

2016 IGE/KITA Global Trade Forum

미국 경제와 대선이 세계 경제에 미칠 영향

The Prospects and Impact of
the US Election and Economy

Martin Feldstein



마틴 펠드스타인(Martin Feldstein)

하버드대 (Harvard University) 경제학과 석좌교수이자 전미경제연구소(NBER) 명예회장으로 현존하는 세계 최고의 경제학자로 꼽힘. 1977-1982년, 1984-2008년 전미경제연구소 회장으로 재직함. 또한 1982-1984년 로널드 레이건 미국 대통령의 경제자문회의 의장을 역임함.

미국 대선이 동북아에 미칠 지정학적 영향과 전망¹

마틴 펠드스타인(Martin Feldstein)

하버드대학교 경제학과 석좌교수

오늘 강연에서는 미국 경제와 더불어 주요 산업경제국에 대해 말씀드리겠습니다.

사공일 이사장께서 말씀하셨듯이, 미국 경제는 양호한 상태입니다. 올해 시작이 저조하기는 했지만 앞으로 2-2.5% 성장하리라 생각합니다. 특히, 실제 경제 상황을 측정하는 데에는 다소 문제가 있다는 점을 감안할 때 이미 완전고용에 이른 경제의 경우 그 정도의 성장이 예상됩니다.

미국 경제

지난해 배럴당 100달러 이상이었던 유가가 현재 50달러 미만까지 폭락하면서 미국 경제 상황은 왜곡되었고 그로 인해 인플레이션 상황이 왜곡되었습니다. 미국의 소비자 물가지수(headline inflation)는 1%를 약간 하회하는 수준으로 상승하고 있습니다. 에너지가 미치는 영향을 제외하면 인플레이션 상승률은 작년 1.8%에서 현재는 2%를 상회하는 2.2% 수준입니다. 그러

1. 본 글은 2016년 5월 16일 IGE/KITA Global Trade Forum에서 마틴 펠드스타인 하버드대 석좌교수가 강연한 내용을 녹취하여 정리·번역한 것으로서 연사의 개인 의견임을 밝히둔다.

므로 완전고용 경제에서 기대할 수 있듯이 인플레이션은 견고한 수준에 있을 뿐만 아니라 또한 상승하고 있습니다.

에너지 가격의 하락은 미국의 실물경제에도 영향을 미칩니다. 에너지 가격 하락으로 인해 에너지 부문의 활동이 크게 부진해졌고 제조업, 산업 및 에너지 부문을 뒷받침하는 제반 산업의 활동도 저하되었습니다. 따라서 미국 경제 상황에 대해 다소 왜곡된 시야를 가질 수밖에 없습니다. 그럼에도 불구하고 미국 경제는 호조를 보이고 있으며, 미국 경제를 성장시키는 원동력은 어느 때와 마찬가지로 GDP 지출의 약 70%를 차지하는 가계 부문입니다.

이제 가계 부문을 살펴보겠습니다. 미국의 실업률은 5%로 완전고용 수준을 유지하고 있습니다. 대학졸업생의 경우, 실업률은 그 절반 이하인 2.4%입니다. 낮은 실업률로 인해 노동인구가 증가하고 있으며 경제활동참가율은 작년보다 높아졌습니다. 이는 또한 실질소득을 증가시키는 효과도 보이고 있습니다. 미국의 실질 가처분 개인소득은 작년 4분기에서 올해 1분기까지 2.9% 상승했습니다. 주택 가격이 약 5.5% 상승하면서 가계자산도 증가하였습니다.

조사 결과에 따르면, 수요가 높은 노동시장, 소득 증가, 주택 가격 상승 등 위에 언급한 모든 요인들이 소비자 신뢰도를 더욱 오래 지속시키고 미래에 대한 기대를 높이는 데 기여하였습니다. 자금을 가진 소비자들의 경제에 대한 신뢰도가 상승하자 지출이 늘고 있습니다. 최근에는 소매 판매가 급격히 상승했습니다.

다. 4월 통계에 따르면, 불과 1개월 전에 비해 소매 판매가 1% 이상 상승했습니다. 1분기 증가율보다 5% 이상 상승한 것입니다. 그러므로 미국 경제가 호조를 보이고 있다는 점을 다시 한번 강조하고 싶습니다. 장기 침체(secular stagnation)와 수요 하락에 관한 논의는 이러한 통계와 일치하지 않습니다.

그러나 위험도 존재합니다. 두 가지 위험에 대해 말씀드리자면, 먼저 단기 위험을 들 수 있는데, 이는 점점 더 악화되고 있습니다. 단기 위험은 통화정책으로 인해 발생하였습니다. 이른바 ‘비전통적 통화정책(unconventional monetary policy)’을 추진한 지 10년 가까이 되었습니다. 즉, 제로에 가까운 단기 초저금리를 의미합니다. 중앙은행이 대량의 채권을 빌려서 장기 금리를 10년물 국채(10-year Treasury rate) 수준으로 낮추었습니다. 현재 10년물 국채(10-year Treasury rate)는 1.8%에 불과한데, 지금과 같은 인플레이션 상황에서 기대되는 금리의 절반 수준입니다. 이런 비전통적 통화정책, 즉, 초저금리의 여파로 투자자와 대출기관들은 자금을 다시 채우고 자산을 증식시키기 위해 위험을 감수하게 되었습니다. 그리하여 투자자들이 다양한 범위의 자산 가격을 끌어올리고 있습니다.

광범위한 S&P 500 지수의 주가수익률은 역사적 평균보다 50% 이상 높은 상황입니다. 상업용 부동산의 수익률은 상당히 낮습니다. 현재의 채권 금리가 영원히 지금처럼 낮게 유지된다고 생각할 때나 가능한 수준입니다. 결국 금리가 오르고 투자자들이 다각화보다는 수익률을 우선시하면서 장기 채권 수익률이

다시 현저히 낮은 수준을 유지할 것임을 감안하면, 이는 이해할 수 없는 수준입니다.

앞으로 우리는 이런 위험에 직면하게 될 것입니다. 결국 금리가 정상화되면 투자자와 과대평가된 자산, 그리고 불량 채무자들에게 별다른 조건 없이 자금을 빌려준 대출기관이 손실을 입게 될 것입니다. 이와 같은 손실이 발생하면 분명 경제에 악영향을 미칠 것입니다. 어느 정도 심각한 영향을 미칠지는 알기 어렵지만 사실상 우려가 되는 부분입니다. 이것이 단기 위험이며, 초저금리가 오래 지속될수록 리스크도 커질 것입니다.

다음으로는 장기 위험에 대해 살펴보겠습니다. 미국 경제의 주된 장기 위험은 여타 선진경제국들과 마찬가지로 늘어나는 재정적자 수준과 국가 부채(GDP 대비 정부 부채) 비율입니다. 10년 전 미국의 재정적자는 GDP의 1.7%였습니다. 최선은 아니었지만 나쁘지 않은 수준입니다. GDP 대비 부채 비율은 36%였습니다. 현재 GDP 대비 부채 비율은 두 배나 상승한 74%이고, 재정적자는 2.5%입니다. 의회예산청에서는 향후 10년 뒤에는 연간적자가 현재(2.5%)보다 두 배 상승한 4.9%가 될 것으로 예측했습니다. 의회예산청에 따르면, GDP 대비 부채 비율은 84%가 되고 나아가서는 100% 이상까지 상승할 것입니다. 그야말로 놀라운 전망입니다. 우리가 이러한 문제들을 해결하지 않고 방관할 것으로 보인다면, 전 세계 투자자들은 더 높은 금리를 요구할 것이고 금리가 상승하면서 부채 처리 비용이 높아질 것이며 우리의 재정적자는 더욱 빠른 속도로 증가할 것입니다. 현재 외국

투자자들이 미국재무부증권의 절반 이상을 보유하고 있습니다.

다행히 이 문제를 해결하는 데는 많은 노력이 필요치는 않습니다. 연간 적자가 지속적으로 증가하지 않고 현재의 2.5% 수준을 유지한다면 GDP 대비 부채 비율이 지금의 74%에서 약 50%로 하락할 것입니다. 적자를 감소시켜 부채 증가 속도를 늦출 방법을 찾는 것이 차기 정부가 직면하게 될 과제입니다.

이제 통화정책에 대해 살펴보겠습니다. 연방준비제도이사회(연준, FRB)가 무슨 생각을 하는지는 도무지 알 수가 없습니다. 연준은 위기가 발생하자 금리를 인하하였고 지난 12월에 금리를 0.25% 높이겠다고 합의할 때까지 금리 인상을 위한 노력은 전혀 하지 않았습니다. 그 결과 현재 근원 인플레이션이 약 2%인데 비해 연방기금금리는 0.5%를 약간 하회하는 수준입니다. 그러므로 미국의 실질금리는 마이너스입니다. 지난 12월 연준은 금리를 올해 4차례 인상하겠다고 밝힌 바 있지만 현재까지 아무 일도 일어나지 않았습니다. 6월에 있을 다음 회의에서 행동에 나설지는 미지수입니다.

재닛 옐런(Janet Yellen) 연준의장과 대다수와 연방공개시장위원회(FOMC) 위원들이 단기 금리를 매우 서서히 인상하고 싶어 한다는 점은 분명합니다. 2017년 말까지 연방기금 금리는 실질적으로 마이너스 상태를 유지할 것으로 예측됩니다. 이들은 자신의 인플레이션과 금리 전망에 기초하여 금리를 인상할 의향은 있지만 앞으로 18개월간은 마이너스 상태를 유지하겠다고 말하고 있습니다. 저는 이것이 옳바르지 않은 나쁜 정책이라 생각합니다.

니다. 완전고용에 도달하고 인플레이션이 플러스 상태로 상승하는 경제 상황에서 실질금리를 마이너스로 유지하는 것은 옳바르지 못합니다.

그렇다면 연준은 왜 이런 정책을 펼치는 것일까요? 연준이 정기회의 이후에 발표하는 성명서에서 언급한 변명과 실제 이유를 구분해야 합니다. 그들이 말하는 일련의 변명들은 수시로 바뀌었습니다. 처음에는 “중국 경제가 둔화되고 있으므로 금리를 인상해서는 안 된다.”였습니다. 왜 미국이 이를 따라야 하는지는 불분명합니다. 그러더니 “달러 가치 상승으로 인해 수출에 악영향이 미칠 수 있으므로 금리를 인상할 수 없다,” “주가가 하락하고 있다.”는 등의 이유를 내놓았습니다. 주가가 반등한 이후로는 이와 같은 변명을 그만뒀습니다. “지금은 인플레이션이 상승하더라도 상승세를 유지하지는 못할 것이다”라는 변명도 있습니다. 네, 매우 어려울 겁니다. 그것들이 연준이 제시해온 변명입니다. 언제나 금리 인상을 하기 어려운 구실이 있는 것입니다.

그렇다면 진짜 이유는 무엇일까요? 연준이 금리를 인상하지 않는 실제 이유는 두 가지가 있다고 봅니다. 첫째, 실업률을 낮추기 위해서입니다. 연준의 자체 전망에 따르면, 현재 5%인 실업률이 2018년에는 4.5%로 하락할 것입니다. 4.5%면 연준이 주장해 온 지속가능한 최저 실업률보다 낮습니다. 연준은 장기 실업률을 4.8%로 추정합니다. 그러므로 고용을 조금 더 끌어올리고 경제활동참가율을 높이기 위해 실업률을 4.8% 이하로 낮추고자 하는 것입니다.

하지만 그들이 직접 언급하지 않는 두 번째 이유도 있습니다. 연준은 경제가 다시 침체될까봐 우려하고 있습니다. 2008년의 경제 침체를 기억해 보십시오. 이런 침체가 다시 발생할 우려도 있고, 그렇게 된다면 전 세계가, 적어도 미국 국민은 연준에게 “이제 어떻게 할 것이냐?”고 물을 것이기 때문입니다. 역사적으로 보면, 경제 침체 시에 연준은 금리를 300bp 정도 대폭 낮췄습니다. 지금은 금리가 0.5% 이하이기 때문에 300bp씩 낮출 수는 없습니다. 앞으로 금리를 상당히 낮추어야 한다면 금리를 올려놓아야 합니다.

그렇다면 어떻게 경제를 침체에 빠트리지 않고 지금의 금리를 300-350bp 올릴 수 있을까요? 연준은 인플레이션율이 현재 약 2%에서 3-3.5%까지 상승하도록 내년 정도까지는 금리를 낮게 유지하면서 기다릴 계획인 것 같습니다. 아마 여러분은 연준의 목표가 2% 인플레이션이 아니냐고 반문하실 수도 있습니다. 연준의 목표는 평균 2%의 인플레이션을 유지하는 것이었습니다. 인플레이션이 2% 이하로 내려간 지 오래 되었으니 2% 이상으로 상승하더라도 나쁘지 않습니다. 그러나 인플레이션이 3-3.5%로 상승하면 연준은 인플레이션 상승을 멈추고자 할 것입니다. 연준은 명목금리(연방기금 금리)를 300bp 올릴 수 있을 것이고, 경제가 침체되었을 때 금리 인하 여력이 생깁니다. 연준은 이 점을 명시하지 않고 있으며 아마 생각조차 하지 않았을 수도 있습니다. 하지만 저는 연준이 그렇게 할 마음을 먹고 있다고 생각합니다. 이것이 그들의 목표입니다. 아주 달성하기 어려운 목표이지만, 제 생각이 옳다면 미국의 인플레이션과 금리는 더 높아지

는 방향으로 나아가고 있는 것입니다.

미국 외 다른 지역 이야기를 하기 전에 미국에서 실질 GDP를 측정하는 어려움에 대해 말씀드리고 싶습니다. 저는 이 주제에 대해 고심해 왔습니다. 사공일 이사장과도 어제 이 부분에 관해 얘기를 나눴습니다. 현재 이 문제에 관해 글을 쓰고 있기도 합니다. 미국을 비롯한 모든 산업국의 정부 통계기관은 명목 GDP, 시장 가격 기준 GDP 및 실질 GDP를 측정하면서도 상품과 서비스의 품질 개선 및 소비자에게 소개된 새로운 상품과 서비스의 가치를 감안해야 하는 거의 불가능한 정도의 어려운 임무를 맡고 있습니다. 이는 아주 어려운 일이고, 저는 실제 미국 당국에서 어떤 일을 하는지 연구해왔습니다. 그 일이 어렵다는 것은 우리 모두 아는 사실입니다. 잘 되지 않는다는 사실도 알고 있습니다. 하지만 제가 깊이 파고들어서 자세히 연구하기 전까지는 실제 통계 측정 과정이 얼마나 엉망인지 알지 못했습니다. 따라서 저라면 그런 공식적인 시도를 “차라리 하지 말라”고 하겠습니다.

공식 통계는 상품과 서비스의 품질 개선을 적절히 혹은 거의 반영하지 못하며 새로운 상품과 서비스 도입으로 발생한 가치는 아예 반영하려는 시도조차 하지 않습니다. 그러면 이것이 시사하는 바는 무엇일까요? 우리가 그렇게 많은 시간을 들여 집중적으로 지켜보는 실질성장률은 매우 과소평가 되어 있고, 미국은 물론이고 다른 국가들의 경우에도 마찬가지로 실질소득 증가율은 공식 통계보다 상당히 높다는 뜻입니다. 지난 30년간 미국의 실질 성장률(1인당 실질 GDP)은 공식적으로 1.7%로 추산되었

습니다. 실제로는 2-3%p 더 높을 수도 있습니다. 정확히 확인할 방법이 없지만, 정책담당자와 대중에게 강연하는 우리와 같은 사람들은 공식 통계가 우리 경제의 생산 증가량을 매우 과소평가한다는 점을 명확히 밝히는 것이 중요하다고 생각합니다.

유럽 경제

이제 유럽에 대해 말씀드리겠습니다. 물론, 유럽에 대해 이야기하기란 매우 어렵습니다. 각각의 유럽 국가들 사이에는 많은 다양성이 존재합니다. 독일은 실업률이 6%이고 스페인은 실업률이 20% 이상입니다. 그러나 유로존 전체를 보면 경제 활동이 매우 미약하고 향후 전망도 나쁩니다. 실업률은 10% 이상에 머물러 있고 인플레이션은 약 0%입니다. GDP 대비 부채 비율은 독일을 제외한 프랑스, 이탈리아, 스페인, 포르투갈 등의 주요 국가에서 약 100%에 달합니다.

또한, 경제 문제는 두 가지 정치적 문제와 결부되어 있습니다. 첫 번째는 난민 위기입니다. 지난해 독일에는 100만 명의 난민이 유입되었고, 현재는 더 많은 난민들이 유입되고 있습니다. 유로존 내의 갈등은 대체로 누가 유입되는 난민을 수용하며, 난민들의 월경 허가를 어떻게 할 것인지, 즉 쉥겐 조약(Schengen agreement)의 문제에 집중되어 있습니다.

유럽의 또 다른 정치적 위험은 유럽연합(EU)의 해체입니다. 유럽연합이 창설된 이후로 추이를 지켜봐 왔는데, 유럽에서 지금처럼 해체 가능성에 대한 불안이 고조된 적이 없었습니다. 다

음 달에 영국에서는 유럽연합 공식 탈퇴(Brexit) 여부를 두고 국민투표가 있습니다. 영국은 공용통화를 사용하지 않고 유로존에 소속되어 있지도 않지만 아예 유럽연합을 탈퇴할 수도 있습니다. 하지만 이탈리아나 프랑스 등의 다른 국가에서도 유럽연합에 속해 있는 혜택이 없다고 느끼는 여론이 있습니다. 심각한 위험이 아닐 수 없습니다.

하지만 경제적 측면에서, 실질 성장률을 높이고 실업률을 낮추는 데 있어서 유럽에는 실행 가능한 정책이 없다는 것이 문제입니다. 마리오 드라기(Mario Draghi) 유럽연합중앙은행(ECB) 총재는 2014년 8월 미국 잭슨 홀(Jackson Hole)에서 열린 연방준비제도 회의에서 유럽 경제 부양을 위한 세 가지 정책을 밝힌 바 있습니다.

첫째, 노동시장과 상품시장의 구조적 개혁입니다. 드라기 총재는 “그러나 이런 개혁은 일어나지 않고 있고 앞으로도 일어날 기미가 없습니다.”라고 언급했습니다. 안타깝지만 지금까지도 상황은 바뀌지 않았습니

둘째, 여유가 있는 국가들이 나서서 경기부양을 하는 것입니다. 이는 독일을 가리키는 완곡한 표현입니다. 왜냐하면 다른 국가들은 이미 부채 수준이 너무 높아서 그럴 여유가 없기 때문입니다. 예산 흑자를 유지하고자 하는 독일은 경기부양을 하지 않을 것입니다.

그러므로 이제 할 수 있는 것은 세 번째 정책뿐입니다. 드라기

총재는 “유럽중앙은행(ECB)이 금리를 낮출 것” 이라고 말했습니다. 분명 유럽중앙은행은 금리를 대폭 인하하였습니다. 단기 금리는 마이너스가 되었고, 10년물 금리도 유럽 여러 국가에서 마이너스로 내려갔습니다.

이 정책은 어떤 효과가 있었을까요? 미국에서와 마찬가지로 수익률 전반에 대한 금리를 낮추어서 주가를 상승시키고 가계의 부를 증대시켜서 지출을 늘리는 효과를 얻고자 했을 것입니다. 그 덕분에 미국은 2009-2010년에 그리고 그 이후 침체에서 벗어날 수 있었습니다. 그러나 유럽은 그런 효과를 보지 못했습니다. 왜냐하면 유럽은 미국과 같은 광범위한 공동의 주인의식(shared ownership)이 없기 때문입니다. 그러므로 양적완화를 통해 주가를 높이고 소비자 지출을 증가시키는 방법은 유럽에서 효과가 없었습니다.

따라서 대안은 유로를 평가절하해서 경쟁력을 높이는 것입니다. 분명, 이 정책을 취하기는 했습니다. 드라기 총재가 2014년 여름 잭슨 홀에서 연설할 당시 유로가 1.40에서 1.06으로 하락했습니다. 그 이후 1.13으로 반등하기는 했지만, 이것은 상당한 평가절하입니다. 그러나 유로존 국가의 수출에는 그다지 큰 영향을 미치지 않았습니다. 그 이유는 무엇일까요? 수출의 절반이 유로존 내에서 발생하기 때문입니다. 프랑스는 이탈리아에 수출하고, 이탈리아는 독일에 수출하는 식이라서 환율에 영향을 받지 않습니다.

대외 수출과 관련하여, 유럽 기업의 공통적 특징은 미 달러화

로 송장 청구가 이뤄진다는 것입니다. 유럽 기업은 세계 경제 속에서 경쟁해야 하고 달러화는 변동이 적기 때문에 상품에 달러로 가격을 표시합니다. 시차가 매우 긴 경우를 제외하고는 달러 대비 유로 환율 변화는 수출 가격에 영향을 미치지 않습니다. 유로화 가치가 급격히 하락했지만 대외 수출의 실질적 상승은 없었습니다. 즉, 유럽중앙은행은 저금리로 유럽 기업의 대출을 촉진하는 데 집중하고 있습니다. 유럽중앙은행은 채권시장에서 회사채를 매입하고 있으며, 은행에게는 마이너스 금리로 대출을 해주고 있지만 큰 효과는 없습니다. 이 정책은 상대적으로 효과가 적고, 아이러니하게도 유럽의 채권을 매입하는 것은 대부분 저금리를 이용하는 미국 기업입니다.

안타깝게도 지금은 유럽이 매우 높은 실업률, 낮은 성장률, 그리고 낮은 인플레이션에 갇혀 있는 매우 심각한 상황이며 유럽은 앞으로 나아갈 실질적 정책이나 전략이 없습니다.

일본 경제

이제 일본에 대해 말씀드리겠습니다. 일본 역시 심각한 문제를 안고 있으며 이를 해결할 좋은 전략이 부족합니다. 최근 GDP가 하락하였고, 소비자 물가지수는 기본적으로 저조하며, 예산 적자는 GDP의 6% 이상인 데다 GDP 대비 부채 비율은 200%가 넘습니다. 게다가 인구와 노동력이 줄어들면서 장기 부채 문제 해결이 더욱 어렵게 되었습니다.

하지만 동시에 일본은 매우 번영한 국가입니다. 일본의 1인당

소득 수준은 언제나 이런 식으로 비교하기는 어렵지만, 공식 통계를 보면 1인당 실질소득은 영국이나 프랑스와 어깨를 나란히 합니다. 일본 국민은 대체로 만족하고 실업률은 3.5% 이하입니다. 따라서 상황을 변화시킬 인센티브가 크지 않습니다.

아베 총리가 취임했을 때 인플레이션을 플러스로 돌리고 성장률을 높이겠다고 발표했습니다. 아베 총리는 하루히코 구로다(Haruhiko Kuroda)를 일본은행 총재로 임명했습니다. 아베 총리는 3가지로 구성된 전략을 취하겠다고 말했습니다. 첫째, 일본은행의 주도로 양적완화 정책을 펼치는 것입니다. 둘째, 재정적 인센티브를 주는 것입니다. 셋째, 구조개혁입니다.

구로다 총재는 금리를 대폭 낮추는 것으로 화답했습니다. 그로 인해 엔화 가치가 하락했습니다. 일본 수출업자들의 이익은 증대했지만 세계에 대한 수출량은 늘어나지 않았습니다. 그러므로 엔화 가치 하락은 일본의 성장률에 긍정적 영향을 미치지 않았을 뿐더러 일본 가계의 수입품 구매비용이 증가하는 바람에 경제 활동이 위축되었습니다. 구로다 총재는 앞으로 인플레이션이 높아질 것이라고 거듭 약속했습니다. 일본 국민은 인플레이션이 2% 이상으로 상승할 것으로 생각합니다. 그렇게 생각한 지는 벌써 몇 년이 되었지만 아직 인플레이션은 상승하지 않았습니다. 마이너스 금리 도입으로 인해 금융기관이 피해를 보았고, 국민에게 혼란을 주었으며, 총수요에는 아무런 영향을 주지 못했습니다.

아베 총리가 내세운 세 개의 화살 전략 중 두 번째는 재정정책입니다. 아베 총리는 경기부양을 시작했지만, 부가가치세를 5%

에서 8%로 인상함으로써 그 효과는 즉시 상쇄되었습니다. 이로 인해 일본 경제는 2분기 연속 침체에 빠졌습니다. 아베 총리는 내년에도 경기부양을 할 듯하지만, 현 시점에서는 경기부양으로 얻을 만한 유의미한 효과는 없습니다.

마지막으로 아베 총리는 구조개혁을 약속했습니다. 하지만 제 생각은 물론이고 도쿄에 갈 때 만나는 일본인 친구들의 이야기를 들어보면 구조개혁의 성과는 아주 미미했습니다. 여성의 경제활동참가율이 다소 상승하였고 엔화 가치가 하락한 틈을 타서 일본에 유입되는 관광객이 크게 늘었습니다. 농업정책에 변화가 있었지만 매우 오랜 기간에 걸쳐 단계적으로 시행되었습니다. 일본은 인구를 증가시키기 위해 이민을 확대해야 하지만 이민 확대에 대한 반감이 상당히 큼니다. 일본인들은 같은 민족끼리 높은 생활수준을 누리는 것에 만족하며 변화를 원치 않습니다.

앞으로 일본에 닥치게 될 큰 문제는 막대한 재정적자입니다. 재정적자는 영원히 지속될 수 없습니다. 재정적자가 GDP의 6% 이상이기 때문에 2017년 4월에 부가가치세를 8%에서 10%로 인상할 계획을 세웠습니다. 하지만 방금 본 도쿄발 뉴스에서는 인상 계획이 연기되었다고 합니다. 아마 2018년이나 2019년에 인상될 수도 있습니다. 그러나 그동안 막대한 적자는 줄어들지 않을 것이고 GDP 대비 부채 비율은 급속히 증가할 것입니다. 요약하면 일본은 매우 번영하는 나라지만 해결할 방법이 없는 재정적자와 부채로 인해 시한폭탄을 안고 있습니다.

중국 경제

약 1개월 전에 중국에 갔을 때 주요 경제 관료들과 이야기를 나누었습니다. 그때 중국이 진짜로 전략을 바꾸었다는 인상을 받았습니다. 이른바 “공급 개혁”을 추진해야 한다는 데는 대체로 동의하는 분위기였고, 제게 공급 측면의 개혁을 잘해냈던 레이건(Reagan) 대통령 시절에 경제 자문을 했으니 그에 관한 이야기를 해달라고 요청했습니다. 레이건 대통령 시절의 개혁은 중국의 공급 측면의 개혁과는 아무런 연관도 없습니다. 미국에서 공급 개혁이란 세율을 내리고 개인과 기업에게 인센티브를 제공하는 것입니다. 이 정책은 매우 성공적이었습니다.

그러나 중국의 공급 측면 개혁은 국영기업(SOE), 특히 중공업의 과잉 생산 능력을 줄이는 것입니다. 중국 정부는 과잉 생산 능력을 축소하기 시작했습니다. 중국 정부는 그 과정에서 수백만 명이 해고될 것이라는 것을 인지하였고, 공개적으로 언급하기도 했습니다. 이와 같은 문제를 처리하기 위한 자금을 예산에 투입했습니다. 중국 정부는 시장과 정치, 경제 측면에서 훨씬 큰 규모로 개혁을 추진할 수 있을지 여부를 시험하고 있다고 생각합니다. 중국 정부가 말한 400-500만 명을 해고하는 것은 대단히 많은 숫자로 보이지만, 중국에 존재하는 과잉 생산 능력에 비하면 적은 규모입니다. 분명, 경제 부양에 있어 과잉 생산 능력 축소를 강조하는 사람과 양적완화와 재정정책을 지지하는 사람들 사이에 긴장이 존재합니다. 그러나 앞으로 과잉 생산 능력을 축소하는 것으로 확실히 가닥을 잡으리라 생각합니다.

또한, 중국 관료들은 은행 부채와 부실채권(NPLs)의 증가를 우려합니다. 다행히 제 판단으로는 외채가 많았던 아시아 금융 위기나 국내 개인 부채가 많았던 미국의 경우와는 성격이 다르다고 생각합니다. 중국은 국영기업과 지방정부 차원의 2개 국유 은행이 보유한 부채가 대부분입니다. 결국, 부채 문제가 자연적으로 해결되지 않으면 중앙정부가 나서서 과잉 부채와 손실 일부를 흡수하리라고 생각합니다. 다행스럽게도 중국 정부의 GDP 대비 부채 수준은 50%를 훨씬 밑도는 매우 낮은 수준입니다. 그러므로 중국 정부에는 이를 흡수할 재정적 여력이 있습니다.

마지막으로 중국의 환율정책에 대해 말씀드리겠습니다. 지금은 매우 혼란스러운 상황이라는 말씀을 드릴 수밖에 없습니다. 위안화(RMB)는 달러 대비 가치가 하락하였고 그 때문에 중국과 미국에 문제가 생겼습니다. 그러나 동시에 무역가중치 기준으로 보면 위안화 가치는 상승하며 강세를 보이고 있습니다. 그래서 중국은 통화 바스켓에 대해 위안화를 관리하겠다고 말했습니다. 즉, 전체 통화 바스켓 대비 위안화 가치를 낮추어서 지금보다 경쟁력을 확보할 여력을 갖추겠다는 뜻입니다.

그러나 이를 공개적으로 언급하지 않고 위안화와 달러 환율에 대해서만 언급합니다. 통화 바스켓을 목표로 한다는 이야기가 나오면 사람들이 이를 위안화 가치를 절하할 계획이라고 해석해서 자본유출로 이어질까봐 우려하기 때문입니다. 따라서 중국 정부는 어떤 정책을 추진하면서도 있는 그대로 말하지 못하는 상황에 처했습니다. 앞으로 1-2년간 일어날 일을 추측컨대, 위안

화 가치가 소폭이긴 하나 점진적으로 하락할 것이라 생각합니다.

인도 경제

마지막으로 인도에 대해 몇 가지 말씀드리겠습니다. 인도 경제는 호조를 보이고 있습니다. 인도의 경제 성장률은 약 7.5%입니다. 저는 인도의 친구들과 인도 정부에 있는 지인들에게 그 통계가 진짜인지, 믿어도 되는지 물었습니다. 그들은 “그렇다”고 답했습니다. 그들이 그렇게 말한다면 믿어야 합니다. 그러므로 인도의 실질 경제 성장률은 7.5%입니다. 거시적 차원에서 인도 경제는 잘 운용되고 있습니다. 인플레이션은 약 5%로 하락하였고 경상수지 적자는 약 1%에 불과합니다. 그러나 인도에게 장기적으로 중요한 것은 구조정책입니다. 안타깝게도 인도는 이런 구조정책을 제대로 추진하고 있지 못합니다.

나렌드라 모디(Narendra Modi) 총리는 세 가지 정책을 강조했습니다. 첫째, 일종의 국내 부가가치세인 국내 상품 및 서비스세를 도입해 각 주별 세금을 대체하는 것입니다. 이는 경제에 도움이 될 중요한 정책입니다. 현재까지는 국민의회당(Congress party)이 상원에서 차단하고 있기 때문에 이 정책이 의회에서 통과되지는 못했습니다. 그러나 지금 인도는 선거 기간이고 이번 주말경 결과가 나올 것입니다. 낙관론자들은 국민의회당이 법안을 차단할 능력을 잃을 것이고 모디 총리가 적을 둔 인도인민당이 상원에서 과반을 차지하지 못하더라도 법안을 통과시킬 수 있으리라고 생각합니다. (그렇게 된다면) 이것은 아주 큰 긍정적 요인으로 지켜볼 만한 가치가 있습니다.

나머지 두 개혁은 그만큼 낙관적이지는 못합니다. 모디 총리가 노동시장 개혁의 필요성을 말한 것은 옳았습니다. 진지한 제조업 경제로 나아가려면 노동시장을 개혁해야 합니다. 그러나 모디 총리는 의회를 설득하지 못했습니다. 심지어 자신의 소속 정당조차 개혁을 받아들이지 않고 있습니다. 따라서 모디 총리는 이를 각 주의 재량에 맡기겠다고 했습니다. 각 주는 제조업을 유치하고 싶다면 적절한 노동시장 개혁을 추진해야 하고, 주차원의 경쟁 과정에서 노동시장 정책이 점차 개선될 것입니다. 이 전략이 효과가 있기를 바라지만 아직은 효과가 없습니다. 현재까지 1개 주가 개혁에 나섰지만 그나마도 소규모 기업이 대상이었습니다.

마지막으로 토지 취득 정책입니다. 이는 사업 확장과 이전을 원하는 기업에게 엄청난 장애물이 됩니다. 또한 각 주의 재량에 달려 있습니다. 인도는 엄격한 연방체제입니다. 이번에도 모디 총리는 개별 주의 재량에 맡기겠다고 말했습니다. 모디 총리가 구자라트주 주총리를 지낼 당시 그는 구자라트에 기업을 유치하기 위해 중요한 변화를 이뤄냈고 다른 주 총리들도 구자라트주의 경험에서 배울 것을 권유했습니다. 그랬다면 좋았을 테지만 이는 아직 실현되지 않았습니다.

게다가 재앙에 가까운 인도의 초등교육이 매우 걱정스럽습니다. 인도가 아주 잘하고 있는 부분도 있습니다. 세계의 다른 어떤 경제대국보다 실질 경제 성장률이 높습니다. 그러나 실질소득이 증가하는데도 불구하고 이런 구조적 문제를 해결할 수 있

다면 더욱 발전할 가능성이 있습니다.

질의 응답

A

Q 도널드 트럼프(Donald Trump)가 대통령에 선출되면 어떤 입장을 취하리라 생각하십니까? 환태평양경제동반자협정(TPP)과 관련하여 말씀해 주십시오.

A 힐러리 클린턴(Hillary Clinton)과 도널드 트럼프(Donald Trump)는 모두 TPP에 대해 반대 입장을 표명했습니다. 힐러리의 경우, 정적인 샌더스(Sanders)로 인해 그런 입장을 취했습니다. 샌더스가 TPP에 반대했고 힐러리는 그 문제에 대한 논의를 중단하고 싶어 했기 때문입니다. 그래서 현재의 형태로는 TPP를 지지하지 않는다고 말한 것입니다. 제 생각에는 힐러리가 차기 대통령이 될 것 같습니다. 그렇게 된다면 TPP는 의회 통과에 필요한 정도로 약간 변경될 것입니다. 제 생각은 그렇습니다. 한국에는 거의 영향을 미치지 않거나 아무런 영향을 미치지 않을 정도의 아주 작은 기술적 변경이 있을 것입니다. 그리고 힐러리 클린턴은 TPP를 지지하리라 생각합니다. 그러면 실제로 발효될 가능성이 상당히 큼니다.

트럼프는 완전히 예측 불가능한 사람입니다. TPP뿐만 아니라 다른 일도 어떻게 할지 알 수 없습니다. 문제는 “과연 트럼프가 실제로 당선될 가능성이 있는가?”입니다. 몇 개월 전만 해도 대통령 후보가 될 가능성이 없다고 생각했는데 지금은 목전까지 와 있습니다. 저는 트럼프가 유권자의 30%에게 지지를 받는 인기 후보라는 점이 아니라 힐러리 클린턴이 민주당에서 지지를 받지 못한다는 점이 걱정스럽습니다. 힐러리보다 좌익 성향을 가진 정적, 샌더스의 지지자 중 다수가 총선에서 트럼프를

지지할 수도 있습니다. 아주 끔찍한 일이 될 것입니다. 트럼프는 매우 영리하게도 자신을 좌익이나 우익 중 어느 한쪽으로 내세우지 않고 미국을 다시 위대하게 만들어줄 사람으로 정의했습니다. 솔직히 거기에 반대하기는 어렵습니다. 트럼프가 힐러리를 싫어하는 표의 일부를 가져갈 것으로 생각합니다. 바로 이 점이 위험합니다. 트럼프가 대통령이 되면 미국의 외교정책은 비단 TPP만이 문제가 아닐 것입니다.

Q 저는 미국에서 경제가 호황이면 민주당이 이기고 경제가 나쁘면 공화당이 이긴다고 배웠습니다. 그게 사실인지 아닌지는 모르겠습니다. 교수님께서도 벌써 다섯 번이나 “경제가 호조”라고 말씀하셨는데, 이번 선거 결과가 어떻게 되리라고 예상하십니까?

A 민주당과 공화당, 호황과 침체를 비교하는 것은 경제의 상호작용을 지나치게 단순하게 보는 시각이라고 생각합니다. 누가 재임 중인지에 따라서도 달라집니다. 그러나 이번은 경제에 좌우되는 선거가 아닙니다. 저도 알고 여러분도 아는 미국 경제의 강점에 대해 미국 국민이나 언론은 동의하지 않습니다. 그래서 소득이 몇 십 년째 오르지 않았다는 이야기가 나오는데 이는 사실이 아닙니다. 우리가 잘못 측정하고 있기 때문입니다. 하지만 “소득이 향상되었는지는 알기 어렵지만 평균적인 미국인의 소득은 향상되지 않았다.”는 주장이 사람들에게 호소력이 있습니다. 지난 10-20년간 온갖 혁신과 신제품 개발, 품질 변화가 있었음에도 불구하고 소득이 그다지 나아지지 않았

다는 것은 말도 안 됩니다. 그러나 두 정당 모두 상황이 나아지지 않았다고 주장합니다. 저는 이런 주장이 이번 선거 결과의 불확실성에 일조했다고 생각합니다.

Q 어떤 사람들은 트럼프가 대통령이 되면 미국의 마지막 대통령이 될 것이라고 합니다. 그만큼 재앙이라는 뜻일 것입니다. 첫 번째 질문을 드리겠습니다. 교수님께서 말씀하셨듯이 트럼프는 예측 불가능한 사람입니다. 그러나 어떤 사람은 트럼프가 매우 상황 판단이 빠르고 그가 하는 모든 말은 표를 얻기 위한 전략이라고 합니다. 트럼프가 생각보다 정상적인 사람일 지도 모르며 교수님께서 말씀하셨듯이 의도적으로 자신이 어떤 사람이라고 정의하지 않습니다. 트럼프가 대통령이 되면 지금보다 정상적인 대통령이 될 가능성도 있습니다. 둘째, 미국은 언론이나 학계 등과 같이 견제와 균형 시스템(checks-and-balances system)이 발달해 있으므로 이 시스템이 악영향을 막아줄 것입니다. 셋째, 트럼프가 대통령이 되는지 여부를 떠나서 진짜 문제는 중산층이 사라지는 데 대한 아무런 대책을 세우지 못하는 엘리트나 기득권을 향한 분노와 좌절이 존재하는 것입니다. 그 중 일부는 교수님께서 말씀하셨듯이 측정 문제일 수 있습니다. 하지만 미국에서만뿐만 아니라 전 세계가 그렇게 느끼고 있습니다. 이러한 분노와 좌절의 기저에 있는 문제를 해결하려면 어떻게 해야 할까요?

A 먼저, 생활수준이 저하되는 등의 어려움을 겪는 중산층에 대해 이야기하겠습니다. 다시 한 번 말씀드리지

만 이는 통계적 오류이며 사실이 아닙니다. 진짜 문제는 질문자께서 비합리적인 행동을 견제하고 균형을 잡는 역할을 해야 한다고 말한 언론이 그 사실을 보지 못하는 데 있습니다. 매우 큰 규모의 의회 직속 비정당 기구인 의회예산청은 전반적으로 잘못된 실질소득 통계와는 완전히 별개로 중산층 가계소득 변화를 주의 깊게 분석하였습니다. 공식 통계를 살펴보면, 지난 20년간 중산층 가계소득은 직접 수령한 현금 측면에서 소폭 상승했습니다. 기업에서 받는 부가혜택과 정부에서 받는 이전지출(transfer payments), 푸드스탬프, 주택보조금, 사회보장연금 등을 고려하면, 중산층의 소득은 상당히 증가했습니다. 이는 비밀도 기밀문서도 아닙니다. 제가 그 문서를 읽고, 대중 언론에 기고를 통해 흥미를 끌어보고자 시도하기도 했습니다. 그러나 중산층이 몰락하고 있고, 소득이 늘지 않았다는 등의 이야기를 하는 편이 훨씬 쉽습니다. 이것은 심각한 문제입니다. 다른 국가에서도 문제가 되리라고 생각하지만, 다른 나라의 데이터에 대해서는 잘 모릅니다. 이 문제를 해결하려면 어떻게든 정치인이나 대중의 이해가 개선되어야 한다고 생각합니다.

견제와 균형은 매우 중요합니다. 그 덕분에 제가 밤에 편안히 잠들 수 있습니다. 국내 정책의 경우, 법안이 되려면 하원을 통과해야 합니다. 힐러리 클린턴이 매우 좌파적 정책을 추구하든, 트럼프가 대통령이 되어 정신 나간 짓을 하든 상관없습니다. 법안이 하원을 통과하려면 공화당이라는 벽을 넘어야 합니다. 국내적으로는 나쁜 일이 일어나지 않을 것입니다. 힐러리 클린턴이 대통령이 되면 가만히 앉아서 2018년에 하원을 되찾기를 바

라고 있지는 않을 듯합니다. 오히려 힐러리는 공화당과 협상하기를 원할 것입니다. 게다가 폴 라이언(Paul Ryan)은 협상을 좋아합니다. 하원 의장 폴 라이언은 민주당과 협력한 적이 있습니다. 오바마(Obama) 대통령이 아니라 상원의 민주당과 함께였습니다. 이는 오바마 대통령의 협상력이 떨어진다는 사실을 시사합니다. 힐러리는 협상가의 자질이 훨씬 뛰어납니다. 힐러리가 상원의원이었을 때의 경험으로 미루어 알 수 있습니다. 그러나 위험한 것은 대통령이 군사나 다른 측면에서 훨씬 더 많은 재량을 발휘할 수 있는 외교정책입니다. 기존에 책정된 예산 범위 내에서는 의회의 승인을 받을 필요가 없습니다. 저는 그 점이 걱정됩니다.

Q 한국 정부는 구조개혁을 추진하고 있습니다. 제 생각에는 지금까지 큰 성과를 거두지 못했습니다. 금리는 거의 고정되어 있고 자산 가격은 안정적입니다. 이제 정부는 재정 정책을 고려하고 있습니다. 한국 경제에 대한 의견이나 전망을 들려주시면 감사하겠습니다.

A 제가 한국 경제에 대해 더 잘 알고 있다면 좋을 텐데 아쉽습니다. 한국 경제에 대한 전체적 성과지표를 살펴보았을 때는 재정적자나 인플레이션, 실업 등의 수치들은 다른 OECD 국가보다 상당히 좋았습니다. 그러나 언제나 개선의 여지는 있고, 한국은 역사적으로도 실질 경제 성장률에서는 슈퍼스타였습니다. 더 좋은 정책을 쓰면 이보다 더 개선될 것입니다. 하지만 한국 경제를 면밀히 지켜보고 있지 않아서 더 좋은 의견

을 제시하기 어렵습니다.

Q 한국은 비정상적인 상황에 처해 있습니다. 40-50년 만에 처음으로 한국 경제는 세계 경제에 비해 성장률이 둔화되었습니다. 동시에 한국은 갑작스럽게 지나치게 돈이 많은 국가가 되었습니다. 앞으로 수십 년간 한국은 연금 시스템을 통해 국내 저축이 많이 쌓일 것입니다. 이 돈은 해외에 투자해야 하고, 그러려면 패러다임의 전환이 필요합니다.

A 세계 평균을 보면 대국의 소득이 낮은 것을 알 수 있습니다. 인도는 경제 성장률이 7.5%이고, 중국은 약 6%입니다. 한국은 수십 년간 우수한 실적을 낸 덕분에 지금은 소득 수준이 훨씬 높아졌습니다. 그러므로 이제 한국은 다른 최빈국들처럼 따라잡기 방식으로 성장하지는 못할 것입니다. 일등 성적표를 받는 데 익숙해져 있는 국가이기에 감정적, 심리적으로는 걱정이 되겠지만 그리 걱정할 만한 일은 아니라고 생각합니다.

국가의 저축을 다각화하는 것은 매우 중요합니다. 다른 국가들은 이미 명시적으로 이를 추진했습니다. 스칸디나비아 국가들의 경우, 이들의 연기금은 명백히 국제화되어 있습니다. 규정상 이 자금을 해외에 투자해야 합니다. 개인적으로도 포트폴리오를 다각화하는 것이 바람직할 것입니다. 다각화는 한국의 이점이 될 것이며 그렇게 되기를 바랍니다.



Martin Feldstein

Dr. Martin Feldstein is the George F. Baker Professor of Economics at Harvard University and the President Emeritus of the National Bureau of Economic Research. He served as President and CEO of the NBER from 1977-1982 and 1984-2008. He also chaired the Council of Economic Advisers (1982-1984) for President Ronald Reagan.

The Prospects and Impact of the US Election and Economy¹

Martin Feldstein

George F. Baker Professor of Economics
Harvard University

I will talk about the US economy and some of the other major industrial economies.

As Il SaKong said, the US economy is in good shape. Despite a low start this year, I think we will see the economy growing at 2-2.5% during the coming months. And that is what you would expect for an economy that is already at full employment, especially given some of the problems at measuring what is actually happening in the economy.

The US Economy

The picture of the US economy is distorted by the fact that energy prices have come down so dramatically in the past year from over US\$100 a barrel to less than US\$50 now. That has distorted the picture of inflation. If you look at the headline inflation, the headline Consumer Price Index for the United States, it is increasing at about a little less than 1%. And if you take out the impact of energy, the increase in inflation is now

¹ This is a transcript of the speech by Professor Martin Feldstein at the IGE/KITA Global Trade Forum on May 16, 2016. The views expressed here are the speaker's.

over 2%, 2.2% and a year ago the same increase was 1.8%. So not only is inflation at a solid level but it is also increasing, as you would expect in an economy that is at full employment.

The decline in energy prices also affects the picture that we all have of the real economy in the United States. Not only does it dramatically depress activity in the energy sector, but it has depressed manufacturing activity, industrial activity, and the various industries that support what goes on in the energy sector. So we get a somewhat distorted picture of what has happened. But despite that, the US economy is clearly in good shape, and the driver of the US economy is as always the household sector that represents about 70% of spending in GDP.

Let's take a look at the household sector. We have full employment and the unemployment rate of 5%. For college graduates, the unemployment rate is less than half of that, 2.4%. These low unemployment rates are drawing more people into the labor force, so the labor force participation rate is higher now than it was a year ago. And it is also having the effect of pushing up real incomes. So, real disposable personal incomes in the US rose at 2.9% from the final quarter of last year to the first quarter of this year. Household wealth is also up with home prices rising at about 5.5%.

All of that – the tight labor markets, rising income, rising home prices, according to the surveys, has contributed to a much longer consumer confidence and better expectations about

the future. Given that they have the money and that they are feeling more confident, consumers are spending more. We saw the most recent retail sales figures grew up dramatically. The number for April represented that retail sales increased more than 1% relative to just one month before. And that is up from a growth rate from the first quarter of more than 5%. So again I would stress that the economy is in good shape. All the talk about secular stagnation and declining demand just does not fit with the numbers.

But there are risks. I want to talk about two kinds of risks. There are short-term risks and I think they are getting more serious. Those are risks that have been created by the monetary policy. We have had the so-called ‘unconventional monetary policy’ now for nearly a decade that meant exceptionally low, essentially zero short-term interest rates. It meant the central bank borrowing large quantities of bonds to drive down long-term rates to the 10-year Treasury rate which now is only 1.8%, about half of what you would expect in an economy with the current inflation. So the result of this unconventional monetary policy – the result of the extremely low interest rates – has been to drive investors and lenders to take risks in order to refill and in order to earn more in their assets. So we are seeing investors pushing up the prices of a wide range of assets.

Look at the price earnings ratio for the broad S&P’s index of 500 securities. The price earnings ratio for the S&P 500 is now more than 50% higher than it has been in its historic average.

Look at commercial real estate. The return on commercial real estate is extremely low. It is at levels that it would make sense if the current bonds interest rates were going to stay this low forever. But it is at levels that do not make sense given that the interest rates will eventually be raised and those long-term bond yields are again kept remarkably low by investors reaching for yield rather than trying to diversify away from that.

So these are the risks that we face, going forward. When interest rates normalize, as eventually they will, there are going to be losses to these investors and overpriced assets, and losses to lenders who have been lending to lower quality borrowers – lending to borrowers with fewer conditions. And when those losses happen, they will undoubtedly have adverse effects on the economy. I am not smart enough to know how bad those effects will be, but I must say I do worry about that. That is the short-term risk and the longer we see these very low interest rates continue, the greater those risks become.

Looking at the longer-term risks, I think they are the principal risks in the US economy as in other industrial economies is the rising level of fiscal deficit and of the ratio of the national debt – the government debt to GDP. If we go back a decade ago, our deficit was 1.7% of GDP. It is OK although not as good as it could be. The debt to GDP ratio was 36%. Now that debt to GDP ratio is twice as high, 74%, and the fiscal deficit is 2.5%. The Congressional Budget Office forecasts that a decade from now the annual deficit would have doubled from today's 2.5% to

4.9%. According to the Congressional Budget Office the debt to GDP ratio will be 84% and on a path that would take it to more than 100%. To me, that is a frightening prospect. If the world comes to believe that we are not going to fix those problems and will allow that to happen, then I think that investors around the world will insist on a higher interest rate, that higher interest rate will increase the cost of dealing with the debt and that will cause our deficit to rise even faster. And foreign investors now hold more than half of US Treasury securities.

Fortunately, it does not take a lot to fix that problem. If the annual deficit stays where it is today instead of moving from today's 2.5% and moving up, that will cause the debt to GDP ratio to be on a path coming down from today's 74% to about 50%. I think that is the challenge that the next government will face, that is, to find ways of reducing the deficit and therefore slowing the growth of the debt.

Let me turn to the monetary policy. What the Federal Reserve is up to is a real puzzling subject. The Fed lowered interest rates when the crisis hit and did not do anything to raise interest rates until last December when the Fed agreed to increase interest rates by a quarter of 1%. The federal funds interest rate today is still a little less than a half of a percent at a time when the core inflation is about 2%. So we are looking at a very negative real interest rate. Even though the Fed in December said they would move up 4 times this year, so far this year nothing has happened. The next meeting in June is not at all clear that they will do

anything then.

What is clear is that Janet Yellen and the majority in the chair of the Federal Reserve and the members of the FOMC want to see short-term interest rates increase only very, very slowly. The forecast is that by the end of 2017 we will still be looking at a federal funds interest rate which is negative in real terms. Based on their forecast of inflation and the interest rate, they are saying that while they would like to see the rate move, it will still leave at negative by 18 months from now. I think that is wrong. I think that is a bad policy. For an economy that is at full employment and that has a positive and rising rate of inflation, I think it is wrong to be keeping real interest rates negative.

Then, why is the Fed doing that? I think that it is important to distinguish between the excuses that the Fed gives in the statements that they release after their periodic meetings from what I would say the real reasons are. We have seen a series of excuses changing from time to time. In the beginning it was, "Well, the Chinese economy is slowing down, so we have to not raise interest rates." Not clear why that follows at all for the US. And then it was, "Well, the dollar is now rising and that might hurt our exports, so we cannot raise interest rates," "Well, the stock market is falling," etc. Well, the stock market has since turned around, so they take that excuse off the table. Or the other excuse is, "Maybe, inflation is up, but it will not stay up." Well, it is very hard. Those are the kinds of excuses they use. It is always very hard to ever decide to raise rates.

But, what are the real reasons? I think that there are two real reasons why the the Fed is not raising rates. The first – the obvious one – is that they want to have a lower rate of unemployment. The Fed's own forecast is that the unemployment rate will come down from 5% now to 4.5% in 2018. 4.5% would be lower than the unemployment rate that the Fed itself says is the lowest sustainable rate of unemployment. Their own estimate of the long-term level for the unemployment rate is 4.8%. So they want to push that unemployment rate down, beyond that, in order to scoop up some more employment and in order to draw some more people into the labor force.

But there is a second reason that they do not talk about. Fed is worried of what would happen if the economy turns down again. Remember that the last downturn happened back in 2008. Maybe it is going to happen again and if it happens, the world would turn and at least the American public will turn to Fed and say, "What are you going to do about it?" Historically, what the Fed has done when the economy turns down is to reduce interest rates sharply by, say, 300 basis points. They cannot reduce interest rates now by 300 basis points because the rate today is less than half of 1%. If they are going to reduce rates substantially in the future, they are going to have to get those rates up.

So how are they going to get the rates from where they are today to 300-350 basis points without pushing the economy

into a recession by doing so? I think that the answer is that their strategy and plan is to keep interest rates low for the next year or so to drive up the inflation rate, so that the inflation rate will go from today's roughly 2% to 3-3.5%. You might say, "Well, isn't that above their goal of 2% inflation?" The answer is that the goal was to have an average which they would say 2%. Since it has been below 2% for quite a while, it is not so bad if it stays above 2%. But if it gets up to 3-3.5%, then the Fed would want to stop the inflation from rising. It would be able to push up nominal interest rates – the federal funds rate – just 300 plus basis points and that will give them the capacity to drive down interest rates if the economy weakens. They are not saying that and maybe they are not even thinking that, but I think that is what they are thinking. I think that is their goal. It would be a very tough goal to pull off, but if I am right, it means that we are heading for higher inflation and higher interest rates in the US.

Before I leave the US and talk about other parts of the world, I want to say something about the problem of measuring real GDP in the US, the subject I have been thinking about a lot. Il SaKong and I talked about it at dinner last night. I am writing about it. I think the government statisticians in the US and indeed in every industrial country are given an impossibly difficult task of going from nominal GDP, GDP at market prices, to real GDP, taking into account the improvements in the quality of goods and services and taking into account the value of the introduction of new goods and services to consumers.

That is a very tough thing to do and I have been studying what in fact the US authorities do. We all know that it is tough. We all know that it is not done well. But until I dug in there and studied it in detail, I had not realized how bad the actual process is. So I would say to the official attempts, “Just do not do it.”

The official numbers do not deal adequately or hardly deal at all with improvements in the quality of goods and services and they do not even try to deal with the value created by the introduction of new goods and services. So what is the implication of that? It is that the real growth rates that we spend so much time focusing on are greatly underestimated and that the true growth of real incomes in the US and I suspect in other countries as well is substantially higher than the official numbers imply. In the US, over the last 30 years real growth is estimated officially to have been 1.7% real per capita GDP. The reality could be 2-3 percentage points higher than that. There is no way to know. But I think the key thing is for policymakers and for those of us who talk to the public is to make it clear that the official numbers greatly underestimate what has been happening to the increasing output of our economy.

The European Economy

Let me turn from the US to Europe, and of course it is very hard to talk about Europe. There is so much diversity among the individual European countries. You have Germany with an

unemployment rate of 6% and Spain with an unemployment rate of more than 20%. But I think that if you look at the Eurozone as a whole, what we see is a region with very weak economic activity and poor prospects for the future. The unemployment rate is stuck at more than 10%, the inflation rate is about zero, and the debt to GDP ratios are about 100% in major countries, not in Germany but in France, in Italy, in Spain, in Portugal and elsewhere.

The economic problems are compounded by two political developments and the first is the refugee crisis. A million refugees were coming to Germany last year, and more are coming now. And a conflict within the Eurozone is more generally about who will take those incoming refugees and what will be done about border permissions to cross borders – the Schengen arrangements.

The other political risk we see in Europe is the risk of a breakup of the European Union. I have been following what has been happening ever since the creation of the European Union and I have not seen as much nervousness in Europe as there is today about the possibility that it might just fall apart. There is the British vote coming next month about whether Britain will formally leave the European Union. The UK is not part of the common currency and not part of the Eurozone but it might pull out completely. But we also see polls in other countries – in Italy, in France, and in elsewhere, indicating that the public does not feel they are benefiting from the membership in the

European Union. So there is a serious risk.

But back to the economics, I think the problem of increasing real growth and reducing the unemployment rate is a problem for which the Europeans do not have a viable policy. When Mario Draghi came to the Federal Reserve conference in Jackson Hole in August of 2014, he said there are three things that could stimulate growth in Europe. One would be structural reforms to labor and product markets. He said, “But it is not happening, and it does not look like it is going to happen.” And unfortunately that is still true.

Another thing would be a fiscal stimulus from those countries that have the room to do. That is a euphemism for Germany because the others already have such high levels of debt that they cannot do it. Germany likes to have a budget surplus, so they are not going to do it.

So it comes down to the third thing and that is what he said, “The ECB will lower interest rates.” They have certainly done that with a vengeance. So we have short term rates which are negative, we have 10 year-rates which are negative in a number of countries in Europe.

What has that accomplished? The hope might have been that it would accomplish what it did in the United States, in which lower interest rates across the spectrum of yields led to an increase in equity prices and households got richer, so they went out and spent more. That is what brought back the US

from recovery in 2009 and 2010 and beyond. But that is not happening in Europe because Europe does not have the kind of widespread shared ownership that the United States does. So that route for going from easier money to higher equity prices and more consumer spending does not work in Europe.

So the alternative was a decline in the value of the euro, making it more competitive. That certainly happened. The euro came down from 1.40 to 1.06 when Mario Draghi was speaking in Jackson Hole in the summer of 2014 before it turned around and came back at 1.13. But it is down quite substantially. However, it has not had a very substantial impact on the exports from the Eurozone countries. Why? Because half the exports are within the Eurozone, so if it is France exporting to Italy, or Italy exporting to Germany, that is not going to be affected by the exchange rate.

With respect to exporting outside, a common characteristic of European firms is that they invoice in dollars. They pick a dollar price for their products because they have to compete in the global economy and they do not change that very quickly. Changes in the rate of the euro to the dollar do not affect their export prices except with a very long lag. So what we are seeing is that despite the sharp fall in the value of the euro, there has not been any substantial increase. That means that the ECB is now focusing on using low interest rates as a way of getting increased borrowing by businesses in Europe. In the bond market where the ECB is now buying corporate bonds and where the ECB is

lending to the banks at negative interest rates, it is not having a big effect. It is having a relatively small effect, and ironically much of the purchasing of European bonds is being done by American firms who are taking advantage of these low interest rates.

Unfortunately, the situation is a very serious one in which Europe is stuck with a very high unemployment rate, a low growth rate, and a low inflation rate. Europe does not really have a policy or a strategy for moving forward.

The Japanese Economy

Let me turn to the situation in Japan which also has serious problems and I think also lacks a good strategy for dealing with them. GDP has declined recently, the CPI is basically flat, the budget deficit is more than 6% of GDP and the debt to GDP ratio is over 200%. In addition to that, the Japanese population is shrinking and the labor force is shrinking and that makes the dealing with their long-term debt problems all the more difficult.

But at the same time, Japan is a very prosperous country. The level of per capita income in Japan: it's always hard to make these comparisons, but the official numbers suggest that the per capita real income in Japan is comparable to that of Britain or France, so the public is pretty content and the unemployment rate is less than 3.5%. So, there is not a lot of incentive to change things.

When Mr. Abe came to office, he announced that he wanted to make changes that would get the inflation rate positive and the growth rate higher. He appointed Mr. Kuroda as head of the Bank of Japan. He said he would have a strategy with 3 parts – one would be easier monetary policy under the Bank of Japan, the second one would be fiscal incentives, and the third would be structural reforms.

Mr. Kuroda obliged by bringing down interest rates very sharply. That had the effect of causing the yen to fall. That raised the profits of Japanese exporters but it did not induce them to increase their exports to the rest of the world. So it did not have a positive impact on Japan's growth rate and at the same time it increased the costs to Japanese households of imported products and that depressed economic activity. Mr. Kuroda has continued to promise that there will be higher inflation in the future. The public now thinks that there will be more than 2% inflation, but they have thought that for the last several years and yet it is not happening. I think the decision to go to a negative interest rate in Japan is hurting Japanese financial institutions, confusing the public, and not doing anything for aggregate demand.

The second of the three arrows in the Abe strategy was the fiscal policy. He began with a fiscal stimulus that was then immediately offset by an increase in the value added tax from 5% to 8%, which pushed the Japanese economy into recession for two quarters in a row. So at this point, although I gather he has just decided to do some more fiscal stimulus in the coming year,

there is nothing significant coming from that source.

Finally, there were the promises of structural reform. But here again, as far as I can see and talking to my Japanese friends when I go to Tokyo, there has been a very little achieved. There has been a small increase in the female labor force participation rate and there has been a big increase in the number of tourists coming to Japan to take advantage of the cheaper yen. There have been changes in agricultural policies but they are phased in over a very long period of time. What Japan needs is an increase in immigration to boost its population but there is a very strong aversion to increasing immigration. People are content with the high standard of living with a homogenous population and they do not want to change things.

Looking forward, the big problem that Japan has is its enormous fiscal deficit. That is the one thing that cannot continue forever. With a deficit of more than 6% of GDP, there was a plan to raise the value added tax from 8% to 10% in April of 2017. But what I have just seen in the news from Tokyo, they have decided to postpone that, so maybe it will happen in 2018 or maybe it will happen in 2019. But in the meantime, the deficit will stay very large and the debt to GDP ratio will continue to grow very rapidly. In summary, it is an economy that is very prosperous but that has a potential time bomb of growing deficits and debt for which they do not have a strategy.

The Chinese Economy

When I was in China about a month ago and talked to key economic officials, I came away with a sense that they really have shifted their strategy. There really is a consensus that one of the things that they want to do is to move from what they call ‘supply side reforms’ and they say to me, “Well, Mr. Feldstein, you were with President Reagan and those were great supply side reforms. Tell us about it.” That has nothing to do with supply side reforms in China. In the United States, it meant bringing down tax rates and providing incentives for individuals and for businesses and that was very successful.

But in China supply side reforms means reducing the excess capacity in state owned enterprises (SOEs), particularly in heavy industry. The government has made a decision to start down that path. They have recognized and have said publicly that millions of people will be laid off in the process. It put money in the budget to deal with it. So I think they are testing the market, they are testing the politics, and they are testing the economics to see whether they can do that on a much larger scale. Because even the laying off of 4-5 million people – which is the numbers they talk about – sounds large. That is small relative to the excess capacity that exists in China. And there is clearly a tension between those who want to emphasize that and those who favor easing monetary and fiscal policies to stimulate the economy. I think we will see both of those happening. But I think there will be a definite emphasis on bringing down excess capacity.

The Chinese officials also worry about the growth of bank

debt and non-performing loans (NPLs). Fortunately, my judgement is that the situation is very different from what happened in the Asian financial crisis with a lot of external debt and what has happened in the United States where the debt was mostly internal but was private debt. In China these are the debts of SOEs and local governments' two state-owned banks. In the end, if it does not work out naturally, I think the central government will step in and absorb some of that excess debt and some of those losses. Fortunately, the level of the government debt in China relative to GDP is very low, well below 50%, so they have the fiscal capacity to do so.

Finally, let me share a word about the exchange rate policy in China. I think at best you would have to say what is happening there is very confusing. The RMB – the yuan – has been declining relative to the dollar and that has created problems for China and in Washington. But at the same time, on a trade-weighted basis, the RMB has been rising; the currency has been strengthening. So the Chinese have said that they are going to manage the currency relative to a basket of currencies and that would mean giving them a scope to reduce the value of the RMB relative to a whole basket of currencies to become more competitive than they are today.

But they do not want to say that publicly, so they talk just about the exchange rate between the RMB and the dollar because there is a fear that if they start talking about targeting the basket of currencies, that will be interpreted by the public

as a plan to reduce the value of the RMB and that will lead to increased capital flight. So they are caught trying to do one thing while talking about it in a different way. But if I have to bet on what is going to happen over the next year or two, I think there will be a small but gradual decline in the value of the RMB.

The Indian Economy

Finally, let me say a few words about India. India is doing very well. India is growing at about 7.5%. I pressed my Indian friends and the people I know inside the government of India, “Are those numbers real? Should we believe those?” They say, “Yes.” If they say it, I have to believe it. So, it is 7.5% real growth in India. At the macro level, I would say India is managing itself quite well. The inflation rate has come down to about 5% and the current account deficit is only about 1%. But what really matters for the long run in India is the structural policies. And there, unfortunately, they have not been doing very well.

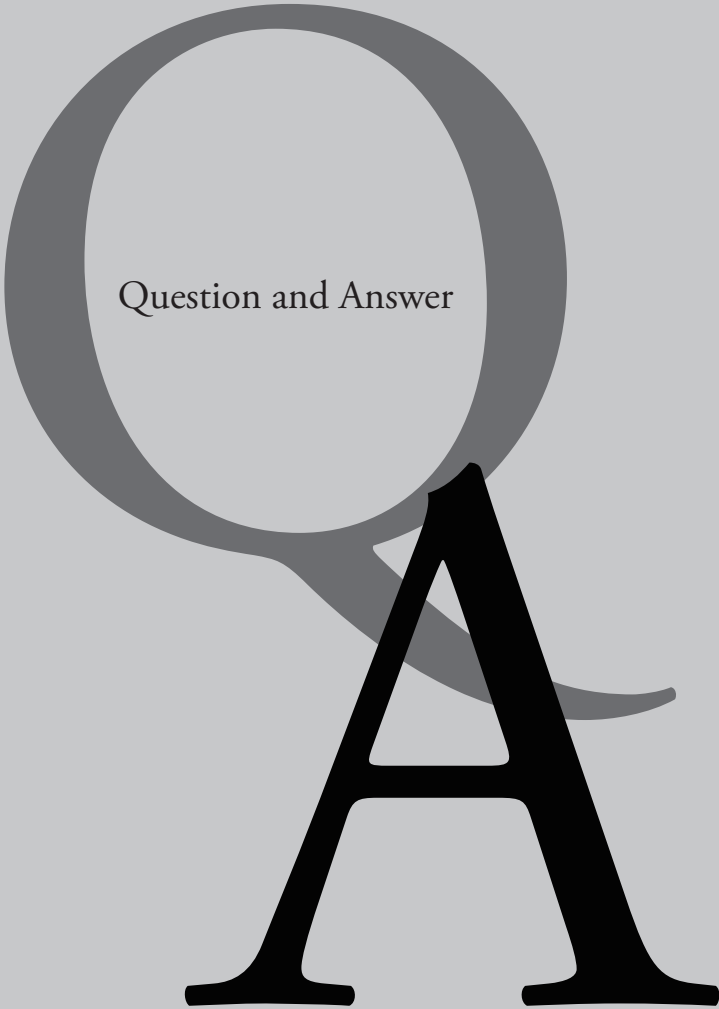
Mr. Modi, the head of the Indian government, has emphasized three kinds of policies. The first is a national goods and services tax, a kind of national value added tax, to replace the individual state by state taxes. That would be an important thing that will help their economy. So far, they have not been able to get it through the parliament because of the capability of the Congress party to block in the upper house. But they are just having an election now and will get the result later this week. And the optimists say that the Congress party will lose its blocking

capability and that even though the BJP, Mr. Modi's party, will not have a majority in the upper house, they will have the ability to get legislation through. So, that will be a big positive and worth watching.

The other two reforms are less optimistic. Modi has talked about, correctly, the need for labor market reforms. If they are going to have a serious manufacturing economy, they are going to have to have reforms in the labor markets. But he has not been able to get the parliament to accept those reforms, even in his own party. So he has said, "We are going to leave it to the individual states." The states will, if they want to attract, have to have more favorable labor market reforms and that will then, through a competitive process among the states, lead to gradual improvement in labor market policies. Well, I hope that works but so far it has not worked. So far, there has been one state that has done something, but only for very small businesses.

And finally, there is the land acquisition policy. That is an enormous barrier to any businesses that want to expand and want to move. Again, it is held up at the level of individual state. It is a very federal system in India. Again, Mr. Modi has said, "I have to leave that to the individual states." When he was the chief minister of the state of Gujarat, he made important changes that attracted businesses to Gujarat and he said, "Why don't the other chief ministers follow what we did?" Well, that would be a good idea but that has not happened yet.

On top of those things, I worry very much about primary education in India which is really something of a disaster. So there's India doing very, very well. Higher real growth rate than any other large economy in the world and yet despite the increases in real incomes, the possibilities for doing much better are there if they can deal with these structural problems.

A large, light gray 'Q' is positioned in the upper left, and a large, solid black 'A' is positioned in the lower right. The text 'Question and Answer' is centered within the 'Q'.

Question and Answer

Q If Donald Trump is elected as President, what is your expectation from the Trump presidency, particularly with regard to the Trans-Pacific Partnership (TPP)?

A Both Hillary Clinton and Donald Trump have spoken against TPP. In the case of Clinton, Sanders, her opponent, sort of pushed her into that position because he was speaking against it and so she wanted to take that issue off the table. So, she said that in its current form, she does not support TPP. My guess is that she becomes the next president of the United States. And if she does, there will be some small modifications in TPP necessary to get it through the Congress with her blessing. I think that is what will happen. We will see some very small technical changes that probably have little or no effect on Korea and she will support it. Then there is a pretty good chance that it will actually get enacted.

Trump is a total wild card. We don't know what he would do about this and we don't know what he would do about anything else. So the question is, "Does he really stand a chance to get elected?" Well, we knew months ago he didn't stand a chance to become the nominee and now it looks like he is going to be the nominee. What concerns me is not that he is very popular because he has support from maybe 30% of the voters but that Mrs. Clinton is very unpopular in her own party. Many of the people who supported Sanders, her lefter wing opponent, may decide to support Trump in the general election. That would be a terrible thing. But it shows that Trump has been very clever

not defining himself as left or right but as a man determined to make America great again. Well, it's hard to be against doing that. So I think he will sweep up some of the disaffected votes that don't like her. So I think that's where the danger is. And if he becomes the President, in terms of US foreign policy, TPP is one of the less important risks that we face.

Q What I have been taught is in the US if the economy is good, the Democrats win and if the economy is bad, the Republicans win. I do not know whether that is true or not. I heard you saying five times, "the economy is good." What is your prediction now for the election?

A Democrats versus Republicans and good economy versus bad economy. I think that is too simple a picture of how the economy interacts. I think it depends on who is in office as well. But I think this is not an economy-driven election. What I know and what you all know now about the strength of the US economy is not shared by the American public and is not shared by the journalists, so we continue to hear how incomes have not risen for decades. It's just false. It's false because we measure it badly. Yet it appeals to people to say, "It's very hard to know whether your income has improved or not." But the idea that the average Americans income hasn't, that things have not gotten substantially better in the last decade or two decades with all of the innovations, all of the new products and all of the quality change, is in my judgment nonsense. But I think people have been told by both sides, both political parties, that things

have not gotten better and I think that has contributed to the uncertainty of this outcome.

Q Some people say if Trump becomes the president, he will be the last president of the US. It is going to be such a disaster. The first question is as you said, Trump is a wild card but some people say he is very shrewd, so whatever he says is just a tactic to win the votes. And he may not be as crazy as he sounds and as you mentioned, he intentionally does not define himself. Once he becomes the president, he may not be as crazy as he seems now. Second, the US has a well-established checks and balances system as well as journalists, academics, etc. The system is going to work to check the damage. Thirdly, whether he becomes the president or not, the real problem seems to be there is anger or frustration against the elites or the establishments that they cannot do anything about the disappearing middle class. Some of them might be the measurement problem, as you mentioned. But the thing is people actually feel that way not just in the US but across the world. So, what should we do about this underlying problem of anger and frustration?

A Let me start with the middle class that seems to be falling in standard of living and so on. Again, it is a statistical artifact. It is not true. The real question is why the press which you said should be part of the checks and balances on irrational behavior does not see the facts. So the Congressional Budget Office, which is a very large statistical

agency, non-partisan that reports to the Congress, did a careful study on what has happened to middle income households, quite apart from what I said about the general mismanagement of real incomes. So, just taking official figures as they are, they said that if you look over the last roughly 20 years, middle income households, in terms of the cash money that they have received have seen a very small increase. If you take into account fringe benefits that they get from companies and the transfer payments that they get from the government, food stamps, housing subsidy, social security, and so on, their incomes have increased quite substantially. So this is not a secret. This is not the classified document. I have read it and written about it in the popular press to try to get an interest. But it is much easier to say the middle class has been beaten down, has not increased income, and so on. So it is serious problem. I suspect that is a problem in other countries as well. But I don't know the data as much. I think somehow there has to be an improved understanding on the part of the politicians and on the part of the public if we are going to fix this.

The checks and balances is a very important point. That allows me to sleep at night. With respect to domestic policies, anything that requires legislation has to get through the House of Representatives. So it does not matter if it is Hillary Clinton trying to do very left wing things or a President Trump trying to do crazy things. If it has to get through the House of Representatives, it's going to have to pass a Republican

barrier. I think bad things on the domestic side are not going to happen. There is a reasonable chance that if Hillary Clinton is president, she will not want to just sit there and accomplish nothing, hoping that she will be able to regain the House of Representatives in 2018. Instead, she will want to negotiate with the Republicans, and Paul Ryan likes to negotiate. The head of the Republicans in the House has worked with Democrats before, not with Obama, but with the Democrats in the Senate. I think that is more of a statement about Obama's difficulty in negotiating. She is much more of a negotiator. We know that from her previous experience when she was a Senator. But the danger is on the foreign policy side where the president has much more discretion on the use of the military and everything else. As long as he does it within the existing budget, he doesn't need a congressional approval. And that is what worries me.

Q The Korean government has been pushing for structural reforms. My view is that it has not been very successful so far. Interest rate is almost fixed and the asset prices are stable. The government is now considering a fiscal policy. Your observation or prospect on the Korean economy will be appreciated.

A I wish I knew more about the Korean economy. When I look at the aggregate performance numbers for the Korean economy, they look pretty good in comparison to other OECD countries in terms of fiscal deficit, inflation,

unemployment, and so on. But it's always possible to do better and historically Korea has been such a super star in terms of real growth rates that no doubt better policies could lead to improvements. But I do not follow the Korean economy closely enough to really offer better comments.

Q I believe that Korea is in an extraordinary situation. For the first time perhaps in the last 40-50 years, the Korean economy is growing at a slower rate than the global economy. At the same time, Korea has suddenly become a country with too much money. During the next several decades, Korea will have so much domestic savings accumulated through the pensions system. The money needs to go overseas for investment, which requires a paradigm shift.

A The global average reflects large countries with low incomes. It reflects what is happening in India with a growth rate of 7.5% and China with a roughly 6% growth rate. Korea having had a great performance for decades now has a much higher level of income. So, I would not expect it to be able to grow in the same catch-up way that these other very poor countries are doing. So I don't think that should be a worrying thing even though emotionally, psychologically it may be to a country that was accustomed to being right up there at the very top of the league tables.

I think diversifying the national savings is a very important point. Other countries have done that very explicitly. If you

look at the Scandinavian countries, they have pension funds which are explicitly internationalized. Rules say that they must invest abroad. I think just as for an individual it would be more prudent to diversify a portfolio away. I think diversification would be to Korea's advantage. So let's hope that happens.