융 정책의 방향 그 자체보다 금융을 포함한 외교, 안보 등 많은 분야에서 나타나는 전반적인 불안정한 정책기조라고 보는 견해도 있다. 그것이 실상 트럼프의 통화정책을 더욱 주목 받게 한 이유이기도 하다. 보다 장기적인 관찰과 분석이 필요하다는 것이 공통된 의견이다.





## [참고]

### I. 개관

1. 미국정부가 통화량을 늘려 재정을 확충하는 새로운 경제정책을 시작하여 지난 6월 금리인상을 발표.
2. 그러나 헬리콥터 머니(helicopter money)로 묘사되는 미국의 현재 재정확충정책은 미국의 상황에 비추어 보았을 때 이론적 예측을 벗어난 부정적인 결과가 예상된다는 견해가 많음.
- 3-1. 트럼프정부는 기업에 부과하는 세금을 줄여 투자를 이끌어내기 위해 이른바 부자감세정책을 도입하려고 하지만, 실질투자과 희망투자가 거의 같은 상황에서는 단기적인 비생산적 투자규모가 증가할 가능성이 높음.
- 3-2. 트럼프정부는 정부주도의 통화정책을 펼치려고 하지만, 이는 일반적으로 은행기능의 약화를 가져와 경제발전에 부정적으로 작용하기 쉬움. 특히 정부보증 예금보험을 확대하면 은행의 기능약화가 더욱 심해질 것으로 추측.
- 3-3. 트럼프정부는 전통산업을 부활하는 데에 법인세를 줄이고 속지세(territorial tax)를 강화할 것을 주장. 그러나 2007년 이후로의 전략적이고 장기적인 투자로 현재 전통산업이 있던 도시의 재생이 기대이상으로 이루어지고 있으며, 따라서 쇠락한 도시를 재생시키는데 통화정책의 변화가 꼭 필요한 것은 아니라는 것을 시사.
- 3-4. 일반적으로 수요중심 경제정책이 아닌 통화중심 경제정책의 변화는 예측불가능하고 수습이 어렵다는 특징이 있기 때문에 거시적 규모의 명확한 변화시기(예. 전쟁 등)가 아니라면 급진적인 정도의 정책변경은 하지 않는 것이 좋다는 견해가 다수.
4. 보호주의를 선택한 경제선진국 미국의 행보는 정치경제학적으로 이론상으로나 실천적으로나 관심의 대상이 될 수 밖에 없으나, 트럼프 정부가 보여주는 경제/외교/정치 등 다수 분야에서의 불안정성 역시 고려가 필요.

### II. 미국의 통화정책

#### (1) 브루킹스 연구소

1) MONEY-FINANCED FISCAL PROGRAMS: A CAUTIONARY TALE  
([https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/06/wp31\\_englis\\_hetal\\_helicopter.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/06/wp31_englis_hetal_helicopter.pdf))

- 통화정책을 통한 재정확대는 대중들이 그 정책을 충분히 신뢰할 때에만 효과를 가지며, 그렇지 않을 경우 불확실성을 더욱 높이는 결과를 초래함.



- 헬리콥터 머니(helicopter money: 전통적인 재정, 통화정책으로, 정부지출을 늘리고 세금을 감소시키며 중앙은행이 화폐발행을 늘려 은행의 현금보유율을 높이며 재정지출이 확대되는 현상)를 이용한 통화정책은 은행의 역할을 약화시켜 재정지출에도 불구하고 수요가 확대되지 않는 유동성함정(liquidity trap)에 빠지게 함.

## 2) Building Economic Flywheels

(<https://www.brookings.edu/articles/building-economic-flywheels/>)

- 21세기 초 극심화된 디트로이트의 경제난은 금융기업들과 자선단체, 중앙/지방정부의 신사업에의 적극적인 투자와 다양한 주체들의 활동으로 극복되고 있어 정책결정자들의 관심을 받고 있음.
- 주로 창업기업이나 일자리교육시스템, 교통인프라, 먹을거리에 투자하여 제조업을 벗어나 도시가 재활하고 있음을 보여줌.
- 현재로서는 매우 성공적이지만, 아직 도심에만 집중된 개발이라는 점과, 다른 도시로의 확산효과가 미비하다는 점에서 한계를 가짐. 또한 고립된 빈곤층. 또한, 인종간 임금격차가 더 커졌다는 점과, 고용, 교육수준 격차 역시 크다는 점이 극복해야 할 과제.

## 3) Auto slowdown flashes caution lights for manufacturing employment - and Trump

(<https://www.brookings.edu/blog/the-avenue/2017/06/19/auto-slowdown-and-trump/>)

- 트럼프 당선 이후 투자를 끌어들이며 일자리창출에 긍정적인 역할을 했던 경제정책은 단기적인 효과에 그친 것으로 분석됨.
- 오히려 일정 기간 이후 다른 제조업분야는 계속해서 일자리를 창출하고 있는 반면 자동차사업은 계속해서 성과가 하락하고 있음.

## (2) 헤리티지 재단

### 1) Fast Growth, and Lots of it, Is Right Around the Corner,

(<http://www.heritage.org/markets-and-finance/commentary/fast-growth-and-lots-it-right-around-the-corner>)

- 오바마 행정부의 경제정책은 예측치에 크게 못 미치는 수준에 그쳤고, 일자리는 오히려 감소했다고 평가됨.
- 그러나 정부지출확대를 내건 트럼프의 경제정책은 바로 그 같은 학자들에 의해 비판 받고 있다는 점이 문제.
- 미국은 일하지 않는 노동자에게 돈을 쓸 것이 아니라, 일하고 싶지만 일 할 수 없는 사람들을 일하게 하는 데에 투자해야 함.
- 미국의 경기는 오랜 기간 회복하고 있는 중이 아니라, 계속해서 침체되어



오고 있는 것이기 때문에 반등의 시기가 필요하고, 따라서 새로운 정책을 시행해야 함.

2) Big government policies that hurt the poor and how to address them,  
(<http://www.heritage.org/poverty-and-inequality/report/big-government-policies-hurt-the-poor-and-how-address-them>)

- 일반적으로 국가의 시장개입이 복지를 뜻한다고 생각하지만, 실제로 정부주도의 정책은 오히려 빈곤층을 더욱 가난하게 만드는 경우가 많음. 그 중 오바마정부가 도입했던 24개의 정책을 세부적으로 분석 (에너지, 식품, 국제무역, 노동/일자리, 재산권)하여 그 부정적 결과에 대해 비판.

3) The U.S. Tax system unfairly burdens U.S. business.  
(<http://www.heritage.org/taxes/report/the-us-tax-system-unfairly-burdens-us-business>)

- 현재 미국의 상황에서는 단순히 법인세율을 낮추고 속지세(territorial tax system)를 적용하는 것만으로 미국의 기업을 외국 경쟁기업과 동등한 위치에 놓을 수 있다고 주장.
- 이러한 경제개혁방식으로 미국의 경제를 성장시키고, 임금, 투자를 향상시켜 일자리를 만들 것으로 예측.

4) Deposit insurance, Bank resolution, and market discipline  
(<http://www.heritage.org/markets-and-finance/report/deposit-insurance-bank-resolution-and-market-discipline>)

- 일반적으로 정부보증 예금보험은 시장질서를 어지럽히고, 은행의 모럴해저드를 키워 그렇지 않은 경우보다 훨씬 높은 금융리스크를 유발하여 은행 시스템을 전반적으로 약화시킴.
- 반대로 정부보증 예금보험이 적을수록, 민영보험의 비중이 클수록 소비자나 투자자가 금융리스크를 고려하는 정도가 훨씬 커지기 때문에 은행시스템을 강화시킴.
- 또한 정부보증 예금보험은 투자금액을 주식시장에서 은행기반금융으로 옮기게 하는 효과를 동반함.

### (3) 카네기 국제평화재단

1) Does Cutting Taxes on the Wealthy Lead to Greater Growth?  
(<http://carnegieendowment.org/chinafinancialmarkets/71359>)



- 부자감세를 통해 세후 예금의 양이 증가할지에 대한 여부는 일반적 논의보다 훨씬 복잡함. 따라서 희망투자(desired investment)와 실질투자(actual investment)의 차이와 그 관계를 고려해야 함.
- 미국과 같이 희망투자수준과 실질투자수준이 같이 움직이는 경우, 부자감세를 통한 재정확대의 효과는 생산력향상, 경제성장으로 이어지지 않음. 오히려 비생산적 투자(부동산, 은행예금 등)가 많아짐에 따라 단기적으로는 GDP에는 변화를 보이지 않거나, 부채로 인한 소비를 늘림으로써 총소비를 유지시킬 수 있는 것처럼 보이지만 결국 장기적으로 성장은 계속해서 하락할 것.