



Occasional Paper Series

05-03

# 제2기 부시행정부의 경제정책과 세계경제 및 시장 전망

Post-Election US and Global Economies:  
Markets-Prospects, Risks, Issues



Allen Sinai

*June 2005*

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, Northweternd대에서 교수로도 활동중임.

## 제2기 부시행정부의 경제정책과 세계경제 및 시장 전망\*

이번 강연에서는 우선 미국경제와 세계경제를 단편적으로 살펴보겠는데, 기본적으로 미국경제와 세계경제는 경기회복 확장국면의 중간단계에 있다고 생각된다. 그리고 나서 미국경제와 세계경제에 대한 위험요소에 관해 약간 언급하겠다. 누구나 처음에는 기본전망이 잘못될 수도 있다는 점에 대해 항상 주의를 기울여야 한다. 시간이 흐르면서 이러한 기본전망을 위협하는 여러 가지 사건과 일들의 발생은 거의 필연적이기 때문이다. 세 번째로는 환율, 특히 달러화를 포함한 여러 시장에 대해 간략하게 전망해보고, 마지막으로 제1기 부시행정부와 비교한 제2기 부시행정부의 경제 및 대외 정책에 관해 살펴보겠다.

### 1. 미국경제와 세계경제 전망

2005년도 미국경제는 전형적인 경기확장 중간단계로서 강하지는 않지만 견실한 성장을 이룰 것이다. 식품과 에너지를 제외한 코어(core) 인플레이션이 약간씩 상승할 것이며, 이익 증가율은 감소세를 보이겠지만 여전히 강세를 유지하겠고 금리는 완만한 상승세를 보일 것이다. 그리고 평균적인 주식시장은 금년 중 시간이 가면서 점점 상승할 것이다.

미국 연준(Federal Reserve)은 통화정책이 중립적인 위치에 이를 때까지 단기금리를 계속 인상하는 입장을 취하고 있다. 미국의 재정정책은 매우 적극적인 것으로 보인다. 이는 지난 수년 간 감세와 연방정부지출 확대를 통해 이루어졌던 대대적인 경기부양 조치가 어느 정도 약해졌기 때문이다. 이처럼 대대적인 경기부양조치가 미국에서 사라져가고 있지만, 작년 9월에 통과된 두 가지 새로운 감세조치(US Family Jobs Act, Business Relief Act)로 인해 이러한 상황은 어느 정도 반전될 것이다.

제2기 부시 행정부는 주로 개혁적인 정책을 내놓을 것이다. 하지만 취약한 경제를 살리기 위해 2001~2004년에 실시되었던 것과 같은 강력한 경기부양책에 집중되는 일은 없을 것이다. 제2기 부시 행정부의 정책은 개혁 위주로 이루어질 것이며 이러한 개혁에는 사회보장에서부터 조세 및 연금 정책, 법률시스템까지 포함될 것으로 보인다. 연방재정 적자를 줄이기

\* 이 글은 2005년 1월 18일 개최된 특별강연회의 녹취내용을 번역·정리한 것으로 필자의 개인의견임을 밝혀둡니다.

---

위한 노력도 일부 있을 것이다. 세계 무역 및 환율 불균형을 조정하기 위한 미국 및 여타 G7 국가들의 압력이 중국과 아시아에 가해질 가능성도 있다.

2005년도 4/4분기까지 미국의 실질GDP는 약 3.3% 성장할 것으로 전망된다. 이러한 성장률은 2004년도의 3.9%에 비해 낮은 수치이기는 하지만 여전히 매우 견실한 경기확장세임을 보여준다. 미국 경제성장률에 대한 일반적인 전망치는 3.5%~3.7% 수준이다. 따라서 우리 전망치가 미국 연준이나 다른 경제예측가들의 전망치보다는 좀 낮은 편인데, 그 이유는 미국 경제가 금년 중에 당면하게 될 잠재적인 위험이 몇 가지 있는 것으로 생각되기 때문이다. 이와 같은 위험요소들로 인해 미국 경제성장률이 3.5%나 4%가 되기는 어려울 것이다. 하지만 이 두 수치는 그리 큰 차이가 없다. 미국의 경제성장률은 잠재성장률과 근사하겠지만 약간 밑돌 것으로 예상된다.

식품과 에너지를 포함한 총 인플레이션은 다소 하락할 것이다. 원유가격이 배럴당 50~55달러 선을 크게 넘어설 것 같지는 않다. 하지만 이는 추측일 뿐이며 우리 경제전망에 대한 위험요소의 한 부분이기도 하다. 만일 어떠한 이유로 유가가 배럴당 65~70달러, 심지어 75달러까지 급등해야 하는 상황이라면(아주 어려운 상황인 세계 지정학적 측면에서 볼 때 불가능하지만은 않다) 그렇게 될 것이다. 이는 세계경제 내에서 석유 및 에너지에 대한 수요가 증가하고 있기 때문이다. 따라서 유가가 상승하게 될 경우 앞서 언급된 미국경제 및 세계경제 성장률 전망치는 대폭 하향조정될 가능성이 있다. 유가는 변동가능성이 크다. 작년 유가 변동폭은 원유 기준으로 낮게는 배럴당 30달러대에서 높게는 55~56달러 선이었다. 작년 말의 원유가격은 낮은 수준인 40달러대로 하락하였다. 오늘 아침의 원유가격은 48달러 정도였다. 만일 유가가 지금과 같은 수준에서 머문다면 식품과 에너지를 포함한 미국의 총 인플레이션율은 안정을 이루어 약간 더 낮게 유지될 수도 있다.

식품과 에너지를 제외한 코어 인플레이션은 가파르게 상승하기 쉽다. 지금 현재 1.5% 수준으로 유지되고 있는 코어 인플레이션은 아주 중요한 경제지표이다. 왜냐하면 미국 연준이 계속 주시하면서 이를 바탕으로 통화정책을 수립하는 '핵심' 인플레이션율이기 때문이다. 매년 1.5%의 코어 인플레이션이 연준으로 하여금 안심하게 할 수준이기는 하지만 연준이 금리를 인상시키는 이유는 아니다. 금리인상의 주된 이유는 2001년과 2004년도 중반에 실시되었던 임시방편적인 통화정책을 제거하기 위함인데, 그 당시 연준은 미국경제가 지속가능한 방법으로 회복할 필요가 있다고 생각했었다. 코어 인플레이션율은 총 인플레이션율이 약간 하락할 때 상승할 것으로 보인다. 이 두 인플레이션율이 서로 점차 근사해져서 코어 인플레이션율은 2%나 이를 약간 상회하는 수준이 되기 쉽다.

---

미국 연준이 주시하는 정확한 전문적 지표는 식품과 에너지를 제외한 소비지출 디플레이터(deflator)이다. 이 특별한 인플레이션 측정지수가 2%이상으로 크게 증가하거나 그렇게 될 위험이 있을 경우, 연준은 우리 예상보다 더 빠른 속도로 금리를 인상할 가능성도 있다. 우리가 가지고 있는 기본적인 예상은 연준이 금년도에 있을 거의 모든 회의에서 그 때마다 한번에 대략 25 베이스 포인트(basis point)씩 금리를 인상하리라는 것이다. 따라서 금년도 미국 금리전망에서 가장 중요한 요소는 인플레이션이다.

쉽지는 않겠지만 실업률이 5%이하가 되도록 고용시장이 꾸준히 개선되어야 한다. 현재 미국의 실업률은 5.4%이다. 또한 작년도 월 일자리 증가 수는 183,000개였는데 이는 비농업부문 고용조사를 근거로 한 것이다. 유명한 조사기관인 Establishment Survey사는 근로자의 수가 아닌 일자리의 수로 측정한다. 그리고 잘 아시다시피 실업률에 대한 계산은 노동력에 비례하는 취업자 대 미취업자를 기초로 이루어지며 여기에는 적극적인 구직활동을 하고 있는 사람들도 모두 포함된다. 미국 내 일자리 증가추세는 이번 회복기간 중이 다른 때보다도 훨씬 약한 상태이다.

미국 노동시장에 전반적인 구조변화가 이루어지고 있는 것으로 생각되는 바 이는 앞으로도 지속될 것이다. 이와 같은 변화는 수많은 중간단계의 일자리들이 기술적으로 전위(轉位)되면서 나타나는 것이며, 미국의 일자리가 인도와 같은 나라로 아웃소싱(outsourcing)되면서, 그리고 생산비용이 낮은 국가로 생산시설이 이전되면서 나타나는 것이다. 이러한 것은 오늘날의 다국적 기업에게서 나타나는 자연스러운 현상이다. 물론 일자리는 세계화와 함께 움직인다. 노동시장의 구조변화는 다국적 기업을 중심으로 한 미국의 기업정신에서도 볼 수 있다. 미국 기업들은 신규채용을 꺼리고 있는데, 이는 의료복지 비용을 포함한 제반 비용이 상당히 높기 때문이며 생산성을 극대화시켜 최대한의 이익을 끌어내는데 집중하기 위함이다.

따라서 일자리 증가율이 우리가 예상하고 있는 실질 GDP성장률 3.3%와 함께 가기 위해서는 매 단위 GDP가 경기확장 중간단계의 경우보다 더 낮게 이루어져야 할 것이다. 우리가 바라는 일자리 수는 월 200,000개이다. 그렇지만 미국 노동력증가율 둔화로 인해, 매달 창출되는 일자리 수가 130,000~140,000개 정도만 되면 실업률은 하락될 수 있다. 실업률을 하락시키기 위해 익숙했던 일자리 창출의 수는 이제 필요 없다. 과거에는 실업률을 감소시키기 위해 매달 약 300,000만개 이상의 일자리가 필요한 것이 예사였다.

경기확장세 속에서의 이와 같은 전망, 특히 일자리 증가와 3%대의 낮은 실질 GDP 성장은 소비지출에 대한 뒷받침이 된다. 미국 경제성장의 가장 강력한 토대는 소비지출에서 나올

것이다. 실제 소비지출은 3%이상 증가할 것으로 예상되는데 이는 과거 전체로 본 소비지출 추세보다 느린 속도이다. 인플레이션 조정기의 경우 과거 소비지출 증가추세는 연 3.4%이며, 지난 40년간의 평균 소비지출증가율은 거의 연 3.5%이다.

아시다시피 미국은 개인저축률이 1% 미만인 거대한 소비사회이다. 이러한 추세가 지속되어야 한다. 하지만 금년에는 소비자들이 적절한 수준에서 완만한 소비를 할 것으로 예상된다. 이는 부분적으로 본인이 앞서 언급한 일자리 증가율 때문인데, 이로 인해 소득증가는 무리 없이 이루어지겠지만 과거의 소득추세까지로 이어지기에는 충분치 못한 탓이다. 작년도 실질 소비지출은 3.7% 증가하였다. 그러나 작년에는 소비지출을 끌어올리기 위해 감세를 통한 여러 가지 경기부양책이 미국경제 내에 투입된 바 있다.

기업 자본지출 역시 비교적 강하게 유지되어야 할 것이다. 2004년도에 10%를 상회했던 기업 자본지출이 금년에는 7~8%가 될 것으로 예상되는데, 작년의 경우 50% 공제 형태의 설비비용에 대한 특별상각 조치가 있었지만 금년에는 이러한 것이 없어졌기 때문이다.

지난 1년 반 동안 미국은 기술부문에 대한 지출이 크게 증가하였으며 현재 이러한 것이 미국 자본지출의 아주 큰 부분을 차지하고 있다. 사실 기술부문은 전 세계 대부분의 국가에게 있어서 끊임없이 증가하고 있는 자본비용 중 하나다. 자본지출 약세와 특별상각 소멸로 인해 기술부문에 대한 지출은 완화되겠지만 여전히 플러스(+ )적인 상태로 증가할 것이다. 물론 이러한 현상은 전 세계 여러 기술수출 강국들에게 여파를 미치게 된다. 소비지출이 완화되리라는 전망은 나빠진다는 의미가 아니라 작년만큼 대폭적이지 못하다는 것이다. 이는 가전제품에 대한 수요 역시 견실하기는 하겠지만 지난 1년 반처럼 대폭적이지는 못할 것이라는 의미이기도 하다. 이러한 사실은 아시아 국가들에게 중요한 의미를 갖는다. 왜냐하면 아시아의 대미 및 역내 수출품들은 기술과 관련된 것들이 상당히 많기 때문이다.

세계경제는 2004년에 비해 둔화될 것으로 예상된다. Decision Economics사가 48개국을 대상으로 분석한 세계 경제성장률 전망치는 3.2%로 작년의 3.9%보다 낮다. 작년도에는 미국의 대규모 경기부양책(재정 및 통화)으로 인해 미국 경제성장률이 거의 4%에 달했다. 가계소비와 특히 기술부문에 대한 기업들의 자본지출이 경기회복의 큰 원동력이 되어 세계경제 대부분에 여파를 미쳤던 것이다. 비록 중국이 급성장하면서 세계 여러 나라 수출품의 막대한 양을 빠르게 흡수하고는 있기는 하나 세계시장에서 가장 큰 구매자는 아직도 미국이다.

더구나 아시다시피 중국은 경제호황 상태이다. 작년도 중국 경제성장률은 9%가 넘을 것으

로 보인다. 미국과 중국 간, 그리고 여타 아시아 국가들의 경제회복이 있었고 영국 및 캐나다도 아주 강한 성장세를 보였지만 작년도 세계경제가 결코 경제호황은 아니었다. 작년도 세계경제성장률은 약 4%로 매우 강한 성장세를 나타냈다. 3.2%정도의 성장률도 아주 양호한 것이지만 세계경제성장의 역동성은 다소 떨어질 것이다.

아시아 선진국인 일본과, 중국 및 여타 아시아 신흥국가들 모두의 경제회복이 2004년도보다 둔화될 것이다. 2004년도 실질경제성장률은 일본이 약 3.5%, 중국이 9%를 넘는 수준이었다. 일본의 경제성장률은 작년의 3.5%에 비해 약 2.5%수준에서 머물 것이며, 일본을 제외한 아시아 선진국(한국, 싱가포르, 대만)은 6%를 상회한 2004년도에 비해 거의 5%정도, 중국을 제외한 아시아 신흥국가(필리핀, 말레이시아, 인도네시아 등)들은 작년의 7%에 비해 5~6%, 중국은 위안화 평가절상 이후(우리는 위안화 평가절상이 조만간 이루어질 것으로 추측하고 있다)의 성장둔화로 인해 2004년도의 약 9.2%에서 7.5% 수준이 될 것으로 보인다. 하지만 중국이 언제 어떤 조치를 취할지는 아무도 모르기 때문에 이것이 단지 '추측'이라는 점을 강조하고자 한다. 한국의 경우, 대략 4%정도의 실질경제성장률로서 경제성장이 완화될 것으로 예상된다. 과거 경험에 비추어 볼 때 이와 같은 성장속도는 한국경제의 전형적인 성장범위 중 낮은 편에 속한다.

유로존(Eurozone)의 경우, 원칙적으로 중심국가인 독일, 프랑스, 이탈리아는 또다시 성장부진을 보일 것으로 예상된다. 수출감소와 소비둔화 등 유로화 강세에 따른 모든 제약조건들로 인해 이들 주요국가의 잠재생산성장률은 1.5~2%에 불과할 것이다. 북부 및 남부 유럽의 주변국가들은 더 나은 실적을 이루게 된다. 따라서 스칸디나비아 지역 국가들도 마찬가지로 마찬가지이다. 체제전환에 있는 유럽국가들(러시아, 폴란드, 헝가리, 체코)은 강한 성장세를 보일 것이다.

영국경제 역시 2005년도에는 2004년에 비해 약세를 보여, 작년의 3%보다 낮은 2.5%의 성장을 이룰 것으로 예상된다. 이는 영국 파운드화의 강세와 작년도에 있었던 영국 중앙은행(Bank of England)의 금리인상 때문이라고 봐도 무방할 것이다. 이러한 조치는 영국경제의 성장둔화를 의미하며 지금 그러한 현상이 나타나고 있다. 캐나다는 작년과 같은 수준으로 성장하게 된다. 라틴아메리카는 작년 5.5%에 이어 금년에는 또다시 4.5~5%의 강력한 성장세를 보일 것으로 예상된다.

마지막으로 중동지역 국가들의 경우 이스라엘과 팔레스타인 간의 지정학적 상황과 긴장이 조정됨(우리는 이러한 긴장이 다소 사라질 것으로 추측하고 있다)에 따라 경제실적이 더

나아지게 된다. 그 대부분은 평화과정에 대한 새로운 노력과 이 지역에 대한 미국의 역할에 달려 있다. 지금은 아라파트(Yasser Arafat) 의장이 타계하고 없지만, 미국의 부시(George Bush) 대통령과 콘돌리자 라이스(Condoleezza Rice) 국무장관이 중동지역에서의 관계증진 기회를 이용하기 위해 매우 신속하게 움직일 것이다. 중동정책의 확대는 그 지역을 안정시킬 것이며, 어렵기는 하겠지만 민주적이고 자유시장적인 세계로 가야한다는 점을 중동지역 국가들이 확신하게 될 것이다. 이러한 것이 쉬운 일은 아니다. 그러나 빠르면 이번 주 목요일의 취임사에서, 아니면 2주 정도 내에 국무부 성명을 통해서 부시 행정부의 전략 및 전술에 대한 암시가 있을 것이다.

세계경제 성장둔화의 주된 요인은 1) 미국경제의 성장둔화, 2) 중국 경제성장률의 일부 감소, 3) 일본경제의 약세, 4) 여전히 강하기는 하지만 다소 감소한 아시아 경제성장, 5) 안정적이나 부진한 유로존의 경제성장 등이다. 따라서 세계적으로 기업활동이 어느 정도 활발하게 이루어져서 경기확장이 지속되도록 지원이 이루어져야 할 것이다.

미국경제와 세계경제는 지금 경기확장 중간단계에 있으며 이러한 단계에 있는 경제는 반동하고 저항하려는 경향이 있다. 오늘날 세계경제에는 과잉상태와 취약요소, 그리고 대응적 통화정책을 불러올 인플레이션은 없지만 몇 가지 다른 위험요소들이 있다.

## 2. 저변 위험요소

다른 경기확장 중간단계와는 달리 미국경제와 세계경제 저변에는 다음과 같은 몇 가지 비정상적인 위험요소가 존재한다.

- 달러화 가치의 급락, 유가 및 에너지 가격의 급등, 단위노동비용의 상승 등이 전부 또는 일부 나타날 경우 예기치 못한 고(高)인플레이션이 발생할 가능성이 있다. 게다가 '적정' 에서 '중립' 으로의 이동수준을 넘어선, 지나치게 높은 코어 인플레이션의 위험에 대비한 미국 연준의 긴축조치가 성장부진으로 인한 경제침체를 가져올 수도 있다.

인플레이션은 연준이 예상치 못할 정도로 높지 않아야 한다. 미국의 쌍둥이 통화정책 목표(중앙은행이 두개의 정책목표를 갖는다는 것은 비정상적이다.)에 관한 두 가지 목표 중 하나는 물가안정이 주된 것이며, 이는 근대에서 통화정책을 수행하는 대다수 독립적 중앙은행의 본질적인 주요목표이다. 물가안정과 연계된 인플레이션의 범위는 기본적으로 1~2%의 코어 인플레이션이다. 물론 코어 인플레이션은 앞서 언급된 바와 같



이 식품과 에너지를 제외한 소비지출 디플레이터로 특별하게 측정된 것이다. 이 코어 인플레이션율이 현재 1.5%를 유지하고 있기 때문에 매우 안정적이다. 더구나 코어 인플레이션율이 안정적으로 낮은 범위 속하기 때문에 물가안정성 역시 안정적인 인플레이션 예상범위 내에 있다. 즉, 이는 민간부문이 지속적인 물가상승을 바라지 않는다는 말이다.

조사결과와 금융시장에서 보면 미국의 인플레이션 예상치는 바로 이 수준인 것 같다. 이러한 것들이 문제가 되지 않는다. 달러화의 급락이나 유가 및 에너지가격 급등, 실업감소에 따른 단위노동비용 상승 등으로 인해 다양한 방식으로 측정 또는 관찰된 실제 코어 인플레이션율이나 인플레이션 예상치가 범위를 벗어나게 될 경우, 코어 인플레이션이 지나치게 높아지는 위험을 막기 위해 연준은 추가적인 긴축정책을 취할 것이다. 이는 미국 연준이 '적정'에 '중립'으로 이동하는 수준 이상의 정책을 실시하게 된다는 것으로써, 그 과정에서 미국경제는 성장부진으로 인해 침체될 가능성도 있다. 이처럼 취약해지거나 침체된 미국경제는 기본적으로 세계경제를 동반 침체시키게 된다. 바로 이와 같은 것이 위험이다. 이러한 것이 아직은 문제가 되지 않고 있지만 우리 모두가 주시해야 할 부분이다.

- 두 번째 저변 위험요소는 경기부양 정책이 사라지면서 나타나는 경제에 대한 마이너스(-) 효과이다. 이는 2001년과 2002년, 그리고 2003년의 감세조치로 인한 플러스(+)  
효과가 제거되고 부시 행정부가 연방정부지출을 억제함에 따라 재정 및 통화정책 양쪽 모두에서 나타나게 된다(본인은 부시 행정부가 연방정부지출을 억제할 것으로 생각한다). 미국은 2001~2004년 동안에 5번의 감세조치를 취했다. 이는 기록적인 것이며 그 금액도 대규모적이다. 감세조치와 부시 행정부의 연방정부지출 증가는, 이러한 방식으로 장기간 지속되었던 저금리와 함께 지난 2년 동안 미국경제와 세계경제가 실질적으로 회복하는 중요한 원인이 되었다. 그러나 시간이 지남에 따라 감세를 통한 경기부양 효과는 점차 사라져 더 이상 나타나지 않을 것이다. 게다가 연준이 금리를 단계적으로 올리고 있는 중이다. 이 두 가지가 결합하게 되면 예상보다 낮은 성장이 이루어져 우리를 놀라게 할 수도 있다. 이러한 것이 우리가 주시해야 할 저변 위험요소이다. 본인은 거시경제적 안정정책이 경직적이라고 하지 않겠다. 경제 내에 투입되는 경기부양 규모가 여전히 합리적이라는 하지만, 금리가 낮고 미국경제 내의 유동성 흐름이 극히 높기 때문에 이러한 부분을 예의주시해야 한다. 미국경제 내에 투입된 경기부양 규모는 비정상적이었다. 이는 1980년대 초 레이건 행정부나 1960년대 케네디/존슨 시대 중 어느 것보다 어울리지 못했다.

- 세 번째 저변 위험요소는 미국 및 세계 양쪽 모두의 금융시장 자체에서 나타난다. 금융시장에 약간의 움직임이 발생할 가능성이 있는 것이다. 달러화 약세 또는 급락에 따른 금융시장 혼란이 가시적인 인플레이션의 위험과 원치 않는 물가상승을 창출·유발할 수도 있다. 그럴 경우 장기금리가 폭등하여 추가하락을 가져오게 된다. 금융시장 내의 급격한 마이너스적 움직임이 길어지게 되면 경제활동이 위축되고 나아가 달러화가 약세를 보임으로써 금리가 상승할 가능성이 있다. 그리되면 마이너스 방향으로의 경기하강이 자체적으로 더욱 힘을 받게 된다.

위와 같은 일들이 발생할 승산은 상당히 적다. 그리고 미국 내에는 여러 가지 불균형이 존재하는데, 재정적자와 경상수지 적자, 아시아를 비롯한 전 세계와의 무역불균형, 중국 위안화와 미국 달러화 간의 경직된 환율연계, 위안화가 달러화와 연계되지 않을 경우 발생할지도 모르는 아시아 통화의 가치하락 등이 그것이다. 취약성이란 금융시장에 악영향을 미칠 가능성이 있는 이러한 불균형을 의미한다. 본인은 이를 ‘시장진동’이라 부르는데, 큰 지진 같은 것은 아니지만 시장거래에서 종종 나타나는 것이다. 1980년대의 경우, 1987년도까지 큰 지진은 발생하지 않았으나 이와 같은 시장진동이 많이 있었다.

지금까지 본인이 언급한 것들은 발생확률이 낮다. 그러나 금년에 발생할 가능성이 있는 위험에 대한 전체적인 시각에서, 좋은 의사가 환자에게 악영향을 미칠 수 있는 요소들을 찾아내어 그 위험요소들을 인식할 수 있게끔 노력해야 한다. 하지만 찾기가 어려우냐 아니냐를 떠나서, 미국경제 및 세계경제 내에는 진행되고 있는 일을 보지 못했거나 계산에 넣지 못한 경우들이 거의 매년 있다.

- 마지막으로, 지정학적 위험과 마이너스적인 외부충격의 가능성이 지속적으로 존재하고 있다. 그 범위는 테러공격에서부터 원유공급 차질, OPEC의 유가인상, 이란이나 시리아, 북한과 같은 나라들과의 새로운 분쟁, 이라크와 그 나라의 향후 상황에까지 다양하다. 미국과 이 세계가 해결해야 할 지정학적 지뢰밭의 범위는 실로 넓다.

가시적인 위험요소들도 있는데, 이는 현재 미국 연준이 운용하고 있는 통화정책과 관련된 것이다. 아주 낮은 수준에 있는 금리가 이른바 ‘중립’ 단계쯤으로 가고 나면 단기금리가 적정수준으로 인상될 것이다. 금리가 가파르게 상승할 경우에는 미국의 경제성장이 둔화되고 물가상승이 위축될 가능성이 있다. 이 경우 미국처럼, 근대 자본주의 경제에서 나타나는 보통의 경기주기와 인플레이션의 문제점들이 발생하지 않을 수도 있으며 특히 코어 인플레이

선율이 지나치게 높아지지도 않는다.

경기확장 중간단계에서 벗어나 말기로 가면서 나타나는 전형적인 특징은 인플레이션의 증가이다. 경제가 완전고용에 점점 가까워져서 고용은 중앙은행이 관리하기 어려울 정도로 증가하게 된다. 그리되면 물가안정 명목으로 금리가 인상되기 마련이다. 따라서 다시 인플레이션을 끌어내리기 위한 금리인상이 불가피해지면 중앙은행은 경제성장을 둔화시킬 수밖에 없다. 이러한 조치는 종종 경기침체로 몰고 가는 수순이 되기도 한다.

위와 같은 것은 발생가능한 일들이다. 본인이 지금까지 언급한 것은 현대판 ‘연착륙(soft landing)’이다. 미국 국채금리가 경기를 부양하지도 억제하지도 않는 위치인 중립단계로 복귀하는 초기과정에서는 경제가 잠재적 완전고용 근처에서 자리 잡을 지도 모른다. 즉, 실업률이 하락하여 고용이 안정되고 인플레이션이 안정적으로 이루어질 가능성이 있는 것이다. 그리되면 미국경제는 확장국면이 장기간 지속되게 된다.

이와 비슷한 현상은 연준이 선제적 금리인상 조치를 취했던 1994년 이후의 1990년대에 나타났다. 이러한 현상이 지금도 나타나지 않는다면 비정상적인 일이며 아마도 사상 처음 있는 일이 될 것이다. 하지만 미국 중앙은행이 과거와는 다른 게임을 하고 있다. 본인이 아는 바로는 중앙은행이 게임방식을 바꿀 경우 시장 및 경제의 행태가 다르게 나타난다는 것이다.

### 3. 주식시장과 금리 및 달러 시장

우리는 미국 내 주식시장 및 금리에 대해 주기상의 시각을 가지고 있으며 대부분의 세계 주식시장에 대해서도 그러하다.

- **주식** : 미국은 지금 주식시장 호황의 두 번째 장을 맞이하고 있다. 주식시장 호황은 경기확장 주기상의 특징이다. 평균주가가 과거에 비해 현저하게 상승하고 있다.

이와 같은 미국 주식시장 호황의 두 번째 장은 불과 얼마 전인 미국 대통령선거 전에 시작되었다. 작년의 경우에는 불투명한 대선결과와 이라크 상황이 불확실성을 증폭시켰다. 누가 대통령이 될지 또는 앞으로 어떤 정책이 전개될지 사람들이 알 수 없었기 때문이다. 이로 인해 3, 4월경부터 10월말까지 약 6~7개월 동안 미국 주식시장이 침체되었지만, 미국 대선의 종결과 부시행정부가 내놓은 성장지향적이고 기업지향적이며

주식시장 지향적인 정책들이 반전의 기폭제가 되었다.

현재 우리는 주식시장 가치가 S&P 500지수 1,200~1,225 정도는 무난할 것으로 평가하고 있으며 1,300까지도 상승할 잠재력이 있는 것으로 보고 있다. 이는 금년 하반기 즉 여름 말이나 가을 초의 목표치인데, 이미 언급된 미국경제 전망과 향후 S&P 500의 수익평가, 현재가치의 금리 패턴이나 방향을 근거로 한 것이다. 하지만 상황이 나쁘게 전개될 경우에는 S&P 500지수가 1,125~1,150으로 낮아질 수도 있다. 다우존스(Dow Jones) 지수로는 5년 전의 11,772 수준으로 높게 유지될 가능성이 있다. 하지만 이는 시의 적절하게 좋은 일들만 생긴다는 전제하에 그러하다. 그러나 아직은 미국 주식시장이 그 정도 수준으로 상승할 준비가 되어있다고 생각되지 않는다.

- **금리**: 금리는 금년 대부분의 기간 내내 반드시 상승할 것이며 단기금리는 특히 그러하다. 연준은 금리정책에 대해 편의적인 부분을 제거하여 이른바 ‘중립’의 수준까지 이끌어 갈 것이다. ‘중립’이라 함은 명목 및 실질상의 미국 국채금리가 경기를 부양시키거나 위축시키지 않는 비교적 ‘완전고용’에 가까운 수준으로 된다는 의미이다. 미국 국채금리는 2월 1~2일을 시작으로 하여 금년 중반까지 매번 연방공개시장위원회(FOMC: Federal Open Market Committee) 회의 때마다 25베이스스 포인트씩 인상될 것으로 예상된다. 그리되면 6월 말에는 미국 국채금리가 3.25%로 인상될 것이다. 마찬가지로 다른 단기금리 역시 약 1%포인트 또는 그 이상으로 상승된다. 10년 만기 미국 국채금리 수익률은 큰 폭은 아니지만 금년 여름까지 평균 4.625~5% 정도로 상승할 가능성이 있다. 따라서 금년도 수익률곡선은 수평을 유지하게 될 것이다.

10년 만기 미국 국채 수익률에 대한 전망은 연준의 정책운영 방식에 기인하는 부분도 있다. 연준이 투명성 운용 면에서 적극적이었던 것이다. 연준은 정책이 어느 방향으로 갈 것인지, 또 정책을 왜, 어떻게 운용하고 있는지에 대해서 분명히 하여 정책과정에 변화가 있을 것이라는 점을 시장참여자들에게 알려준다. 연준이 이처럼 투명해진 것은 통화정책 사상 전례가 없는 일이다. 이와 같은 개방성이 미국 국채 수익률곡선의 장기적인 리스크 프리미엄(risk premium)을 제거한 것이라고 생각된다. 통상적으로 미국 국채 수익률곡선에는 연준이 어떤 행동을 취할 것인지에 대한 불확실성이 폭넓게 존재해왔다. 이러한 개방성이 미국의 장기금리가 낮게 유지되는 쪽에 비중을 더하고 있으며, 평상시보다 더 많은 가중치를 두게 만드는 것이다. 하지만 그럼에도 불구하고 장기금리는 상당히 상승할 것이다.

- **달러** : 우리는 달러화가 크게 하락하는 추세에 있는 것으로 보아야 한다. 이는 커져가는 미국의 경상수지 및 재정 적자를 해소하기 위해 필요한 것이다. 그러나 최근 달러화에 대해 플러스적인 기본요소가 나타나고 있는데, 이는 여타 통화에 대한 달러화의 최근 강세가 반영되어 나타난 것이다. 이 플러스적인 기본요소에는 본인이 앞서 일본과 유로존, 영국의 금리가 안정될 것이라고 언급했던 것에 비해 미국의 금리가 상승될 것이라는 점도 포함된다. 또 여러 아시아 국가의 금리, 특히 중앙은행의 금리가 상승되기 쉽지 않다는 점도 있다. 세계 여타 지역의 금리가 안정적인데 비해 미국의 금리, 특히 단기금리가 상승세에 있다는 것은 달러화에 플러스적이다.

미국 경제성장률 또한 플러스적이다. 미국의 경제성장률이 일본이나 유로존, 영국과 같은 무역상대국에 비해 더 높다. 이것 역시 달러화에 플러스적인 기본요소이다.

하지만 일본을 제외한 아시아 국가와 대다수 남미 국가에 비해서는 미국의 실질경제성장률이 낮을 것으로 예상되고 있다. 이 부분은 여타 통화에 비해 달러화가 마이너스적인 부분이다.

환율시장은 우리가 이야기하는 거의 대부분과 본인이 지금 언급한 것들의 일부를 반영하고 있다. 달러화에 대해서는 여러 가지 이슈들이 있는데, 지정학적 위험, 이라크 및 중동지역에 대한 미국의 개입과 그 과정, 현재 추가하락을 용인하는 달러화에 대한 부시 행정부의 시각, 달러화에 비해 현저하게 낮은 비중을 차지하고 있는 여타 통화에 대한 세계 전역의 달러보유고 변동이 얼마만큼의 시간과 규모로 이루어질 것인지, 그리고 마지막으로 달러화 투자 및 대출에 대한 이익이 전 세계 투자자들과 중앙은행 등의 포트폴리오(portfolio) 상에서 달러보유고를 유지하기에 만족할만한 것인지 하는 것이다.

우리는 세계 전역에서 달러보유고에 대한 변동이 이루어지고 있는 것으로 알고 있다. 1990년대에는 달러화의 비중이 여타 통화에 비해 매우 컸다. 현재 여러 포트폴리오 상에서 달러 포지션(position)에 대한 균형 재조정이 진행 중인 것으로 보인다. 이러한 변화가 언제 마무리될지는 아무도 알 수 없겠지만 단시간 내에 제자리를 잡기는 쉽지 않을 것이다.

#### 4. 제반 문제점 : 제2기 부시행정부의 정책, 석유 및 에너지, 중국과 아시아, 그리고 세계적 불균형

제2기 부시행정부의 정책은 미국을 중심으로 하여 국내외적으로 강력하게 추진될 것이다.

- 미국 재정정책은 제1기 부시행정부와 마찬가지로 활발하게 전개되었으나 경기부양보다는 개혁중심으로 이루어질 것이다. 2009년 말로 되어 있는 개인소득세, 배당세, 자본소득 및 상속세에 대한 경감조치는 2010~2012년에 영구적으로 될 것이다. 이 문제는 최우선 과제이다. 공화당이 다수당인 의회에서는 이와 관련해서 전혀 어려움이 없을 것이다. 앞으로 2009년까지 이로 인해 미국 재정적자에 미치는 부정적인 영향은 사실상 없다. 그러나 2009~2014년까지 이와 같은 세금경감이 계속될 경우 재정적자 총 누적증가분은 약 1조 4천억 달러가 된다.
- 사회보장 개혁은 큰 논쟁이 되고 있다. 현재 대부분의 미국 국민들에 대해 정부 주도로 운영·지급되고 있는 노후연금이 부분적으로 민영화될 것이다. 젊은 세대들은 현재 포트폴리오를 균형 있게 민간부문에서 관리함으로써, 안전하게 투자된 개인계정(401k와 같은) 사회보장연금 지급액을 2~6%선(입법예정임)에서 선택적으로 전환하는 것이 가능해진다. 법률은 어떠한 방식으로든 각 가계가 소액 주식투자나 경매 등과 같은 것을 하도록 내버려두지 않을 것이다. 이 계획으로 인해 가계들이 저축을 허비하게 될 것이라는 비판이 일부 있는 만큼 결국 사회보장연금 지급액은 강제저축이어야 한다. 저축을 별로 하지 않는 사회나 나라에서 이와 같은 제한을 하지 않는다면 무의미해진다. 따라서 법률에 이러한 행위를 허용하지 않는 조항이 포함될 것이다.

사회보장 수혜연령은 55세 이상으로 유지되어야 한다. 이는 비록 임금상승률 기준에서 물가상승률 기준으로 바뀌거나, 또는 점진적 정년연장이 법제화될 가능성이 있다고 해도 그러하다. 지금은 임금상승률 기준이지만 물가상승률 기준으로 변경되면 향후 75년 동안 현재가치의 사회보장프로그램 총 부족분이 해결될 수 있을 것이다.

미국은 전형적으로 임금상승 속도가 물가상승 속도보다 빠르지만 사회보장연금은 임금상승률 기준으로 되어 있다. 그런데 미국인들의 상품 및 서비스 구매는 아직도 물가에 좌우되고 있기 때문에 사람들은 물가상승률 기준으로 하는 것이 좋다고 생각한다. 그렇지만 물가상승률 기준으로 한다는 것은 연금수혜의 감소를 뜻하는 것이다. 왜냐하면 통상적으로 임금상승 속도가 물가상승 속도보다 빠르기 때문이다. 게다가 점진적

정년연장은 미국인들의 연금액이 더 낮아지고 근로연한이 더 길어진다는 의미이다.

이러한 가능성에 대해서는 논란의 여지가 있다. 다른 나라들처럼 미국의 인구는 노령화되어 가고 있다. 이 점은 아시아의 많은 나라에서도 마찬가지이며 일본의 경우는 특히 그러하다. 그렇게 되면 연금수혜자들의 숫자와, 사회보장 및 의료지원의 수요가 증가하게 된다. 이는 미국경제와 세계경제에 있어서 중요한 문제이다. 그래서 정년연장이 어느 정도 타당성을 갖고 있지만 이 법안이 제출될 경우 정치적인 논란은 있을 것이다.

향후 10년간의 사회보장연금 지급과 수입의 차액은 1~2조억 달러가 될 공산이 크다. 그렇게 되면 추가적으로 미국 정부의 특별재정지출이나 세금인상, 소비억제 등의 조치가 따르게 된다. 이번 행정부에서 세금인상은 없겠지만 소비억제 조치는 있을 것이다. 그러나 이러한 조치가 앞서의 차액을 줄이기에는 충분치 않을 것이다. 이와 같은 전망 때문에 많은 금융시장 관계자들이 혼란스러워하고 있다. 미국 재무부의 과도한 재정조달은 금리인상과 경제위축을 가져올 수도 있다.

지금 현재로서는 사회보장 개혁에 대한 전망이 불확실하다는 것은 틀림없다. 부시 행정부가 미국 사회보장 및 정년에 관해 혁명적인 변화를 제안하려 하기 때문이다.

- 부시 행정부의 세 번째 개혁안은 조세개혁이다. 부시 행정부는 현재 매우 복잡하게 편향되어 있는 미국의 조세제도를 개인과 기업에 대한 특혜를 축소함으로써 보다 폭넓게 형평을 이루도록 단순화 하고자 한다. 또한 부시 행정부는 기업 자본설비지출의 직접비용을 허용하고자 하는데, 이는 특히 기술분야의 내용연수가 짧은 설비에 대해서는 전액 비용으로 허용하겠다는 것이다.

본인이 참여해온 가속상각에 대한 연구에서는 자본지출에 대한 가속상각을 대대적으로 한번 해야 한다고 항상 제안해 왔다. 이는 본인이 선호하는 정책으로, 그렇게 되었으면 하는 부분이다. 그럴 경우 특히 기술부문의 자본지출을 확대시켜 세계 각국에도 영향을 미치게 될 것이며 여기에는 물론 한국도 포함된다.

미국 의회 양당이 참여하는 위원회가 7월말까지 조세개혁 합의안을 도출하면 그 이후에 권고입법안이 상정될 것으로 예상된다. 조세개혁의 시기는 2006년도에 있을 양원 선거 이전이 될 것이며, 조세수입은 재정적자가 증가되지 않도록 적정선에서 이루어

질 것으로 보인다.

- 현재 부시 행정부는 적자감축을 하나의 문제로 인식하고 있다. 이는 어떤 면에서 보면 본인이 앞서 '대규모적' 이라고 언급했던 지난 4년 동안의 경기부양 필요성에 대한 부산물이다. 재량적인 비(非)방위예산 지출에 대한 동결이 이루어질 가능성이 있지만 이는 정부예산 지출의 15%에 불과하며, 방위비 지출에 대한 요구가 줄어들고 있기는 하나 그 규모는 여전히 막대하다. 약 1,000억 달러 상당의 이라크에 대한 추가지출 요구와, 테러 및 본토 안전보장 관련 지출 등에 대한 지출통제는 어려울 것이다. 연간 연방 재정적자의 가장 큰 요인이 되는 항목의 지출증가에 대해 어떤 한도가 있어야 한다는 논의가 진행되고 있다. 본인은 이 항목을 정부예산에 대한 '사회적 수요(societal demands)'라 부르는데, 이러한 사회적 수요가 2007년에 크게 증가하기 시작하여 2008~2011년까지 계속되기 쉽다. 이는 미국인들 대부분이 점점 고령화됨에 따라 미국 정부가 의료복지 및 의료지원에 투입하는 건강복지비용 증가로 인해 비롯되는 것이다. 건강복지비용 상승률은 전체 물가상승률을 훨씬 웃돌면서 가속화하고 있다.

이 문제에 대한 해결책이 없을 뿐더러 이와 관련한 어떠한 노력도 이루어지지 않고 있다. 바로 이 한 가지 가장 큰 이유 때문에 우리는 미국 연간 재정적자가 구조적이고 대규모일 것으로 전망하고 있는 것이다. 이와 같은 구조적 재정적자가 지속될 경우 경상수지 적자 역시 계속될 것이며 미국 금융시장, 어쩌면 세계 금융시장에 대해서도 심각한 결과가 초래될 가능성이 있다.

**사법개혁** : 부시행정부는 사법개혁에 대해서도 매우 강력한 입장이다. 부시 행정부는 소송비용을 축소하고, 민사분쟁에 있어서의 배상한도와 사법행정시스템을 개선하고자 한다. 공화당이 다수당인 지금은 가시적인 결과를 내기에 좋은 기회이다.

**국제관계** : Decision Economics사는 이라크 내 임무수행과 관련한 비용지출의 필요성이 현재대로 지속될 것으로 예상한다. 그 비용은 비교적 적정한 수준으로서 금년도에는 약 1,000억 달러 규모가 될 것이다. 평화과정에 있는 이스라엘 및 팔레스타인과 함께 중동지역에 대한 민주주의 확산 또는 확산노력이 있을 것이고, 유럽 동맹국들과의 관계개선 및 G7을 통한 환율조정 노력도 있을 것으로 예상된다. 물론 우리가 이전에 많이 봐온 것처럼, 각축을 벌이고 있는 국제관계에서의 돌발상황은 항상 있을 수 있다.

위와 같은 것들이 올해 미국의 정책이 매우 활발하게 전개될 것으로 보이는 몇 가지 이슈



이다. 돌이켜 보면, 부시 행정부는 적극적인 감세조치 단행, 강력한 재정지출, 교육부문에서의 일부 정책 등 지난 4년 동안 시도된 여러 정책들을 매우 활발하게 전개하였다. 특히 국제 관계에 있어서 새로운 미국의 정책이 완전히 자리 잡도록 하는 데에는 더욱 그러했다(어느 부분에서는 선제적이기까지 했다).

부시 대통령의 노선과 패턴은 분명하다. 본인은 이를 비(非)열성지지자의 입장에서 말하는 것이다. 즉, 플러스냐 마이너스냐 하는 것이 아닌 관찰자의 입장에서 이야기한다는 말이다. 미국이 자국의 정책을 국내외적으로 수행하는 방식은 전 세계에 영향을 미친다. 부시 대통령이 두 손 놓고 가만히 있으려고 대통령이 된 것은 아니었으며 그가 무언가를 하는 만큼 다음 세대에 문제를 남겨주었다. 그동안 부시 대통령에 대한 기대가 그리 크지 않았기 때문에 그는 아마도 잃을 게 별로 없다는 입장인 것 같다.

부시 대통령은 엇갈린 평가를 받고 있고 정책면에 있어서도 논란이 크다. 이번 부시 행정부는 역사에 자신의 업적을 남길 것이다. 적어도 본인이 관찰해온 바로는, 대선기간 동안 이번 행정부는 감세문제에 대해 정치적인 측면에서 의외로 사리 있는 자세를 취함으로써 자신을 입증한 상태이다. 부시 대통령이 국제적으로 좋은 평가를 받지 못하고 있다는 점은 분명하다. 미국의 군사력 사용을 제외하면, 그는 미국 내에서 행사한 만큼의 영향력을 국제사회에서 행사하지 못하고 있다. 하지만 본인은 이번 행정부가 미국의 사회보장 부문에서 어느 정도 개혁을 이루어 내고, 조세제도에 아주 큰 변화가 나타나 앞으로 1년 후에는 그 형태가 분명해질 것으로 본다.

국제적인 측면에 볼 때, 이번 행정부는 테러문제가 반드시 독자적이 아닌 다자적인 방식으로 해결되어야 한다는 시각을 가지고 있다. 따라서 대량살상무기가 있을 가능성이 있는 곳은 어디든지 간에(그곳이 이라크는 아니었다) 미국이 앞장서서 이를 제거하려할 것으로 보인다. 이러한 신념에 따라 세계 여타 국가들과 공동으로 직면할 수밖에 없는 몇 가지 위험요소들이 분명 존재하며, 그중 하나는 한국과 아주 밀접한 관계가 있다. 굳이 이라크 변수가 아니더라도 앞으로 대치국면이 존재하게 되면 이와 같은 선상에 있는 어떤 요소가 금융시장 내에 커다란 동요를 불러올 것이다.

금년은 미국경제와 세계경제에게는 매우 흥미로운 해가 될 것이다. 경기확장 중반의 경제는 많은 불안요소와 충격을 견뎌낼 수 있다. 이처럼 금년에는 우리가 예의주시해야 할 여러 가지 가능성들이 있다.

---

 질의 · 응답
 

---

[질 문] 10년 이상의 중장기 전망에 볼 때 현재의 미국 인구증가율은 어떠한가? 이와 관련하여 일본의 인구구조는 근본적인 인구감소에 이르기 시작하고 있는 중이며, 앞으로 5~10년이 지나면 약 1억 2천 5백만 명의 인구가 점점 감소하는 현상이 나타날 것이다. 귀하는 이와 같은 인구감소의 결과로 인해 일본경제가 위축될 것으로 보는가? 이와 비슷한 현상이 유로존(Eurozone)에서도 나타날 가능성이 있는가? 본인은 감소된 인구, 동일한 1인당 GDP, 경제위축 등 전반적인 인구문제를 대강의 수준에서 말하고 있는 것이다.

좀 더 복잡하지만 보다 단기적인 관점에서의 문제는 위험요소 부문에 있다. 약한 달러를 추진하여 미국 달러라는 꼬리가 호랑이 몸통을 흔들게 만들 경우(이는 중국 위안화와 미국 달러화의 연계를 끊는다는 의미이다), 수입상품 가격이 상승하는 결과가 나타나겠는가? 그렇게 되면 미국 내 물가상승으로 나타나 국내수요를 감소시킴으로써 잠재GDP 하락을 유발하는 기폭제가 될 수도 있을 것이다.

[답 변] 앞으로 10년간을 전망해볼 때 G7국가들의 인구노령화와 인구증가율 둔화는 엄연한 현실이며, 그 시간간격을 생각해볼 때 이는 매우 중요한 문제이다. 미국의 인구증가율은 노동력증가율 둔화와 일자리증가율 둔화를 주도하고 있다. 이는 결국 미국의 잠재성장률과 성장속도의 상한선을 하락시킬 것이다.

하지만 미국경제는 매우 생산적으로 변모한 상태이다. 생산성증가율에 노동력증가율을 더한 것이 잠재 산출량증가율인 것으로 정의된다. 이러한 시각에서 볼 때, 현재 나타난 생산성증가율에서의 미국 잠재성장률은 2.75~3%가 될 가능성이 있다. 이는 나중인 미래에 나타나게 될 것이다. 오랜 시간이 지나면 미국은 세계 여타지역과 나란히 가게 될 것이다. 중국을 생각해보라. 또는 역사적으로 그런 일이 없었던 남미가 안정을 이룰 수 있을 경우를 생각해보라. 아니면 과거 동유럽이라 불리던 체제전환 국가들을 생각해보라. 또, 여러 아시아 국가들과 비교해 봐도 미국의 지위는 상대적으로 하락할 것이다.

일본의 경우에는 더욱 심각하다. 인구감소로 인해 일본은 결과적으로 평균 소비증가율이 둔화될 것이다. 현재 적자와 부채로 고통 받고 있는 국가에서의 인구부족은 정부정책과 노령인구에 대한 지원방식을 변화시킬 것이며, 그 나라의 잠재 경제성

---

장률은 감소하게 될 것이다. 이 모든 것들은 10~30년의 장기적인 관점에 볼 때 일본의 지위가 상대적으로 하락하게 될 것임을 암시한다. 이러한 것이 우리에게 주는 의미는 무엇인가? 또 우리가 내릴 수 있는 결론은 무엇인가?

경제적인 힘은 중국에게 있다. 이는 경제성장이나 부의 증가라는 관점에서의 힘이며 정치적인 힘이라는 관점도 될 수 있겠다. 하지만 1980년대의 일본을 돌이켜 보자. 귀하의 질문과 같은 맥락에서 세계를 보았다면 본인은 커다란 위협을 느꼈을 것이다. 그러나 눈에 보이는 것이 전부는 아니다. 5~10년 후에는 많은 것이 변할 수 있다. 일본의 경우, 성장동력의 역할을 했던 1980년대 당시에는 쉽게 눈에 띄지 않았던 패러다임(paradigm)상의 문제가 많았던 것으로 나타난다. 중국 역시 그럴 가능성이 있을 수 있다.

그렇지만 중국은 일본이 아니다. 중국은 문화, 역동성, 기업가정신, 유연성 등의 면에서 일본과 매우 다르다. 비교적으로 말하면 결국 중국이 우세해진다는 것이 본인 생각이다. GDP 비중 면에서 중국이 미국을 앞지른다는 것은 불가능하다. 현재 세계 GDP의 7.5%를 차지하고 있는 중국의 GDP 비중이 앞으로 10년 후에는 30% 수준이 될지도 모른다. 그러나 이는 연간 경제성장률을 중국은 9%, 미국은 2.5%로 가정한 경우일 뿐이다.

귀하의 또 다른 질문은 중국의 위안화 재평가와 달러화에 관한 것이다. 그러기 위해서는 우선 달러화 가치가 하락하여 아시아 각국의 통화 가치가 상승해야 하고, 그 선상에서 중국 위안화의 가치가 상승해야 한다. 달러화 가치하락은 하락폭에 따라 다르겠지만 약간의 인플레이션 위협을 가져올 것이다. 이러한 방식의 환율변동은 미국과 중국의 무역 및 경상수지 적자를 변화시키는 쪽으로 서서히 움직이게 될 것이다. 이는 다른 나라에 비해 경쟁력이 떨어지는 일부 아시아 국가들도 환율이 미치는 영향력에 따라 그렇게 된다. 그리하여 시간이 지나면, 아마 미국경제와 세계경제에 마이너스적인 효과보다는 순수하게 플러스적인 효과로 나타나게 될 것이다.

중국이 재평가를 할 경우 위안화의 가치는 상승할 것으로 예상된다. 우선은 통화 바스켓체제로 이루어지게 되는데, 여기에는 달러화와 기타 주요통화들이 포함될 것이다. 중국은 아마 상당히 좁은 폭으로 환율을 변동시켜 통제가 가능하도록 하려 하겠지만, 시장은 이러한 것을 받아들이지 않으려는 경향이 있기 때문에 위안화의 가치는 더 높아질 가능성도 있다. 따라서 오랫동안 고정되어 있던 환율을 떼어놓게 되

면 금융시장에 다소 큰 변동이 나타날 수도 있다. 금융시장의 변동이 인플레이션이 나 각국 경제에 큰 영향을 주지 않겠으나 처음 나타난 충격에서 한쪽 방향으로 계속 커진다면 달라지게 된다.

앞으로 10년 동안 중국의 GDP성장률이 8~9%이고 미국의 성장률이 2.5%가 된다면 중국의 세계 GDP 비중은 약 30%가 될 것이다. 하지만 세계 GDP의 가장 큰 비중을 차지하는 것은 여전히 미국일 것이다. 물론 세계 GDP의 30%는 일본을 능가하는 것으로, 그렇게 되면 중국은 세계 제2위의 경제대국이 되게 된다.

GDP와 관련하여 중국이 세계경제에서 차지하는 비중이 높아질 경우, 이로 인해 모든 차원에서 이루어지는 중국의 경제력을 상상할 수 있겠는가? 불과 10년 기간 동안 양국 경제의 상대적 지위가 이처럼 변한다면 아시아 지역과 세계경제의 상황은 크게 달라질 것이다. 양국 경제성장률은 굉장히 좋은 편이다. 우리는 위안화 재평가를 감안한 중국의 금년도 경제성장률을 7.7%로 예상하고 있으며, 2.5%의 미국 경제성장률 또한 우리가 예측하고 있는 것보다 낮은 수준이다. 따라서 본인이 제시한 상대비교는 아주 평균적인 산출방식을 근거로 한 것이다.

[질문] 본인은 미국 달러화 변동에 대한 귀하의 평가에 동의하지 않는다. 귀하는 이와 관련된 정책을 세 가지 말로 표현하였다. 우선 달러화에 대한 미국 정부의 태도와 정책을 ‘용인(benign)’ 이라고 하였으며, 두 번째는 달러화의 변동방향을 지진이 아닌 ‘진동(tremor)’이라고 하였다. 그리고 세 번째로 ‘추세(trend)’ 에 따라 달러화의 가치가 하락할 것이라고 예측하였다. 본인은 귀하가 달러화 변동을 특징짓기 위해 사용한 ‘용인’, ‘진동’, ‘추세’ 라는 세 가지 용어에 대해 동의하지 못하겠다.

본인 생각에 미국의 달러화 정책에는 ‘용인’ 이상의 것이 있는 것 같다. 어쩌면 미국은 ‘완전히 무책임’ 하는 말이 더 정확할지도 모르겠다. 미국 달러화는 외환보유통화이다. 외환보유통화로서의 역할을 하는 달러화를 가진 미국은 자국통화 가치가 안정된 상태에서 유지되는 것으로 보이게 할 의무가 있다. 그러나 미국은 전쟁 중이기 때문에 세금을 인상할 셈으로 아무런 조치도 하지 않고 있다. 현 행정부가 정부지출을 약간 줄이려 하고 있는 것은 분명하지만, 현재의 정치상황 하에서 실제로 정부지출을 얼마나 줄일 수 있을지는 의심스럽다.

또한 본인은 ‘진동’ 이라는 말에 대해서도 동의하지 않는데, ‘진동’ 보다는 ‘지진’

을 겪게 될 가능성이 있을 것으로 생각된다. 미국의 대외채무는 현재 미국 GDP의 30%가까이 된다. 이러한 외국인 보유 달러화 자산의 가치가 하락한다는 것은 외국인들에게 매우 가혹한 일이다.

그리고 달러화의 가치가 계속 하락하게 될 경우 중국인들을 포함한 외국인들이 자신의 달러화 자산을 인출하고자 할 가능성이 있으며, 주요 경제국 중 하나가 이러한 조치를 내리기 시작할 경우 이는 지진을 불러오게 된다. 그렇게 되면 달러화 변동은 점진적이고 안정적인 것이 아니라 붕괴로 이루어질 것이다.

(답 변) 달러화의 가치가 크게 하락할 가능성은 있다. 즉, 달러화는 취약하며 단기적으로 '붕괴'(이 용어가 어떤 의미인지는 밝혀져야 한다)가 발생할 가능성이 있다는 말이다. 본인은 저변에 있는 달러화의 취약성에 대한 귀하의 견해에 동의한다. 대략적으로 이러한 취약성은 높은 재정적자와 경상수지 적자의 결합으로 나타났다. 그리고 연간 정부예산에 대한 건강복지 및 사회적 수요처럼 피할 수 없는 것들을 비롯한 여러 가지 요인들이 쌓등이 적자를 만들고 부채를 증가시켰으며, 이와 함께 금리가 상승하면서 부실채권이 발생하게 된 것이다.

앞서 약 1년 전에 본인은 로버트 루빈(Robert Rubin) 및 피터 오재그(Peter Orszag)와 공동으로 이에 관한 보고서를 발표하였다. 그 보고서에서 우리는 언제든 지 나타날 수 있는 이른바 '재정 및 금융 혼란'의 가능성에 대해 강조한 바 있는데, 달러화가 그 가능성의 기폭제가 될 수도 있다.

이와 같은 환경을 역사적으로 보면, 몇 달 전에 있었던 그린스팬(Greenspan) 의장의 연설, 보잘것없는 무역수치, 일부 정책을 무책임하다고 보는 시장의 시각, 대통령 또는 정부 인사의 간략한 언급 등을 시장참여자들이 염두에 둘 경우 시장의 반응은 확대된다. 이는 지진의 위험과 두려움에 대한 반응이다. 그렇지만 지진은 일어나지 않는다.

이러한 현상은 1980년대에 나타났다. 그 당시 아주 많은 진동들이 있었으며 본인과 같은 사람은 쌓등이 적자와 그 여파, 그리고 시장의 영향에 대해 우려하였다. 본인은 이 문제에 대해 5~6년 동안 언급하는 과정에서 문제가 발생하기까지는 시간이 걸린다는 사실을 알게 되었다. 따라서 지금 본인은 귀하의 일리 있는 우려에 대해 약간 더 걱정할 뿐이다.

본인은 미국의 조세정책에 대해 '무책임' 하는 말을 할 수 없다고 생각한다. 그 이유는 감세정책의 이행방식과 배경에 있다. 미국 정부는 1930년대와 같은 모습을 보이고 있는 미국경제와 세계경제를 구하려 하였으며 그 후에는 이러한 조치들로 인한 재정적자를 해결하려 하였다. 여러분들이라면 어떻게 하겠는가? 미국경제와 세계경제를 구하려 노력하겠는가? 아니면 재정적자에 대한 걱정만 하면서 가만히 있겠는가? 미국 정부가 아무런 조치도 하지 않았다면 지금쯤 어떻게 되었겠는가? 최근 본인은 이 문제에 관해 연구한 바 있는데, 아마 미국경제는 지금 악전고투를 벌이고 있었을 것이다. 따라서 그것은 매우 힘든 선택이었다.

하지만 위험요소는 존재하며 시장은 이를 언제든지 상기시킬 것이다. 그렇다면 미국경제가 완전고용에 가까워짐에 따라 귀하가 언급한 위험은 점점 더 커질 것이다. 즉, 달러화 가치하락으로 인해 인플레이션이 다소 상승하게 될 것이며 금리 또한 상승할 것이다. 이와 같은 인플레이션 상승과 금리 상승의 결합은 주식시장에 치명적이다. 주식시장이 하락할 경우 아마 투자자들은 위험이 있더라도 그 정도가 덜한 곳으로 빠져나갈 것이다. 귀하가 언급한 보유자산의 일부도 빠져나갈 가능성이 있다. 그렇게 되면 미국은 정말 문제가 된다.

귀하의 질문에서 본인이 깨달은 것은 우리의 사고에 심각한 위험이 있다는 것이다. '용인'이라는 말은 미국 정부 입장에서 선택한 것이다. 미국 정부가 달러화의 가치를 시장의 흐름에 따르도록 허용하려 함은 분명하다. 하지만 시장이 달러화의 가치를 1주일에 25% 하락시킨다면 분명히 어떠한 반응이 있겠으나, 달러화 가치가 1~2년에 걸쳐 점진적으로 10~20% 하락한다면 아무런 반응이 없을 것이다. 즉, 달러화의 가치가 25% 하락하더라도 갑자기 하락하면 미국 정부의 반응이 나타나겠지만, 1~2년에 걸쳐 하락한다면 반응이 그리 크지 않을 것이라는 말이다.

따라서 진정한 시험대는 미국의 정책이 건전한 방향으로 흔들림 없이 나아가느냐 못하느냐, 다시 말해 견실하고 강한 달러의 토대가 되느냐 못되느냐가 될 것이다. 귀하의 인식으로 볼 때 본인은 귀하가 달러표시 자산을 보유하지 않기 바라며, 귀하 역시 그렇게 해야만 할 것이다.

하지만 본인이 귀하의 견해에 반대하는 것은 아니다. 본인으로서 장기적으로 미국의 정책이 어떻게 이루어질 것인지에 대해서 귀하의 견해에 반대되는 말을 할 수 있는 입장이 아니다.

[질문] 간단한 세 가지 질문을 하겠다. 베트남 전쟁 당시인 1968년도에 미국은 365억 달러를 지출하였다. 이는 미국 정부가 베트남전에 참전한 미군 1인당 매일 100달러를 지출한 셈이다. 그 당시 뉴욕 지하철 요금은 15센트였는데 지금은 1달러 50센트이다. 따라서 베트남 전쟁비용에 10배를 곱하게 되면 그 금액은 엄청나다. 지금의 이라크전에 지출되는 연간비용은 얼마나 되는가?

둘째, 2005년도 미국 재정적자는 얼마나 될 것으로 예상하는가?

셋째, 어제 런던 외환시장에서의 달러화 대 엔화의 비율은 1:100으로 마감되었다. 금년 말의 달러화 대 엔화의 비율은 얼마나 되겠는가?

[답변] 베트남 전쟁비용 지출은 사실상 완전고용을 넘어선 수준인 경제상황의 대폭적인 인플레이션 정점에서 이루어졌다. 게다가 경기부양 수요도 많았기 때문에, 그 비용이 미국경제에서 차지하는 비중은 1,000억~1,500억 달러 규모인 현재의 이라크전 연간 지출비용보다 훨씬 컸다. 즉, 지금의 이라크전 지출비용이 미국경제에서 차지하는 비중이 더 작다는 말이다. 이라크전의 경우에는 경제에 대한 경기부양 수요가 미미하며 재정적자 추가부담 항목이다. 이러한 것은 마이너스적인 것이다. 그렇지만 이라크전의 경우는 소비로 전환되면서 미쳤던 인플레이션 영향의 규모가 베트남전의 경우에 훨씬 못 미친다.

둘째, 현재 우리는 2005년도 미국 재정적자가 약 4,000억 달러에 이를 것으로 전망하고 있다. 미국경제가 앞서 본인이 언급했던 성장률을 보일 경우 재정적자는 하락하였다가 2007년도에 다시 증가할 것이다.

셋째, 우리는 현재 달러화 대 엔화의 비율을 100:105로 보고 있으며 조만간 100엔이 되었다가 금년 중반에는 95~97엔이 될 것으로 예상하고 있다. 금년 한 해가 지난 후에도 본인이 언급했던 것과 같은 시각에서 달러화의 대폭 하락이 계속 필요한지는 확실하지 않다. 따라서 앞으로 1년 후에는 달러화 대 엔화의 비율이 90대 부근이 될 것으로 보인다. 기억해야 할 것은 현재 일본의 경제상황이 그다지 좋지 않다는 것이다. 금리는 바닥 수준에서 변동이 없을 것이다. 이러한 것이 사실상 엔화에 대한 마이너스적인 요소이다. 엔화에 대한 달러화의 가치하락이 일부 사람들이 생각하는 것처럼 썩 좋은 것만은 아닐 수도 있다.

[질문] 부시 대통령은 의회를 통해 일련의 개혁을 추진 중이다. 이 개혁에는 조세, 사회보장, 손해배상법이 포함된다. 우선 사회보장 문제와 관련해서는 아시다시피 민주당에서 이를 전혀 원하지 않고 있다. 민주당은 심지어 미국의 사회보장 문제가 위기상태인지에 대한 문제제기조차도 회피하고 있다. 이와는 반대로 귀하 역시 이러한 의미에서 그들에게 공격의 빌미를 제공하고 있다. 즉, 사회보장제도가 코어 인플레이션율보다 상승률이 높은 임금위주의 인플레이션을 토대로 하고 있기 때문에 사회보장 수입이 증가된다는 것이다. 그러나 이는 그 배경만 보는 것이다. 과거에는 임금상승 속도가 빨랐다. 하지만 실제적인 미국 무역적자의 변화상황과 경제팽창으로 인해 계속 증가하고 있는 실업 면에서 볼 때, 빠른 임금상승 추세가 계속될 수 없음은 분명하다. 또한 미국의 소비기반도 취약하다. 귀하의 사회보장 계산에는 이러한 것들이 어떠한 방식으로 고려되고 있는가?

둘째, 스티브 포브스(Steve Forbes)의 주장처럼 단일세율로 단순화하는 모든 개혁 조치는 민주당에 대한 또 다른 저주임에 틀림없다. 이러한 법안이 의회에서 통과될 가능성은 어떤 것들이 있는가?

셋째, 귀하는 손해배상법안이 의회에서 통과될 가능성이 낮다고 하였다. 그러나 본인 역시 최근의 선거에서 나온 분석들을 보면 존 에드워드(John Edward) 상원의원이 손해배상 전문 변호사였으며, 실제로 미국의학협회(AMA: American Medical Association)에 막대한 손해를 입힌 사실이 있다는 점에 대한 언급은 그리 많지 않았다. 이러한 점 때문에 미국의학협회는 존 에드워드에 대해 강경한 입장이다. 미국의학협회가 손해배상법 반대에 어떤 역할을 하겠는가?

[답변] 첫째, 본인은 부시행정부가 사회보장 문제를 지나치게 부각시키고 있다고 생각한다. 이는 게임의 한 부분이다. 우선 모든 사람들이 문제가 있다는 점을 깨달아야 한다. 만일 문제가 없다면 우리가 이 사회에서 할 수 있는 일은 아무것도 없다. 그러므로 11조 달러에 달하는 사회보장 연금수혜액과 연금수입 '차액'의 현재가치를 무한대 방식으로 계산하는 것이 논란이 되고 있다. MIT대학교의 피터 다이아몬드(Peter Diamond)와 같은 전문가들의 계산에 의하면, 이러한 현재가치의 차액은 75년 후에 3조 7천억 달러가 된다. 그렇다하더라도 이는 여전히 문제가 된다.

문제가 되는 부분은 미국 국민이 당초의 법률에 따른 투자방식으로 사회보장제도를 통해 투자한 돈에 대한 회수액과 자본시장에서 수십 년간에 걸쳐 평균적으로 받



을 수 있는 금액의 차이이다. 여기서의 의문점은 50년이나 75년, 또는 100년간에 걸쳐 자본시장에서 이러한 수익을 얻을 수 있느냐 하는 것이다. 과거에 비추어보면, 이러한 투자의 절반은 일반채권 수익률보다 2~3% 높은 7~8% 이상의 수익률을 보임으로써 복합적인 금리방식으로 훨씬 더 큰 수익을 창출했다. 사회보장제도에 대한 부분적 민영화 주장의 배경동기로 힘을 얻고 있는 것은 사실상 이러한 점이다. 이는 부분적으로 그렇다는 말이다. 그러나 부시 행정부에서 나오는 많은 내용들과 마찬가지로 이는 이라크 공격에서부터 대선용 수사(rhetoric)에 이르는 논쟁의 일부 분일 뿐이며, 그 당시 팔고 있던 물건을 팔아치우기 위한 과대포장이었다

둘째, 우리가 측정한 바로는 임금이 물가상승 속도보다 더 빠르게 증가하고 있는데 임금상승률이 약 4%로 소비자물가 상승률보다 더 높게 나타난다. 임금상승률은 예전에도 그래왔던 만큼 물가상승률을 뛰어넘지는 않을 것이다. 이는 우리의 측정 방식 때문일 수도 있고, 미국 국민들에 대한 급여지급 방식 때문일 수도 있으며, 기업의 운영방식 때문일 수도 있다. 물가상승에 대한 임금상승의 전통적 관계는 보편화될 것이다. 그리고 이는 다른 모든 것들과 마찬가지로 우리가 물가상승을 지수화해야 함을 의미한다.

셋째, 미국 내에는 손해배상법 개혁에 관한 지지층이 광범위하다. 이 점이 지난 대선과 관련하여 케리-에드워드 후보 진영에 어떤 영향을 미쳤는지는 모르겠다. 그렇지만 부시 대통령이 50% 이상인 350만 표를 얻었다는 것은 실로 충격적이었다. 수개월동안 아는 것이라고는 예측불허의 상황이 될 수도 있는 박빙의 선거가 되리라는 것이었다. 하지만 부시 대통령이 손쉽게 이겼으며, 정치학자들은 아직도 그 이유를 밝혀내지 못하고 있다.

그러나 미국에는 손해배상과 관련한 소송이 넘쳐나는 상태이다. 문제는 이를 어떻게 대체할 것인가 하는 점인데, 아마 배상한도를 25만 달러 정도로 하면 배임행위에 대한 소송이 거의 없어질 수 있을 것이다. 현재 공화당이 다수당인 의회에서는 손해배상에 관한 개혁이 어떠한 형태로든 통과될 것이다.

넷째, 조세개혁과 관련해서는 단순화가 이루어질 것이다. 하지만 이는 감세부분이 어느 정도 원상회복되고 몇 가지 허점이 보완되어야 한다는 의미이며, 여기에는 아마 세율의 축소도 포함될 것이다. 본인은 미국이 세금이나 부가가치세를 균등화할 것인가에 대해서는 회의적이다. 대통령이 그렇게 할 경우에 대해서 언급했다 할

지라도, 그것은 자선기부금과 장기주택대출 이자잔액에 대한 비과세일 것이다.

결국에는 아마 자본에 대한 과세축소 방향으로 어떤 움직임이 있을 것이며, 배당금에 대한 완전 비과세가 이루어질 것으로 추측된다. 그리고 자본수익 및 자본설비비용에 대한 추가 감세조치가 이루어질지도 모르겠다. 하지만 조세균등화나 소비세만 부과하는 방식은 아닐 것이다. 이는 공급측면의 경제학자들과 현 행정부에 자문을 맡고 있는 사람들의 이론이다.

[질문] 미국 행정부의 세계경제 정책에 대한 부시 대통령의 리더십(leadership)에 관한 질문을 하고자 한다. 귀하는 미국의 부시 대통령이 거시경제조정과 무역정책 등 세계경제에서 리더십을 보여줄 수 있다고 생각하는가?

[답변] 본인은 열성적인 지지자가 되지 않기 위해 매우 노력하고 있고, 여러분들의 투자나 사업계획에 영향을 미칠 수도 있는 언급은 하고 싶지 않다. 신념을 믿는다면 그대로 따라야 한다.

그러나 위험기피에 대한 부시 행정부의 생각을 설명한다면, 만일 어떤 나라가 대량살상무기를 보유할 경우(다행스럽게도 더 이상 사용하지 않고 있지만 부시 행정부는 언젠가 '불량국가' 라는 말을 사용하였다), 그리고 이러한 무기가 미국 본토에 들어올 수 있는 테러분자의 손에 들어갈 가능성이 조금이라도 있는 경우, 부시 행정부는 이를 절대 좌시하지 않을 것이다.

부시 대통령의 말에 따르면, 제2기 행정부는 제1기 4년 동안의 이라크 정책에 대한 비준을 받은 상태이다. 부시 대통령은 영업사원이다. 그는 환영받으면서 판매할 기회라고 생각되는 때를 재빨리 포착한다. 본인은 이러한 시각이 바뀌었다고 생각하지 않는다. 미국에 대해 적대적이라고 스스로 선언한 나라에서 대량살상무기가 개발되고 있거나 존재하는 경우, 그리고 테러분자들이 이러한 무기를 손에 넣어 미국에 나타나 9·11사태와 같은 일을 저지를 가능성이 조금이라도 있을 경우, 미국은 이를 막기 위한 조치를 취할 것이다.

이러한 정신에서 보면(이는 위험기피 정신으로, 미국 연준이 두 가지 목표를 달성하기 위해 가졌던 것과 같은 정신이다), 연준의 두 가지 목표중 하나를 무산시킬 가능성이 있는 어떤 작은 위험이 존재할 경우 가령 물가안정 같은 것이 이루어지지 못

---

하여 많은 비용이 들게 된다. 연준의 입장에서는 물가안정이 틀어지게 되면 큰 비용이 든다고 보는 것이다. 그래서 연준은 이를 완전히 차단하기 위해 금리를 인상하게 된다. 이러한 것이 위험회피에 대한 관점이며 여전히 현실로 자리 잡고 있다.

아시다시피 콜린 파월(Colin Powell)은 이러한 시각에 충분히 동의하지 않았으며, 대외정책 부분에서도 그러했다. 콘돌리자 라이스는 원래부터 협조적이며 다른 사람들과 마찬가지로 미국의 동맹국들과 접촉을 할 것이다. 하지만 라이스는 파월보다 더한 부시 대통령의 추종자가 될 것이다.

따라서 본인은 이란이나 시리아, 북한과의 대치국면이 발생하면 분명히 시장이 크게 진동하고 각국 경제에 악영향을 미치게 될 것이라는 두려움을 안고 있다. 하지만 본인은 환상도 갖지 않는다. 만약 이들 국가가 의무를 다하지 않는다면 부시 행정부는 아주 강력하게 대처할 것이다.

---

# Post-Election US and Global Economies: Markets-Prospects, Risks, Issues\*

These remarks are segmented into, first, a look at US and global economy prospects. Basically, the US and global economy are, we think, in the middle of the expansion phase of a global business cycle upturn. Then, I will talk a little bit about the risks to the US and world economy. At the beginning of the year, one must always take account of what might go wrong with the basic view. It is almost inevitable that as the year progresses, events and things will happen that will threaten the basic view. Third, I will briefly provide our look at various markets, including a few comments on currencies, particularly the dollar. I will finish with a review of the post-presidential election range of policies that we expect to see from the current Bush Administration, both economic and international.

## **1. US & Global Economy Prospects-Mid-Expansion**

2005 looks like a typical mid-expansion year for the US economy. There will be solid, but not robust, growth. Core inflation *ex-food* and energy will creep higher. There will be diminished, but still strong, growth in profits and a moderate rise of interest rates. On average, there will be a higher stock market as the year progresses.

Federal Reserve monetary policy is on course to keep raising short-term interest rates until monetary policy “neutrality” is reached. US fiscal policy looks very active, with some fading of the massive-and it was massive-fiscal stimulus tax cuts and the high rate of federal government spending that occurred in recent years. That fiscal stimulus is fading in the US. But it will be offset to some extent by two new tax reductions passed last year in September and October: the US Family Jobs Act and the Business Relief Act.

---

\* A transcription of a speech given at the Distinguished Lecture Forum on Tuesday, January 18, 2005.

In the second term, the Bush Administration will mostly propose “reform”. The concentration will not be on strong fiscal stimulus to revive a weak economy, as was the case from 2001 to 2004. It will be mostly on “reform”. Reform will range from social security to taxes, to pensions and to the legal system. There will be some attempt to reduce the federal budget deficit. Pressure from the US and other G7 countries on China and Asia to adjust global imbalances and misaligned currencies will likely be applied.

For the US, we are forecasting real GDP growth to be about 3.3% in 2005, fourth quarter-to-fourth quarter. That is lower than the very robust 3.9% of 2004, but still represents a quite solid expansion. The consensus view on the US growth rate is somewhere between 3.5% and 3.75%. Our own view is for a somewhat softer US economy than the consensus of forecasters, and probably of the Federal Reserve itself. We feel that way because there are a number of downside risks facing the US economy. These will keep the economy from getting to 3.5% or 4%. There is not much difference between those two. Our expectation is that we will grow a little below the potential rate of growth in the US.

The overall inflation rate should diminish somewhat-inflation that includes food and energy. Crude oil prices probably will not get much beyond USD 50 or 55 per barrel. That is an assumption, and one of the risks to our outlook. If, for any reason, crude oil prices should soar to 65 dollars or 70 dollars or even 75 per barrel-not impossible in a very difficult world of geopolitics-it would still occur in a world economy that is growing enough to demand oil and energy. If it were to get that high, then we would likely see a significantly lower growth rate than what we are talking about for the US and global economy. Oil prices can be very volatile. Last year, they ranged from the crude oil prices low 30s to as high as 55 and 56 dollars per barrel. At the end of the year, it had dropped to the low 40s. This morning, I saw something like USD 48. If crude oil prices stay fairly close to where they are now, the overall inflation rate in the US, including food and energy, should stabilize and may drift a little lower.

---

The “core” inflation, that is the underlying inflation rate *ex-food* and energy, likely will “creep” up. It is running 1.5% now. It is a significant indicator because it is the “core” rate of inflation that the Federal Reserve watches and on which it makes monetary policy. At 1.5%, year-over-year, it is in quite a comfortable range for the Federal Reserve. The “core” inflation rate is not the reason why the US Federal Reserve is raising interest rates. The main reason is to remove the extra easy monetary policy that was in place between 2001 and the middle of 2004. The Federal Reserve thought that was necessary to revive the US economy in a sustainable way. We think the “core” rate will drift up, even as the overall rate of inflation drifts down a little. The two will get closer to one another. The “core” rate will likely approach 2%, or a little more.

The exact technical indicator the Federal Reserve watches is the consumption deflator *ex-food* and energy. If that particular measure of inflation were to move significantly higher than 2%-or even if there were a risk that it looked like it might move significantly higher than 2%-the Federal Reserve might raise interest rates faster than the basic view we have. The basic view we have is that approximately at each meeting for almost all meetings this year they will raise interest rates 25 basis points at a time. *Inflation is key to the picture on interest rates in the US this year.*

The jobs market should continue to improve, although unevenly so, with the unemployment rate moving lower to near 5%. It is currently at 5.4%. Jobs growth in the US last year was 183,000 per month. That is on the nonfarm payroll measure. The well-known Establishment Survey, a survey of companies, counts the number of jobs, not the number of people working. The calculation of the unemployment rate, as many of you know, is based on people working *versus* those not working, relative to the labor force, which includes all those who are actively seeking work. Jobs growth in the US has been much weaker during this recovery than others.

We think there are structural changes in the labor market in the US that are pronounced and pervasive. These structural changes will continue. These

---

changes are in the technological displacement of a lot of intermediary jobs, in the outsourcing of jobs from the US to countries like India, and in the outsourcing of production to low-cost production countries, which is the nature of multinational companies these days. Jobs, of course, go with that globalization. The structural changes in the labor market can also be seen in the corporate psyche of US-based multinational corporations. Such companies are reluctant to hire people because the costs, including health care costs, are so great and the drive to maximize productivity, and hence profits, is so intense.

So jobs growth, to go with the 3.3% real GDP growth rate we are forecasting, will be less per unit of GDP than used to be the case in the middle of an expansion. We hope that we will see 200,000 jobs per month. The unemployment rate can go down with as few as 130,000 or 140,000 nonfarm payroll jobs being created per month because of slower growth in the US labor force. We don't need the numbers we used to get on jobs creation to get lower unemployment rates. We used to need about 300,000 or more jobs each month in order to see declines in the unemployment rate.

This picture, particularly of jobs growth, in an expanding economy, the low 3% range in terms of real GDP growth, provides support for consumer spending. The strongest underpinning for US growth will come from consumer spending. Consumption spending is expected to be up over 3% in real terms. This is a slower pace than the historical trend for consumption, in the aggregate. That trend is 3.4% per year in inflation-adjusted terms. That's a lot of spending by consumers on average, almost 3.5% per year for the last 40 years.

As you know, the US is a big spending society. The personal savings rate is less than 1%. That should continue. Our expectation, though, is that it will be a softer, though still adequate, year for the consumer in part because of the jobs growth I described, which will generate good growth in income, but not enough to give us the historical trend on consumption. Consumer spending

---

rose 3.7% last year, in real terms. Last year, we had quite a lot of tax cut stimulus that came into the economy to push consumer spending up.

Business capital spending should stay relatively strong. We are estimating 7% to 8% for the year compared with over 10% in 2004. Last year, there was a special bonus depreciation on equipment outlays in the form of a 50% write-off. That will be gone this year.

Over the past year-and-a-half in the US, we have had major increases in spending on technology. This now constitutes a very large share of US capital spending. Indeed, for most countries around the world, technology is taking an ever-increasing share of capital outlays. With weaker capital spending and the loss of bonus depreciation, spending on technology will soften, but still grow positively. That, of course, will ripple out to a number of countries around the world that are strong exporters of technology. The softer picture for consumer spending is still good, but not as robust as last year. This also means demand for consumer electronics will be solid but not so robust as it has been over the past year-and-a-half. That is significant for Asian countries, since so many exports in Asia are technology related, both to the US and within Asia, across the trade flows between countries.

For the global economy, a slowdown is expected compared with 2004. Global economic growth for the 48 countries analyzed and forecasted by Decision Economics is estimated at 3.2%. That's down from the robust 3.9% of last year. Over the course of the past year, because of the massive stimulus-fiscal and monetary-in the US, the US economy grew by almost 4%. Much of the upturn was powered by consumers and consumption and by business capital spending, particularly on technology. That rippled out through most of the global economy. Although China is growing very fast and rapidly absorbing greater proportions of exports from many countries around the world, the biggest buyer for the world is still the US.

In addition, China has been in a boom, as you know. For China last year,

---



growth looks to be in excess of 9%. Between the US and China, a recovery in other Asian countries and a very strong year in the UK and Canada, the global economy never was in a boom last year. Growth was near 4%. That is a very, very strong year. A growth rate like 3.2% is still very good, but the momentum of global growth would be less.

The Japanese, Asian Developed Countries, Chinese and Emerging Asian Economies ex-China all will slow down from what was a big recovery in 2004, where real economic growth ranged from as low as near 3.5% in Japan to over 9% in China. Economic growth in Japan this year is pegged at about 2.5% versus last year's 3.5%; for the Asian Developed Countries ex-Japan-that's Korea, Singapore and Taiwan-at almost 5% against over 6% in 2004; for Emerging Asia ex-China-the Philippines, Malaysia, Indonesia, and countries like that-between 5% and 6% relative to 7% last year; and for China, a slowdown after currency revaluation-which we are guessing will take place sooner rather than later-to 7.5% or so against 9.2% in 2004. We emphasize the word "guess", since no one can tell what China will do, or when. We expect South Korea to have a "soft" year, with real economic growth at about 4%. Compared with history, this pace of growth lies in the lower end of the ranges typically seen here.

The Eurozone is forecast to exhibit another year of sluggish growth, principally in the main countries of Germany, France and Italy. Less growth in exports, a lagging consumer, and the restraint of a stronger euro all are factors, with growth in potential output for these major countries only 1.5% to 2%. The more peripheral countries of North and South Europe should do better. So should Scandinavia. The transition economies of Europe-Russia, Poland, Hungary and the Czech Republic-should grow strongly.

The UK economy will also be weaker in 2005 compared with 2004. We are forecasting the UK to grow at about 2.5%, down from over 3% this past year. This has been because of, or is likely to be due to, a stronger pound sterling and the rises of interest rates by the Bank of England last year. That was meant

---

to slow down the UK economy, and it is happening. Canada should grow about the same as last year. Latin America is expected to show robust growth once again; for the region 4.5% to 5%, after 5.5% this past year.

Finally, the economies of the Middle East should be better as the region adjusts to the ongoing geopolitical situation and tensions between Israel and Palestine, which, we are assuming, will diminish somewhat. Much depends on the renewed efforts for the peace process and the US role in that. President Bush, now that Prime Minister Arafat is gone, and Secretary of State Rice will move very quickly to try to take advantage of what is viewed as a window of opportunity to promote better relations in the Mideast. A larger policy on the Middle East will be to stabilize the area, and to convince-and this will be very difficult-Middle East countries that a democratic world, a free market world, is the way to go. That will be tough. But you will see that from the Bush Administration, in their tactics and strategies, with allusions to that as soon as this Thursday' s inaugural address and, if not there, in the State of the Union address in a couple of weeks.

The main reasons for the global slowdown include: 1) slower growth in the US; 2) some reduction of real economic growth in China; 3) a weaker economy in Japan; 4) still strong, but less so, growth in Asia; and 5) stable, but sluggish, growth in the Eurozone. All-in-all, global business activity should be reasonably active and supportive to continuing expansion.

We are in the middle of a business cycle expansion, both US and global. Economies in the middle of an expansion tend to be resilient and resistant. The excesses and fragilities, the inflation that brings about punitive monetary policies, really are absent in the global economy today, although there are other risks.

## **2. Risks-Downside and Upside**

Unlike other mid-expansion episodes, *an unusual number of downside risks exists for*

---

the US and global economics. These include:

- *Unacceptably high inflation*, possibly from either a sharp slide in the dollar, higher oil and energy costs, rising unit labor costs, or some, or all, of these. Additional Fed tightening on the risk of too high core inflation, beyond moving from “accommodation” to “neutrality,” could, with lags, bring down the economy.

Inflation does not have to be too high for it to be unacceptably high for the US Federal Reserve. One of the two goals in the twin objectives of US monetary policy-it is very unusual for a central bank to have two objectives-is the main one of price level stability, essentially the major goal for most independent central banks in the modern working of monetary policy. The range of inflation that matches price level stability is essentially 1% to 2% in the “core” rate of inflation on the particular measure I mentioned earlier, the consumption deflator *ex-food and energy*. That rate is running 1.5% right now, so it is in a very comfortable place. In addition, price level stability, which is defined by a stable low rate of “core” inflation, also has as part of its definition stable inflation expectations. That is to say, behavior in the private sector that is not in anticipation of continual rises in prices.

In surveys and in financial markets, inflation expectations in the US seem to be fairly quiet at this point. They are not an issue. If either the actual rate of “core” inflation or expectations of inflation, measured or observed in various ways, should get out of hand-possibly from either a sharp slide in the dollar, higher oil and energy costs spilling over, rising unit labor costs from a low unemployment rate, or some or all of these-additional Fed tightening on the risk of too high “core” inflation would be put in place. That is, the Federal Reserve would launch a policy that would go beyond moving from accommodation to neutrality, which is their path now, which could, with lags, bring down the US economy. A weaker or recessionary US economy would essentially take the world economy down with it. This

---

is a risk. It is not yet a problem, but it is something we all have to watch.

- *A second downside risk is the negative effects on the economy from fading policy stimulus, both fiscal and monetary, as the positive effects of the 2001, 2002 and 2003 tax reductions wear off and the Bush Administration tries to restrain federal government spending, which I believe they will do. We have had five tax reductions between 2001 and 2004. That is a record. The amounts are massive. The tax cut stimulus and increased federal government spending of the Bush Administration, I believe, was a major reason, along with those low interest rates held that way for a long time, for the substantial recovery over the past two years in the US and world economies. As time goes by, the stimulative effects of the tax cuts will diminish and no more come in. In addition, the Federal Reserve is raising interest rates step-by-step. A combination of the two could surprise us with weaker growth than expected. That's a downside risk that we have to watch. I wouldn't call the macroeconomic stabilization policies tight. There's still a reasonable amount of fiscal stimulus coming into the economy, interest rates are low, and the flow of liquidity in the US economy is extremely high. But, still, we have to watch this carefully. The amount of stimulus poured into the US economy was extraordinary. It was unmatched by anything since the early years of the Reagan Administration in the 1980s and the Kennedy/Johnson years back in the 1960s.*
  - *A third downside risk comes out of the financial markets themselves, both in the US and globally. There are possible tremors in financial markets. Financial market disarray along with continuing dollar weakness, or even a sharp dollar slide, might create or induce upside inflation risks and unwanted inflation in the US. This would spike up long-term interest rates and then bring down stock prices. Sharp, negative moves in financial markets, if prolonged, could bring down economic activity, further weaken the dollar, and raise interest rates. This would produce a self-reinforcing negative downcycle.*
-

The odds of this are fairly small. There are many imbalances in the US: the budget deficit and the current account deficit; an imbalance in trade with Asia and around the world; a rigid exchange rate tie between the Chinese currency and the US dollar; and lower Asian currencies than might occur otherwise without that Chinese tie to the US dollar. The fragility implied by these imbalances could hurt financial markets. We've seen occasional tastes of this in market trading. I call these "tremors". They aren't big earthquakes. In the 1980s, we had a lot of "tremors" but the big earthquake didn't occur until 1987.

What I've described has low odds. But on the whole screen of possible risks to this year, this good doctor has to look for anything that might hurt the patient and try to be aware of them. No matter how hard we look, almost every year there are things we didn't see or take account of that go on in the US and world economy.

- Finally, there are ongoing geopolitical risks and possible negative external shocks. These range from terrorist attacks; to interruptions in the supply of oil; to OPEC price increases; to new conflicts with countries like Iran, Syria or North Korea; and to Iraq and its future. That is a big list of geopolitical minefields for the US and world to deal with.

There is an upside possibility. It has to do with the unusual way the Federal Reserve is running monetary policy this time. Moving interest rates from a very low level to something called "neutral" will reflect, when done, sizeable increases in short-term rates. As the rates are increased, like a scalpel, they might tone down growth in the US economy and dampen inflation. This way, the normal business cycle and inflationary problems that occur in modern capitalistic economies like the US might not happen; principally not too high a "core" inflation rate.

As we go from beyond the middle of an expansion to the later stages of an expansion, a typical characteristic is rising inflation. The economy gets closer

---

to full employment and employment rises too high for the central bank to handle. Then, in the name of price level stability, interest rates have to be raised. To get inflation down again once it is thus entrenched, the central bank has to take the economy down. That often is the step that leads to a recession.

This is possible. What I've described is a modern version of "Soft Landing." It is a razor's edge result. In this early process of returning the federal funds rate to neutral-a position that would be neither stimulative nor restrictive to the economy-the economy might settle down to near its full employment potential. The unemployment rate might fall and then be stable. Inflation might stay stable. The economy might go on with its expansion for a long time.

Something like this happened in the 1990s after the 1994 pre-emptive hikes in interest rates by the US Federal Reserve. If it did happen again today, it would be unusual and probably the first time in history. But the US central bank is playing the game different from history. I've learned that when central banks change how they play the game, we see different market and economy behavior.

### **3. Markets-Equities, Interest Rates, Dollar**

We have a cyclical view of the stock market and of interest rates in the US and for most of the world on equities.

- *Equities*-In the US, we are in the second leg of an "equity bull market". An "equity bull market" is an expansion characteristic within a business cycle expansion. Equity prices go up, on average, very prominently in history.

The second leg of this "equity bull market" in the US began just shortly before the election. Last year, the uncertainty of the election and the Iraq situation fed uncertainty. People did not know who would win or what

---

policies would be forthcoming. This held the US stock market down for about six or seven months, between March or April and the end of October. The catalyst for the upturn since has been the end of the election, continuing growth in the US economy and very pro-growth, pro-business and pro-equity market policies that are coming from the Bush Administration.

We currently estimate fair value for the S&P 500 to be between 1200 and 1225, with upside potential to 1300. This is a target for later this year, during the late summer or early fall, based on the prospects for the US economy that I described, future S&P 500 earnings estimates, and the path and pattern of interest rates in current valuations. If developments turn badly, we could go as low as 1150 or 1125 on the S&P 500. For the D-J Industrials, a possible run at the previous high of 11,772, which was five years ago, could happen. But it would require all the possible good events to occur at the proper times. We don't think the US stock market is quite yet ready to go to such highs.

- *Interest rates*-Interest rates should rise throughout most of the year, particularly short-term rates. The Federal Reserve will remove policy accommodation and reach-or almost reach-something called "neutrality". "Neutrality" would be represented by levels of the federal funds rate-both nominal and real-that are neither stimulative nor restrictive to an economy that is relatively close to "full employment." We expect 25 basis point increases of the federal funds rate at each of the FOMC Meetings, starting with the one on February 1-2, through to the middle of the year. That would take the federal funds rate to 3.25% at the end of June. Other short-term interest rates should move up about one percentage point, or more, as well. The 10-year Treasury note yield is likely to move higher on average, but not that much higher, to near 4.625% and 5% by summer. The yield curve should flatten over time.

Part of the view on the 10-year yield is due to the way that the Federal

---

Reserve is running policy. It has been aggressive in its use of transparency. It makes very clear where it wishes to go, why, how it is doing policy, and tells market participants what would happen to make it alter its course. For the US Federal Reserve to be that transparent is unprecedented in monetary policy history. We think this openness has taken a risk premium out of the long end of the US Treasury yield curve that normally exists around the uncertainty of what the Federal Reserve is going to do. This openness is being priced-in toward a lower long-term interest rate in the US. This openness allows it to be priced in more than usual. Nevertheless, long-term interest rates will rise by a goodly amount.

- *Dollar*-We have to view the dollar as being in a major downtrend. This is a necessary adjustment to the large and rising current account and structural budget deficits in the US. However, we do have a couple recent positive fundamentals for the dollar, which appear to reflect its recent strength against other currencies. These positive fundamentals include the rises of US interest rates that I have described relative to interest rates in Japan and in the Eurozone, which will stay stable. They also include the UK, where rates will be stable. These positive fundamentals also include numerous countries in Asia, where interest rates, particularly central bank interest rates, are not likely to go up. The rising interest rate path in the US, particularly for short-term rates, against these stable interest rates elsewhere is a dollar positive.

US economic growth is also a positive. It is higher in the US against major trading partners like Japan, the Eurozone and the UK. That is a dollar positive.

However, against the economies of non-Japan Asia and much of Latin America, we are expecting US real economic growth to be less. That is a dollar negative against those currencies.

The currency markets are reflecting, almost as we speak, some of what I

---



just described. For the dollar, there are many other issues, including: geopolitical risk and US involvement, progress, or lack thereof, in Iraq and the Mideast; the Bush Administration's view of the dollar, currently benign and permissive to further dollar declines; how much, and how long, shifts in holdings of dollars around the world toward other currencies that had previously been underweight against the dollar get taken up; and, finally, whether the returns on investments and loans in dollars are satisfactory to maintain dollar holdings in the portfolios of investors, central banks and others globally.

Our perception is that we have a shift going on around the world in the holdings of dollars. The overweight in dollars relative to other currencies in the 1990s got very large. We think we are in the midst of a rebalancing of dollar positions in many portfolios. One can never know when such a shift is over, but such tendencies tend to be in place for a long time.

#### **4. Issues: Post-Election Policies of the Bush Administration, Oil and Energy, China and Asia, and Global Imbalances**

*Post-Election Policies of the Bush Administration*-aggressive push domestically and internationally, but US-centered.

- Domestic fiscal policies will be active as in the first administration, but will be reform-centered rather than economy-stimulative. The personal income tax, dividend tax, capital gains and "death" tax reductions that sunset in 2009, 2010 and 2012 will be made permanent. That will be the first order of business. The Republican Congress will have no problem with that. There really is no negative federal budget deficit implication for this until 2009 onward. But from 2009 until 2014, the cumulative total increase in the deficit from making these tax reductions permanent is approximately USD 1.4 trillion.
  - Social security reform is very controversial. Essentially, there will be a
-

“partial privatization” of now government-administered, -run and-paid retirement payments to most US citizens. Young families will optionally be able to divert anywhere from 2% to 6% (to be determined in the legislation) of their current Social Security payments to individual accounts (401k-like) invested in safe, balanced portfolios and administered in the private sector. In no way would any legislation permit families to take a chance with those monies and buy penny stocks, go to the race track, or do such things as that. Some of the critics of this plan say families will fritter away the savings. After all, Social Security payments are enforced savings. For a society and country that save so little, taking a chance on this would make it not worth doing. The legislation will contain provisos that will not allow that.

Social Security benefits would be maintained for those 55-and-up, although a change in indexing to price inflation rather than wage inflation and/or a gradually increasing retirement age may be legislated. The change in the indexing to price inflation, which is now to wage inflation, could, over the next 75 years, take care of the present value of the whole shortfall of the Social Security program.

Wage inflation in the US typically rises faster than price inflation. But Social Security payments are indexed to wage inflation. Yet US citizens purchasing a basket of goods and services rely on prices. So many think this would be good to do. But if it is done, it does mean reductions in benefits, because wage inflation normally rises faster than price inflation. Add to this a gradually increasing retirement age and it means lower benefits and longer enforced working years for US citizens.

These possibilities will be controversial. The demographics of the US, like those in other countries, many of them in Asia, and Japan certainly, are of an ageing population. This leads to increasing numbers of beneficiaries and demands on Social Security and Medicare and Medicaid. This is a major problem for the US and global economies. So, increasing the

---

retirement age makes some sense. But it will be politically controversial, if suggested.

The transition “gap” between the Social Security benefits that must be paid and the incoming funds could be USD 1 trillion to 2 trillion over the next decade. This would require either additional special US government financing, tax increases or spending cuts. Tax increases will not come from this administration. Some spending cuts will, but not enough to take care of the “gap”. So this prospect is disturbing to numerous people in financial markets. Heavy US Treasury financing could raise interest rates and restrain the economy.

At this time, prospects for Social Security reform must be regarded as uncertain. The Bush Administration is going to suggest a revolutionary change for Social Security and retirement in the US.

- Tax reform is a third part of the Bush Administration’s proposals. This administration wants to simplify the now very complicated US tax system with a slant toward a broader-based more flat tax with fewer exemptions for individuals and businesses. It also wants to allow the immediate expensing of capital equipment outlays by business. That is, it wants to allow full expensing for equipment whose lifetimes, particularly in the technology area, are very short.

The studies on accelerated depreciation in which I’ve been involved have always suggested that we get a very big bang for the buck on capital spending out of accelerated depreciation. This is a pet policy for me; I hope it happens. It would raise capital spending, particularly in technology. That would have implications for countries all over the world, including, of course, Korea.

A Bipartisan Commission is supposed to present its findings by the end of July. Recommended legislation will come thereafter. Before the

---

Congressional Elections in 2006 will be the time of tax reform. Tax reform is supposed to be revenue neutral so as not to raise the budget deficit.

- Deficit reduction is now recognized as a problem by the administration. This is, in part, a byproduct of the necessary fiscal stimulus of the past four years, which I have described here as “massive”. A freeze is likely to be recommended on discretionary non-defense spending, but this is only 15% of budgeted outlays. Defense spending requests are being pared down, but they are still large. Along with additional funding requests on Iraq worth perhaps USD 100 billion and spending on terrorism and homeland security, spending in these areas will be hard to control. Some limits are being talked about on the growth of entitlements, the biggest source of out-year federal budget deficits. I call these “societal demands” on the budget. These are likely to begin hitting in a very big way starting in 2007, and then in 2008, 2009, 2010 and 2011. Most of that comes from rising health care costs for the government as more and more US citizens age and go onto Medicare and Medicaid. The health care inflation rate far exceeds the overall inflation rate, accelerating these costs.

There is no answer to this issue. No major efforts are being made. It is, to us, the single biggest reason why we are projecting very large out-year structural budget deficits for the US. If those structural budget deficits are maintained, they will also keep current account deficits high and could lead to some serious financial consequences in US financial markets, and perhaps worldwide.

A day of reckoning is still a good way away. Raising the retirement age would change the calculations of healthcare benefits on Medicare and perhaps Medicaid, as well as Social Security outlays. We will see what happens.

*Legal Reform*-The Bush Administration is also very strong on legal reform. It wants to reduce litigation costs and to reform the tort system with caps on

---

settlements and changes in the court system administration of litigation. This has a good chance, with a Republican Congress, of seeing something done.

*International*-Decision Economics expects a continuing presence in Iraq with the associated expenditures necessary to do that. Those are rather sizeable, perhaps USD 100 billion this fiscal year. We expect the spread, or attempted spread, of “democracy” into the Middle East, working with Israel and Palestine in the peace process, attempts at better relations with European Allies, and working through G7 for purposes of changing currency alignments. Surprises, of course, in the “international” arena cannot be ruled out. We’ ve seen many before.

These are just a few of the issues in what looks like a very active policy year for the US. In retrospect, the Bush Administration was a very activist administration in its aggressive use of tax cuts and strong government spending, in some of the measures in education, and in some other attempted measures during the past four years. Certainly, it was a very activist administration on international affairs, where a whole new US policy-to some extent preemptive-was put into place.

President Bush is that way. The pattern is clear. I say this being non-partisan. I say this not as a plus or a minus, but as an observation. The way in which the US conducts its policies domestically and internationally, affects the whole world. President Bush did not go to Washington to twiddle his thumbs and to pass on, as he puts it, problems to the next generation. Since the expectations of this president were not very high to begin with, which has been part of his history, he probably figured, “How much is there to lose?”

He’ s a very controversial president. The policies are very controversial. This Bush Administration will make its mark on history. They have proven themselves, at least as I’ ve observed them, on the tax cuts and during the election, to be surprisingly savvy on the political side. Certainly, the president has been less than well received internationally. He has not had the impact

---

internationally that he has had in the US, except by use of US force. But if I had to bet, I would probably bet that this administration would get some of its Social Security reform done and that we will see a very much changed US tax system, the form of which may be clear by a year from now.

On the international side, this administration holds the view that terrorism must be dealt with, not just unilaterally, but multilaterally. It feels that wherever weapons of mass destruction may possibly be—and they were not in Iraq—the US will try to take the lead to eliminate them. Along with that belief, there are certain other risks that have to do with confrontations with other countries in the world, one of which is very close to you here in South Korea. Anything along those lines will cause major tremors in financial markets if there are further confrontations, even if not of the Iraq variety.

It's going to be a very interesting year for the US and global economy. In the middle of an expansion, economies can withstand a lot of nervousness and a lot of shocks. There are many such possibilities for all of us to watch carefully during the year.

---

### Questions & Answers

---

**Q** In the medium- to long-term perspective—ten years out or more—what is the current rate of population growth in the US? Related to that, Japanese demographics suggest an inherent shrinkage in population is starting to be reached: going out five to ten years from now, we will see a gradual contraction from about 125 million people. What do you see as a consequence of that for Japanese economic contraction? Is a similar effect likely to occur in the Eurozone? I'm just talking at the broad-brush level of overall population: less people, same GDP per capita, and the economy shrinks.

The more complex question, but one with a shorter time perspective, is

---

in the risks category. If we push for a weaker dollar, and if we manage to shake the tiger from the US dollar's tail-that is, to break the linkage between the Chinese yuan and the US dollar-is there not a consequence of more expensive imported goods? That could create domestic price inflation in the US, could trigger a reduction of US domestic demand, and therefore a potential reduction in GDP.

**A** The ageing population and slowdown in population growth for G7 countries on a ten-year horizon is absolutely a fact of life. It is very important when you think to that time span. The population growth of the US is leading to a slowdown in labor force growth and a slowdown in jobs growth. It will ultimately take down our rate of potential growth and limit how fast we can grow.

However, the US economy has become very productive. Productivity growth plus labor force growth defines potential output growth. US potential growth at the current productivity growth rate that we see could, on that horizon, range from 2.75% to 3%. That would be later in the future. Over a long period of time, you can juxtapose the US against the rest of the world. Think of China, or, if we could have a stable Latin America, which we have not historically, think of Latin America, or even the transition economies in what we used to call eastern Europe. Compared to numerous economies in Asia, the relative position of the US would decline.

In the case of Japan, that would be even more in force. In a Japan where population declines, consumption as a consequence would rise, on average, by less. The needs of the population would shift in what is now a deficit and debt-ridden country toward the government side and shift toward supporting an ageing population. Its potential rate of economic growth would shrink. This all suggested that on a long horizon-10, 15, 20 or 30 years-the relative position of Japan will be in decline. Where does this leave us? What conclusions can we make?

---

Economic power-in terms of growth, increasing wealth and perhaps political power-resides in Mainland China. However, I recall looking at Japan in the 1980s. I felt very threatened when I looked at the world in the context such as you have put before me. Nothing is as it might seem. When you look out five or ten years, much can change. It turns out that, for Japan, there were problems in its paradigm that were not easily seen when Japan was the powerhouse of the 1980s. That may also be true about China.

But for me, China is not Japan. Its culture, its energy, its entrepreneurship and its flexibility are very different. As a result, I think, relatively speaking, China will be in the ascendancy. It cannot surpass the US in terms of its position in GDP. Ten years from now, China might be 30% of the world in terms of GDP, compared with 7.5% today. But this is only if it grew at 9% per year and if the US grew at 2.5% per year.

Your other question had to do with the dollar and the expectation that China will re-value. If so, the dollar should initially go down and Asian currencies move up, in line with the Chinese yuan's move up. A lower dollar will carry with it-dependending on how far it goes down-some inflation risk. The changing of currencies in this way would move toward changing, with lags, trade and current account deficits: in the US; in China; and in parts of Asia which are less competitive with other parts of the world in terms of how the exchange rates affect them. Over time, there would probably be a net positive effect for the US and world economies rather than a negative one.

If China revalues, one would expect the currency to go up. An initial pass would be to a basket of currencies. This would include the dollar and other major currencies. China would probably float a fairly narrow band, which would then be controlled. Markets don't tend to accept that and would probably drive the Chinese currency even higher. So we could have, and will have, if we have an unhooking of the currency after it has

---



been fixed for so long, some big, big gyrations in financial markets. But financial market gyrations don't necessarily have a major impact on inflation or on economies, unless they continue in the same direction in a pronounced way from the initial shocks.

In ten years' time, if Chinese GDP growth is 8% to 9% and US growth is 2.5%, China's weight in world GDP would be about 30%. The US would still be the biggest source of world GDP. But, of course, a 30% share of GDP would far surpass Japan, and be the second biggest economy in the world.

Of course, if the weight of China in the world economy were to get that high relative to GDP, can you imagine the power of the country in all dimensions that would go with it? It would be a quite different Asian world and a quite different global situation if you had that kind of change in the relative position of economies in just a ten-year span. Those growth rates are fairly aggressive. We're forecasting 7.7% for China this coming year, on an upward re-evaluation of the currency. Also, 2.5% is less than we're forecasting for the US. So the relative comparison I have given is based on an extreme average calculation.

**Q** I disagree with your assessment of the movement of the US dollar. You used three words to describe this policy. You said the US administration's attitude to the dollar, its dollar policy, is "benign". You also said the direction in which the dollar would move would be a "tremor" rather than an earthquake. Third, you also predicted the dollar would decline along a "trend". I disagree with each of these three words you used to characterize the dollar movement: "benign", "tremor" and "trend".

I think the US is more than "benign" in regard to its dollar policy. Maybe a more accurate word would be that the US is "totally irresponsible". The US dollar is the reserve currency. A country whose currency acts as the reserve currency has the obligation to see the dollar value be maintained

---

in a stable fashion. But the US is not doing anything by way of increasing taxation in a country that is at war. Sure, the current administration is trying to reduce a little bit of spending, but I doubt how much it will be able to actually reduce spending in the current political environment.

I also have a dispute with the word “tremor”. I think the possibility is that we may experience an “earthquake” rather than a “tremor”. US liabilities held by foreigners is currency nearly 30% of US GDP. Those foreigners are very uneasy about the declining value of the dollar assets they are holding.

If the dollar keeps going down, foreigners, including the Chinese, may want to pull out of their dollar assets. If any one of the major countries starts doing this, it will bring an “earthquake”. The movement of the dollar would not be gentle or steady. It would be a crash.

**A** There is the possibility of a major slide in the value of the dollar. The dollar is vulnerable and there is the possibility that in a short period of time there will be a “crash”, though we have to define what that word means. I am with you about the downside vulnerability of the dollar. The fragility brought about by the combination of high budget and current account deficits, which have come for various reasons-of which very little can be done about, i.e., the healthcare and societal demands on the budget in outyears-makes the two deficits, rising debt, and non-service of debt when interest rates rise that go with it, very scary.

I have previously written about this in a paper about a year ago with Bob Rubin and Peter Orszag. We highlighted the possibility of something called “fiscal and financial disarray,” possible at any time. And, it could be triggered by the dollar.

The history of this kind of circumstances tells us, though, that when people in markets are reminded of it-perhaps in a speech by Chairman

---

Greenspan, as happened a few months ago, or a terrible trade number, or something that markets view as irresponsible on the part of policy, or a casual comment by a president or an administration person-the market reaction is outsized. It is in reaction to risk and the fear of an earthquake. But the earthquake doesn't happen.

We saw this in the 1980s. We had many, many tremors. People like me were concerned about the two deficits and their implications and market implications. I talked about it for five or six years. We did learn that it takes a while to happen. So I'm a little bit more cautious now about your well-placed concern.

I don't think I could use the word "irresponsible" about US tax policy because of the way in which the tax cuts were implemented and the reasoning behind the tax cuts. They were to rescue an economy, and a world economy, that was looking very 1930s-like, and then to deal with budget deficits later because of the choices. What do you do? Do you try to revive the economy and the world economy? Or do you worry about deficits and do nothing? Where would we be if the administration had done nothing? I have done some studies recently that ask that question. The US economy would have struggled very badly. It's a tough choice.

The risk is there, though, and markets will remind us about it at any time. As the US economy gets closer to full employment, if it does, the risk of what you describe will get greater. Along with any dollar declines, there would be some pickup in inflation, also a pickup of interest rates. That combination would be deadly for the stock market. If the stock market went down, investors would perhaps flee to other places where there was less risk, although there would still be risk. Some of those holdings you described could be let loose. Then we would have real trouble.

So, I am aware of what you say. It is a significant risk in our thinking.

---

“Benign” is the choice of words for this administration. They are certainly going to allow the dollar to go where the market takes it. If the market takes the dollar down 25% in a week, I don’t think you’ll see no reaction, however. If it gradually goes down 10%, or 15% or 20% over the next year or two, there will be no reaction. If it goes down 25% suddenly, you will see a reaction. If it goes down 25%, though, over a year or two, you probably won’t see much reaction at all by the Administration.

The real test will be whether or not the policies of the US get fixed and move in a direction that represents soundness, which, in turn, will be the basis for a solid or strong dollar. Given your perception, I hope you don’t own any dollar-denominated assets. You should be out of dollar-denominated assets, given the view you have.

Notice, though, that I haven’t said anything to counter your view. I can’t say anything to counter the concerns you expressed for the long run on how US policy is being conducted.

**Q** I have three short questions. During the Vietnam War era in 1968, the US expenditures was USD 36.5 billion. Each day, the US spent USD 100 per US soldier in Vietnam. At that time, a New York subway token was about 15 cents. Now, it is USD 1.50. If you also multiply the Vietnam War expenditure by ten times, you get a huge amount. What is the yearly Iraqi war expenditure these days?

Second, what is the 2005 budget deficit you are expecting?

Third, yesterday the London market closed with JPY 100 being equal to USD 1. At the end of next year, what will be the JPY: USD rate?

**A** The Vietnam War expenditure came on top of an already significantly rising inflation rate in an economy that was actually above full employment. It added a lot of demand stimulus. It was a much larger

---

portion of the US economy than is the USD 100-150 billion annual outlay on Iraq at this time. It is a smaller percentage this time. So as a demand stimulus to the economy, it is minimal. It is an extra-added budget deficit item. That is a negative. But it will have nowhere near the magnitude of the inflationary impact that the Vietnam War turn in spending had.

Second, we are projecting a US budget deficit in 2005 at about USD 400 billion. The budget deficit will go down before it goes back up again in 2007, if the US economy grows at the rates I described.

Third, we are currently predicting a range from JPY 105 to 100 to the USD. We think we will challenge JPY 100 fairly soon. We are thinking the middle of the year will see JPY 95 or 97. One year out, I'm not sure whether, as the year goes by, the major downturn I described necessarily stays for the dollar in the same scope. So a year from now we see the low rate somewhere in the JPY 90s to the dollar. Remember, that the Japanese economy isn't doing that well. Interest rates are flat and will not change. Those are really yen negatives. The depreciation of the dollar against the yen may not be as great as some may think.

- Q** Bush is pushing a series of reforms through Congress. They cover taxes, Social Security and tort. First, about Social Security, as you know the Democrats don't want any reform in this regard. They have gone so far as to even question whether the US really has a Social Security crisis. Against that argument, you also provided some ammunition for them in the sense that, because Social Security is based on waged-based inflation, which is higher than the "core" inflation rate, it provides a rise in Social Security revenue. But this was looking backward. In the past, wages were rising faster. But with the changing reality with US deficits and non-employment keeping up with an expanding economy, this trend certainly will not keep going. The US consumption base also has its weakness. How does this affect your Social Security calculations?
-

Second, any reform toward a simplification of a single tax rate, as Steve Forbes has mentioned, is certainly anathema to the Democrats once again. What are the chances of Congress passing such a law?

Third, you mentioned a tort law reform bill has a low chance of passing. But I also saw some analysis of the most recent election where people did not really talk much about the fact that John Edwards was a tort lawyer, and in fact did quite a bit of damage against the American Medical Association (AMA). The AMA is very solidly against him. How does this play against tort law reform?

**A** First, I do think the administration is over-emphasizing the problem of Social Security. It is part of the game. First, everyone has to understand there's a problem. If you don't have a problem, there's nothing one can get done in our society. So their use of the infinite horizon in calculating the present value of the "gap" in Social Security between receipts and payments, which gets to USD 11 trillion, is what is being debated. On a 75-year horizon, the present value of the gap, as calculated by experts like Peter Diamond of MIT, is USD 3.7 trillion. But it still is a problem.

Part of the problem is that there is a difference between the returns US citizens get on the monies invested through Social Security presently and the way in which they are invested, which was part of the original legislation, versus the returns in the capital markets, on average, over decades which one might get. The question is whether you can take advantage of that over 50, 75 or 100 years. What we've seen in the past is that 50% of the returns that exceed 7% or 8%, which exceed bonds by about 2% or 3%, create in a compound interest way a much bigger largesse. That is really the motive force behind the thought of partial privatization. That's part of it. But also, as with a lot of stuff that comes out of the Bush Administration, it is just part of the debate that ranges from what went on in Iraq to the rhetoric of the election, which overdid much in order to sell what was being sold at the time.

---

Second, the wage measures at which we look are rising faster than price inflation. That is about 4%, which shows higher wage inflation than the CPI-W. On average, you're right. Wage inflation will not exceed price inflation as much as it used to, partly because of the way we measure it, partly because of the way in which US citizens are paid, and partly because of how corporations are running things. However, the historical relationship of wage inflation over price inflation will prevail, on average, and does suggest we ought to go to price inflation for indexing, which is the way everything else is indexed.

Third, there is a broad constituency for tort reform in the US. I don't know if that affected the Kerry-Edwards campaign in terms of the election. I would say that to get 3.5 million votes, over 50% of the votes for President Bush, was really quite striking. The perception was it would be a very even election, and that it might even be unknown for months. But Bush won handily. The political pundits have not yet figured that out.

But on tort reform, litigation has gotten out-of-hand in the US. The question is what will replace it, maybe a USD 250,000 cap, which among malpractice suits can be too little. But in the present Republican Congress, some sort of tort reform will get through.

Fourth, as far as tax reform goes, simplification will occur. But that means you have to get rid of some tax deductions, close some loopholes, and probably have fewer tax rates. I doubt that our country will do a full flat tax or a value added tax. Even the president has said that if we go that way, he wants to see exemptions for charitable contributions and mortgage interest rates remain, anyway.

At the end of the day, we'll probably have some movement toward less taxation of capital, I would guess a full elimination of the tax on dividends, maybe another tax reduction on capital gains and full expensing of capital equipment, but not all the way toward a flat rate tax

---

or a complete tax on consumption. That is the theory from supply side economists and many advisers to the administration.

**Q** I would like to ask about the leadership of President Bush in the administration's policy toward the global economy. Do you think Mr. Bush in the US can show leadership in the global economy, including in macroeconomic adjustment and trade policy?

**A** I try very hard to remain non-partisan. I do not want to suggest anything that may influence your investment or business plans. If you believe what you believe, you should follow it.

But in terms of explaining how the Bush Administration thinks in terms of risk averseness, if there is a small chance of-they have used the word "rogue state" at one time, though they wisely don't use that word anymore-such a country having weapons of mass destruction, and some small chance that those weapons could get into the hands of a terrorist who could show up on the soil of the US, that was a chance they could not afford to take.

The second Bush Administration has had, in the president's words, a ratification of the Iraq policy of the first four years. He's a salesperson. He is quick to take what I would call an "assumed welcome approach," that the sale is done. I don't think that view has changed. If there is a small chance that there are weapons of mass destruction being developed or existing in a country that has declared itself to be inimical to US interests, and terrorists could get their hands on such a weapon and show up in the US so that something like September 11 could happen, the US will take action to prevent that.

If you understand that mentality-a risk averse mentality, which is the same mentality our Federal Reserve uses, in terms of its twin objectives-if there is a small risk that something might happen to take down one of

---



their objectives and make it not happen, like price level stability, say, that has a big cost. The violation of, in this example, price level stability, would have a big cost in their view. Then, they would raise interest rates mightily to make sure that doesn't happen. This is a risk averse view. It still holds true.

Colin Powell did not fully agree with that, as we all know, and the extent to which that view was part of foreign policy. Condoleezza Rice is, by nature, collaborative and will reach out, along with others, to US allies. But she will be more of a follower of the president than Colin Powell was.

So, yes, I do have a fear that confrontation with Iran, or Syria or North Korea could light up the screen and cause tremendous tremors in markets and potentially harm economies if pronounced. But I also have no illusions. If those countries do not toe the line, the Bush Administration will be very tough.

---

---

## 세계경제연구원 후원회 가입안내

---

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



서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호

전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339

E-mail : [igenet@igenet.com](mailto:igenet@igenet.com)

<http://www.igenet.com>