

## 2014 IGE/KITA Global Trade Forum



The Eurozone Economy: Out of the Doldrums?

### 유럽경제, 살아날 것인가?

*Karl-Heinz Paque*



The Global Economy 2014

### 2014년 세계경제의 향방은?

*Martin Feldstein*

2014년 세계경제의 향방은?

The Global Economy 2014?

Dr. Martin Feldstein



## **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 Global Economy 2014<sup>1)</sup>

**Dr. Martin Feldstein**

George F. Baker Professor of Economics  
Harvard University

Il SaKong and I are old friends. I first met him when he was finance minister and we have seen each other frequently over the years since then. I am very grateful to all of you for coming. I look forward to the chance to talk to you about the US economy and what is happening also to a certain extent in Europe and in Japan. I am sure I will learn from your questions after that.

## **The United States**

It is really an important time now to look at what is happening in the United States. The economy in the US is changing and there is a shifting

---

1) This is a transcript of a speech by Prof. Martin Feldstein at the 『IGE/KITA Global Trade Forum』 on March 17, 2014. The views expressed here are the speaker's.

policy environment as well.

For the past few years, I have been quite skeptical about the short-term outlook for the United States. Although I believe with optimism about the long-term prospect for the US economy, I did not share the view of the Federal Reserve, the administration and others that said in the last few years that the US would see economic growth of 3%, 3.5% or 4% real GDP. I kept saying we will be lucky if the US economy grows at up to 2%. In fact, that is all we were able to do in 2010, 2011 and 2012. It was much weaker than previous economic upturns. Real GDP per capita did not get back to the level before the 2007 recession until five years later in 2012. The unemployment rate has come down primarily because fewer people are looking for work.

However, I am now more optimistic about the prospects for 2014. I think GDP growth this year is likely to be closer to 3% than to 2% and could even exceed 3%. I want to talk about why that is true and what the risks are. Then I want to focus on the Federal Reserve's monetary policy because the Federal Reserve is really the only area of policy action – or policy change – that we are going to see in 2014 and 2015.

I will start with the outlook for 2014 and the reasons why I am optimistic that we will do better than we did the year before.

The primary reason is that household wealth has increased very substantially as a result of the increased value of the stock market and the rise in house prices. Together those added some US\$10 trillion to household wealth between the end of 2012 and the end of 2013. Even for an economy the size of the US, US\$10 trillion is a lot of money. It is more than half of its annual GDP. That increase in household wealth

will lead to increases in consumer spending. Past experience shows us that every US\$100 increase in household wealth adds about US\$4 to the level of consumer spending. A US\$10 trillion increase in overall household wealth should add about US \$400 billion a year to the level of consumer spending, which is more than 2% of US GDP. It is not a one-time increase. It is a permanent increase associated with this higher level of wealth. We can see that it is already beginning to happen. We see it in the decline in the household saving rate which, having been at close to 6% of after-tax income in 2011 and 2012, fell to a recent number of just little over 4%. It is a decline in the saving rate of about 2%, adding more than 1% to the level of GDP. I think that higher level of consumer spending will continue in 2014 and beyond.

The second reason why I think we will have stronger GDP in 2014 is that we no longer have the fiscal headwinds of increasing taxes and cuts in government spending. In 2013 there was an increase in the personal income tax. There was also a substantial increase in the payroll tax and federal government spending fell subtracting about 1% from the growth rate of GDP in the most recent quarter. None of that is going to happen again in 2014 or even in 2015. The US Congress recently passed a budget, not only for this year but for next year as well. The budget says no increase in taxes during that period and no additional cuts in federal spending. We already see in the estimates for the first part of 2014 that federal government spending will be increasing, adding to GDP rather than declining. In addition to that, state and local governments, which in the US represent about 1/3 of all government spending, are also now able to expand. For these two reasons – higher consumer expenditures

driven by higher household wealth and the absence of increase of taxes and reduction of government spending, I think we will see higher GDP growth.

The recent budget agreement is therefore good news for the short-run recovery of the US economy. Unfortunately, however, it does nothing to solve the long-run fiscal problem that we have – the problem of rising budget deficits and debt. That subject has been ignored and will continue to be ignored until after the Congressional elections at the end of this year and I am afraid probably until after the presidential elections in 2016. That is really unfortunate because the long-term fiscal situation is serious and any serious solution to it must be introduced gradually.

Before the recession began in 2007, the US federal government debt was less than 40% of GDP. Five years later it had doubled to 74% of GDP. Some of that was for cyclical reasons – less tax revenue and more transfer payments. Some of it was because of the Obama administration's spending program. Annual deficits rose sharply in the recession. But now they have come back as a result of the economic recovery of cuts in defense spending and of increases in tax rates. But now the annual deficit is about 3% of GDP which means that the overall size of the debt will grow at about the same rate as nominal GDP. The debt to GDP ratio will remain at about 75% and will not improve at all.

The Congressional Budget Office, the nonpartisan staff of the Congress, projects that by the end of 10 years the annual deficit will be up to 4% of GDP if no policies are taken to change this. That

reflects higher interest on the national debt and the effects of an aging population and the transfer of programs to our middle class seniors. With that increase in the deficit to 4%, we will be on a path of rising debt-to-GDP ratio heading towards 100% of GDP. We really need a major budget agreement to reduce the deficit and therefore put that path toward lower debt-to-GDP ratios. Reducing those annual deficits will require slowing increases in the middle class programs for the aged and limiting the special tax breaks, the so-called “tax expenditures”. I think there is a broad understanding of this even in Washington. But there really is no acting compromise between Republicans and Democrats.

President Obama submitted the other day a budget moving in the opposite direction with increases in spending on a variety of programs. Everyone knows that that budget is not to be enacted because we already have a budget for this year and next year. It is really just a campaign statement to try to help democratic candidates in the current Congressional election. I am afraid we can forget about budget policy and serious tax reforms for the current year and probably until after the 2016 election.

Let me return to the risks and the growth outlook for this year and next year. The recent data has been very mixed. But very cold weather has contributed to reductions in spending and in job creation, so we have to look beyond the last couple of months.

I see three interrelated risks. The first of these is housing. House prices began to fall in the middle of 2006, bursting a bubble of house prices and starting the economic downturn that generally began at the end of 2007. Fortunately, 2012 house prices had started back up



again reflecting a combination of the low interest rates caused by Fed policy, the substantial decline in the price of homes and therefore an improvement in affordability, and the demographic changes as more people need to be housed. The increase in house prices led to higher household wealth and therefore more consumer spending. More importantly, the increase in house prices also led to increased investment in housing. Real spending on house construction increased at a 15% annual rate in 2013. But it was coming from such a low base that it added only 3/10 of a percent to GDP.

Unfortunately, more recently, housing has turned down. The primary reason for that was the increase in mortgage interest rates that followed when the Federal Reserve announced that it would start to reduce its purchase of long-term bonds. The 30-year mortgage rate – the standard mortgage product in the US market – moved from about 3.5% to about 4.5%, therefore making it more expensive for people to buy and eliminating many potential buyers from qualifying. In the final quarter of last year, investment in residential construction fell at a 13% annual rate, subtracting about 3/10 of a percent from overall GDP growth. More recently, the sales of existing homes have declined. That has led to the declines in housing starts and in housing permits. I should emphasize although housing construction will have a negative impact on GDP this year, the magnitude is relatively small, subtracting only a few tenths of a percent from the GDP growth rate.

The second risk to my optimistic outlook for this year is in net exports. Trade is a relatively small part of the US economy. Imports and exports account for about 15% of the US GDP. Nevertheless, the

increase in net exports added a nearly full percentage point to the GDP growth rate in the final quarter of last year. Going forward, I think net exports may be a drag on growth for this year and perhaps next year because of the slower growth of our partners in Europe, China and elsewhere and because of the rising value of the US dollar. Over the last decade before 2013, the US dollar on a real trade-weighted basis fell by more than 25%. That made US products more competitive and it made foreign imports less attractive to American buyers. But that has recently turned around. The dollar has started to appreciate, primarily because of a sharp decline in the value of the sterling and a sharp decline in the value of the Japanese yen. I think at best US net exports will be stable this year and next year, although, looking further ahead, we may see a significant increase in US net exports because of the revolution happening in the production of oil and gas in the US.

The third risk to growth this year and next year is the rise in consumer spending. I emphasized that the increase in personal consumer expenditures is primarily being driven by an increase in household wealth. But it is because the consumption is being driven by wealth, rather than by an increase in household incomes. So I am concerned. Incomes are simply not increasing and may not increase any more rapidly in 2014 than they did before.

Here are some of the facts. If you look at wages, real average weekly earnings, they have increased over the past 12 months by less than 0.5%. If you look at the most recent data on real disposable personal income per capita, it actually fell in the fourth quarter of last year. Yet, despite that, consumer spending rose at more than a 2% annual rate.

Consumption is being driven by the increased wealth of people who have substantial amounts of equities. That makes consumer spending and the increase in GDP vulnerable to equity prices. US equity prices rose more than 30% last year. The key reason for that, I believe, were the very low long-term interest rates. That 30% increase was a big increase in price earnings ratios. It was the low long-term interest rates that drove portfolio investors to seek higher returns in equities. And it fed on itself. That makes consumer spending potentially sensitive to changes in the Fed's monetary policy.

Let me talk more generally about what the Federal Reserve has been doing as well as future Federal Reserve policy. I think that Fed policy has created a separate series of risks, and the changes that are now beginning at the Fed will create new risks. Moreover, when I look a little further ahead, I worry that the Fed has created a risk of inflation and about how it will deal with inflationary pressures. To put the Fed's monetary policy in perspective, I think it is useful to recall that the Obama administration tried to stimulate the economy back in 2009 and 2010 with a series of fiscal deficit policies. These policies were poorly designed. They gave some temporary boost to GDP but they did very little beyond that. They added more to the national debt than they did to GDP. After that experience there was relatively little willingness to even consider further fiscal policy. By early 2009 the Fed saw itself as the only way of improving aggregate demand. But by then the Fed had already reduced the short-term interest rate, the Federal Funds interest rate, at which banks lend to each other, close to 0. Yet, those low interest rates did not stimulate demand because house prices were still falling sharply and low

interest rates would not induce people to buy homes when the prices were coming down. Also, banks were not willing to lend because of a weak and uncertain balance sheet.

Chairman Ben Bernanke began what is called unconventional monetary policy which had two components. The first was quantitative easing, or in the Fed's language large-scale asset purchases, where the Fed bought very large quantities of Treasury bonds and government guaranteed mortgage-backed securities (MBS). The second part of this unconventional policy was forward guidance about future short-term interest rates. The purpose of this unconventional monetary policy was to reduce long-term interest rates in order to cause portfolio investors to shift to equities, real estate and other assets. The Fed predicted that it would lead to an increase in the value of those assets and higher household wealth, which would produce more consumer spending.

Last summer Chairman Bernanke announced that the program of large-scale asset purchases would start to shrink, to "taper" to use the Fed's term, and that it would stop buying by sometime in 2014. That is now happening. The Fed had been buying US\$85 billion a month of Treasuries plus mortgage-backed securities. It is now cutting that back at a rate of US\$10 billion every time the Fed meets. That means we will be down to a 0 rate of purchase by the end of 2014. I think it is a good thing. I think it is a good thing because the large-scale asset purchases and the resulting low long-term interest rates have been the source of risks for the US economy and indeed to the global economy. Remember that the 10-year Treasury interest rate in the US got down to 1.6% in the summer of last year, which meant in real terms very close to 0, when

you would have expected it to be more like 4%.

For the US, there were three risks caused by these low long-term interest rates. The first was an increase in asset prices. Investors facing these low long-term interest rates bought equities, farm lands, low quality bonds, and so on often on margin increasing risk and leverage. The second risk caused by these low long-term interest rates was the increased risk taking by lenders (banks and others) rather than investors by lending to borrowers with low credit ratings, which is a return to the growth of the subprime market, and by lending with fewer conditions on the loan, so-called covenant-light loans. The third was increase in risky investing by portfolio investors reflected in asset prices, corporate acquisitions and the use of derivatives to boost yields in an obscure way.

I think that the adverse effects of these three risks may not actually occur. I hope they will not occur because the economy has continued to expand. But if the economy were weaker or were to become weaker, those three risks may cause serious problems for the economy. Ben Bernanke and his successor Janet Yellen and others repeatedly said that the decision on the volume of these large-scale asset purchases requires balancing the risks being created by doing so and the benefits to the economy. Their judgment, until recently, was that the benefits outweighed the risks. My judgment was that in recent years the opposite was true. We were creating more risks of the sort I just described than benefits. So, I think it is a good thing that the Fed is gradually stopping these large-scale asset purchases and allowing the long-term interest rates to increase toward normal levels. The 10-year Treasury bond rate went from 1.6% last summer up by more than a full percentage point to

where it is today.

The second aspect of unconventional monetary policy is this forward guidance with respect to future levels of the Federal Funds rate. The Fed's statements with respect to that, the nature of the guidance has changed from an original statement of a kind of vague "we are going to keep the Federal Funds rate low for a considerable period of time" to a more specific date "we will keep it low until at least such and such a date" and then more recently when they said that they will keep the Federal Funds rate close to 0 until the unemployment rate drops below 6.5% unless inflation rises above 2.5%. As the unemployment has gotten close to 6.5%, it was 6.7% in the recent measurement, the Fed has stressed that 6.5% is just a threshold, not a trigger. In other words, when it gets to 6.5%, they are not obliged to keep the interest rate low but they are certainly not obliged to raise that interest rate. Indeed, the Fed has emphasized more recently that they are going to wait; in their terms, until the labor market has significantly improved. They have noted that the unemployment rate that they have spotlighted in the past is really not a good measure at a time when labor force engagement is falling, there are many long-term unemployed, and many are involuntarily working on a part-time basis.

Where does that lead forward guidance? I think the result is a very ambiguous message. Although the Fed stresses that it wants to communicate to the public and the financial markets, its statements now are that it will be dependent on the data as it comes in and that it will look at a variety of measures – not just the unemployment rate but also labor force participation, the number of long-term unemployed, the

number of people involuntarily on part-time. It means that there is no clear picture of what the Fed will do. I think many market participants simply do not believe the Fed's statement that tapering is not related to adjusting the Federal Funds interest rate. I think that those at the Fed who want to keep long-term rates low will now shift their strategy from bond buying to forward guidance, hoping to keep long-term rates low by promising to keep short-term rates low for an extended period of time even after the unemployment rate drops to 5.5%. If I thought that that strategy would actually keep long-term rates low after the end of the bond buying by the Fed, I would be worried about this forward guidance strategy. Frankly, I think it will actually fail. I think it will not keep long-term rates low. 7-year rates, mortgage rates, 10-year Treasuries will not be kept low. Even a strong supporter of forward guidance, like the president of the San Francisco Federal Reserve, recently wrote that forward guidance is good for keeping rates down up to 2 years into the future but he made no attempt to claim that it would keep long-term rates low.

Let me turn from what the Fed has been doing, large-scale asset purchases and forward guidance, to what it is not but should be doing. In my judgment, the Fed is not dealing with the risk of future inflation. Current inflation in the United States is of course very low. The most recent 12 months saw the consumer price index increase at just 1.2%. Unit labor cost rose at only about 1.1%. So, the question and concern is about the future rate of inflation and what the Fed is saying and not saying about its anti-inflationary policy. It is important to recognize how rapidly inflation can rise. If you recall, the consumer price index inflation

in the first half of the 1960s was only 1.4%, very similar to where it is today. By the end of that decade it had moved up to 5.5% and by the middle of the next decade it was 11%. Inflation can rise very, very rapidly.

The Fed has a so-called “dual mandate” – price stability and low unemployment. But recently the Fed seems to have forgotten that the dual mandate includes price stability. There is virtually no mention of inflation in the Fed’s pronouncements except such formulaic statements as “we do all of this in the context of price stability.” But it is clear that the Fed is really focused on slack in the labor market. I think it is important for the Fed to reassure the public that it will not tolerate rising inflation and will take steps to prevent a recurrence of rising inflation even if that requires increases in the unemployment rate. Experience has taught us that public confidence that the central bank is going to prevent an increase in inflation makes it easier and less costly in terms of increased unemployment to prevent or reverse inflation when the time comes. Recalling the 1960s and 1970s, the Fed did not act strongly enough and therefore allowed inflation to get higher and higher. I think it is important for the Fed to confirm that as inflation increases it will raise real short-term interest rates and stop or reverse that increase in inflation. I think it is also important for the Fed to make clear that it does not accept the view that allowing a higher rate of inflation is an acceptable way to stimulate demand by reducing real interest rates. So much for what I think the Fed should be saying, but it takes more than just rhetoric. There needs to be a strategy of how the Fed will act when inflationary pressures begin.



What is the source of this potential future inflation? I heard a statement very often that it is not that quantitative easing has greatly expanded the money supply. Although the commercial banks receive trillions of dollars of reserves, commercial banks did not convert that into increases in the money supply. Instead, they deposited those funds at the Federal Reserve. The growth of the broad monetary aggregate of M2 over the last 12 months was just about 6%. The inflation risk is this. Commercial banks will use the enormous excess reserves at the Federal Reserve to start lending when corporate borrowers with good credit are prepared to borrow. To some extent, the increase in lending will be welcomed by the Fed and others until the economy is fully back at full employment. But how will the Fed respond when lending is excessive and leads to inflationary increases in demand? The Open Market Committee and Chairman Yellen need to tell us how they will deal with that.

The traditional strategy of intervention to increase the Federal Funds interest rate will not work because commercial banks do not need to borrow in the Federal Funds market. They have hundreds of billions of dollars of federal funds. As an alternative the Fed could increase interest on excess reserves. It pays interest on excess reserves and could keep increasing that interest in order to cause the commercial banks to leave their funds at the Federal Reserve. But paying higher interest rate on excess reserves would create two serious problems for the Fed. First, it would be politically awkward for the Fed to pay large amounts of money to the commercial banks as a way of discouraging them from lending to businesses and households. Second, it would also be politically awkward

for the Fed to pay interest on the more than US\$4 trillion of excess reserves than it earns on the portfolio of bonds and mortgage-backed securities that it holds. High interests on excess reserves, I think, are not a viable strategy for limiting commercial bank lending, especially if those interest rates have to be substantial to prevent increased inflation.

More recently, the Fed has been talking about a program of using Repos (repurchase agreements) or reserve Repos to manage short-term market interest rates. What does that mean? Dealing in Repos is essentially action by the Fed to sell securities from the Fed's portfolio to the market with the promise to buy those back at a price that implies a desired interest rate. That would allow the Fed to deal with a wide range of financial institutions, more than just the commercial banks, in a way that obscures the interest rate that it is paying. But while using Repos may obscure the implied interest rate, it would not stop the Fed from losing money by paying more than it receives on its portfolio of bonds and mortgage-backed securities. To be effective, the Fed will have to be willing to push up short-term market interest rates high enough to deter excessive commercial borrowing.

It is not at all clear to me how the process will in the end limit the desire of banks to use their excess reserves unless the Federal Reserve is prepared to significantly increase interest rates. The alternative to any of these interest rate strategies is to use quantitative restrictions to limit the banks' ability to increase their lending. One form of that would be to increase reserve requirements making it impossible for commercial banks to use all of their existing excess reserves. A different way of quantitative restrictions would be to increase the capital requirements

imposed on the banks, particularly an increase in the leverage ratio. I am not advocating any of this but I think it is important for the Federal Reserve to explain now how it will prevent the banks from using their current short-term assets to finance inflationary lending in the future.

## **Europe**

Let me look first at the UK although it is not as important in the global economy. The UK experience presents a useful lesson. The key lesson is that combining fiscal authority with currency devaluation can achieve both reduced budget deficits and increased economic growth.

In 2010 Britain had a cyclically adjusted budget deficit. In other words, it had a budget deficit if the economy were at full employment, according to the IMF, at 8.4% (*cyclically adjusted*) of GDP in 2010. This year that number is 3.9%. It has cut it by more than a half. Despite that decline in the deficit, real GDP of the UK is now increasing at a rate of 2.8% this year. That is faster than any of the eurozone countries. The UK unemployment rate is only about half of that in the eurozone and its inflation is just about 2%. The UK still has other problems but my point is that it was able to combine deficit reduction with growth of demand by reducing its exchange rate. The pound fell by about 25% against the dollar and more against the euro.

Let me turn to the eurozone itself. The good news is that the euro has survived. There is now very little risk that any of the eurozone countries will want to exit the euro. Mario Draghi's promise that he will do whatever it takes to preserve the euro has worked. It has succeeded

in causing interest rates on government debts to fall sharply, both absolutely and relative to the yield on German bonds, so that Italian and Spanish governments' 10-year bond interest rates are now down to about 3.5%. That is the good news.

Economic activity in the eurozone, however, is still very weak and there is little prospect of improvement any time soon. For the eurozone as a whole, GDP growth is just about 1% and unemployment is at 12%. Indeed, of all the major countries in the eurozone only Germany has a real GDP growth more than 1% and an unemployment rate less than 10%. The other major countries have GDP growth rates of less than 1%. The unemployment rate in France and Italy is more than 10% and it is more than 20% in Spain and Greece. There is no significant growth at the eurozone level or in the individual countries. There is no other significant strategy for making that happen, either.

The so-called fiscal compact requires all eurozone countries to have budget deficits below 3% of GDP and debt ratios that are heading to 60% with a threat of fines if they do not do it. In fact, it is not happening. France, Italy, and Spain all have deficits greater than 3%, with debt ratios over 60% and rising. Or course, no country is being fined.

The banking plan is supposed to have a eurozone-wide deposit insurance and a eurozone-wide system of dealing with failing banks. Those have been dropped completely. All that remains is some centralized banking supervision. The individual commercial banks in the eurozone are still doing very little lending and virtually no cross-border lending, ending the idea of a common credit market in the eurozone. The inflation rate in the eurozone has dropped below 1%, driven down

in part by a rising euro which has increased by 6% relative to the dollar in just the past 12 months.

Mario Draghi speaks about trying to increase inflation and prevent deflation but he has very limited tools for doing it. In my judgment, the obvious policy for the eurozone would be to devalue the euro from now US\$1.40 per euro to perhaps US\$1.10, roughly 20% devaluation. That would not only raise the inflation rate back to the 2% target but also stimulate exports, reduce imports and therefore raise the rate of GDP growth. Although the European Central Bank has resisted this, the time may have eventually come when it sees the need for action.

## **Japan**

Let me finally say a few words about the situation in Japan. So far, the Abe strategy appears as a success, although the structural reforms, the third arrow in the Abe strategy, have not occurred. GDP and inflation are both up. Inflation rate is now over 2% and GDP is increasing at a 1.5% rate. Yet, it is not clear how sustained this will be. The inflation increase is driven by the increased import prices resulting from the 10% fall in the value of the yen over the past 12 months. The increase in GDP demand may reflect buying ahead of the scheduled VAT (sales tax) increase, which is about to happen. When it does happen, real incomes will fall and the incentive to keep buying will no longer be there.

To me, however, the most worrying aspect is that Japan still has a budget deficit, a fiscal deficit of 8% of its GDP despite paying virtually no interest on its national debt. Interest rate on Japanese

government bonds is at less than 1%. That means that Japan's debt-to-GDP ratio will continue to rise from its current level of more than 200% (about 240%). With a current account surplus at less than 1% of its government GDP, Japan will soon be forced to finance its government debt on the international capital markets. When that happens, even is widely anticipated to begin happening, the interest rates on Japanese government bonds can no longer continue to be at less than 1%. A normal interest rate on these bonds, say 3% with an inflation rate of 2%, would add roughly 5% to the fiscal deficit. It is hard to see how Japan resolves this without substantially higher VAT (sales tax) that will then cause a downturn in the Japanese economy. I think they are on a non-sustainable path.



Questions  
and  
Answers





**Q** You provided a very comprehensive and insightful analysis of key macroeconomic variables. My question regards your comment on the US net exports in order to sustain the US recovery. President Obama and Vice President Joe Biden have been pushing very hard for the US open trade regime, particularly through the TPP and TTIP. Korea is deeply interested in the TPP arrangement and process. At this point, I believe the US Congress is very reluctant to approve the trade promotion authority for President Obama. Furthermore, this process is all occurring behind closed doors. We do not know where it stands. How do you view this situation? Do you think it will go through? How do you think that Japan and the US will resolve the conflicting issues in the agricultural sector?

**A** With respect to TPP and the trade promotion authority or fast track, fast track would give the President the ability to negotiate a deal and then come back to the Congress for an up or down vote, in effect taking away from the Congress the ability to modify what is agreed in the international negotiations. Frankly, you need that to make those negotiations work. Without it, nobody wants to negotiate knowing that whatever you agree upon will be reopened in the Congress. It is very hard, however, for the President to get that kind of authority. It is not clear how much the Japanese in particular are going to be prepared to give up to get TPP. The President has very little persuasive authority with the Congress at this point, in part because of the ill-will that has been generated by recent negotiations or non-negotiations between the President and the Congress and in part because of the President's

own low popularity and the fact that we are coming up to an election. Members of Congress are very sensitive to the fact that they are coming up for an election in November and that if they make positions, it will leave them open to attack for which they are going to pay a very high price. I would say that it is less than 50% chance that we will actually see TPP.

**Q** I would like to ask your opinion on the possibility of carbon tax. The US has enjoyed benefits of the shale revolution. However, your Congress is against implementing carbon tax. US business thinks it is inevitable to implement the carbon tax system. There is a strong recommendation that Obama push this carbon tax system through. What is your view on this system?

**A** I personally would go along with some form of carbon tax. The simplest thing would be to have a gasoline tax. If gasoline prices come down as a result of the development of improved drilling in the US, tax could absorb some of the lower pre-tax price that comes about from that. That would be a good thing. If you recall, there was a very elaborate carbon tax plan put forward with all kinds of givebacks to individual states and localities when the Obama administration first started. The states are very sensitive to their own local interests. If you are a coal producing state, you do not want to tax on coal. I think a comprehensive carbon tax is not likely to happen. A more targeted carbon tax on gasoline, however, could well happen.

**Q** You mentioned that the UK economy could achieve such a successful performance was due to its exchange rate devaluation despite its fiscal contraction. You also mentioned that Mario Draghi now needs further devaluation of the euro. Perhaps, the UK has been lucky to have that devaluation. How can the eurozone drive the exchange rate devaluation? Should they hope to be lucky or do they have any policy measure within their domain?

**A** I noticed that Mr. Draghi has recently begun to say that the rising euro is a problem. Getting up to 1.40 to the dollar is a problem for the eurozone, contributing to their deflation. That is the first thing that he can do to signal to the markets that he is unhappy with what is happening because he suggests that the next thing may be some action. The primary form of action that could actually do it would be direct intervention in the market for euro, actually selling euro to give them a push down. A less dramatic approach would be moving from the low interest rate available on deposits at the ECB to a 0 interest rate. That would be more as a signal than as a pure incentive. If that does not work, then intervention would make sense. Otherwise, they are going to see the risk of moving to deflation and certainly continued low growth of the eurozone economy.

**Q** You did not cover the Chinese economy. For the first time in recent years, China recorded a trade deficit of US\$23 billion. There is quite a concern about a decreased growth rate of China. What is the effect of this and what is your view on the Chinese economy?

**A** I have a generally positive view of the Chinese economy. It is going through a transition which inevitably cannot be counted on to be perfectly smooth. Among its goals there was a reduced reliance on net exports and more reliance on domestic demand and consumer spending, retail activities, etc. We are seeing that happening. It would not surprise me if it actually moves to a small negative trade number. That is consistent with its goal of getting away from net trade. China had a 10% GDP surplus just a few years ago. Last year it was under 2% and now it is on the other side of 0%. What is concerning to me about that is not what it means for China but rather what it means for its demand for dollar bonds. As a country with a large current account surplus, it was a big buyer of dollar bonds. With a current account deficit, it is not going to be a buyer. If it wants to continue investing in oil, real estate, and businesses, it will have to be sellers. I think it will contribute to upward pressure on US long-term interest rates.

**Q** In the past, China grew at the rate of 10% but through various recent reforms the number has dropped to 7.5%. Is China in such a serious situation to put reform over growth? What are the problems of China?

**A** I think China wants to transform the economy to be less dependent on exports. Therefore, it will have a price in terms of movement to a lower growth rate. It cannot be expected to keep growing 10% per year. I first went to China in 1982 and it had more or less 10% growth rates annually for three decades. That was a remarkable

and wonderful transformation. But 7% is not bad. If China can transform the economy more going into consumption and services, it can create jobs in that way rather than very strong and concentrated industrial growth.

**Q** I wanted to solicit your view on the US effort to onshore industry or “home-shore” industry. It is not so much on economic considerations as political ones. I would like to ask if you think that this is a viable proposition and a desirable proposition given the fact that it literally flies in the face of globalization.

**A** It is a politically attractive proposition. It is a good thing to talk about diplomacy and constituents, but it is not happening. There will be some of it happening because of the lower energy costs. One of the debates in the US is to what extent we should allow the export of gas from the US. Currently, we have a tremendous cost advantage. If we keep that all bottled up, it will lead to some reverse onshoring. But I do not think that it will be happening. Events with Russia and Ukraine will speed up the granting of licenses to allow exports of gas from the US. I do not see it as more than just rhetoric that politicians use to say they will create jobs at home. I do not see it happening.

**Q** You mentioned that the Fed should start paying attention to the future threat of inflationary pressure. Obviously, the Fed does not feel that way at this point in time. Obviously, it feels that the US economy is not yet ready to take off, so it remains concerned more

about growth and employment, not inflation. What would be, in your opinion, the data point that would give the wakeup call – not just to the Fed but to the world – that we have forgotten about inflation?

**A** Probably, it would be increases in wages. Increases in unit labor costs would do that. What I am calling for is for the Fed to have a strategy and to explain a strategy, so that the public is confident that when it begins to happen, we will not get a repeat of what happened from the early 1960s over the decade after that taking us up to double-digit inflation.

**Q** Many workers in Korea are interested in Obama's recent proposal to raise the minimum wage. What is its background and future prospect?

**A** The minimum wage in the US affects very few workers. Many people who would be subject to the minimum wage, about US\$7 per hour, are young people or students and the law does not apply to them. So, it does not affect very many people. It is a politically attractive thing for President Obama and it has succeeded in separating the Republicans who oppose it from President Obama. It is probably a mistake of the Republicans to oppose so forcefully the minimum wage increase rather than to agree to some sort of compromise or gradual increase. If they could get an agreement for the minimum wage to be permanently linked to inflation, it would be very good for Republicans because they would not have to face this debate every time a Democrat

president or politician calls for higher minimum wage. Whether it will pass or not, I don't know. But that is my view of what should happen.

**Q** Can you comment a little bit on what impact you think global imbalances have had on the global economy? It does not seem like we are seeing any significant shift in this. We still have countries like Germany with huge surpluses which need to go somewhere. It seems to be leading to other problems.

**A** You are right. Germany has just about all the trade surplus of the eurozone. Germany and the Netherlands have the trade surplus and everyone else has the trade deficit and when you put it together you have a balance. I do not know if that is really a problem. The problem is a lack of aggregate demand in all of these countries. From an aggregate view, the global imbalances are not a significant problem for the US. Within Europe I think the problem is more of how to stimulate and increase economic activity in countries other than Germany and the Netherlands rather than trying to shift demand within the eurozone. There is no good mechanism for doing that. Telling Italy and Spain and so on that they have to act more like Germans does not seem to be a winning strategy.

**Q** What you said about what is happening in the US, increases in house prices, mortgages, equities, etc., it seems like these are ingredients for a crisis, which I read about a few years ago. Except this time it is the government and not the private sector. Looking at the

history it seems that crisis will always repeat itself. Before, there was the government to save the US economy. But who will be there next when something hits the fan?

**A** I did not want to give the impression that imbalances in the US, now the rising prices of equities, are being driven by the government. They are being driven by the Fed in the same way that the house price bubble and equity price bubble were before the downturn in 2007. It is not government spending or policies. It is strictly the Federal Reserve. I hope that the combination of cutting back on buying, the tapering, will mean that the interest rates have already begun to normalize. I think they could go up another 100 basis points or more to get back to more realistic values. We could avoid the kind of problem and not have to ask how to rescue it. Last time the rescue required bringing together both the Fed and the central government because monetary policy itself did not have the traction and the force needed to deal with the downturn.





### **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.

# 2014년 세계경제의 향방은?<sup>1)</sup>

마틴 펠드스타인(Martin Feldstein)

하버드대 경제학과 석좌교수

사공일 이사장님과 저는 오랜 친구입니다. 사공일 이사장께서 재무장관일 때 처음 만난 이후 자주 만나왔습니다. 참석해주신 여러분께도 감사드립니다. 미국 경제 및 유럽과 일본의 상황에 대해서도 어느 정도 말씀드리려 합니다. 강연 후 여러분의 질문에서 저 또한 많이 배울 수 있을 것으로 생각합니다.

## 미국

지금은 미국의 상황을 살펴보기에 매우 중요한 시기입니다. 미국 경제는 변하고 있고, 정책 환경도 바뀌고 있습니다.

---

1) 이 녹취록은 2014년 3월 5일 『IGE/KITA Global Trade Forum』의 강연 내용을 녹취·번역한 것으로 연사의 개인 의견을 밝혀둔다.

지난 몇 년 간 저는 미국의 단기 전망에 대해 상당히 회의적이었습니다. 미국 경제의 장기 전망에 대해서는 낙관적으로 믿었지만, 지난 몇 년간 연방준비제도(Federal Reserve)와 행정부 그리고 다른 이들이 언급한 실질 GDP 성장률이 3~4%에 이를 것이라는 견해를 공유하지는 않았습니다. 저는 줄곧 미국 경제가 최대 2% 성장해도 다행이라고 말해왔습니다. 실제 2010~2012년에는 2% 수준의 성장이 전부였습니다. 이전의 경제 회복 수준보다 훨씬 약했습니다. 1인당 실질 GDP는 5년이 지난 2012년이 되어서도 2007년 위기 이전 수준으로 회복되지 못했습니다. 실업률이 내려간 주된 이유는 구직자의 수가 줄었기 때문입니다.

그러나 지금은 2014년 전망에 대해 좀 더 낙관적입니다. 올해 GDP 성장률은 2%보다 3%에 가까울 것으로 보이고, 심지어 3%를 초과할 수도 있을 것입니다. 왜 이러한 전망이 옳고, 위험 요인은 무엇인지 말씀드린 후 연준의 통화정책에 대해 집중적으로 말씀드리겠습니다. 연준이야말로 2014~2015년에 정책 행동 또는 정책 변화가 있을 유일한 영역이기 때문입니다.

먼저 2014년 경제 전망부터 살펴보고, 작년보다 경제 상황이 더 개선될 것이라 생각하는 이유에 대해 말씀드리겠습니다.

가장 주된 이유는 주가 상승과 주택가격 상승의 결과로 가계자산이 상당히 증가했기 때문입니다. 이 두 가지 요인이 합쳐져서 2012년 말에서 2013년 말까지 가계자산이 10조 달러 정도 증가했습니다. 미국 정도의 경제 규모에서도 10조 달러는 엄청난 금액입니다. 연간 GDP

의 절반 이상입니다. 이런 가계자산 증가는 소비지출 증가로 이어질 것입니다. 과거의 경험으로 보건대, 가계자산이 100달러 증가할 때마다 소비지출은 4달러 정도 많아집니다. 전체 가계자산에서 10조 달러가 증가하면 연간 소비지출이 약 4천억 달러가 늘어나는 것입니다. 이는 미국 GDP의 2% 이상에 해당됩니다. 일시적인 상승이 아닙니다. 높은 자산 수준과 연계된 영구적인 증가입니다. 이러한 현상은 이미 일어나기 시작했습니다. 2011~2012년에 세후 소득의 6%에 가까웠던 가계저축률이 감소해 최근 약 4% 초반대로 떨어졌습니다. 저축률이 약 2% 감소하면서 GDP 수준이 1% 이상 증가했습니다. 높은 수준의 소비지출은 2014년과 그 이후에도 유지될 것으로 생각합니다.

2014년 GDP 성장률이 증가할 것으로 생각하는 두 번째 이유는 세금 인상과 정부지출 삭감이라는 재정적 역풍이 없기 때문입니다. 2013년에 개인소득세가 인상됐습니다. 또한 근로소득세를 상당히 인상했고, 연방정부 지출을 삭감한 여파로 2013년 4사분기에는 GDP 성장률이 약 1% 가량 감소했습니다. 2014년이나 2015년에는 이런 일이 없을 것입니다. 최근 미국 의회는 올해는 물론 내년 예산까지 통과시켰습니다. 내년까지는 세금 인상도, 연방정부 지출의 추가 삭감도 없습니다. 2014년 상반기 연방정부 지출의 증가를 통해 GDP 감소보다는 증가가 이뤄질 것으로 추산됩니다. 또한 미국 정부지출의 3분의 1을 차지하는 주 정부와 지방 정부 지출도 이제 확대할 수 있습니다. 가계자산 증가로 인한 소비 지출의 증가와 증세와 정부지출 삭감의 부재라는 두 가지 이유로 GDP 성장이 높아질 것으로 생각합니다.

따라서 최근 예산 합의는 미국 경제의 단기 회복에는 좋은 소식입니다. 그러나 불행하게도 재정 적자와 부채 증가라는 장기 재정문제를 해결하는 데는 아무런 도움이 되지 못합니다. 그 문제는 무시되고 있고, 올해 말 의회 선거 때까지 그리고 아마도 2016년 대통령 선거 이후까지 지속적으로 무시될 것 같습니다. 장기 재정 상황은 심각한 상태이고 진지한 해결책은 점진적으로 도입돼야 하는데 정말 안타깝습니다.

2007년 침체가 시작되기 전에 미국 연방정부 부채는 GDP의 40% 이하였습니다. 5년 후 정부 부채는 GDP의 74%로 배가됐습니다. 일부는 세수 감소와 이전 지출 증가 등의 경기순환적 이유도 있었고, 일부는 오바마(Obama) 행정부의 지출 프로그램 때문이기도 했습니다. 연간 적자가 침체에 급격히 상승했습니다. 그러나 국방지출 삭감과 세율 인상으로 인한 경제회복의 결과로 제자리로 돌아왔습니다. 이제 연간 적자는 GDP의 약 3% 수준인데, 그것은 부채의 전체 규모가 명목 GDP와 거의 동일한 비율로 상승할 것이라는 뜻입니다. 그러므로 GDP 대비 부채 비율은 약 75%에 머물면서 전혀 개선되지 않을 것입니다.

국회의 비당파적 직원으로 구성된 의회예산처(Congressional Budget Office)는 정책 변화가 없으면 10년 후 연간 적자는 GDP의 4%까지 상승할 것으로 전망하고 있습니다. 이것은 정부 부채에 대한 높은 금리와 노령화의 영향, 중산층 노인 인구에 대한 지원 프로그램에 대한 이전지출을 반영한 것입니다. 적자가 4%로 증가하면, GDP 대비 부채

비율이 100%로 향해 갈 것입니다. 적자를 줄일 대대적인 예산 합의가 정말 필요합니다. 그래서 GDP 대비 부채비율을 낮추는 궤도에 들어셔야 합니다. 이런 연간 적자를 줄려면 노인들을 위한 중산층 복지 정책 증가를 둔화시키고, 이른바 ‘조세 지출’에 해당하는 특별 세금 우대를 제한해야 합니다. 워싱턴 정가에서도 이 점에 대해서는 폭넓은 이해가 있다고 생각하지만, 공화당과 민주당 사이에 진행되는 타협은 없습니다.

일전에 오바마 대통령이 이런 방향과는 반대되는 여러 가지 프로그램에 대한 지출 증가를 요구하는 예산안을 제출했습니다. 올해와 내년 예산이 이미 확정됐기 때문에 그 예산안이 제정되지 못할 것은 주지의 사실입니다. 이는 현 의회 선거에서 민주당 후보를 도우려는 캠페인 성명에 불과합니다. 유감스럽게도 올해와 2016년 선거 이후까지는 예산 정책과 진지한 세제 개혁에 대해서는 잊어야 할 것 같습니다.

올해와 내년의 위험과 성장 전망을 다시 보겠습니다. 최근 데이터는 매우 엇갈린 결과가 나왔지만, 강추위가 지출과 일자리 감소에 영향을 미쳤으므로 지난 두 달 이전의 데이터까지 살펴봐야 합니다.

세 가지 밀접하게 연계된 위험들이 있습니다. 첫 번째는 주택입니다. 주택가격이 2006년 중반 하락하기 시작하면서 주택가격의 거품이 터졌고, 결국 2007년 말 경기 침체가 시작됐습니다. 다행히 연준 정책에 따른 저금리와 주택가격의 상당한 하락으로 인한 주택구매가능성의 향상, 그리고 인구변화에 따른 주택 수요자 증가 등이 반영되어 2012년 주택가격은 다시 반등하기 시작했습니다. 주택가격 상승은

가계자산 및 소비지출 증가로 이어졌습니다. 더욱 중요한 것은 주택 가격 상승이 주택에 대한 투자도 증가시켰다는 것입니다. 주택건설에 대한 실질지출이 2013년 연간 15% 상승했습니다. 그러나 워낙 저점에서부터 올랐던 터라 GDP에 0.03%를 추가하는데 그쳤습니다.

안타깝게도 가장 최근에 주택 경기가 하강했습니다. 가장 주된 이유는 연준의 장기채권 구매 축소 발표 이후 모기지(mortgage) 금리가 인상됐기 때문입니다. 미국 주택시장의 표준 모기지 상품인 30년 모기지 금리는 3.5%에서 4.5%로 증가해 주택 구입에 더 많은 돈이 들고 많은 잠재 구매자들의 주택구매 기회를 박탈하고 있습니다. 작년 4사 분기 주택 건설 투자는 연간 13%로 하락했고, 전체 GDP에서 0.3%를 감소시켰습니다. 최근 들어 기존 주택의 판매가 감소했습니다. 이에 따라 주택 착공과 주택 건축 허가가 감소했습니다. 주택 건설이 올해 GDP에 부정적인 영향을 미치겠지만, 그 규모가 비교적 작아 GDP 성장률에서 0.2~0.3% 정도만 감소할 것입니다.

올해 낙관적 경제 전망에 대한 두 번째 위험은 순수출(net exports)입니다. 물론 무역은 미국 경제에서 상대적으로 작은 부분입니다. 수출입 계정은 미국 GDP의 약 15%를 차지합니다. 그럼에도 불구하고 순수출 증가는 작년 4분기 GDP 성장률에 거의 1%p를 추가했습니다. 그러나 유럽, 중국 그리고 기타 교역국의 성장 둔화와 미국 달러 가치 상승으로 인해 올해와 아마 내년까지 순수출이 성장의 발목을 잡을 수도 있습니다. 2013년 이전 10년 이상 실질 무역가중치 미국 달러는 25% 이상 하락했습니다. 이는 미국 제품의 경쟁력을 강화시켰고 미국 구매

자들의 해외 수입품에 대한 구미를 떨어뜨렸습니다. 그러나 최근 그런 상황이 바뀌었습니다. 파운드화 및 엔화 가치의 급격한 하락 때문에 달러 가치가 상승하기 시작했습니다. 그러므로 미국의 순수출은 올해와 내년까지 안정세를 유지할 것입니다. 이후로는 미국 원유 및 가스 생산 혁명에 힘입어 미국 순수출이 크게 증가할 수도 있습니다.

올해와 내년 성장의 세 번째 위험은 소비지출 증가입니다. 개별 소비지출 증가는 가계자산의 증가로 인한 것이라고 강조했습니다. 그러나 소비지출 증가가 가계소득 증가에 의한 것이라기보다는 자산 증가에 의한 것이라 우려됩니다. 소득은 증가하지 않았고, 2014년에도 더 이상 예전처럼 빠르게 증가하지 않을지도 모릅니다.

몇 가지 통계를 말씀드리겠습니다. 임금, 즉 실질 평균 주급을 보면, 지난 12개월 동안 0.5% 미만 증가했습니다. 1인당 실질 가치분 개인소득의 최신 데이터를 보면, 작년 4분기에 오히려 감소했습니다. 그럼에도 불구하고 소비지출이 연간 2% 이상 상승했습니다. 주식을 상당히 많이 보유한 사람들의 자산이 증가하면서 소비가 견인됐습니다. 지난 해 미국 주식 가격은 30% 이상 상승했습니다. 주된 원인은 장기 금리가 매우 낮기 때문이라고 생각합니다. 그 30% 증가분은 주가수익률이 크게 증가했기 때문입니다. 장기 저금리 때문에 포트폴리오 투자자들이 주식에서 높은 수익을 추구했고, 거기서 수익을 낼 수 있었습니다. 이로 인해 소비지출은 연준의 통화정책 변화에 잠재적으로 민감하게 됐습니다.

이제까지의 연준의 행보와 앞으로의 연준의 정책에 대해 전반적으



로 말씀드리겠습니다. 연준의 정책이 각각의 위험들을 만들어냈고, 현재 연준에서 시작하는 변화는 새로운 위험들을 만들어낼 것입니다. 게다가 조금 더 앞을 내다보면, 연준이 인플레이션 위험을 야기했고 이런 인플레이션 압력을 어떻게 해결할 것인지 우려됩니다. 연준의 통화정책을 보는 데 있어 오바마 행정부가 2009~2010년에 일련의 재정적자 정책으로 경기부양을 시도했던 점을 상기하면 좋을 것입니다. 이들 정책은 잘못 설계됐습니다. 일시적 GDP 상승 효과는 있었지만, 그 이상의 효과는 거의 없었습니다. 오히려 GDP가 상승한 것보다 더 많이 국가 부채를 늘렸습니다. 그 경험 이후 추가 재정정책을 심지어 고려하는 것조차 하려는 의지가 비교적 적었습니다. 그래서 2009년 초반 연준은 연준 스스로가 총수요를 개선할 수 있는 유일한 방법이라고 생각했습니다. 그러나 그 무렵에는 이미 연준은 은행 간 대출 단기 금리인 연방기금금리를 0에 가깝게 내린 후였습니다. 주택 가격이 여전히 급격히 하락하고 있었기 때문에 저금리는 수요를 촉진시킬 수 없었고, 가격이 하락했을 때 주택 구매를 유인하지 못했습니다. 또한 은행들은 취약하고 불확실한 대차대조표로 인해 대출에 적극적이지 않았습니다.

벤 버냉키(Ben Bernanke) 총재는 두 가지 요소로 구성된 이른바 ‘비전통적 통화정책(unconventional monetary policy)’을 시작했습니다. 첫째는 양적완화, 혹은 연준 용어로는 대규모 자산매입이라는 것인데 이를 통해 연준은 미국 재무부의 채권(treasury bond)과 정부 보증 주택저당증권(Mortgage-backed Securities: MBS)을 대량으로 매입했습니다.

비전통적 통화정책의 둘째 요소는 향후 단기 금리에 대한 선제안내(forward guidance)입니다. 이 비전통적인 통화정책의 목적은 장기 금리를 낮춰 포트폴리오 투자자들이 주식, 부동산 그리고 다른 자산에 눈을 돌리도록 하는 것이었습니다. 연준은 그렇게 하면 자산 가격이 상승하면서 가계자산이 높아지고, 따라서 소비지출도 늘어날 것으로 예상했습니다.

작년 여름 버냉키 총재는 연준 용어로는 ‘테이퍼링(tapering)’이라고 하는 대규모 자산매입을 축소하고 2014년 중으로 매입을 중지할 것이라고 발표했습니다. 현재 그 정책이 시행되고 있습니다. 연준은 국채와 주택저당증권을 매월 850억 달러 규모로 매입하고 있었습니다. 이제 그 매입은 연방공개시장위원회(FOMC) 회의가 있을 때마다 100억 달러 규모씩 줄어들고 있습니다. 즉, 2014년 말에는 자산매입비율이 0까지 떨어진다는 뜻입니다. 대규모 자산매입과 그로 인한 장기 저금리가 미국과 세계 경제에 대한 위협의 원천이라고 생각하기 때문에 저는 이것이 좋은 일이라고 생각합니다. 4% 정도로 예상했던 미국의 10년 국채 금리가 작년 여름 실질적으로는 0에 가까운 1.6%까지 하락한 것을 기억하십시오.

미국에는 이러한 장기 저금리에서 비롯된 세 가지 위험이 있습니다. 첫 번째 위험은 자산 가격 상승입니다. 장기 저금리에 직면한 투자자들은 주식, 농지, 저급 채권 등을 사들였고, 위험과 레버리지를 증가시키는 투기 매입을 하였습니다. 장기 저금리가 야기하는 두 번째 위험요인은 투자자들이라기보다는 은행 같은 대출기관이 저신용

자들에게 대출해줬다는 것입니다. 이는 서브프라임 시장으로의 회귀입니다. 또한 대출조건이 적은 대출인 커버넌트라이트 론(covenant-light loans)을 대출해줌으로써 위험 부담이 증가했다는 것입니다. 세 번째 위험은 포트폴리오 투자자들이 불투명한 방식으로 수익을 끌어올리기 위해 자산 가격, 기업 인수, 파생상품 사용을 통해 위험한 투자를 증가시키는 것입니다.

세 가지 위험의 부작용이 실제로 일어나지 않을 수도 있다고 생각합니다. 경제가 계속 확장국면이었기 때문에 위험의 부작용이 나타나지 않으리라 기대합니다. 그러나 경제가 약화되거나 더 약화된다면, 그런 세 가지 위험이 미국 경제에 심각한 문제를 발생시킬 것입니다. 벤 버냉키 전 총재와 자넷 옐런(Janet Yellen) 후임 총재 등은 대규모 자산매입의 규모를 결정하려면 그로 인해 파생될 위험과 경제에 발생하는 이익 간에 균형이 맞아야 한다고 거듭 말했습니다. 최근까지 그들은 이익이 위험보다는 크다고 판단했습니다. 저는 최근엔 그 반대가 옳다고 생각합니다. 연준은 혜택보다는 제가 방금 말씀 드린 위험들을 더 많이 만들어냈습니다. 그러므로 연준이 이런 대규모 자산매입을 점진적으로 중단하고, 장기 금리가 정상 수준으로 오르도록 허용한 것은 좋은 일이라고 생각합니다. 10년 만기 국채 금리는 작년 여름 1.6%에서 현재 거의 1%p 이상 상승했습니다.

비전통적 통화정책의 두 번째 측면은 향후 연방기금금리에 대한 선제안내입니다. 선제안내의 성격에 관해 연준은 “연방기금금리를 상당 기간 낮게 유지할 것”이라는 다소 모호한 발언에서 “최소한 언제

까지 연방기금금리를 낮게 유지할 것”이라는 식으로 구체적인 날짜를 언급하는 방식으로 입장을 바꿨습니다. 좀 더 최근에는 인플레이션이 2.5% 이상 상승하지 않는 한, 실업률이 6.5% 아래로 떨어질 때까지 연방기금금리를 0에 가깝게 유지하겠다고 발표했습니다. 실업률이 6.5%에 가까워지자(최근 6.7%), 연준은 6.5%는 한계치일 뿐, 금리 인상 시작을 의미하는 것은 아니라고 강조했습니다. 다시 말하면, 실업률이 6.5%에 가까워지면 금리를 낮게 유지할 의무는 없지만 그렇다고 금리를 올릴 의무도 없다는 뜻입니다. 실제로 최근 연준은 그들의 언어로 노동시장이 상당히 개선될 때까지 기다리겠다고 강조했습니다. 과거에 강조했던 실업률은 노동 참여율 시기에는 좋은 척도가 아니며, 장기 실업자가 많고 많은 이들이 비자발적 파트타임 근로에 종사하고 있다고 언급했습니다.

그렇다면 그것이 선제안내를 어디로 이끌까요? 그 결과는 매우 불분명한 메시지입니다. 연준은 대중 및 금융시장과 소통하고 싶다고 강조하지만, 연준은 발표 데이터에 의존할 것이며, 실업률뿐만 아니라 노동 참여율, 장기 실업자수, 비자발적 파트타임 종사자수 등 다양한 척도를 검토하겠다고 발표했습니다. 즉, 연준이 무엇을 해야 할지 명확한 청사진이 없다는 것입니다. 많은 시장참여자들이 테이퍼링이 연방기금금리 조정과 관련이 없다는 연준의 발표를 믿지 않는다고 생각합니다. 장기 저금리 유지를 원하는 연준 관계자들은 채권구매에서 선제안내로 전략을 바꾸고, 실업률이 5.5%까지 떨어진 이후에도 상당 기간 단기 금리를 낮게 유지한다는 약속을 함으로써 장기 금리를

낮게 유지할 수 있기를 바랄 것입니다. 그 전략이 연준이 채권구매를 중지한 후에도 장기 금리를 낮게 유지하는 것이라면, 저는 선제안내 전략에 대해 걱정할 것입니다. 솔직히 이 전략은 결국 실패할 것입니다. 이 전략은 장기 금리를 낮게 유지시킬 수 없을 것입니다. 7년 만기 금리, 주택담보 대출 금리, 10년 만기 국채 금리는 낮게 유지되지 않을 것입니다. 선제안내를 강력하게 지지하는 샌프란시스코 연방준비은행 총재조차도 최근 선제안내가 향후 2년까지 저금리를 유지하는 데에는 유용하지만, 이것이 장기 금리를 낮게 유지할 것이라는 주장은 하지 않았습다.

이제 연준이 무슨 일을 해왔는지 설명하겠습니다. 특히 해야만 했는데 하지 않은 일을 말씀드리겠습니다. 제 판단으로는 연준은 미래의 인플레이션 위험에 대해서는 다루고 있지 않습니다. 물론, 현재 미국의 인플레이션은 매우 낮습니다. 최근 12개월간 소비자물가지수 (consumer price index)는 약 1.2% 상승했습니다. 단위노동비용은 겨우 1.1% 정도 올랐습니다. 따라서 저는 향후 인플레이션을 그리고 연준이 인플레이션 방지 정책에 대해 밝히고 있는 것과 밝히지 않고 있는 것에 대해 질문과 우려를 가지고 있습니다. 인플레이션이 얼마나 빨리 상승할 수 있는지 인식하는 것이 중요합니다. 1960년대 전반기 소비자물가지수 인플레이션이 고작 1.4%였던 것을 기억하십니까? 이 수치는 오늘날과 매우 비슷합니다. 1960년대 말 인플레이션이 5.5%까지 상승했고, 1970년대 중반에는 11%까지 치솟았습니다. 인플레이션은 빠르게, 매우 빠르게 상승할 수 있습니다.

현재 연준에게는 물가안정과 저실업을 목표로 하는 이른바 ‘이중 목표(dual mandate)’가 있습니다. 하지만, 최근에는 이중 목표에 물가안정도 들어간다는 사실을 잊은 듯합니다. 연준 발표에는 “이 모든 것이 물가안정의 맥락 속에서 행하는 것”이라는 상투적인 발표를 제외하고는 사실상 물가에 대한 언급이 없습니다. 그러나 연준이 노동시장 부진에 초점을 맞추고 있는 것은 확실합니다. 연준이 인플레이션 상승을 좌시하지 않을 것이며, 실업률 증가를 가져오는 한이 있어도 인플레이션 상승의 재발을 막기 위한 조치를 취할 것이라는 확신을 국민에게 심어주는 것이 중요하다고 생각합니다. 중앙은행이 인플레이션을 막을 것이라는 국민의 신뢰를 얻는 것이 실업이 조금 늘더라도 인플레이션이 발생했을 때 방지하거나 역전시키는 것이 훨씬 쉽고 비용이 적게 든다는 것을 이전의 경험에서 배웠습니다. 1960년대와 1970년대를 돌아보면, 연준이 충분히 강한 대응을 하지 않아서 인플레이션이 점점 더 높아졌습니다. 연준이 인플레이션이 증가함에 따라 실질 단기 금리를 올리고 인플레이션 증가를 막거나 역전시키겠다고 약속하는 것이 중요합니다. 또한, 높은 인플레이션을 용인하여 실질 금리를 감소시킴으로써 수요를 촉진시키려는 생각은 용납하지 않음을 명확히 보여주는 것도 중요합니다. 연준이 어떤 발표를 해야 하는가에 대한 제 견해는 충분히 말씀드린 듯합니다. 그러나 말뿐이어서는 안 됩니다. 물가상승 압력이 시작되었을 때 연준이 어떻게 행동할지에 관한 전략이 있어야 합니다.

이런 잠재적 미래 인플레이션의 원천은 무엇일까요? 양적완화가

통화 공급을 크게 확장시킨 것이 아니라는 말을 자주 듣습니다. 상업은행은 수조 달러의 준비금을 받지만, 준비금을 통화 공급 증가로 전환하지 않았습니다. 대신, 상업은행은 준비금을 연준에 예치했습니다. 지난 12개월간 총 M2<sup>2)</sup>의 통화량은 겨우 약 6% 증가했습니다. 인플레이션 위험은 다음과 같습니다. 상업은행은 신용도가 높은 기업이 대출을 받으려고 할 때, 연준에 예치한 막대한 양의 과잉 준비금을 사용하여 대출을 시작할 것입니다. 연준과 다른 사람들도 경제가 완전 고용 상태로 돌아올 때까지 어느 정도는 그러한 대출 증가를 환영할 것입니다. 그러나 대출이 과도해지고 수요 인플레이션 증가 압력으로 이어진다면 연준은 어떻게 대응할 것입니까? 연방공개시장위원회(FOMC)와 옐런 총재는 이 문제를 어떻게 다룰 것인지 공개할 필요가 있습니다.

상업은행이 연방기금시장에서 자금을 빌릴 필요가 없기 때문에 연방기금의 금리를 올리는 전통적인 개입 전략은 효과가 없을 것입니다. 상업은행은 수천억 달러의 연방기금을 보유하고 있습니다. 연준은 그 대안으로 초과 준비금에 대한 이자를 올릴 수 있습니다. 초과준비금에 이자를 지급하고, 상업은행이 연방준비은행에 기금을 놔두게 하기 위해 그 이자를 계속 올릴 수 있습니다. 그러나 초과준비금에 더

---

2) 광의의 통화(M2)는 현금 요구불예금 수시입출식 저축성예금을 의미하는 협의통화(M1)에 만기 2년 미만의 정기 예·적금 및 금융채, 시장형 상품, 실적배당형 상품 등을 포함한 것. 시중에 돈이 얼마나 풀려 있는지를 보여주는 지표다.

높은 이자를 지급하는 것은 연준에 두 가지 심각한 문제를 초래할 것입니다. 첫째, 상업은행의 기업 대출과 가계 대출을 막는 방법으로서 연준이 상업은행에 많은 돈을 지급하는 것은 정치적으로 곤란합니다. 둘째, 연준이 보유한 채권과 주택저당증권(MBS) 포트폴리오에서 얻는 수익보다 더 많은 4조 달러 이상의 초과준비금에 이자를 지급하는 것도 정치적으로 곤란합니다. 그러므로 초과준비금에 높은 이자를 지급하는 것은 상업은행의 대출 제한을 위한 실현가능한 방법이 아닙니다. 특별히 그 금리가 인플레이션 상승을 막을 만큼 높아야 한다면 더욱 좋은 방법이 아닙니다.

더욱 최근 연준은 환매조건부채권(repurchase agreements: RP) 또는 역환매조건부채권(reverse RP)을 이용하여 단기 시장금리를 관리하는 프로그램을 언급했습니다. 이것이 무슨 뜻일까요? 환매조건부채권 매매란 본질적으로 연준이 유가증권을 원하는 금리를 적용한 가격에 되사들이겠다는 약속을 하고 시장에 판매하는 것입니다. 연준은 지급하는 금리를 모호하게 하는 방식으로 상업은행뿐만 아니라 광범위한 금융기관과 거래하게 됩니다. 그러나 환매조건부채권 사용이 암시된 금리를 모호하게 할 수는 있지만, 여전히 연준이 채권과 주택저당증권(MBS) 포트폴리오에서 벌어들이는 수익보다 더 많은 돈을 지불함으로써 손실을 보는 것을 막지는 못합니다. 이 정책이 효력을 발휘하려면 연준은 과도한 상업 대출을 막기에 충분히 높은 단기시장 금리를 밀어붙일 의지를 보여야 합니다.

따라서 연준이 금리를 상당히 올릴 준비를 하지 않는다면, 이런 정



책이 초과 준비금을 활용하려는 은행의 욕망을 어떻게 제한할 수 있을지 확실치 않습니다. 이런 금리 전략에 대한 대안은 대출을 증가시키는 은행의 능력을 제한하기 위한 양적 제재를 가하는 것입니다. 양적 제재의 형태 중에는 상업은행이 기존의 과잉 준비금을 모두 사용하지 못하도록 지급준비율을 올리는 것이 있습니다. 양적 제재의 다른 방식은 은행에 부과하는 필요자본량, 특히 레버리지 비율을 올리는 것입니다. 이 중 어떤 대안도 옹호하는 것은 아니지만, 연준이 은행들이 현재의 단기 자산을 이용하여 향후 인플레이션을 증가시키는 대출을 조달하는 것을 어떻게 방지할 것인지 설명하는 것은 중요한 일이라고 생각합니다.

## 유럽

세계 경제에서 그리 중요하지는 않지만 먼저 영국에 대해 살펴보겠습니다. 영국의 경험은 유용한 교훈을 줍니다. 주요 교훈은 재정당국과 통화 절하를 결합하면 재정적자 감소와 경제성장 증가 모두 달성할 수 있다는 것입니다.

2010년 영국은 경기조정적(cyclically adjusted) 재정적자를 경험했습니다. IMF에 따르면, 경제가 완전고용 상태일 때, 2010년 경기조정적 재정적자가 GDP의 8.4%였습니다. 올해 수치는 3.9%입니다. 재정적자가 절반 이상 줄었습니다. 적자 감소에도 불구하고 올해 영국의 실질 GDP는 2.8%의 비율로 증가하고 있습니다. 유로존의 어느 국가보다도 빠른 속도입니다. 영국의 실업률은 유로존 국가들의 절반

밖에 안 되고 인플레이션은 겨우 2%입니다. 영국에 다른 문제가 있지만, 제가 말씀드리고자 하는 바는 환율을 낮춤으로써 재정 적자 감소와 수요 증가를 결합할 수 있었다는 것입니다. 파운드화는 달러 대비 25% 하락했고, 유로에 비해서는 훨씬 더 하락했습니다.

이제 유로존으로 넘어가겠습니다. 좋은 소식은 유로가 살아남았다는 것입니다. 유로존을 탈퇴하겠다는 국가가 나올 위험은 거의 없습니다. 유로를 지키기 위해 무엇이든 하겠다는 마리오 درا기(Mario Draghi) ECB 총재의 약속이 효과가 있었습니다. 정부 부채에 대한 금리가 급격히 떨어지게 만드는데 성공했습니다. 독일 정부 채권 금리에 절대적 그리고 비교적으로요, 따라서 이탈리아와 스페인 정부의 10년 만기 국채 금리가 약 3.5% 정도로 낮아졌습니다. 이것은 좋은 소식입니다.

그러나 유로존의 경제 활동은 여전히 매우 미약하고, 조만간 개선될 것이라고 전망하기 어렵습니다. 유로존 전체의 GDP 성장률은 겨우 1% 정도이고 실업률은 12%입니다. 실제 모든 주요 유로존 국가 중에서 독일만이 실질 GDP 증가율이 1% 이상이고 실업률은 10% 이하입니다. 다른 주요 국가들의 GDP 성장률은 1% 이하입니다. 프랑스와 이탈리아의 실업률은 10% 이상이고 스페인과 그리스에서는 20% 이상입니다. 유로존 전체 차원이나 개별 국가에서 눈에 띄는 성장은 없습니다. 또한 이와 같은 성장을 이룰만한 의미 있는 전략도 없습니다.

이른바 재정협약(fiscal compact)에서는 모든 유로존 국가들이 재정 적자는 GDP의 3% 이하로 유지해야 하고, 부채 비율이 60%에 가까

은 국가는 비율을 지키지 못하면 벌금을 물어야 합니다. 사실 이 규정은 지켜지지 않고 있습니다. 프랑스와 이탈리아, 스페인 모두 재정 적자가 3% 이상에 부채 비율이 60% 이상으로, 이 비율은 계속 오르고 있습니다. 물론 벌금을 문 국가는 없습니다.

은행동맹 계획은 유로존 예금보험과 실패한 은행을 처리하는 유로존 시스템을 두는 것이었으나, 완전히 무산되었습니다. 남은 것이라고는 중앙 은행감독뿐입니다. 유로존의 개별 상업은행은 여전히 최소한의 대출만을 하고 사실상 국경간(cross-border) 대출은 하지 않는 상황이라서 유로존에 공동 신용시장을 만들겠다는 아이디어도 끝이 납니다. 유로존의 인플레이션율은 1% 이하로 떨어졌는데, 그 중 일부는 지난 12개월간 달러 대비 6% 상승한 유로 때문이었습니다.

마리오 드라기 총재는 인플레이션을 확대하고 디플레이션을 방지하겠다는 발언을 하지만, 그렇게 할 수 있는 도구는 무척 제한적입니다. 제 판단으로는 유로존을 위한 확실한 정책은 현재 1 유로당 1.40 달러인 환율을 1.10 달러까지 20% 절하하는 것입니다. 이 정책으로 인플레이션율을 목표치인 2%까지 끌어올릴 수 있을 뿐만 아니라 수출을 촉진하고 수입을 감소시켜서 GDP 성장률을 올릴 수 있습니다. 비록 유럽중앙은행(ECB)이 이 방법을 거부하기는 했지만, 결국 행동해야 할 때가 올지도 모릅니다.

## 일본

마지막으로 일본의 상황에 대해 몇 말씀 드리겠습니다. 비록 아베

노믹스의 세 번째 화살인 구조개혁은 일어나지 않았지만, 현재까지 아베노믹스는 성공적인 듯합니다. GDP와 인플레이션 모두 상승했습니다. 현재 인플레이션율은 2%가 넘었고 GDP는 1.5%의 비율로 증가하고 있습니다. 그러나 얼마나 지속가능한지는 확실하지 않습니다. 인플레이션 상승은 지난 12개월 동안 엔화의 10% 절하로 인한 수입 물가 상승에서 비롯되었습니다. GDP 수요 증가는 조만간 발효될 판매세(sales tax) 인상에 대비한 선구매 효과를 반영했을 수도 있습니다. 부가가치세가 인상되면 실질 소득이 떨어지고, 계속 구매할 인센티브가 사라지게 될 것입니다.

그러나 가장 걱정되는 것은 일본이 국가부채에 사실상 이자를 지불하지 않음에도 불구하고 재정적자가 GDP의 8%라는 것입니다. 일본 국채 금리는 1% 미만입니다. 즉, 일본의 GDP 대비 부채비율이 200% 이상인 현재 수준(약 240%)에서 계속 상승할 것이라는 뜻입니다. 경상수지 흑자가 GDP의 1% 미만이므로 일본은 곧 해외 자본시장에서 자금을 조달할 수밖에 없습니다. 그렇게 되면 대부분 예상했던 바대로 일본 국채 금리를 1% 미만으로 유지할 수 없을 것입니다. 이런 국채에 대한 명목금리가 3%라고 할 때, 인플레이션 2%를 합치면 재정적자에 약 5%가 추가될 것입니다. 일본이 경제 침체를 야기할 상당히 높은 판매세 없이 어떻게 이 문제를 해결할지 알 수 없습니다. 저는 일본이 지속불가능한 궤도에 들어서 있다고 생각합니다.



질의  
응답



## 질문

핵심 거시변수들에 대해 매우 포괄적이고 통찰력 있는 분석을 해주셨습니다. 저는 미국 경제 회복세 유지를 위한 수출 활용에 대한 교수님의 의견에 대해 질문 드리고 싶습니다. 오바마 대통령과 조 바이든(Joe Biden) 부통령이 개방무역체제의 일환으로 환태평양경제동반자협정(Trans-Pacific Partnership: TPP)과 범대서양무역투자동반자협정(Trans-Atlantic Trade and Investment Partnership: TTIP) 추진에 박차를 가하고 있습니다. 한국은 환태평양경제동반자협정과 그 절차에 대단한 깊은 관심이 있습니다. 현 시점에서 미국 의회는 오바마 대통령이 제시한 신속승인절차(trade promotion authority: TPA)<sup>3)</sup> 승인을 매우 꺼리고 있습니다. 또한, 이 과정은 공개되지 않은 채 진행되고 있습니다. 그러므로 일이 어떻게 되어 가는지 알 수 없습니다. 이 상황을 어떻게 보십니까? 과연 TPP가 타결될 수 있을까요? 일본과 미국이 농업 분야의 상충되는 문제를 어떻게 해결할 것으로 생각하십니까?

## 답변

TPP와 TPA에 관해 말씀드리면, 대통령은 먼저 무역협상권을 위임받고 나중에 의회에 찬반투표에 붙일 수 있는 권한이 생기게 됩니다. 사실상 의회가 국제교섭에서 합의된 사항들을 수

---

3) 국제교섭의 효율을 높이기 위하여 미국 대통령이 대외무역관련 협상권을 의회로부터 위임받아 신속히 처리하도록 규정하는 조치. TPA는 1994년 효력을 잃은 신속승인절차(fast track authority)가 부활한 것으로 TPA로 개명됐다.

정할 수 있는 권리를 행정부로 가져오는 것입니다. 솔직히, 협상을 성공시키려면 그런 권한이 필요합니다. 협상에 동의한 내용을 나중에 의회에서 재논의될 것을 알면서 협상하려는 사람은 없습니다. 그러나 대통령이 그런 권한을 얻어내기란 매우 어렵습니다. 일본이 TPP 타결을 위해 얼마나 포기할 수 있을지는 미지수입니다. 현 시점에서 오바마 대통령이 의회를 설득하기는 매우 힘듭니다. 최근 대통령과 의회 사이의 협상들과 타협불가한 협상들로 인한 악감정 때문이기도 하고, 오바마 대통령의 낮은 지지도와, 다가오는 선거 때문이기도 합니다. 의회 의원들은 11월에 있을 선거가 있다는 것과 입장을 취하게 되면 공격의 빌미를 주게 되어 매우 높은 대가를 치를 것이라는 사실에 매우 민감합니다. 그러므로 TPP가 타결될 확률은 절반 이하라고 생각합니다.

**질문** 저는 탄소세(carbon tax) 도입 가능성에 대한 박사님께 의견을 묻고 싶습니다. 미국은 세일 혁명의 혜택을 톡톡히 봤습니다. 그러나 미국 의회는 탄소세 실행에 반대하고 있습니다. 미국 제국은 탄소세 실행이 불가피하다고 생각합니다. 오바마 대통령에게 탄소세 제도 추진을 강력하게 권고하고 있습니다. 이 제도에 대해서 어떻게 생각하십니까?

**답변** 개인적으로는 탄소세 도입에 찬성합니다. 가장 간단한 방법은 휘발유세일 것입니다. 미국에서 시추 기술이 개선되어



휘발유 가격이 내려가면 세금이 낮아진 세전 가격 중 일부를 흡수할 수 있습니다. 그것은 좋은 일입니다. 오바마 행정부가 처음 들어섰을 때 개별 주와 지방정부에 모든 종류의 일시적 기득권 유보를 포함한 정교한 탄소세 계획을 제안했던 것을 기억하실 것입니다. 미국의 주들은 지역 이익에 매우 민감합니다. 석탄을 생산하는 주라면, 석탄세 부과를 원치 않을 것입니다. 포괄적인 탄소세는 도입될 가능성이 낮습니다. 그러나 휘발유에 대한 표적 탄소세는 도입될 가능성이 있습니다.

**질문** 영국 경제가 그러한 성공적인 성과를 거둘 수 있었던 요인은 재정 긴축에도 불구하고 환율 평가절하 때문이라고 말씀하셨습니다. 또한, 마리오 드라기 총재가 유로를 더욱 절하해야 한다고도 말씀하셨습니다. 영국은 파운드화가 절하되어서 운이 좋았던 것 같습니다. 유로존이 어떻게 환율 절하를 할 수 있을까요? 그저 운이 좋기를 바라야 할까요, 아니면 그들이 취할 수 있는 정책 조치가 있을까요?

**답변** 최근 드라기 총재가 유로화 절상이 문제라는 발언을 했다는 것은 알고 있습니다. 환율이 달러 대비 1.40 유로까지 올라간 것은 유로존의 문제이며, 디플레이션에 기여하고 있습니다. 드라기 총재가 지금 벌어지고 있는 일에 대해 불만스러움을 표시하는 것이 시장에 신호를 주는 첫 번째로 할 수 있는 일입니다. 왜냐하면 다음 번 조치는 어떤 행동이 될 수 있을 것이라고 시사했기 때문입니

다. 사실상 그 일을 할 수 있는 우선적인 형태의 조치는 유로 시장에 직접 개입하는 것입니다. 그리고 실제로 유로를 매도하여 가치 절하하는 것입니다. 좀 덜 노골적인 방법은 ECB 예치금에 대한 낮은 금리를 0으로 내리는 것입니다. 이는 단순한 인센티브라기보다는 신호에 가깝습니다. 이 방법이 효과가 없다면 개입하는 것이 이치에 맞다고 생각합니다. 그렇지 않으면 디플레이션이 진행될 위험이 있고, 유로존 경제도 계속 낮은 성장을 계속할 것입니다.

질문

박사님께서서는 중국 경제는 다루지 않으셨습니다. 최근 들어 처음으로 중국이 230억 달러의 무역적자를 기록했습니다. 중국의 성장률이 낮아진 것에 대한 우려도 높습니다. 이에 따른 영향은 무엇이며, 중국 경제를 어떻게 생각하십니까?

답변

저는 중국 경제에 대해 낙관적으로 생각합니다. 중국은 불가피하게도 완전히 순조롭기를 기대할 수 없는 과도기를 겪고 있습니다. 중국의 목표 중에는 순수출에 대한 의존도를 낮추고 내수와 소비지출, 소매활동 등에 대한 의존도를 높이는 것이 있습니다. 지금 그 목표를 달성하고 있는 중입니다. 중국이 실제로 약간의 무역적자가 난다고 해도 놀랄 일이 아닙니다. 순무역에서 벗어나려는 중국의 목표에 부합됩니다. 중국은 몇 년 전에 경상수지 흑자가 GDP의 10%였고, 작년에는 2%로 내려갔다가 이제 적자로 옮겨갔습니다. 저는 무역 적자가 중국에 어떤 영향을 줄지 보다는 중국의 달러 채권

수요에 어떤 영향을 미칠지가 더 걱정됩니다. 중국은 경상수지 흑자 국으로 달러 채권의 큰 구매자였습니다. 경상수지가 적자인 상태에서는 구매자 역할을 하지 않을 것입니다. 중국이 원유, 부동산, 기업에 투자를 지속하려면 판매자로 돌아서야 합니다. 이것은 미국 장기 금리의 상승 압력에 기여할 것으로 생각합니다.

**질문**

과거 중국은 10% 고성장을 했는데, 최근 여러 가지 개혁을 통해 경제 성장률이 7.5%까지 하락했습니다. 중국이 성장보다는 개혁을 중시할 정도로 그렇게 심각한 상황입니까? 중국의 문제는 무엇일까요?

**답변**

중국은 수출 의존도를 낮추는 방향으로 경제를 바꾸려고 합니다. 그러므로 성장률이 낮아지는 대가가 발생할 것입니다. 연간 10%의 성장을 지속하기를 기대할 수는 없습니다. 저는 1982년에 처음 중국을 방문했는데 중국은 30년 동안 연간 성장률 10% 정도를 유지했습니다. 그것은 놀랍고도 멋진 변화였습니다. 그러나 7%도 나쁘지는 않습니다. 중국이 소비와 서비스 비중이 높아지도록 경제를 전환하면, 강하고 집중적 산업 성장보다는 일자리를 창출할 수 있을 것입니다.

**질문**

미국이 역내 산업 혹은 산업의 국내 회귀에 노력을 기울이고 있는데 어떻게 생각하는지 견해를 듣고 싶습니다. 이

는 정치적인 논의일 뿐 경제적 고려는 별로 없습니다. 이런 행동은 말 그대로 세계화에 위배되는데, 과연 실현가능하고 바람직한 제안 일까요?

**답변** 정치적으로 매력 있는 제안입니다. 외교적으로나 유권자에게 말하기에는 좋은 소재지만 실제로 실행되고 있지는 않습니다. 에너지 비용이 낮아져서 일부에서는 일어날 수 있을 것입니다. 현재 미국에서는 가스 수출 허용 범위에 대해 논의가 있습니다. 현재 미국은 엄청난 비용 우위가 있습니다. 계속 수출을 억누르면 일부 역회귀(reverse onshoring)로 이어질 것입니다. 그러나 그런 일이 일어나리라고는 생각지 않습니다. 러시아와 우크라이나 간의 분쟁이 미국 내 가스 수출 허가권의 승인을 가속화할 것입니다. 정치인들이 국내에 일자리를 만들겠다고 공언히 해왔던 수사 이상으로는 생각지 않습니다. 그런 일은 없을 것으로 생각합니다.

**질문** 연준이 미래의 인플레이션 압력 위험에 주목하기 시작해야 한다고 말씀하셨습니다. 분명히, 연준은 현 시점에서는 그렇게 생각하지 않습니다. 미국 경제가 아직 성장할 준비가 되어 있지 않다고 생각하기 때문에 인플레이션이 아니라 성장과 고용에 더 신경을 쓰고 있습니다. 그렇다면 어떤 데이터가 나와야 연준 뿐만 아니라 전 세계가 인플레이션을 다시 떠올리게 될까요?

답변

아마 임금상승이 될 것입니다. 단위노동비용이 상승하면 됩니다. 그러나 제가 바라는 바는 인플레이션이 상승하기 시작할 때, 1960년대 초와 1970년대에 걸쳐 겪었던 두 자리 인플레이션을 다시 겪지 않을 것이라고 국민이 확신할 수 있도록 연준이 전략을 세우고 설명하는 것입니다.

질문

오바마 대통령의 최저임금 인상에 대해서는 한국에서도 많은 근로자가 관심을 보이고 있습니다. 이에 대한 배경과 전망은 어떻습니까?

답변

미국의 최저 임금에 영향을 받는 노동자는 매우 적습니다. 시간당 약 7달러에 해당하는 최저 임금을 받는 사람들 대부분은 청소년이나 학생인데, 그들에게는 법이 적용되지 않습니다. 그러므로 영향을 받는 사람들이 아주 많지는 않습니다. 오바마 대통령에게는 정치적으로 매력적인 정책입니다. 오바마 대통령은 최저임금 인상안에 반대하는 공화당과 차별화하는 데 성공했습니다. 공화당이 일종의 타협을 하거나 점진적 인상에 동의하기보다는, 최저 임금에 강력히 반대하고 나선 것은 아마도 실수일 것입니다. 만약 공화당이 합의를 해서 최저임금이 인플레이션과 영구적으로 연동되면, 공화당에게는 매우 좋았을 것입니다. 왜냐하면 민주당 대통령이나 정치인이 최저임금 인상을 요청할 때마다 이런 논쟁을 벌이지 않아도 되기 때문입니다. 최저임금이 인상될지는 알 수 없습니다만, 최저임금에

대한 제 견해는 그렇습니다.

**질문**

글로벌 불균형이 세계 경제에 어떤 영향을 미쳤는지 약간 설명해주시겠습니까? 글로벌 불균형 관련 유의미한 변화는 없는 듯합니다. 아직 독일 등의 국가는 엄청난 흑자를 내고 있습니다. 이런 흑자는 어딘가 다른 곳으로 가야만 합니다. 이로 인해 다른 문제가 발생할 수도 있을 것 같습니다.

**답변**

그 말씀이 맞습니다. 독일은 유로존의 무역 흑자를 독차지하고 있습니다. 독일과 네덜란드만 흑자를 내고, 나머지는 적자 상태입니다. 이 모든 것을 합치면 균형이 됩니다. 이것이 진정한 문제인지는 모르겠습니다. 정작 문제는 이 모든 국가에서 총수요가 부족하다는 것입니다. 총수요와 총공급 면에서 글로벌 불균형은 미국에게 심각한 문제는 아닙니다. 유럽 내에서 유로존 안의 수요를 이동하는 것보다는, 독일과 네덜란드 이외의 국가에서 어떻게 경제활동을 촉진하고 증가시킬 것인가가 더 문제라고 생각합니다. 그렇게 할 수 있는 좋은 메커니즘이 없습니다. 이탈리아와 스페인 등의 국가에게 독일처럼 행동하라고 말하는 것은 성공 전략은 아닌 것 같습니다.

**질문**

미국에서 일어나고 있는 상황에 대해 말씀하신 것, 즉 주택 가격 상승, 주택담보대출, 주식 등 이런 요인들은 몇 년 전 어느 글에서 읽은 바로는 위기의 구성요소로 보입니다. 다만, 이번에

는 민간 부문이 아니라 정부에서 일어나고 있습니다. 과거를 돌아보면, 위기는 언제나 반복됩니다. 전에는 정부가 나서서 미국 경제를 구제했지만, 다음에 위기가 발생하면 누가 나설 수 있을까요?

답변

미국에서 발생하는 물가와 주가 상승 등의 불균형이 정부에 의해 주도되었다는 인상을 주고 싶지는 않았습니다. 2007년 침체가 발생하기 이전 주택가격 거품 및 주가 거품이 발생한 것과 똑같은 방식으로 연준이 이런 불균형을 주도하고 있습니다. 정부 지출이나 정책 때문이 아니라, 엄격히 말해 연준 때문입니다. 자산 매입 축소 즉 테이퍼링 정책 조합이 금리가 이미 정상화되기 시작했다는 신호이기를 기대합니다. 금리를 좀 더 현실적인 가치로 돌리려면 100bp(1%) 이상 올라야 한다고 생각합니다. 그러면 이런 문제를 회피하고 구제 방법을 물을 필요도 없을 것입니다. 전에는 연준과 중앙정부가 힘을 합쳐서 구원에 나섰습니다. 왜냐하면 통화정책만으로는 침체를 해결할 만한 견인력이나 힘이 없었기 때문입니다.

무역에 관한 모든 애로,  
무역협회를 두드리세요!



▶ 무역애로신고 ▶ 통번역서비스 지원 ▶ 기업 방문 컨설팅 ▶ 무역 분야별 상담



무역에 관한 모든 것, 트레이드 콜센터 1566-5114

값 9,800원



9 788966 828788

ISBN 978-89-96626-78-8