



Occasional Paper Series

04-01

2004 미국경제와 세계경제 전망

General Outlook on the US & World Economy in 2004

Allen Sinai

April 2004

세계경제연구원 · 한국무역협회

Institute for Global Economics / Korea International Trade Association

필자 약력

Allen Sinai

現 미국 Decision Economics社 CEO 겸 수석 글로벌이코노미스트.

Michigan대卒, Northwestern대 경제학 박사.

Data Resources, Inc.(DRI) 수석 금융이코노미스트 겸 부사장, Lehman Brothers社 수석 글로벌이코노미스트 등을 역임한 세계적인 경기예측가로서, 백악관 및 미국 행정부 최고위층의 지근에서 경제자문으로 하는 것으로 널리 알려져 있음. MIT, New York대, Boston대, Northwetern대에서 교수로도 활동중임.

2004 미국경제와 세계경제 전망*

본인은 이 자리에서 금년도 미국경제와 세계경제가 전년도보다는 좀더 확실하고 전망이 밝다는 말을 하고자 한다. 돌이켜 보면 작년에는 특히 이라크 경우와 같은 지정학적 상황의 불확실성이 매우 높았다. 이러한 불확실성은 미국 소비자들과 기업인들, 그리고 세계 전역의 수많은 정책입안자들을 혼란스럽고 불확실한 상황에 빠뜨려 조심스럽게 만들었다.

우리가 생각한 견실하고 강한 미국경제와 세계경제의 경제회복(경기확장)세가 지금 실제로 나타나고 있다. 이는 수년 동안 우리뿐만 아니라 많은 사람들이 예견해왔던 것과 같은 실제 체감할 수 있는 그러한 회복세이다. 미국의 경우 이러한 현상이 2003년 중반 경에 나타나기 시작하였다. 대부분의 세계 각국 및 지역에서도 기업 및 경제 활동의 역동성 조짐이 다각도로 나타나고 있다. 이와 같은 증가세는 2004년은 물론 2005년까지도 충분히 지속될 것으로 보인다. 그동안 미국경제와 세계경제를 분석해온 본인으로서는 지난 3~4년 동안 다소 부정적인 입장을 취해왔으나 이제 밝은 주제와 메시지를 전달할 수 있게 되었다.

역사적으로 종종 그랬던 것처럼, 미국은 지금 나타나고 있는 경제회복의 엔진역할을 하고 있다(물론 미국만 엔진역할을 하고 있는 것은 아니다). 미국경제가 괄목할만한 성장률을 기록하고 있는 것이다. 바로 지난 금요일에 발표된 2003년도 하반기 데이터를 보면 실질 경제성장률이 6%인 것으로 나타난다. 또한 전년도 4/4분기부터 2003년도 4/4분기까지의 미국 경제성장률은 4.3%였다. 이는 아시아지역의 경제성장률과 거의 같은 수치이다.

사실 이와 같은 성장률의 주 요인은 아시아 지역에서와 마찬가지로 생산성이다. 대폭적인 생산성 증가는 경기부양책이 시행되고 기업활동이 활발해지더라도 인플레이션이나 경기회복을 저해하는 문제를 유발하지 않고 소비증가로 이어진다.

미국의 경제회복은 이라크에서의 군사활동이 종료된 직후인 작년 봄 말부터 시작되었으며, 이는 여러 가지 요인에서 비롯된 것으로 생각된다. 우선 대규모 경기부양책이 그것이다.

* 이 글은 2004년 2월 3일 개최된 특별강연회의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것임.

지난 3년 동안 부시행정부는 네 차례의 감세조치를 단행했는데 가장 마지막 조치가 작년 봄에 이루어졌다. 작년 5월 미국 의회에서 통과된 3,500억달러 규모의 감세조치를 통한 경기 부양책이 주효하였으며, 그 효과가 그 해 중반부터 나타나기 시작하여 금년도인 2004년까지 지속되고 있는 것이다.

감세조치와 더불어 정부지출도 증가하였다. 정부지출이 일부 바람직하지 않은 부문, 즉 군사, 안보, 이라크전 등에 사용된 부분도 있다. 하지만 이러한 감세조치와 정부지출 확대가 작년 하반기 중 미국경제가 급성장 국면에 접어들도록 한 기폭제가 된 것으로 생각된다.

금융부문 또한 지속적으로 완화되어온 상태이고 지금도 그러하다. 미국 내 금리는 매우 낮은 수준으로 단기금리의 경우 지난 40년 이래 최저수준이다. 미국 연준(US Federal Reserve)이 미국경제의 안정과 지속적인 성장이 확보될 수 있도록 저금리 기조를 유지하고 있는 것이다.

한편, 미국의 경제회복은 2001년도의 9·11 테러사태, 아프가니스탄 및 이라크 전쟁 등과 같은 마이너스(-)적인 외부충격이 종식된 때문이기도 한 것으로 생각된다. 앞서 말한 외부충격들은 신뢰도 하락과 주식시장 위축을 유발하고 지속적인 경제성장을 저해함으로써 미국경제를 후퇴시켰다.

이제 이러한 충격은 사라졌지만 지정학적 위험은 세계 도처에 여전히 남아 있다. 그러나 문제는 항상 존재하는 것이며, 이러한 문제가 악화된 상태는 아니다. 미국 국민들은 2001년 9월 이후 미국 영토 내에서 테러행위가 없었다는 점을 매우 다행스럽게 여기고 있다. 나아가 경제와 시장의 관점에서는, 마이너스적인 외부충격이 종식되었으며 새로운 충격이나 분명하게 드러난 지정학적 긴장상황이 없다는 사실이 미국경제가 회복하는데 힘이 되고 있다.

네 번째 요인은 미국 주식시장의 거품이 붕괴된 지 수년이 지났다는 것이다. 1990년대 말의 경제호황과 2000년 및 2001년에 특히 기술관련 주식을 중심으로 한 주식시장 급등의 후유증은 매우 컸다. 그러나 지금은 금융시스템과 기업 부정행위가 개선됨으로써 이와 같은 후유증이 대부분 사라진 것으로 보인다. S&P 500 지수에 의하면 미국 주가는 작년에 29% 상승한 것으로 나타난다. 2000~2002년 동안에 발생했던 막대한 손실을 회복시킬 수 있는 수준은 아니지만, 이러한 수치는 주식시장 거품붕괴 이후의 후유증이 미국시장 내로 흡수되었음을 의미하는 것이다.

금융매개 기능이 다시 회복되고 있다. 지난 수년 간 금융매개 기능은 와해된 상태였으며, 그로 인해 민간부문 저축이 기존 및 신규 기업으로 이전되는데 시간이 걸렸다. 그런데 이러한 금융매개 기능이 다시 제대로 작동하고 있는 것으로 보인다. 은행권의 자금 대출 및 투자가 가능해졌으며, 투자은행과 중개업체들도 건전해진 상태여서 대출 및 투자를 할 수 있게 되었다. 신주발행을 통한 기업의 인수합병 활동도 일부 나타나고 있다. 벤처자금 및 개인투자자금, 소규모 창업자금 조달 등을 통한 미국 내 비(非)은행권 및 비(非)투자은행권의 금융매개도 매우 활발해지고 있다.

게다가 아시아와 남미, 중부 유럽에 걸친 세계 여타지역의 경제 또한 활기를 되찾고 있다. 미국의 수출은 달러약세의 덕을 본 부분도 있지만 작년 한 해 동안 연 19%의 증가율을 보였다.

생산성 증가율은 전례 없이 높은 수준을 나타내고 있다. 이는 미국 기업과 미국을 기반으로 한 기업들의 수지개선에 도움이 되고 있으며 인플레이션 압력을 완화시키는 데에도 기여하고 있다. 이러한 것들은 기업이윤을 5분기 동안에 두 자리 숫자로 증가시켰다. 매출증가 및 저금리와 더불어 기업이윤의 증가는 미국의 기업부문이 지출을 시작하게 만들었는데, 이로 인해 경제도 회복되고 외국으로부터의 구매지출도 확대됨으로써 수출입 부문의 교역이 늘어났다.

지금까지 언급된 내용은 기업부문에서의 경기회복에 관한 것이다. 즉, 통화 및 재정 확대, 달러약세에 따른 수출증가 및 경제성장, 경제호황과 거품간의 불균형에 대한 시스템 조정, 각 부문간의 조화 등 이른바 실물경기를 회복시키는 메커니즘으로서 대부분 매우 친숙한 내용이다. 그리고 이로써 우리는 미국경제가 안정적이고 지속가능한 성장기에 돌입한 상태라고 보는 것이다.

과거에 비추어볼 때, 미국경제의 실물경기가 일단 회복세로 돌아서면 호황국면이 3~4년간 지속되는 것으로 봐야 한다. 미국의 경기회복에 따른 수출, 거래 및 금융활동 증가로 인해 다른 나라들도 혜택을 보게 되며, 이러한 나라들이 고도의 경제성장을 이루게 되면 이는 다시 미국의 수출증가로 반향 된다. 이와 같은 것이 세계경제의 경기순환 메커니즘의 한 부분이다.

오늘날 세계경제와 시장은 매우 밀접하게 연관되어 있다. 따라서 미국, 중국, 일본과 같은 거대 경제권이나, 아시아나 유로존(Eurozone)처럼 세계무역에서 중요한 비중을 차지하고

있는 지역의 경제가 성장세로 돌아서게 되면, 그 지역의 경제성장은 세계경제 전반에 파급 효과를 미치게 되어 부분적으로 경기를 호전시키게 된다. 이는 실제 그러하다고 생각된다.

2003년 중 미국경제는 4.4% 성장하였고 특히 하반기 중에는 6%의 성장률을 기록했다. 이는 지난 수년간의 성장률에 비해 훨씬 높은 수준이다. 실질 경제성장률은 4~4.5% 선에서 움직일 것으로 보이며, 이러한 경기확장은 2005년까지 지속되어 2006년까지는 심각한 경기침체가 없을 것으로 생각된다.

경기회복을 위해 미국경제에 투입된 경기부양책의 한 여파로 불균형도 발생하였다. 여기서 불균형이란 높은 수준의 경상수지 적자, 과도한 재정적자, 지나친 저금리, 세계 전역에 걸친 일부 불균형 등을 말하는데, 이러한 것들로 인해 향후 3년 남짓 이상의 경기호황을 예측하기는 어려운 실정이다.

그렇다고 해서 미국경제와 세계경제가 1990년대와 1980년대 중반 5~6년간의 경우와 같은 몇 년간에 걸친 호황을 맞을 수 없다는 말은 아니다. 다만 이번 경우에는 미국경제가 회복되는 방식에서, 그리고 미국경제와 세계 여타지역 경제와의 상호작용에서 이와 같은 많은 부작용이 생겨났다는 뜻이다. 이와 같은 불균형은 세계 각국들이 어떤 정책을 채택하느냐에 따라 영향을 받게 되고, 그 결과에 따라 이번 경기호황의 지속기간이 결정된다.

금년도 미국경제는 인플레이션율이 매우 낮은 수준에서 성장할 전망이다. 성장세로 반전된 2003년 중반의 미국경제는 심한 불경기였기 때문에 대규모 잉여자본을 보유하고 있었다. 이는 경기호황 및 주식시장 거품의 후유증, 그리고 기업부문의 수익과 지출이 붕괴된 탓이기도 하다. 게다가 미국의 경제침체는 공급측면에서의 높은 생산성 증가로 인해 더욱 심화되기까지 했다.

현재 미국 경제의 잠재성장률은 4% 수준인 것으로 보이며, 미국 역사상 가장 높은 수치이다. 지난 2~3 분기동안의 생산성 증가율은 연 3% 수준인 것으로 추정된다. 이는 구조적인 측면에서의 생산성 증가율이며, 노동공급의 증가율 또한 1% 이상 수준을 나타내고 있다. 이러한 공급 부문에서의 성장으로 인해 잠재성장률은 3.75~4% 정도를 기록하였으며, 그 수준이 적어도 3.5%를 하회하지는 않을 것으로 보인다.

잠재성장률의 증가로 인해 미국경제는 인플레이션의 위협을 받지 않는 가운데 고성장을 유지할 수 있게 되었다. 인플레이션 위협이 있다면 미국 연준은 금리인상이나 통화긴축 등

인플레이션 억제책을 시행함으로써 경제가 위축될 것이다.

현재 데이터 상으로나 추정치로 나타나고 있는 바와 같이 공급 부문에서의 이러한 급격한 생산성 증가는 미국 근대 역사상 전례가 없는 일이다. 4~4.5%라고 하는 2004년의 경제성장률은 미국경제의 잠재성장률보다 약간 높은 수준에 불과하다. 경제가 회복국면으로 접어드는 시점에서 실질성장률과 잠재성장률의 차이가 약 2%라고 하는 것은 매우 큰 것으로, 수요공급 간의 초과여력이 흡수되어 인플레이션 상승압력으로 나타나기까지는 상당한 시간이 걸릴 것이다.

사실, 2003년도에는 경제가 성장하였음에도 인플레이션이 둔화되었다. 2003년도 중의 4.3%라고 하는 성장률은 소비재 물가를 기준으로 한 인플레이션율의 둔화와 함께 달성된 것인데, 변동폭이 큰 식품과 에너지를 제외한 코어(core)인플레이션율로 계산하면 이는 더욱 낮아진다. 오늘 아침 발표된 전년도 동기 대비 2003년 12월의 소비재 물가(식품과 에너지를 제외한) 상승률은 0.7%에 불과한 것으로 나타났으며, 전년도에는 1.7%를 기록하였다.

미국의 경제성장률이 급증하였지만 인플레이션율은 하락했다. 2003년도 하반기 중에는 특히 그러하다. 실업률도 6.4%에서 5.7%로 하락했다. 어떻게 해서 이러한 현상이 나타날 수 있었을까? 그 해답은 생산성 증가에 있다. 미국경제는 이번 경기침체 기간 중에 이전보다 생산성이 다소 증가하였으며, 그 결과 이러한 것이 수요공급 간의 초과여력 및 인플레이션의 둔화로 나타나 경제회복으로까지 이어진 것으로 보인다.

시간이 지나 미국 경제성장률이 4%나 4.5%가 되면, 이러한 초과여력이 경제 내로 흡수될 것이다. 현재 75.8%에 불과한 설비가동률도 높아질 것이고 실업률 또한 점차 감소하여, 중국에는 인플레이션을 유발시킬 정도까지 초과여력이 흡수될 것이다. 그리고 이로 인해 결국 연준은 금리를 인상하게 될 것이다. 그러나 “결국”이란 시점이 그리 가까운 시기는 아니다. 초과여력의 규모가 매우 크고 생산성의 잠재성장률이 상당히 높기 때문에, 경제 내의 초과여력은 한동안 지속될 것이며 미국의 인플레이션은 낮은 수준에서 유지될 것이다.

일자리 증가는 이제 본격화되고 있으며, 이윤도 크게 늘어났다. 4/4분기 중 S&P 500에 보고된 기업들의 영업이익의 결과는 연 25%대인 것으로 나타나고 있다. 이는 수입이 크게 늘어난 것뿐만 아니라 수지균형점도 낮아졌다는 복합적인 결과이다. 2004년도의 이익증가율은 15%로 예상되고 있다. 이러한 지표들은 경제가 획기적인 성장기조의 초기단계에 진입하였음을 암시한다. 따라서 성장을 저해하는 마이너스적인 외부충격이나 지정학적인 요인이 발

생하지 않는 한, 미국경제는 2004년 내내 성장이 순조롭게 지속되어 양호한 상태에서 2005년을 맞이하게 될 것이다. 그리고 이는 여타 국가들에게도 도움이 될 것이다.

다른 나라와 지역들의 경제상황은 다음과 같다. 일본경제는 회복세에 들어서서 2003년도에 2.5%의 성장률을 기록하였다. 이는 근년에 들어 최고의 실적이며, 다소 낙관적이기는 하나 금년에도 거의 3%에 이를 것으로 보인다. 일본에 대한 일반적인 여론보다는 높게 평가한 수치이다.

일본경제가 회복될 수 있는 여건은 한국의 경우와 유사하다고 하겠다. 즉, 일본경제의 회복은 미국의 경제회복에 따른 직간접적인 영향 및 중국경제의 급성장에 힘입은 수출 그리고 특히 자본재와 기술부문을 중심으로 한 기업지출에 달려 있는데, 소비에 대한 의존도는 그리 높지 않은 편이다. 일본의 소비지출은 한국뿐만 아니라 독일 등의 유로존 국가들과 마찬가지로 위축되어 있는 상태이다.

세계경제의 회복은 무역에 의해 크게 주도되는 것으로 보인다. 미국경제는 적당한 회복세를 계속 유지할 수 있을 것이며 또 그렇게 될 것으로 생각된다. 그렇지만 이는 소비자가 아닌 기업 주도로 크게 이루어지고 있으며, 세계 전역에 걸친 수출입 규모의 증가를 통해 확산되고 있다. 미국은 세계 우수국가들의 상품과 서비스를 구매하는 주요 고객의 위치를 계속 유지하고 있다. 중국 또한 상품과 서비스를 구매하는 고객으로서의 위치가 점차 커지고 있다. 따라서 미국경제가 회복되면 미국의 수입이 늘어나게 되고, 이에 따라 여타 국가들의 수출도 증가하게 된다. 이러한 경제활동의 증가는 전 세계 거의 모든 국가에서 나타나게 된다. 이는 다시 세계 여러 나라의 기업지출을 증가시키고 중국에는 소비지출로 이어지게 될 것이다. 통상적으로는 이와 반대로 전개된다. 하지만 이번 경우는 일본, 그리고 한국 및 독일을 비롯한 유로존의 소비지출은 가장 마지막 단계에서 이루어질 것으로 추측된다.

아시다시피 일본의 물가상승률은 '마이너스' 를 기록하고 있다. 그러나 이는 금년도 중에 '플러스(+)' 로 전환될 것으로 전망된다. 그리고 일본은 0%의 금리정책을 계속 유지할 것으로 예상되지만, 2005년에는 수년 만에 처음으로 금리인상을 고려할 가능성도 있다.

아시아 지역에서는 중국경제가 2003년도에 9%의 높은 성장률을 보였으며 2004년도에는 8.5%의 성장률을 이룰 것으로 예상된다. 이 수치들은 실제보다 높게 나온 것이다. 하지만 실제에 근사한 중국경제의 실적을 나타낼 수 있도록 이 수치에서 3% 포인트 정도를 차감한다 하더라도 중국은 호황상태이다. 어쩌면 다소 과열상태인지도 모른다. 이는 고정환율제도로

인한 부분도 있는 것으로 생각된다. 그러나 중국의 막대한 국내수요와 이에 따른 무역효과로 인해 일본과 한국을 비롯한 아시아 경제는 플러스적인 효과를 얻게 된다. 마찬가지로 아시아 경제가 회복됨에 따라 그 효과는 다른 국가들의 경제에도 파급될 것이다.

인도경제도 급성장하고 있으며 금년도 성장률은 6~7% 수준이 될 것으로 생각된다. 미국이 인도로 아웃소싱(outsourcing)하고 있다는 것은 널리 알려진 사실이다. 인도경제가 역동성을 나타내고 있는 요인에는 섬유나 자동차, 철강이 아닌, 기술 분야의 저임금 노동력도 한 몫을 차지하고 있다. 이러한 사실에 대한 근거는 충분하다. 많은 미국 기업들, 특히 금융회사들은 매우 높은 수준의 전문가들을 인도에서 고용하고 있다.

인도 내 미국기업 뿐 아니라, 특히 중국과 같은 저임금의 아시아 지역에 아웃소싱하고 있는 미국 및 여타 국가들의 기업활동은 아시아 지역 경제 활성화에 중요한 동인(動因)이 되고 있다.

복잡한 수치를 열거하고 싶지는 않지만 2003년도의 세계경제와 비교하기 위해 2004년도 경제전망치를 몇 가지 언급하고자 한다. 48개국을 대상으로 살펴볼 때 세계경제는 2003년에 2.4%의 성장률을 기록했다. 2002년에는 성장률이 1.7%로서 플러스의 수치였지만, 이는 불황이라는 뜻이다. 우리가 데이터 상으로 불황과 호황을 구분하는 기준은 2%인데, 이러한 면에서 보면 2.4%의 성장률은 약간의 호황을 의미한다.

2004년도의 경제성장률은 미국경제가 4.5%, 세계경제는 4%를 약간 밑도는 수준이 될 것으로 예측되며, 2005년도에도 거의 마찬가지일 것이다. 세계 여타지역의 2004년도 경제성장률은 일본이 3%, 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르와 같은 전형적인 아시아의 선두주자들이 5.5~6%가 될 것으로 보인다. 이는 2003년도의 3%에 비해 거의 두 배에 달하는 수치이지만, 아시다시피 작년에는 다소 문제가 있었다. 단순히 경제 취약성의 문제뿐만 아니라 한동안 아시아 수 개국을 휩쓸고 간 사스(SARS) 문제가 있었던 것이다. 중국과 인도에 관해서는 이미 언급한 바 있지만, 소위 아시아 신흥국이라 불리는 이들 국가의 2004년도 경제성장률은 7~7.5%로 예상된다.

즉, 세계경제 회복은 실제로 아시아의 선진국과 신흥국들이 이끌어가고 있는 것이다. 게다가 지난 10년 이래 가장 양호한 상황을 보이고 있는 일본의 경기회복이 여기에 힘을 보태고 있다.

세계 다른 지역을 살펴보면, 유로존도 마찬가지로 경제가 회복되고 있는 것으로 나타난다. 유로존의 경우 회복세가 훨씬 약한 편인데, 이는 인구구조 문제로 인한 노동력 증가율이 크게 뒤떨어지기 때문이기도 하다. 하지만 2004년도의 경제성장률은 2%를 약간 상회할 것으로 예상된다. 유로존의 2003년도 성장률은 0.5%에 불과했는데, 이는 독일, 스위스(유로존 국가는 아님), 프랑스의 경제가 2003년도 중에 침체되어있었기 때문이다. 수치상으로 보면 이들 국가가 회복세에 들어선 것으로 나타나고 있으며, 실제로 본인이 앞서 언급했던 것과 같은 그런 양상을 보이고 있다. 즉, 먼저 수출이 활기를 띠고, 다음으로 기업활동이 활성화되며, 그렇게 됨으로써 소비지출이 이를 뒤따를 수 있는 순서를 보인다는 것이다. 영국의 경제 성장은 양호한 수준으로서 2003년도에 2%의 성장률을 기록하고, 2004년에는 거의 3%의 성장을 이룰 것으로 예상된다.

아르헨티나의 성장과, 칠레 및 브라질 경제의 호전으로 라틴아메리카의 경제상황도 반전되고 있다. 라틴아메리카의 경제성장률은 2003년의 1%를 약간 상회한 수준에서 2004년에는 약 5%로 높아질 것이다.

이제 중(동)부 유럽의 상황을 보자. 러시아는 6% 내외의 성장률이 예상되고, 지금까지 동부 유럽이라 불려왔으나 현재 NATO와 EU 가입을 앞두고 있는 국가들, 즉 폴란드, 헝가리, 체코, 터키는 2003년의 4%보다 높은 5%의 성장률을 기록하게 될 것이다.

전체적으로 보면 세계경제의 성장률은 높아지고 기업활동도 활성화되고 있는 반면, 물가는 상대적으로 낮은 수준을 유지하고 있다. 따라서 정책당국이 금리인상 등의 조치를 취할 필요가 없기 때문에 2005년에도 성장세는 계속 이어질 것으로 보인다.

이제 미국의 정책과 이에 대한 견해를 피력해 보고자 한다. 그런 연후에 우리 모두가 깊이 생각해볼 필요가 있다고 여겨지는 위험요인, 불균형, 마이너스적인 요소 등 상황을 악화시킬 수도 있는 몇 가지 사항에 대해 언급해 보겠다.

미국경제의 성장률은 높지만 고용창출은 이제 막 시작되었다. 미국의 고용상황은 매우 특이한 양상을 보이고 있는데, 경제성장에 수반하여 발생하는 전형적인 고용 창출은 아직 나타나지 않고 있다는 것이다. 이러한 현상은 미국 내에 기반을 둔 기업들이 인건비 부담을 줄이기 위해 아웃소싱을 많이 한 데서 연유하는 것으로 생각된다. 이러한 아웃소싱에는 다른 나라로의 아웃소싱도 포함된다. 인도에서 이루어지고 있는 소프트웨어의 생산과 기업 설립이 그 예이며, 중국이나 동남아, 멕시코 북부 지역 등 임금이 싼 지역으로 생산을 아웃소싱

하고 있는 것도 해당되겠다.

미국 내에서도 아웃소싱이 이루어지고 있다. 전체 인건비 부담이 크다는 이유로 기능과 인력을 회사 내에 두지 않고 별도의 민간 부문으로 내보내고 있다. 미국 기업들은 뭉치돈을 주면서 인력을 해고하고 있는데, 이는 단 한번의 비용을 부담하는 대신 운영비용을 줄이기 위함이다.

물론, 기술과 이러한 기술의 활용으로 인해 일자리가 줄어드는 현상은 항상 나타났다. 과거 서비스종사자나 판매원, 배달원 등이 기계로 대체되어 더 이상 필요하지 않게 되고, 소비자나 기업도 중개인이나 대리인과 직접 거래함에 따라 이들을 필요로 하지 않는다. 이는 전세계적인 현상이다. 하지만 미국에서는 이러한 현상이 더욱 심하게 나타나고 있다.

그렇기 때문에 지금 우리는 그동안 4%의 성장률을 기록하는 경제상황에서 보아왔던 것과 같은 고용창출을 기대하지 못하고 있다. 즉, 일종의 빈혈증세를 보이고 있는 것이다. 그러나 상황이 점점 나아지기 시작하고 있다. 미국 경제상황에 대한 우려 및 위험요소 중 하나는 “고용창출이 이루어지지 않을 경우 경제성장이 가능하겠는가?” 하는 것이다.

하지만 시간이 지나면 더 많은 고용창출이 이루어질 것이라는 것이 그 대답이다. 세계 무역과 금융 메커니즘을 통한 반사효과가 해외에서 창출된 고용과 여타 경제 강국으로부터 나타날 것이기 때문이다. 또한 미국 수출의 수요증가를 통한 반사효과로서의 고용창출도 나타날 것이기 때문에, 시간이 지나면 성장유지에 충분한 고용창출이 이루어질 것이다.

미국 연준 역시 이러한 형태의 경제성장과 인플레이션, 그리고 인위적인 저금리(연방기금금리) 수준 등을 고려할 때, 금년 중 미국경제와 세계경제가 회복국면에 접어드는지 그리고 이러한 기조가 유지되는지를 살펴본 후 확실한 판단을 하려 할 것이다. 본인 생각에는 현재 미국이 그 단계에 접어든 것으로 보이지만, 연준은 금리인상을 시작하기 전에 미국경제가 지속적인 회복국면에 진입했다는 분명한 확신을 얻고자 하는 것 같다. 따라서 금년 어느 시점에선가 연준이 지금과 같이 비정상적으로 낮은 수준에 있는 단기금리를 인상할 가능성이 크다고 여겨진다.

그렇다면 금리인상의 수준은 어느 정도가 될 것인가? 인플레이션율이 1% 미만이고 미국 경제 내의 초과여력을 감안할 때 인플레이션율은 상승에 앞서 우선 바닥 수준을 기록하게 될 것이므로, 낮은 인플레이션율 하에서는 연준이 대폭적인 금리인상이나 여러 차례의 인상

조치를 단행할 가능성은 적은 것으로 보인다. 따라서 금리가 인상되더라도 인상폭은 단기금리 기준으로 0.5% 또는 0.75%에 그칠 것이다. 그 정도 수준으로는 본인이 앞서 말한 성장구도를 저해하지 못할 뿐 아니라, 미국의 성장속도를 늦추거나 세계경제에 간접적인 영향을 미칠 가능성이 적을 것이다.

그러나 여러 요인을 종합해 볼 때 장기금리는 시간이 지나면서 상승할 가능성이 있다. 그 요인 중 하나는 연준이 단기금리 인상을 시작하는 경우이다. 두 번째는 인플레이션이 바닥 수준에서 벗어나 상승국면으로 전환되는 경우이다. 세 번째는 대규모 재정적자에 처한 미국 연방정부가 자금조달을 확대하는 경우가 되겠는데, 이 재정적자는 미국의 경제회복에 긍정적인 큰 역할을 해온 부분이다. 또 다른 장기금리 인상요인은 미국이 경상수지 적자를 보전하기 위해 자금을 조달하는 경우와, 미국에 투자를 하거나 여신제공을 한 세계 각국들이 미국의 고정금리형 채권을 매입하는 경우가 될 수 있을 것이다. 향후에는 이러한 자금이 충분하게 유입되지 않을지도 모른다. 따라서 미국의 장기금리는 10년 만기 국채 기준으로 금년 말까지 5% 남짓 되는 수준으로 인상될 가능성도 있다.

하지만 금리인상이 실제로 성장의 역동성을 차단하거나 방해하지는 못할 것이며, 이와 같은 금리인상에도 불구하고 미국경제와 세계경제는 지속적인 성장을 이룰 것임에 틀림없다.

전 세계나 일반 국민, 그리고 연준의 활동과 방향을 분석하는 전문가들에게 설명한다는 측면에서 볼 때, 현재 미국 연준의 의사전달 체계는 매우 복잡하다. 때문에 이러한 내용들을 전문가가 아닌 사람들에게 설명하기란 쉽지 않은 실정이다. 하지만 지난주의 연준 발표에 의하면, 연준이 연방기금 금리를 1% 수준에서 계속 유지할 것으로는 생각되지 않는다. 어느 시점에 가면 연준은 금리를 조정하겠지만 지금은 예의주시하며 기다리고 있는 상태이다. 금년 내내 지켜보면서 현 수준을 유지할 수도 있고, 금년 중반 경에 조정할 수도 있다. 그러나 연준은 금리를 인상할 때까지 꾸준히 지켜보려 할 것이다.

이 과정에서 미국의 인플레이션율이 낮은 수준으로 유지되는 한, 연준의 입장에서는 미국 경제와 세계경제 영향을 주게 될 금리인상 조치를 단행할 이유가 전혀 없다. 간단히 말해 연준이 금년 중에 미국경제와 세계경제의 회복을 방해하지 않는다는 것이다. 이는 2005년에도 마찬가지일 것이다. 경제회복에 대한 장애물이 없다. 미국 및 세계 각국의 중앙은행들은 이에 동참하여 상당기간 동안 경기회복과 기업활동을 지원하게 될 것이다.

오늘 미국 부시 행정부의 금년도 예산안이 발표되었다. 미국은 대규모의 재정적자를 안고

있다. 미국의 재정적자는 감세조치 및 정부지출 확대와 같은 경기부양책에 기인한 것으로, 미국경제와 세계경제 회복을 위해 전략적으로 감수해야 했던 비용인 것으로 생각된다. 감세조치와 같은 경기부양책이 없었다면 미국경제의 회복은 크지 않았을 것이고, 세계경제 또한 지금 나타나기 시작하고 있는 회복세를 누리지 못했을 것이다.

반면에 감세조치와 같은 단기 부양책은 대가를 지불해야 하는데, 그 대가가 대규모 재정적자이다. 미국 행정부는 재정적자 규모를 5,000억 달러 이상으로 보고 있으며, 의회 예산당국은 4,770억 달러가 넘는 것으로 평가하고 있다. 우리는 이보다 좀더 낮은 4,460억 달러로 보고 있는데, 이는 거의 미국 GDP의 4%에 달하는 수준으로 상당히 큰 규모이다. 여러 가지 견해를 종합해 볼 때 향후 5~8년이 지나면 재정적자가 해소될 것이다. 이러한 재정적자가 불균형이다. 하지만 이 불균형은 언젠가 해결될 것이다.

현 시점에서의 재정적자는 미국경제에 피해를 주는 것이 아니라 오히려 도움이 되고 있다. 그러나 이번 미국 대통령 선거에서 누가 대통령이 되던 그리고 어떤 행정부가 들어서던, 가능한 빠른 시일 내에 정부지출과 감세 부분에 대한 재검토 조치를 취하는 것이 중요하다. 아울러 미국 행정부는 더욱 효율적으로 운영될 수 있는 방법을 찾아서 재정적자를 축소하는 방향으로 새롭게 움직이기 시작해야 할 것이다.

2007년이나 2008년에 가면 미국은 세계적으로 대두되고 있는 인구 노령화 문제가 심각해질 것이다. 여기에는 사회보장, 노인 의료복지, 저소득층 및 장애인 의료복지 문제도 포함된다. 의료비 지출이 크게 증가하면 연방정부 지출 부담분도 늘어나게 된다. 재정적자를 해소하려면 이는 반드시 살펴보아야 할 부분인 것으로 생각된다. 따라서 감세조치는 경제에 악영향을 주기 때문에 도움이 되지 않을 것이다.

미국의 재정적자는 몇 차례의 감세조치와, 테러 및 안보 부문에 대한 정부지출의 증가로 인해 경제가 약해졌기 때문이다. 또한 미국 국민의 정부에 대한 수요, 특히 의료복지 부분에서의 공공지출 수요가 증가하고 있다. 이러한 것이 불균형으로서 큰 문제가 되고 있다. 지금은 이것이 경제성장에 도움이 되고 있지만, 현재의 재정적자 문제에 미리 대처하지 않으면 2005년이나 2006년에는 시장에 혼란이 야기되지 않을까 염려된다. 즉, 금리가 급격히 상승한다든지 달러화의 가치가 극도로 불안정해질 우려가 있다는 말이다. 그렇게 되면 민간부문의 성장에 악영향을 미쳐 2006년에는 경제가 침체될 위험성이 높아질 것이다.

미국 행정부가 가지고 있는 계획과 복안이 있을 것이다. 예산안이 오늘 발표되었기 때문에

이를 충분히 검토하지 못한 상태지만, 우리는 그 예산안이 아마도 미국의 구조적인 재정적자 수준을 현저하게 감소시키기에 충분한 조치는 아닐 것으로 본다.

두 번째의 불균형과 위험은 경상수지와 무역에 관련된 것이다. 이는 세계 전반에 걸친 불균형으로 복잡한 상황이다. 미국의 막대한 경상수지 적자는 이를 보전하기 위한 세계 금융의 수요와 유출을 의미한다. 다른 한편으로는 환율이 변동되지 않음으로 인해 존재하는 불균형이기도 한데, 달러화에 고정되어 있는 중국의 환율에서 비롯되는 부분도 있다. 그리고 무역의 관점에서 보면, 일본을 비롯한 여타 아시아 국가들이 자국 환율의 경쟁력을 유지함으로써 수출 및 무역 증대를 통한 경제 활성화를 도모하려 하기 때문이다.

이러한 상황은 지속될 수 없으며 위험성을 내포하고 있다. 직접개입 또는 다른 수단을 통한 환율개입이나, 고정환율제도 등을 통한 수출확대 조치들이 일시적인 효과는 볼 수 있겠으나 결국 시장의 조정에 따라 환율도 변하게 마련이다.

미국의 경상수지 불균형에 대한 한 가지 해결책은 달러화의 평가절하이다. 또 다른 해결책은 미국의 수출경쟁력을 확대하는 것으로, 이는 세계무역 수요가 증가된 상태이기 때문에 반드시 그렇게 되어야 한다.

일본의 경우, 엔화가 시장이 요구하는 수준으로 상승하는 것을 막기 위해 환율개입을 계속하는 것은 경제회복 및 지속적인 성장을 위한 해결책이 못된다. 일본이 미국 국채를 과도하게 매입하고 환율개입을 계속하게 되면 여타 아시아 국가들도 수출경쟁력 확보를 위해 이에 대응하는 환율개입을 하게 될 것인데, 궁극적으로 이러한 방식은 제대로 작동되지 않을 것이다. 해당 국가 재정금융부처의 위임을 받은 각국 중앙은행들은 주기적인 개입을 하되, 보다 타당하고 적절한 정책을 가지고 자국 환율의 변동속도를 조절해야 한다. 언젠가 자국 시장에 마이너스적인 영향을 미치게 될 불균형을 유발하지 않으면서, 특정방향으로 움직이고자 하는 시장과 환율에 장기간 개입할 수 있는 국가는 결코 없다.

일본이 경쟁력을 갖추는 데에는 엔화가치를 고수하는 것보다 금융시스템을 완전히 개혁하고 경제의 효율성을 대폭 제고하는 것이 더 큰 도움이 될 것이다. 왜냐하면 일본이 엔화가치를 고수하는 방법을 택할 경우 다른 아시아 국가들도 같은 방식의 환율정책을 취할 것이기 때문이다. 이러한 것들이 불균형을 유발하게 되며, 미국 경상수지 불균형의 주된 요인이 된다. 이는 위험한 일이다. 급격한 변동을 초래하지 않는 합리적인 방식으로 시장가격이 형성되어, 불균형이 자체적으로 해결되도록 하는 것이 바람직스럽다.

다행스럽게도 2004년에는 전 세계의 경상수지 및 무역수지 불균형과 미국의 재정 불균형이 미국경제와 세계경제 회복에 방해가 되지 않을 것이다. 그리고 세계 주식시장도 작년만큼은 아니겠지만 순조로울 것이며, 금리 역시 비교적 낮은 수준에서 안정세를 유지할 것이다. 하지만 2004년 이후에는 이러한 회복세를 굳건히 하기 위해 앞서 말한 불균형을 시장이나 정책당국이 해결해야 할 것이다. 여기서의 회복세란 “진정한 회복세”로서, 세계경제와 미국경제가 번창해져 수년간 유지될 수 있도록 회복세가 최대한 오래 지속되는 것을 말한다.

질 의 · 응 답

[질 문] 경기회복과 미국 대통령선거에 관한 질문이다. 지금의 경기회복이 현 대통령의 재선에 유리하게 작용하겠는가?

[답 변] 현재 진행되고 있는 미국의 경제 상황과 전망은 부시 대통령에게 결코 불리한 것이 아니며, 오히려 도움이 될 것임에 틀림없다. 객관적으로 볼 때, 부시대통령은 미국경제가 회복되고 있는 것이 감세조치 때문이라는 점을 활용할 것으로 생각된다. 실제로 감세조치가 없었다면 미국경제는 회복되지 않았을지도 모른다.

흥미로운 점은 대통령 선거가 있는 해에는 거의 항상 경제가 결정적인 요인으로 작용한다는 것이다. 본인이 앞서 언급한 경제 상황과 전망으로 볼 때 부시 대통령은 유리한 고지에 있다는 말이다. 그러나 전반적인 미국의 상황을 고려하면 반드시 그렇지만은 않다. 국제정세나 미국의 이라크 개입, 그리고 이로 인해 야기된 모든 상황 및 미국이 풀어야 할 어려운 문제들은 부시 대통령에게 부담이 되고 있다. 이는 여론조사에서도 분명히 나타난다. 대통령 선거에는 경제 문제만 작용하는 것이 아니다. 경제가 부시 대통령의 재선 노력에 분명히 도움은 되겠지만, 부담이 되는 다른 문제들도 일부 있다. 그러한 것들이 바로 국제관계이며, 또 이 국제관계가 정부운영 스타일이기도 있다.

최근의 여론조사에 의하면, 부시 대통령은 현재 가장 유력한 야당 후보인 존 케리(John Kerry) 상원의원과 비슷한 지지율을 보였다. 이는 현 시점에서 보면 의외의 결과가 아니다. 현직 대통령이 선거운동을 시작하면 지지율은 변하기 마련이기 때문

이다. 그러나 현재의 경제상황과 전례, 그리고 신뢰도 조사에서 나타난 경제에 대한 신뢰 등을 고려해 볼 때 현재의 부시 대통령에 대한 지지율은 비정상적이다. 그렇지만 결국에는 부시 대통령이 재선에 성공할 것으로 생각된다. 경제가 그렇게 만들 것이다. 이라크 상황을 개선시키는 문제에 관해서도 지금부터 선거일까지는 아직 시간이 있다. 그리고 지금 민주당은 후보들이 비교적 약한 편이어서 강력한 대통령 후보가 없는 실정이다. 이러한 점 역시 현재의 여론조사 결과를 더욱 흥미롭게 만들며, 본인으로서 미국 국민의 정서에 어떤 변화가 일어나서 부시 대통령이 재선에 성공할 경우 의회 내 의석 판도가 바뀔 가능성도 있는 게 아닌가 하는 의구심도 든다. 그렇게 될 경우 그 파급효과는 상당히 클 것이다.

시장의 관점에서는 성장지향적인 부시 행정부를 선호하고 있음이 분명하다. 이는 주식시장의 관점에서 특히 그러하다. 부시 대통령의 재선이 불확실해지고 민주당 후보가 당선될 경우 미국 주식시장은 난관에 봉착하게 될 것이다. 왜냐하면 민주당 후보들은 거의 모두가 감세조치의 원상복귀나 분배조세 등 반(反)성장지향적인 입장을 취하고 있기 때문이다. 그리고 의회의 의석 판도가 변하여 공화당이 주도권을 상실할 경우에도 정책에 대한 전망이 달라져 향후의 전개상황에 영향을 미치게 될 것이다.

[질 문] 귀하가 이미 언급한 내용이지만 보다 구체적인 답변을 얻고자 한다. 이라크 전쟁, 9·11사태, 아프가니스탄 전쟁 등이 미국경제에 미치는 영향은 무엇이며, 미국의 군사비 지출이 미국경제에 플러스적인 효과를 갖는가? 그리고 이와 같은 지정학적 요인이 미국 재정에는 어떠한 영향을 미치는가?

[답 변] 우선 지출이 늘어났다는 면에서는 플러스적이었지만, 동시에 마이너스적이기도 하였다. 왜냐하면 실제 경제회복이 당초 생각보다 늦어졌기 때문이며, 이에 따라 1~1.5% 포인트에 해당하는 경제성장률 감소라는 비용이 발생한 것으로 생각된다. 그렇다면 이러한 수치는 어떻게 도출되었는가?

전체적으로 볼 때, 9·11 테러사태는 미국 경제와 국가신뢰도에 엄청난 마이너스적 충격을 주었다. 그 후 아프가니스탄 전쟁은 순조롭게 진행되었고 연이어 이라크 전쟁이 발발하였지만 사전에 준비할 시간이 있었다. 본인은 이라크전이 한창 준비중이었던 작년에도 이곳 세계경제연구원에서 강연을 한 바 있는데, 그 당시 본인은 이라크전을 중요한 불확실성 요인으로 지적하였다. 이로 인해 주식시장과 신뢰도는

큰 타격을 받았으며 기업활동도 위축되었다.

소비지출 감소에 따른 기업매출에 대한 영향도 나타나서 경제회복을 지연시키는 요인으로 작용하였으나, 이라크전이 종료된 지 불과 2개월 만에 미국경제는 회복되기 시작하였다. 즉, 이라크전의 종료가 경제회복의 한 요인이었던 것이다.

따라서 앞서 말한 일련의 사태들은 상당한 마이너스적 충격을 주었다. 만일 미국 본토를 공격하는 것과 같은 사태가 다시 발생한다면 미국은 다시 움직일 것이며, 미국경제의 탄력성 역시 종전보다 더 강해져 있는 상태이다. 그럴 리는 없겠지만, 후시 대통령 선거 이전에 시리아나 북한, 이란 등과 같은 나라와의 대치국면이 벌어질 경우, 시장과 미국경제는 마이너스적인 충격을 받게 될 것이다.

[질문] 재정 적자 및 경상수지 적자라는 쌍둥이 적자에 대한 귀하의 견해는 무엇인가? 귀하의 언급처럼 아무리 미국이라 하더라도 쌍둥이 적자는 방치될 수 없는 일이다. 금년도 미국 경상수지 적자는 GDP의 5%가 넘는 수준이며, 만일 미국이 평범한 나라였다면 외환위기에 빠졌을 것이다. 하지만 이러한 적자가 미국에서 나타났고 또 세계경제가 사실상 달러본위 체제하에 있기 때문에 외환위기가 아직 발생하지 않은 것이다. 이러한 상황이 언제까지 지속될 수 있으며, 이와 같은 쌍둥이 적자에 대한 해결책은 무엇인가?

[답변] 미국은 쌍둥이 적자 문제를 안고 있으며 이에 대한 귀하의 지적은 옳은 것이다. 하지만 재정 적자가 크다고 해서 반드시 경상수지 적자가 커지는 것은 아니다. 미국의 경우 재정 적자가 나타나기 이전부터 경상수지 적자가 컸다. 그런데 재정지출 확대와 감세조치로 인해 재정 적자가 늘어났으며, 경제가 호전됨에 따라 수입이 확대되었다. 그리고 수출 증가분보다 수입 증가분이 훨씬 더 많았기 때문에 경상수지 적자 폭이 커졌다. 이것이 재정 적자와 경상수지 적자와의 관계이다.

이러한 쌍둥이 적자와 이로 인해 누적된 부채는 마치 시한폭탄의 뇌관 같아서 언제 폭발할지 모르는 상태이다. 하지만 현재 미국경제는 초과여력, 풍부한 유동성, 낮은 인플레이션을, 연준의 저금리 유지여력 등 이 모든 것들로 인해, 대외 및 경상수지 부채가 증가추세에 있지만 이자부담률은 커지지 않을 것이다. 따라서 이것이 문제가 되지 않을 것이다.

그러나 금융시스템보다 민간부문의 자금수요가 더 커지고, 미국 정부가 계속해서 채권을 과도하게 발행하며, 또 일본이나 중국과 같은 아시아 국가들이 자국통화 관리 등 여러 가지 이유로 매입하던 미국 국채를 더 이상 매입하지 않는 날이 언젠가 올 것이다. 이처럼 다양한 요인에 의한 자금수요의 위축은 금리인상 특히 장기금리의 급등을 야기하게 될 것이고, 환율문제가 발생할 수도 있다. 또 완전고용에 가까워진 미국경제는 초과여력 감소에 따른 인플레이션 효과와 금리상승 압력으로 인해 침체에 빠질 가능성이 있으며, 그렇게 되면 세계경제 역시 마찬가지로 상황이 될 것이다.

언제 이러한 상황이 발생하게 될 지는 예상할 수 없다. 1980년대에 본인을 비롯한 일부 인사들은 언젠가는 미국의 재정적자가 누적되어 경제 전반에 심각한 영향을 주게 될 것이라고 경고한 바 있었는데, 4~5년이 지나 이러한 현상이 발생하였다. 이번 경우에도 그 만큼의 기간이 경과한 후 발생할 수도 있으나 정확한 시기는 아무도 예측할 수 없다. 하지만 최근 본인 등이 발표한 논문에서 지적한 바와 같이 현재는 물론 앞으로도 지속될 재정적자의 보전 방식이 위험성과 심각한 부작용을 안고 있는데 반해, 이를 축소하기 위한 정책은 시행되지 않고 있다.

재정적자를 축소시키기 위해서는 어떠한 정책이 필요한가? 이를 위해서는 강력한 정책이 필요하며 미국 사회에서는 특히 그러하다. 미국 정부는 지출부문에 대한 대책을 강구하기 시작한 것으로 보인다. 그들은 우선적으로 국방 이외의 부문에 대한 지출을 검토하겠지만 전체 재정에서 차지하는 비중이 낮아 이것으로는 충분하지 못할 것이다. 그리고 지정학적 위험이 남아있는 한 국방부에서 검토할 수 있는 여지는 그리 많지 않다. 따라서 경제상황을 호전시켜서 세입증가를 통한 적자축소가 현실적인 방안이다. 앞으로 미국에서는 조세부문에 대한 논의가 뜨거워질 전망이며, 조세감면 조치를 원상복귀 시키든지 그대로 영구히 시행하든지 등에 대한 결론이 내려져야 할 것이다.

지출부문에서 시작하는 것이 한 가지 방법이라는 점은 분명하다. 국방 및 비(非)국방 부문 양쪽 모두 지난 2~3년 동안 지출규모가 급증한 상태이기 때문이다. 하지만 지출부문은 정치적으로 통제가 불가능한 상태인 것으로 보인다. 비(非)국방부문만으로는 불충분하고 조세인상의 경우도 마찬가지이다. 실제로 미국은 재정적자 해소를 어떻게 시작해서 풀어나가느냐 하는 딜레마(dilemma)에 빠져 있다. 이는 하루아침에 해결될 수 있는 문제가 아니며, 1980년대에 있었던 미국 재정적자 해결방식을

참고해야 할 것으로 보인다.

더욱이 이번 경우는 2007~2008년에 노령인구가 더 많아지고 이들에 대한 의료복지 및 퇴직지원 수요가 훨씬 더 커질 것이기 때문에 더욱 어려운 상황이다. 따라서 본인의 대답은 “이번 경우에는 해답이 없다”는 비관적인 언급이다. 그리고 장기적으로 볼 때 미국경제와 세계경제가 불균형에 빠져 있다는 것이 본인이 할 수 있는 최선의 답변이다.

[질문] 유가를 비롯한 원자재 가격 상승에 관한 질문이다. 특히 중국의 원자재 수요가 급증함에 따라 지금 한국에서는 원자재 가격 상승에 대한 우려가 일부 나타나고 있다. 이처럼 급상승하고 있는 원자재 가격에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

[답변] 원자재 가격은 미국경제와 세계경제가 호전됨에 따라 계속 상승할 것으로 보이는데, 이는 수요와 공급의 문제이다. 원자재 생산국과 생산자는 경제여건이 어려워지면 생산량을 줄인다. 이는 일종의 경기순환에 따른 이치이다. 미국의 경우, 인플레이션율이 1% 이하인 상황에서 원자재 가격이 2~3년 전의 수준으로 하락하였으나 다시 상승 기조를 보이고 있다. 그렇지만 급격한 인플레이션 현상이 나타나지도 않을 것이다. 왜냐하면 전 세계적으로 존재하는 초과여력이 너무 많고 또 각국 중앙은행들이 이를 통제할 것이기 때문이다. 그러나 미국의 인플레이션율이 1~2%에서 2~2.5%로 상승하게 될 경우, 이러한 수치가 과거의 기준에 비해 여전히 낮은 수준이기는 하지만, 시장과 기업들은 원자재 가격이 높아졌음에도 불구하고 가격을 재조정하게 될 것이다.

유가상승은 달러화의 약세 때문인 부분도 있으나 이 또한 수요와 공급의 문제이다. 그러나 유가가 20~22 달러 수준임에도 불구하고, 실제로 산유국들은 달러화의 약세에 따른 손실(대금결제가 달러화로 이루어지기 때문이다)을 보전하기 위해 유가상승을 은근히 용인하고 있는 것으로 생각된다. 그래서 우리는 높은 에너지 비용을 부담해야 하는 처지인 것이다.

[질문] 본인의 질문은 귀하가 이미 언급한 부분으로, 계속되는 쌍둥이 적자에 관한 것이다. 현재의 상황은 과거와 약간 다르다. 지난 몇 년간에 걸쳐 미국의 경상수지 적자가 누적되는 동안에는 자금이 거의 미국으로 다시 유입되었는데, 이는 일본이 미국 국채를 매입하는 방식으로 자금을 조달하였기 때문이다. 그런데 지금은 이러한 상황

이 점차 변하고 있다. 일본의 흑자규모가 축소되기 시작하면서 중국이 일본의 역할을 대신하고 있는 것이다. 하지만 중국은 자금을 미국에 재투자하는 이러한 방식을 그다지 선호하지 않는 것 같으며, 오히려 유로화를 기반으로 하는 자산에 투자하려고 하고 있다. 게다가 지금 달러화는 점점 하락하는 추세이기도 하기 때문에 일반적으로 제3자들에게는 미국 채권 구입의 의미가 약해지는 경향이 있는데, 이에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

결론적으로, 세계는 미국경제가 동전처럼 양면성을 가진 것으로 보면서 그 동전의 양면 모두를 우려하고 있다. 즉, 한쪽 면은 세계경제의 성장이 멈추지 않도록 미국경제가 성장하는 것이고 다른 한 면은 미국의 적자 문제이다. 현재 세계를 긴장시키고 있는 한 가지 문제는 페니 매(Fannie Mae: Federal National Mortgage Association)사와 프레디 맥(Freddie Mac: Federal Home Loan Mortgage Association)사가 잠재적 위험상태라는 것이다. 이 점에 대한 귀하의 시각은?

[답 변] 우리는 달러화에 대해 비관적인 시각을 가지고 있다. 달러화의 가치는 하향 조정국면에 있지만, 미국의 무역상대국들은 이를 저지하고자 하고 있다. 이와 같은 달러화 약세는 부분적으로 미국의 대규모 경상수지 적자에 기인한다. 그리고 지금, 한동안 높은 경상수지 적자를 기록하면서 달러가 강세를 보였던 미국보다는 여타 많은 지역에 여러 가지 기회가 상존하고 있기 때문이기도 하다. 즉 일본이 더욱 희망적이고 중국 역시 희망적이라는 말이며, 성장역동성의 측면에서 아시아가 보다 희망적이라는 말이다. 유로존도 최소한 안정성의 관점에서는 희망적이다. 따라서 오랫동안 달러에 치중하여 투자해왔던 각국 중앙은행을 비롯한 세계 투자자들이 이와 같은 조정국면을 만들고 있는 것으로 생각된다.

결론적으로 말하면 미국은 지금 한창 선거중이며, 지정학적 위험요소도 많이 존재하고 있다. 그러므로 위험분산 수단으로서 일정 부분의 자금이 다른 통화나 금, 실물 등으로 재분배되는 현상이 나타나는 것은 놀랄 일이 못된다. 달러약세가 지속될 것이라는 인식 하에서는 미국이 채권을 판매하기가 더욱 어려워진다. 이러한 인식이 존재하는 이 시점에서 우리가 이를 저지하기 위해 할 수 있는 일은 아무 것도 없으며, 달러화는 계속 약세를 보일 것으로 생각된다.

페니 매와 관련해서는, 고정금리 시장이나 금리상승, 미국 주택시장에 대한 대출금 회수에 대한 문제는 현재의 금리 수준을 감안할 때 크게 염려스러운 일이 아니다.

현재 미국의 단기금리는 인위적이고 비정상적인 저금리 수준이며, 이와 같은 금리 수준에서 주택시장에 대한 대출이 크게 이루어졌다. 이러한 대출은 주거용 부동산과 같은 매우 건실한 자산담보에 의해 보장되는 것이다. 그러나 어떤 이유로 인해 대폭적인 금리상승이 불가피해진다면 주거용 부동산의 자산가치는 재평가 되고, 담보 자산의 가치가 하락하게 된다. 그럴 경우 높은 대출 수준을 보이고 있는 페니 매와 프레디 맥과 같은 기관들은 재정적인 문제에 봉착할 수도 있다.

현 시점에서 미국 연준은 저금리 수준을 유지하겠다고 약속하고 있다. 본인은 연준이 이러한 위험을 잘 인식하고 있는 것으로 생각하며, 이는 실제 위험요소이다. 연준이 급작스러운 금리인상을 하지 않고 신중하고 소폭적으로 하는 이유 중 하나도 이러한 위험 때문이다. 인플레이션율이 낮은 상황에서 연준이 갑작스러운 금리인상을 단행할 이유가 전혀 없다. 그들은 점진적인 금리인상을 통해서 고금리로 인한 부동산 거품현상을 막으려 할 것이며, 이에 따라 페니 매와 같은 기관들의 붕괴도 방지될 수 있다.

[질 문] 귀하의 분석에 의하면 미국의 경상수지 적자는 만성적이고 당분간 지속될 전망이다 것으로 나타나는데, 이에 대해 간단한 세 가지 질문을 하고자 한다.

첫째, 귀하의 분석에서 나타나는 향후 수년간의 미국 무역정책에 대한 시사점은 무엇인가? 둘째, 귀하는 지금의 쌍둥이 적자가 레이건 행정부 때와 같은 현상이라고 언급하였는데, 플라자 합의(Plaza Accord)와 같은 조치가 다시 나타날 가능성이 있는가? 셋째, 현재 과열상태인 것으로 보이는 중국경제가 경착륙할 가능성도 있는가?

[답 변] 미국은 자유·공정 무역주의를 견지해왔고 앞으로도 이러한 입장을 고수할 것으로 생각된다. 미국에는 진정으로 보호무역을 지지하는 사람이 없다. 아시다시피 철강관세에 대한 미국 내의 여론은 매우 부정적이었으며, 철강에 대한 관세를 철회하라는 WTO의 요구에 부시 행정부가 동의한 것은 이러한 한 단면이다.

지금의 일부 미국 경제상황은 레이건 행정부 때와 매우 흡사한 것으로 보인다. 레이건 행정부 시대의 특징은 고도의 인플레이션(이후 낮아지기는 했지만)과, 정부지출 확대 및 감세조치를 통한 대규모의 경기부양책이었다. 또한 긴축통화와 이에 따른 고금리 정책도 시행되었다. 그리고 이러한 것들로 인해 달러화가 강세를 보이게 되었다. 이렇듯 달러화의 강세로 인해 무역경쟁력이 취약해지자 레이건 행정부와

제임스 베이커(James Baker) 재무장관은 플라자 합의를 주장하게 되었고, 이로써 외환시장에서 과대평가 여세에 있던 달러화가 하락하였다.

지금은 통화긴축정책을 시행하지 않고 있어서 통화 및 재정이 완화된 상태이다. 미국 경제 내에 초과여력이 존재하는 상황에서 이러한 정책은 한동안 원만하게 작동될 것이고, 달러화가 취약해지는 상황이 발생한다거나 미국이 정치적으로 플라자 합의를 주장하는 방법으로 달러화의 약세를 피할 필요도 없을 것이다. 아시다시피 달러화가 한번 하락하기 시작하면 그 불균형으로 인해 멈출 수가 없게 되는데, 이는 1987년의 주식시장 붕괴와 나아가 1989~1991년 동안에 있었던 미국 경기침체의 한 요인으로 작용했던 부분이다. 그 당시의 경기침체는 GDP 측면에서는 짧은 기간이었지만 경제 전반에 미치는 부정적인 영향은 매우 컸다.

이 문제를 해결할 수 있는 시간은 충분하다. 만성적인 경상수지 적자 문제는 수치만큼 심각하지는 않은 것으로 생각된다. 이와 같은 경상수지 적자의 일부는 미국이 캐나다에 많은 생산시설을 보유하고 있으며 이러한 캐나다의 수출품이 미국으로 유입되었기 때문이라는 점을 염두에 두어야 한다. 그래서 캐나다의 무역수지는 흑자이지만 미국의 무역수지는 적자를 나타내는 것이다. 하지만 실제로는 미국의 생산시설이 캐나다에 있고 그곳에서 생산되는 제품이 미국으로 역수출되기 때문이다. 경상수지 적자에는 경기주기적인 적자와 구조적인 적자가 있다. GDP의 5%라는 경상수지 적자 중, 구조적인 경상수지 적자가 2~3% 수준을 넘어설 것으로 생각되는데 이는 지나치게 높은 수치이다. 즉, 미국 경제상황에서 계속되는 다른 마이너스적인 요인이 있다면 이를 바로잡기 위해 달러화를 평가절하 해야 한다는 의미이다.

현재 중국은 모든 부문에서 과열 징후를 나타내고 있다. 과거 중국 정책당국은 제반 문제들을 마술처럼 잘 처리했기 때문에 이번에도 무난하게 해결할 수 있을 것이다. 하지만 제3자 입장에 있는 우리는, 중국시장을 선호하고 전략상 오랫동안 중국 증시에 중점을 두었으나 지금은 다소 낮은 방향으로 조정하고 있다. 중국이 다소 과열기미가 있는 것으로 보이기 때문이다.

본인이 말하고자 하는 것은 중국이 지나치게 고정환율제를 유지한다는 점이다. 이는 자원분배를 왜곡시킬 수도 있다. 중국은 현재 디플레이션이라기보다는 인플레이션 현상으로 보이고 있으며, 이러한 인플레이션이 가속화될 수도 있다. 또, 금융취약성의 흔적도 많이 나타난다. 언젠가는 중국의 환율이 모든 아시아 국가에 유익한 방

향으로 가도록 해야 할 것이다. 많은 나라들이 환율을 인위적으로 조정하고 있는 것은 중국이 너무 오랫동안 달러고정 환율제도를 채택하고 있기 때문이다.

[질문] 귀하는 소비지출에 관해 최소한 단기적으로는 비관적이라는 견해이며, 미국 연준이 금년 하반기에 금리를 소폭 인상할 것이라고 전망하였다. 그렇다면, 향후 3년 남짓 동안 경제성장률이 4%대에서 안정세를 유지하는 것이 가능하겠는가?

[답변] 소비지출이 충분히 강세를 유지하여 2006년까지 경제호황이 지속될 수 있겠는가? 이 부분에 대해 달리 표현하면 본인은 첫 번째 불황의 위기가 2006년에 도래할 것이라고 언급하였다. 물론 그 이전인 2005년에 그러한 조짐이 나타날 지도 모른다. 그렇다면 이는 2003년 중반을 시점으로 할 경우 3~4년의 호황인 셈이다. 과연 소비지출이 그렇게 할 수 있을 것인가?

우선, 소비지출에 대해 제기되는 의문은 경제가 고용을 충분히 창출하지 못하고 있다는 것이다. 적어도 비농업부문의 근로자 조사에 따르면, 일자리가 충분히 창출되지 않고 있는 것으로 나타난다. 본인은 고용창출이 부진한 점에 대해서 역사적인 예를 들며 여러 가지 이유들을 언급한 바 있다. 또 다른 조사로서는 각 개인들에게 취업 여부를 묻는 가계조사가 있는데, 이는 우리가 실업률을 측정할 때 조사하곤 하는 방법이다. 이 가계조사에 의하면 2001년 11월 이후 220만 명이 다양한 부문에서 새로이 취업한 것으로 집계되었다. 하지만 비농업부문 고용조사에서는 2001년 11월 이후 77만 6천 명이 일자리를 잃은 것으로 나타난다.

두 가지 조사결과는 큰 차이를 보이고 있다. 그 중 하나는 많은 미국인들이 일자리를 찾아서 돈을 버는 것으로 나타난다. 설사 많지는 않다 하더라도 어쨌든 그들은 돈을 벌고 있음에 틀림없다. 따라서 이 조사는 그들이 경기호황이 지속되기에 충분한 역할을 하고 있다는 것을 의미한다. 그러나 다른 한 가지 조사는 위험요소가 존재하고 있음을 나타낸다. 즉 고용창출이 확대되지 않을 경우, 향후 3년 동안 호황세를 계속 유지시킬만한 소비지출이 이루어지지 않을 것이라는 말이다.

올해는 별다른 문제가 없는 것 같다. 1,500억 달러 규모의 감세조치가 이루어지고 있으며 이 중 대부분은 일반 소비자들이 혜택을 받게 된다. 그렇지만 한 조사에서처럼 소비자들 일자리 찾지 못할 경우에는 정부가 제공하는 혜택을 받지 못하게 된다.

이는 2005년도 경제성장 전망에 중요한 이슈가 될 것이다. 만일 소비자들이 일자리를 구하지 못해 지출에 필요한 소득을 얻지 못할 경우, 경제성장과 소비자와의 상관관계는 없어진다. 따라서 바람직스러운 상황은 2005년까지 비농업부문에서 더 많은 고용창출이 이루어지고 소득이 증가하여, 2005년에 소멸되는 감세조치의 직접적인 혜택 없이도 소비자들이 지출재원을 마련하는 것이다. 이러한 것이 논의되어야 할 합당한 이슈이고 위험요소이며 의문점이다. 이와 같이, 미국 내 고용창출에 관한 조사가 서로 다른 결과를 낸 것처럼 풀어야 할 문제들이 많다. 이번 주 금요일에 발표될 자료에서는 아마도 이러한 문제들이 규명될 것이다. 자료는 여러 번의 검토 작업을 거치므로 이 두 가지 조사의 격차가 변화될 가능성이 있기 때문이다.

이처럼 풀어야 할 문제들이 많은 관계로 충분히 만족할만한 답을 하지 못했다. 본인의 경우, 경제전망을 함에 있어서 미국 소비에 관한 통계치가 항상 걸림돌로 작용했다. 여러 가지 방식에서 볼 때, 미국의 실질 소비지출 증가율은 매년 약 3.5%인 것으로 집계된다. 이는 인플레이션을 차감한 40년 동안의 소비지출 증가추세이다. 따라서, 어찌되었든 소비자들은 일자리를 구하여 돈을 벌게 마련이며 이는 꽤 높은 증가율이다. 비록 소비지출 증가가 과거 추세보다 낮은 3%일지라도, 실질적으로 미국 경제는 소비부문에서 여전히 큰 힘을 받게 된다.

General Outlook on the US & World Economy in 2004*

I have come here this year with an outlook for the US and global economies that is more certain and brighter than last year at this time. Last year, if you recall, the uncertainty of the geopolitical situation, particularly Iraq, was quite high. That left the US consumer, US business people, and many decision makers around the world cautious, confused and uncertain.

We are now looking at what we think is the real thing: a real, solid, strong recovery and expansion in the US and global economies. It is a real, live upturn, as had been predicted by many – not by us – for several years. It finally arrived in the US around the middle of 2003. We see throughout most countries and regions of the world many signs of increasing business and economic activity and vibrancy. We think it is going to last through 2004 and well into 2005. For me, who has been analyzing the US and global economies, and after having been so pessimistic for about three or four years, this is a nice theme and message to be able to now deliver.

The US is, as it has often been in history, the engine, although not solely, of the upturn we see. The US economy has picked up substantially in its growth. We saw this in the second half of 2003, the data for which came out just last Friday. There was real economic growth of 6%. For all of 2003, fourth quarter to fourth quarter, the US economy rose 4.3%. That is almost Asian-like in its number.

Indeed, part of the story and the reason for that pace of growth is an Asian theme: productivity. Strong productivity growth allows strong demand growth, if policies are stimulative and business gets active, without any inflation threat or

* A transcription of a speech given at the Distinguished Lecture Forum on Tuesday, February 3, 2004.

problem to impede the upturn.

The pickup in the US economy began late last spring, not too long after the end of the active military side of the Iraq event. We think this pickup has come from a number of sources. First, massive fiscal stimulus. There were four tax cuts in three years by the Bush Administration, the last one last spring. The US\$ 350 billion tax cut stimulus passed by the US Congress in late May was mostly front-loaded, and entered the US economy starting in mid-last year and continuing into this year, 2004.

Tax cuts were followed by increased government spending. Part of the government spending was not really desirable. It was for military, security, and Iraq. But the tax cuts combined with increased government spending, we think, was the catalyst that pushed and moved the US economy into its rapid growth pace in the second half of last year.

We have also had ongoing and continuing monetary ease. Interest rates are very low, the lowest short-term interest rates in four decades in the US. They are being kept low by the US Federal Reserve in order to be sure that the US economy is in an entrenched and sustainable expansion.

I think our upturn also came because of the end of the negative external shocks: September 11, 2001; the war in Afghanistan; the war with Iraq. All of those shocks definitely held the US economy back, hurting confidence and hurting the stock market, preventing an expansion from getting going.

These shocks are now behind us. Geopolitical risks remain in many places around the world. But the problem is constant. It has not gotten worse. In the US we are very thankful that nothing of a terrorist nature has happened on US soil since September 2001. For the economy and the markets, the passing of the negative external shocks, and that fact that there have been no new ones and no step-up in what is admittedly a tense geopolitical situation, has helped and allowed the US economy to pick up steam.

There is a fourth factor. We are several years beyond the bursting of the stock market bubble in the US. The economic boom of the late 1990s and the stock market surge, particularly in technology, which burst in 2000 and 2001, had a lot of aftereffects. Most of those aftereffects, the healing of the financial system, even the corporate malfeasance, seem to now be behind us. The US stock market measured by the S&P 500 was up 29% last year. That does not regain the tremendous losses from 2000 to 2002, but it does suggest that the aftereffects of the bursting of the stock market bubble have been digested in the US situation.

We see once again financial intermediaries working. The intermediation system broke down for a couple of years, and the transfer of private sector savings into the hands of existing and new business was slowed. We see such intermediation working again. Banks with money can lend and invest. Investment banking and brokerage firms are in good shape, and are also able to lend and finance. We see some M&A activity in new issues of stock. The non-bank/non-investment bank financial intermediation in the US economy, through venture funds, private equity capital, and the financing of new small businesses, has become very active.

In addition, the rest of the world economy, ranging from Asia to Latin America to Central Europe, is also picking up in activity. US exports, in part helped by a low dollar, have risen at a 19% annual rate over the last year.

Productivity growth is strong. US productivity growth is at unprecedented highs. This has helped reduce break even points for US businesses and US-based businesses. It has helped to keep inflation pressure down. That has given us five quarters of double-digit growth in business profits. Along with increased sales growth and low interest rates, that has left the US business sector in a position to begin to spend and to add to the economic upturn, and to spend and buy from countries around the world, as we have observed in rising trade flows, both exports and imports.

All of what I have described is part of the business cycle upturn. Much of it is very familiar: the monetary and fiscal stimulus, the lower dollar to help exports

and growth, the adjustments in the system to the imbalances of the boom and the bubble, and the clicking in, sector after sector, of what we call the mechanisms of the business cycle upturn. This suggests to us we have entered a sustained and sustainable period of upswing in the US economy.

History tells us that once the business cycle upturn comes into play, we should expect three or four years of expansion in the US economy. We look to those countries that benefit from the pickup in the US for a wave of increased exports, increased transactions, and increased finance. In turn, stronger growth outside the US reverberates and comes back to pick up US exports. This is part of the global business cycle mechanism. We have very tightly woven inter-related economies and markets now. When an economy as large as the US, or an economy as large as China, or an economy as large as Japan, or a region as important to the trade of the world as Asia, or the Eurozone, picks up in growth, the effects of the growth from that region will ripple throughout the world economy and be part of the business cycle. It is, we think, for real.

In 2003, the US economy grew 4.4%, 6% in the second half. The growth path of the US economy is now much higher than it has been for several years. We are expecting to see growth fluctuate up and down around an average somewhere in the vicinity of 4% to 4.5% in real terms. We think the expansion will last well into 2005, and the first significant chance of another recession will not be until 2006.

Imbalances have been created, as part of the stimulus provided to the US economy to pick it up in growth. Those imbalances, ranging from high current account deficits, to very large budget deficits, to extremely low interest rates, to some imbalances around the world, are the reason why, as time passes, it is hard to see and forecast more than a cyclical upturn for the duration of only three years or so.

This is not to say we could not have an expansion in the US and world that might go on for years, as was the case in the 1990s and the five or six years in the middle of the 1980s. It is only that this time around, the manners by which the US

economy is brought to its feet, and the interactions of the US with other world economies, are such that a number of imbalances were created. What happens to these imbalances, in the policies of countries around the world as they affect these imbalances, will determine whether this expansion can last for many years.

The growth prospect for the US for this year is accompanied by, very likely, a very low rate of inflation. The upturn in the middle of 2003 occurred at a time when the US economy had considerable slack and immense unused capacity. This was part of the aftermath of the boom, the stock market bubble, and the collapse in business sector profits and spending. The slack in the US economy is also made larger by the strong supply-side productivity growth seen of the US economy.

Potential growth in the US now looks to be about 4% a year. That 's probably the highest ever in the history of the country. Productivity growth in the last two and three quarters has been perhaps as high as in the 3% range per year. This is structural productivity growth, along with a labor force growth of 1% or higher. This gives us the estimate of potential upward growth, for the capacity of the economy to grow on the supply side, of 3.75% or maybe as high as 4%, but no less than 3.5%.

With that kind of growth rate for potential output, the US economy can grow at a rapid pace without the threatening rise of inflation, something that would cause interest rates to rise or the Federal Reserve to tighten money to slow the economy and keep inflation down.

It is unprecedented in the modern history of the US to have this kind of supply-side growth in productivity growth that we are seeing in the data, and which we suspect has ratcheted up very recently. An economic growth rate of between 4% and 4.5% in 2004 will just be a little bit more than the growth rate in the capacity of the US economy. Given the entrance into the upturn, and the situation with a gap between potential and actual output of about 2%, which is a very large gap, it will take a very long time before that slack between supply and demand is absorbed, and before we would have upward pressure on inflation.

Indeed, inflation in 2003 decelerated in the US, even as growth picked up. That 4.3% growth rate over 2003 was accompanied by a decline in inflation, measured by the consumption goods price deflator, and then by an even bigger decline when you strip out the volatile food and energy components for the core rate, the ex-food/energy rate of inflation. According to a report we received this morning in the US, the December-over-December inflation rate of the consumption of goods and services deflator, ex-food and energy, was just seven tenths of a percent (0.7%), year over year. One year ago at this time it was 1.7%.

The US economy's growth rate soared, particularly in the second half of 2003, but inflation fell. The unemployment rate fell from 6.4% to 5.7%. How can that happen? Productivity growth is the answer. The US economy has somehow become even more productive during this last recession than it was before. We are seeing the results of that in the slack in the economy between supply and demand and the falling inflation rate, even as the economy has picked up.

As time goes by, if the US economy grows at 4% or 4.5%, we will absorb the slack in the economy. Capacity utilization will rise. It is only 75.8% right now. The unemployment rate will also gradually work lower. Eventually, we will absorb enough slack to put upward pressure on inflation. And, yes, eventually, the US Federal Reserve will raise interest rates because of that. But that "eventually" is not soon. The amount of slack is very large, and because productivity in potential growth are so high, the slack in the economy will remain for a long time and inflation in the US will stay low.

Jobs growth is just beginning to come onstream. Profits growth has been superb. In the fourth quarter, the S&P 500 operating earnings result is running at about 25% year over year for the companies that have reported. It's a combination of a lower break even point, as well as higher revenue growth. We're expecting about a 15% rise in profits in 2004. The parameters suggest to us we are in the early stages of a significant upturn in growth, and that impediments to growth, so long as there are no negative external shocks, and that could happen any time on the geopolitical side of the ledger, we should move smoothly through 2004 and well

into 2005. The rest of the world will benefit.

In other countries and other regions, we see the following. The Japanese economy has picked up in growth. In calendar year 2003 it grew at 2.5%. That 's the best growth rate in Japan in a long time. We are expecting almost 3% growth this year, and we are more optimistic than most. We are well above the consensus in our expectations for Japan.

The Japanese economy pickup may be similar to that of Korea. It relies on: exports, directly and indirectly helped by the US pickup and helped by very strong growth in China; some business spending, particularly on capital goods and technology; and not very much on the consumer. Japanese consumer spending continues to lag, much as it is lagging here in South Korea, and much as it is lagging in Germany and countries in the Eurozone.

The uplift in the global economy that we see is very much trade driven. The sizeable pickup in the US is, we think, sustainable and will be sustained. It is very much business-driven. It is not consumer-driven, but business-driven. This is reverberating through increased export and import flows all around the world. The US remains the major buyer of the goods and services of many of the leading countries around the world. China is increasingly a big buyer of goods and services. So when the US picks up, our imports pick up, and the exports of a lot of countries pick up. We see that footprint in the economic activity which increases in almost all the countries around the world. This, in turn, drives business to spend more in many countries, and probably last will come the consumer. Usually it is the other way around, with the consumer first. But this time, the consumer in Japan – and South Korea, Germany and the Eurozone – will probably come on stream last, in terms of spending.

Japan 's inflation rate, as you know, is negative. Our expectation is it will turn positive sometime this year. We still expect Japan to maintain a 0% interest rate policy, but probably in 2005 it will think about raising interest rates for the first time in years.

In Asia, China is growing very strongly, at 9% in 2003. We are expecting 8.5% in 2004. These numbers are higher than they truly are, but even if you subtract three percentage points or so from those numbers, for perhaps a real or more accurate take on the Chinese economy, the Chinese economy is in a boom state. It may be a bit over-heated. We think that 's, in part, because of the fixed currency. But the tremendous domestic demand out of China and the trade impact of China is having a major positive effect on the economies of Japan, South Korea, and of Asia. Also, then, as those economies pick up, will lift other economies as well.

India is growing very strongly. The growth rate there this year, we think, will be in the 6% to 7% area. You are probably familiar with the exporting of jobs out of the US to India. Part of India 's dynamism comes from its low-cost labor, not for textiles, not for automobiles and not for steel, but for technology. The anecdotal evidence is very strong. There are a number of US firms, particularly financial firms, that are hiring in India at a very high professional level.

The force of US hiring in that country, and as US and other countries outsource production to Asian places where labor costs are cheaper, particularly China, is a major dynamic of the very strong pickup we see in the Asian area.

Just to give you a few figures for 2004 – and not to bore you with numbers but to contrast the look of the global economy this year to 2003 – the global economy, as we look at 48 countries around the world, grew, we think, in 2003 by 2.4%. In 2002, by 1.7%. It 's a plus number, but it signifies a recession. A small expansion is seen at 2.4% growth. There 's a quirk in the data. The dividing line between expansion and recession, in our data, is about 2%.

For calendar year 2004 we are expecting for the US, 4.5% growth, and for the global economy, just a little under 4% growth. In 2005, we expect pretty much the same. As we look around the world to Japan, we see 3% in 2004. Developed Asia – that is, Korea, Taiwan, Hong Kong and Singapore – are looking at growth this year of 5.5% to 6%. That compares with about 3% in 2003, almost double the growth rate. As you know, last year was a problem. Not just because of the

weakness in the economies, but there was also the SARS problem that devastated, for a time, several of the Asian countries. I have already covered China and India. For what we call emerging Asia, we are expecting 7% to 7.5% growth.

So the global upturn is actually being led by Asia, both developed Asia and emerging Asia. It is reinforced by a cyclical pickup in Japan, the best Japanese picture we've seen in a decade.

Moving elsewhere in the world, we are observing in the Eurozone a pickup there as well. There, trend growth is much less, in part because labor force growth is much less, and that is a demographic issue for the Eurozone. But growth in 2004 is expected a little more than 2%. It was only 0.5% in 2003. Countries like Germany, Switzerland (which is not in the Eurozone), and France had recessions for part of 2003. The data tell us those countries are now growing. Indeed, very much in the same dynamic as I described here: exports first, business to business second, and probably consumer spending to come thereafter. The UK is growing nicely. We're expecting almost 3% growth in 2004, after a 2% year in 2003.

Latin America is turning, led by strong growth in Argentina and a pickup in Chile, and a turn in the economy of Brazil. Latin American growth will be about 5% in 2004, against a little over 1% in 2003.

Then when we go to Central/Eastern Europe, we are looking at 6% or so growth for Russia. For countries that are candidates to join NATO and the European Union, we see almost 5% growth. That's against near 4% in 2003. Those are the countries Poland, Hungary, Czech Republic and Turkey.

The picture around the world is increasing growth, increasing business activity, against a backdrop of relatively low inflation and then, for policy makers, no compelling reason for any of the monetary authorities to engage in interest rate increases, or a series of them, that would stop momentum from continuing well into 2005.

Let me turn now to policy in the US and bring you up to date on how we see that. Then a few of the risks and imbalances, negatives, things that might go wrong that I think all of us need to consider.

Growth is strong in the US. Jobs are just beginning to be created and generated in the US economy. We have a very unusual job situation in the US. The typical upturn in jobs that occurs with the kind of growth I've described has not happened. We think it's because a lot of outsourcing jobs by US-based companies that are very intent on keeping labor costs down. The outsourcing involves outsourcing jobs to other countries. Software production and creation to new companies in India. We think it comes from outsourcing production to other areas of the world, such as China, Southeast Asia, and the northern part of Mexico, where labor costs are cheaper.

We see a lot of outsourcing in the US, simply letting functions and people go, taking them out of the company environment, because their overall costs are so great, and putting them on their own into the private sector. We see US companies paying lump sums amount of money to individuals to retire them, taking the cost as a one-time charge, but lowering their operating expenses by this tactic.

Of course, we see all the time technology and the use of technology eliminating one job after the other, as the people who used to serve us, sell to us, and deliver to us, no longer are needed in jobs that are replaced by machines and consumers and business people will go right around the intermediaries, and agents, since they no longer need them. It's a world wide phenomenon, but it's very intense in the US.

So we are not expecting the jobs creation we always do see on a 4% economy. We're expecting to see it to be anemic. But it is beginning to get better. One of the concerns and risks around the US situation is, "How can the economy grow at a high enough rate if we're not creating jobs?"

Our answer is that as time passes, more jobs will be created. We will see through the mechanism of world trade and world finance a feedback effect from the jobs that are created outside the US, and the stronger economies outside the US. We

will see a feedback effect, through US exports, and increased US demand on the export side, that will employ people. Over time, enough jobs will be created to sustain the expansion.

The Federal Reserve, with this kind of growth, this kind of inflation, and an artificially low short-term rate – the federal funds rate – will, at some time this year, think that they observe and are absolutely sure that the US and global economies are up and running and are in a sustainable expansion, from their point of view. From our point of view, we are already there. But I think the Federal Reserve wants to be absolutely sure that the US economy is in a sustainable expansion before it begins to raise interest rates. Then sometime this year, it is very likely they will come to that conclusion and raise short-term interest rates from their abnormally low levels.

How much? Well, with inflation running under 1%, and all the slack that exists in the US economy suggesting that inflation will have to first bottom out before it picks up, and given how low inflation is, they will probably not raise interest rates very much or very many times. So over the course of the year, short-term rates in the US might go up half a point or three-quarters of a point. That is not very much, and it will not be designed or serve to impede the growth picture that I described, nor to diminish the pace of growth of the US economy, and indirectly the world economy.

Long-term interest rates in the US could go up more, as time goes by, from a combination of factors. One would be if the Federal Reserve begins to raise short-term rates. Second would be a change in the direction of inflation from decelerating, to bottoming out, to picking up some. Third would be the increased financing that would come from the federal government because of very large budget deficits. The deficits have played a significant and positive role in getting the US economy to pick up. Another factor may well be the financing of the US's current account deficit and the purchases of US fixed income securities by countries around the world as they invest in the US and lend to the US. Those funds may not be forthcoming by as much. So we think long-term rates in the US,

that is the ten year treasury rate, could go up by 5% or maybe a little more by the end of the year.

Those kinds of interest rate increases will really not stop the growth dynamic, or impede it or abort it. The US and global economies should continue to grow even with those rate increases.

The Federal Reserve these days in the US has a very complicated communication system, in terms of how they explain to the world, the public, and those of us who analyze what they do, what they are thinking about. It has become so complicated I don't think I can easily explain it to a non-technical audience, in terms of monetary policy. But I think, in their latest statement last week, they have put us on notice, in the language of the statement, that they will not keep the federal funds rate at 1% forever. At some point they will get less accommodative. They are going to be patient and wait. They could wait a long time, all of this year. They could just wait until mid-year. But they are going to be patient before they raise rates.

In between the lines, so long as US inflation is so low, there's absolutely no reason for the central bank to try to raise interest rates to a point that it would impede the growth activity of the US economy, and hence the world economy. To put it simply, the Fed will not be in the way of the US and global upturn this year, and I don't think it will particularly get in the way of it in 2005. The path is open. The US central bank and other central banks around the world are going to be accommodative. They are going to support the business upturn and business activity for quite a while.

Today in the US we had the release of the Bush Administration's budget for this coming fiscal year. The US budget is heavily in deficit. I think we had to tactically accept a much bigger budget deficit as a cost of the tax cut stimulus and government spending stimulus that was so necessary to pick the US and global economies up. In this particular episode without the tax cut stimulus, I don't think the US economy would have picked up very much, and the global economy

would not be enjoying the beginning of a resurgence we see unfolding at this time.

But there is a cost to that short-run stimulus, the tax cuts. The cost is a large federal budget deficit. The administration estimate is over US\$ 500 billion. The Congressional Budget Office estimate is over US\$ 477 billion. We are a little more optimistic; we are US\$ 460 billion. That 's almost 4% of GDP. That 's a pretty big number. When we look out, and others look out, for the next five to eight years, we see nothing but red ink. That 's an imbalance. That will have to get corrected at some point.

The US economy is not being hurt at this time by the large budget deficits. It is being helped. But it will be important for whoever is elected in the US, for whichever administration is in place, to take action as soon as possible, to tone down the spending side, to revisit the tax side, to see whether government can be made more efficient, and to start a new downward glide path for deficits in the US economy.

When we get to 2007 or 2008 in the US, the demands of an ageing population are going to be quite huge. This is a familiar theme around the world. That includes social security, Medicare and Medicaid. Inflation in medical care is quite high, pumping up the numbers in what are mandatory categories of spending by the federal government. It is in these areas that we think we will have to look to get relief on the budget deficits. Tax increases really won 't help, because they would hurt the economy.

Our deficit is because the US economy has been languishing, because of the tax cuts, and because of the increased government spending for terrorism and security. There are also increasing demands from the US population on the government, particularly on the health care side, to fund those public sector needs. This is an imbalance. This is a problem. But now it is helping growth. By 2005 or 2006 if the deficits we see now are not dealt with in advance, we would be concerned that those deficits could create disarray in markets, that is to say sharply higher interest rates, perhaps problems with the US currency, excessive

volatility. This, in turn, would damage growth of the private sector and raise the risk of a downturn by 2006.

We will see. We will see what the administration says in terms of its plans and proposals. The budget released today, we have not fully studied yet. It probably does not go far enough in terms of actions to reduce to a low enough level the structural budget deficit of the US.

The second imbalance and risk relates, really, to the current account and trade flows. This is a world imbalance. It is a complicated situation. A huge current account deficit for the US represents a demand and drain on world finances to fund the US current account deficit. On the other side of the ledger are imbalances that exist because of exchange rate immovability, in part because of a fixed Chinese exchange rate to the dollar. For trade reasons, attempts by Japan and other countries in Asia to keep their exchange rates competitive, so as to encourage exports and trade in economies that have just begun to start to move up.

This process is not sustainable. There is a risk here. Intervention and, through intervention or other means, fixing exchange rates or moving them in desired directions to help trade can work for a while, but ultimately in the longer run the markets will have their way and exchange rates will have to go where they go.

The answer to the current account imbalance of the size of the US 's is a lower dollar. That 's one answer. Another answer is a more competitive US and a pickup in US exports because of increased demands around the world. It just has to move that way.

For Japan, the answer to a live and sustained expansion is not continued intervention to keep the yen from rising to where market fundamentals think it should go or will take it. The extraordinary purchases of US treasury securities and the holding back of the yen through intervention and, in turn, other Asian countries to stay competitive with Japan intervening to keep currencies from

strengthening and injuring exports, ultimately will not work. All that countries can do, or should do, and central banks can and should do as agents of ministries of finance, is to control the pace of appreciation or depreciation of a currency through periodic interventions, but more properly through appropriate policies. No one can, for any long period of time without creating imbalances that someday come home in a negative way, can interfere with exchange rates and markets that want to move exchange rates in a particular direction.

More properly, for Japan, full reform of the banking system, greater efficiencies in the Japanese system, would do more to help the Japanese competitive situation than trying to hold back the yen, which in turn is inducing or encouraging other Asian countries to do the same with their exchange rate. This contributes to imbalances, the main source of which is the US current account imbalance. It 's a risk. Market prices have to move, hopefully, in a reasonable way and not in an excessively volatile way, in order to permit the imbalances to work themselves out.

Fortunately, looking at 2004, the imbalances on current accounts and trade that exist around the world, and the US budget imbalance, should not prevent: the US and global economies from having a very good year in economics; stock markets around the world from enjoying another year of good gains, though not as good as last year; all of us from enjoying a period of relatively low and stable interest rates. Beyond 2004, the imbalances I have mentioned will have to be dealt with by the market, or by policy makers, to make sure that this expansion, what I called the "real thing", which has been long in coming, lasts for as long as we can make it last, to encourage and sustain a prosperous global and US economy for many years.

Questions & Answers

- Q** My question is about the economic upturn and the US presidential election. Will this recent economic upturn work favorably for the incumbent?
-

A The economic prospects and the way things are going in the US economy cannot hurt President Bush. They will certainly help President Bush, and he will, I think objectively, take credit for the tax cut and the fact that the tax cuts really are stimulating the US economy. Without them, we probably wouldn't be having this upturn.

Now, it is interesting that almost always in a US presidential year the strength of the economy is decisive. It would be automatic to say that, with the economy we have and which is emerging in the forecasts, President Bush would be a shoo-in in the election. In commenting on the US scene from a broader perspective, though, I cannot say that. The international dimension and the involvement of the US in Iraq and all the conditions that gave rise to that, and which is still a difficult problem for the US, is hurting the president. It's clear in the polls. The economy is not the only factor. It certainly *should* help President Bush in an election attempt, but there are other things that seem to be bothering US people other than the economy. They are international, and it may also be the style of the administration.

One recent poll had President Bush even with the now-very-likely candidate, Senator John Kerry. That is not odd at this stage. Once incumbent presidents begin to campaign, the polls tend to change. But for the way the economy is going, the direction of anecdotal evidence, and the confidence in the economy that is showing in the confidence surveys, the current standing of President Bush in the polls is unusual. At the end of the day, I think the president will be re-elected. The economy will do it. There is still time between now and election day for the Iraqi situation to be resolved better. The candidates on the Democratic side are generally weak at this time. There is not a real tough competitor to the president from the Democratic side. That even makes the current poll results *that* more interesting, making me wonder whether something is going on in the US psyche which could be reflected in a change, if Bush is re-elected, in composition of Congress. That would have significant effects.

From a market point of view, this pro-growth administration, Bush, is definitely preferred. From a stock market point of view, that is a definite preference. If the Bush election is in doubt, and if a Democratic candidate – almost all of whom are proposing anti-growth types of actions, rolling back tax cuts or portions of the taxes, for example – wins, our stock market would have trouble. If Congress changes so that the Republicans lose control, that, too, would change the policy outlook and affect what goes on beyond that.

Q You touched on this issue, but I would like a more specific answer. What have been the effects of this Iraqi war, September 11, the Afghanistan war, and so forth, on the US economy? As the defense outlay positive? How did it affect the US economy's performance? Secondly, did those geopolitical factors affect the US budget?

A Yes, it was positive. We spent more money. But it was very negative. We think it cost us a lively upturn much earlier. We think it cost us anywhere from 1% to 1.5% percentage points of growth. How did we get that?

Well, the whole process – September 11 – was a devastatingly negative blow to the US economy and state of confidence. The Afghanistan war went very well. Then there was the Iraqi war, and the time it took to lead up to it. I was here last year in the middle of the run-up to the Iraqi war. I talked about it as the major uncertainty last year. It hurt the stock market badly. It hurt confidence badly. It made business people hesitate.

There were effects, because consumer spending weakened on business sales. This delayed the up turn in the economy. It was only two months after the military side of the Iraqi war was over that the US economy began to pick up. It's one of the elements that did it.

It was definitely a negative. Those were significantly negative shocks. If we had another shock of that sort – an attack on US soil – that would re-mobilize us again. We're more resilient in the US economy than we were before. Or, if,

and I don't think this will happen, before the election a confrontation with another country like Syria, North Korea or Iran, occurred, we would have negative impacts on the markets and on the US economy.

Q What are your thoughts about the twin deficits? As you said, twin deficits – even if it is the US – cannot go on. This year, the current account deficit will be over 5% of GDP. Now, if the US were a normal country it would have suffered a currency crisis. But since it happens to be the US, it has had no currency crisis yet because the global economy is under a *de facto* dollar standard. How long can it go on? How will this series of twin deficits be resolved?

A We do have twin deficits. That is the correct phrase. Technically, it's not for sure that when you have a high budget deficit you have a high current account deficit. After all, we had the high current account deficit before we had this budget deficit. But the spending and tax cuts that drove the budget deficit up, will, because they create a stronger economy, bring in more imports. Since the volume of imports is so much larger than the increased volume of exports, the current account deficit goes up. You do have a connection between the budget deficit and the current account deficit.

Those deficits and the debt that accumulates on those deficits are like a time bomb. It's a fuse and you don't quite know when it's going to explode. In the US economy now, with all of its slack, lots of liquidity, low inflation, and the ability of the Federal Reserve to keep interest rates low, the debt service that goes with the increasing debt – an international account and a US government account – will stay low. It will not be a problem.

But the day will come when the private sector of the US economy demands more funds than the financial system, and the government keeps selling an awful lot of treasuries, and some of the countries in Asia, perhaps Japan and China, won't buy so many treasuries any more because, for various reasons, they may not be trying to manage their currency. This clash of funds

demands from various sources would cause interest rates to rise, particularly long-term rates, very sharply. It could create problems on the currency. Combined with the inflationary effects of an economy with less slack, one that is closer to full employment, along with the crunching effects of interest rates could send the US economy into a tailspin, and the world economy with it.

No one knows when with these kinds of things. In the 1980s people like me alerted, complained, and argued that these deficits that were being run up would hurt us some day. It took four or five years for that to happen. It could be that long this time. No one can really predict exactly when. But as we said in a recent paper, the risk concern and severe adverse consequences through the financial system of ongoing and sustained budget deficits not being met with policies to bring them down.

What policies could bring them down? That 's a tougher one, particularly for US society. I think the administration is beginning to set out after the spending side. Their first place is non-defense spending. That is not going to be enough. It is a too-small part of the total. There isn 't much on the military side that can be done, given the geopolitical risks. That leaves the economy itself and its pickup in growth to bring in some additional tax receipts to help the deficit, and taxes. In the US we 're going to have a big battle over taxes, whether we should roll back some kind of tax cuts or make them permanent, and what that will mean.

For sure, one place to start is on the spending side. Both non-defense and defense spending have risen extremely rapidly in the last two or three years. The spending side appears politically out of control. Non-defense alone won 't do it. Raising taxes won 't do it either. We have a real dilemma in the US, in terms of how we begin to fix the deficit and set a downward glide path for it. It won 't be done over night. It does look like we 're going to have to re-visit, as we did in the 1980s, the deficit problem.

This time, it 's even harder because in 2007 and 2008 the ageing population and the demands for healthcare support and retirement support are going to be much greater. My answer is, I don 't have an answer at this time. That 's a pessimistic statement. In the longer run, an imbalance faces the US and global economies. That 's the best I can do.

Q My question regards commodity prices, including oil. In this country, there is some concern about the rise of commodity prices, particularly since China 's demand for commodities are so high. So commodity prices are going up so fast. What 's your opinion?

A We think commodity prices are going to be firm and continue to rise, along with the cyclical upturns in the US and global economies. It 's a matter of demand versus supply. Countries and producers of commodities cut back capacity because business was tough. It 's part of the business cycle. Take the US case, with 1% or less inflation, and the low levels commodity prices fell to two or three years ago, and the trend is up on commodity prices. Will we have run away inflation? No, we won 't. There 's too much slack in the world, and central banks will step on it and control it. But when you go from 1% or 2% inflation, as in the US, up to 2% or 2.5%, which is still low by historical standards, markets and businesses will have to re-price and re-set what they do in the face of the higher commodity prices.

Oil prices, in part, are higher because of the decline in the dollar. That, too, is a matter of demand and supply. Despite the US\$ 20-22 range, and in order to compensate for the loss of revenue due to a lower dollar – since payments are made in dollars – the oil producing countries are quite content to let oil prices go up. We 're stuck with higher energy costs.

Q I have a question about something which you just covered, the twin deficits. The current situation is slightly different from the twin deficits of the past. Over the past few years, while the US has been running a current account deficit, the money has largely gone back to the US. Japan recycled it to

finance US borrowing. Increasingly, that is now shifting. Japan 's surplus begins to shrink. China is taking up the prime position, and China seems to be less inclined to send money back to the US and is increasingly showing its willingness to send the money toward euro-based assets. Increasingly, the US dollar is declining. Therefore it tends to make little sense for outsiders to purchase US debts. How do you see that?

Finally, the world is schizophrenic when it comes to the US economy. They worry about both sides of the coin: US growth on the one side, without which the world economy comes to a stop, and then the US deficit on the other. One thing the world seems to stress about today is the potential crisis of Fannie Mae and Freddie Mac. What are your outlooks for their resolution?

A We are negative on the dollar. The dollar is in the process of adjusting to lower levels. There are attempts to impede that, coming from countries with whom we trade. That is partly because of the large current account deficit. It is also because there are opportunities now, more than just in the US, as was the case for so long when the current account deficit was very high but the dollar was still going up. That is to say, Japan looks more promising. China is promising. Asia is more promising on growth dynamics. The Eurozone is also more promising, at least in terms of its stability. So I think global investors, including central banks, being over-weighted in dollars for so long, are making those adjustments.

We are, after all, in the middle of an election year. There 's a lot of geopolitical risk. It 's not surprising to see money move into other currencies, re-allocated to some extent, and some money going into gold, some into commodities, as a hedge. This does make it, and will make it, harder for the US to sell debt if the perception is that the dollar will continue to get lower. We are not doing anything to interfere with that perception at this point. We think the dollar is going lower.

Concerning Fannie Mae, at these levels of interest rates we are not overly

concerned about trouble in those organizations in terms of reverberating back on the fixed income market, spikes up on interest rates, or some sort of withdrawal in the financing for the US housing market. We have artificially and abnormally low short-term interest rates in the US. A lot of lending in the housing market is marked to those interest rates. It is secured by, at this point, very good asset collateral: residential real estate. If short-term rates for some reason go significantly higher, the calculation of those appropriate prices for residential real estate have to change, and the asset value of collateral will have to erode. Then highly-leveraged organisations like Fannie Mae and Freddie Mac could have some financial trouble.

At this point, the Federal Reserve is promising us they will be patient and that interest rates will stay low. I think they are quite aware of this risk. It is a risk. That 's one of the reasons why, when we do get hikes in interest rates by the Federal Reserve, they will probably be carefully and gingerly done, in small doses, nothing abrupt. With inflation so low, there is absolutely no reason they would have to move abruptly. They ought to be able to gradually move interest rates up to prevent what could be a real estate bubble at higher levels of interest rates, to prevent that from coming to the forefront and, in turn, devastating the Fannie Mae organisations.

Q According to your analysis, it seems we will have to live with chronic current account deficits in the US for quite some time to come. With that as background, I would ask three one-sentence questions.

First, what are the implications, in your analysis, for US trade policy over the next few years? Secondly, it seems we are re-living the Reagan era of twin deficits, as you said. Is there a possibility of a re-play of the “Plaza Agreement” -type shock? Thirdly, do you see any possibility of the Chinese economy landing hard? It seems to be over-heating.

A The US continues to be free and fair in its trade behavior and, I think, it will stay that way. There 's no real constituency for protectionism in the US. You

noticed that the opinion in the US on steel tariffs was quite negative. This explains part of the acquiescence of the Bush Administration to the World Trade Organization 's attempts to have them rolled back.

Yes, we are seeing some very similar reactions in the economy and developments to the Reagan years. The Reagan years were characterized, though, by extremely high inflation, which was coming down, massive fiscal stimulus, increased government spending and tax cuts. But also tight monetary policy, and with that very high interest rates. In turn, those contributed to a much stronger dollar. With trade a lot weaker because of the stronger dollar, the Reagan Administration and the secretary of the treasury, James Baker, engineered the Plaza Accord. The dollar, having over-shot with momentum in the exchange markets, collapsed.

We don 't have tight money now. We have easy money and easy fiscals. When you have all the slack we have in the economy, this should work well for quite a while and not bring about a situation where the dollar is vulnerable or needs to be driven down in the way that politically the US engineered the Plaza Accord and a decline in the dollar. You understand, once it got going down, because of all the imbalances, it couldn 't be stopped, and it was part of the stock market crash of 1987, and eventually the downturn in the US in 1989, 1990 and 1991. It was a short recession in GDP terms, but it was very bad in terms of the overall economy.

We have time to work our way out of it. The chronic current account deficit, we think, is not as big as its number. You have to remember that some of that deficit comes, say, because the US has a lot of production in Canada and Canada exports to the US. This shows up in the Canadian trade account as a plus and in our account as a negative. But it actually is because of US production is over there and is being exported back to the US. There 's a cyclical current account deficit and there 's a structural current account deficit. At 5% of GDP, our guess is that the structural current account deficit is more on the order of 2% or 3%. That 's still too high. If there are other

negatives in the US situation going on, it does say the dollar has to go down to adjust for that.

Concerning China, China is showing all kinds of signs of boom/bust at this point. The Chinese policy makers have been magicians at finessing various problems in the past, and probably can get through this one. But as an outsider looking in, we, though we love the Chinese markets and we have rated the Chinese stock markets as an overweight in our strategy for a long time, we are toning that down some. It is looking a little like a boom/bust.

What do I mean by that? It has a fixed currency that is over-strong. It could strain resources. It now is in a positive inflation range, rather than deflation. That could accelerate. There is a lot of evidence of financial fragility. That exchange rate, some day, has to be let go for the good of all of Asia. We are getting artificial manipulation of exchange rates from a lot of countries because the Chinese currency against the dollar has been pegged for too long.

Q Your view on consumer spending is pessimistic, at least in the short-term. Also, your forecast is that the Federal Reserve will slightly raise interest rates in the second half this year. In terms of that, how can you say that the growth rate is so stable at about 4% for the next three years or so?

A Can consumer spending stay strong enough for long enough to sustain the expansion into 2006? In other words, I said the first real risk of recession will be in 2006. You would of course see signs of it before that, in 2005. So that 's a three or four year upturn, if we date its beginning from the middle of 2003. Can the consumer do it?

Well, we have a legitimate question about the consumer: the economy is not creating a lot of jobs. Or, at least according to the establishment of non-farm payroll survey, which counts jobs, we are not creating a lot of jobs. I described and gave a lot of reasons why those numbers are so weak,

compared to history. We have another survey, though, called the household survey, which surveys individuals who say whether they are working or not working. That 's the survey we use to judge the unemployment rate. According to that survey, since November 2001, over 2.2 million people report they have found work of some sort. The non-farm payroll survey, the jobs count, shows a loss of 776 000 jobs since November 2001.

That 's a huge difference. One of them says a lot of US people are finding work. They must be earning some money, though maybe not a lot for some of them. But they must be earning money. One survey says they are doing well enough to sustain the expansion. But the other survey says there 's a risk. If we don 't create more jobs, consumers won 't have enough money to keep spending enough to keep the expansion going for the three year period.

This year, I don 't think we have an issue. Tax cuts are being pumped in to the tune of US\$ 150 billion, most of it through the consumer. If they don 't have a job according to that one survey, they are replacing but they are not getting what the government is providing for them.

But this will be a real issue for 2005, in terms of the growth rate projection. This is disconnected from the consumer, if the consumer doesn 't get work and get money to keep on spending. By 2005 our hope is, and the assumption is, we will be generating more jobs on that establishment survey count, more income, so that consumers will still have the wherewithal to spend without the benefit of the full brunt of those tax cuts, which will fade in 2005. It 's a legitimate issue, a legitimate risk, a legitimate question. There are a lot of puzzles, including this oddball behavior of these two surveys on the job being made in the US. We get data this Friday which will maybe shed light on this. We are getting a lot of revisions in the data, and perhaps the discrepancy in the two will change.

I haven 't fully given you a satisfactory answer because there are a lot of puzzles around this issue. In terms of forecasting, I always fall back on this

statistic about the US consumer. One way or another, the US consumer spends in aggregate, in real terms, about 3.5% every year. That 's a forty year trend for consumer spending, after adjusting for inflation. So, one way or another, they find jobs, they find money. That is a pretty hefty growth rate. Even if we spend at 3%, less than trend, in real terms the US economy still gets a lot of support from the consumer.

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

<http://www.igenet.com>