

미국 경제: 2014년에도 견실한 모멘텀 기대

블루 푸트남(Blu Putnam), CME 그룹 수석 이코노미스트

2014. 1. 6

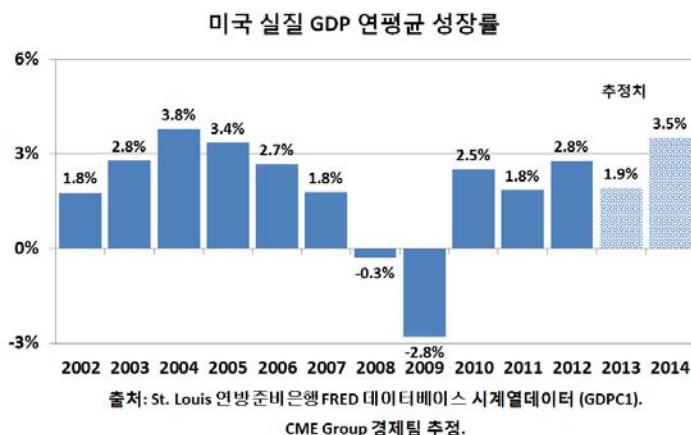
본 자료에서 사용한 모든 예제들은 실제 상황을 가정하여 해석한 것이며 오직 설명을 돋기 위해 사용되었습니다. 본 보고서 상의 견해는 오직 저자의 견해이며 반드시 CME 그룹과 제휴기관의 견해를 반영한 것은 아닙니다. 본 자료의 내용은 투자에 대한 조언이나 실제 시장에서 일어난 일의 결과로 받아들여선 안 됩니다.

미국 경제는 경기침체가 한창이던 2008년과 2009년 이후 최상의 성과를 낼 것으로 예상됩니다. 4년간의 더딘 회복 끝에 금융위기 당시에 입은 극심한 피해를 대부분 떨쳐냈습니다. 또한 5년만에 가장 탄탄한 성장의 토대가 마련되었다는 점에서 미 연준과 에너지 부문은 비록 약간의 리스크가 따르겠지만 금년도 경제성과가 매우 높을 것이라는 긍정적인 신호를 보냈습니다.

이제 미국 경제가 2014년도에 실질 GDP 성장을 3.5%(그림 1 참조)와 근원인플레이션(식품 및 에너지 제외) 2% 이하를 달성할 수 있는 다섯 가지 주된 이유를 밝히려 합니다. 더 멀리 내다 보면 2014년 말과 2015년에 근원인플레이션이 상승세를 보이다가 2015년 말에는 3.5%까지 오를 것입니다(그림 2 참조). 기본 성장전망은 건실하지만 채권·주식시장의 잠재적으로 불안정한 여파를 비롯해 몇 가지 복합적인 조짐이 있습니다. 주택가격의 상승 속도가 다소 줄어들고 자동차 판매는 정체하기 시작할 것입니다. 2015년까지 인플레이션 압력이 거의 없는 상황에서 기업의 이익 증가세는 다소 둔화되고 매출성장을 늘릴 가격결정력이 약해질 수 있습니다. 또한 양적완화 축소 정책에 따라 국채시장에서의 논의는 특히 2015년 근원인플레이션에 대한 우리의 기본 예상치 3.5%가 실현될 경우 연방기금 목표금리의 인상시점으로 옮겨갈 수 밖에 없습니다. 금은 연방기금금리 인상 논의가 예상보다 앞당겨질 경우 특히 취약해지는 한편 원유의 경우 상대적으로 저렴한 미국산 천연가스의 증산 외에도 북미 원유 공급량 증가에 의해 어느 정도 하방압력을 받을 수 있습니다.

그림 1.

그림 2.



I. 비교적 건실한 민간부문과 소비자

금융 위기로부터의 회복은 대개 경기순환에 의한 경제조정에 비해 더욱 어려우며 더욱 긴 시간이 소요됩니다. 이는 금융 재난으로 인해 기업에서 소비자, 주정부, 지방정부에 이르기까지 거의 모든 경제 부문의 방만한 재무상태와 지출 행태가 근본적이고도 구조적인 취약점을 드러내기 때문입니다. 금융위기 이후 디레버리징(채무축소) 기간으로도 알려진 수년간의 금융 재조정 과정에서 경제의 각 부문마다 나름대로 부채를 축소하고 향후의 수입을 더욱 현실적으로 평가하여 지출규모를 정하는 일에만 거의 근시안적으로 집중하고 있기 때문에 통화정책으로 경제성장을 가속화하기엔 역부족입니다. 미국의 경우 이 과정은 금융공황의 기폭제가 된 2008년 9월 리먼브라더스 파산과 AIG 구제금융의 혼란 이후 거의 4년이라는 시간이 필요했습니다. 디레버리징 과정이 대부분 완료된 미국 경제는 마침내 매우 건실한 속도로 성장할 준비가 되었습니다.

그림 3.



그림 4.



그림 5.

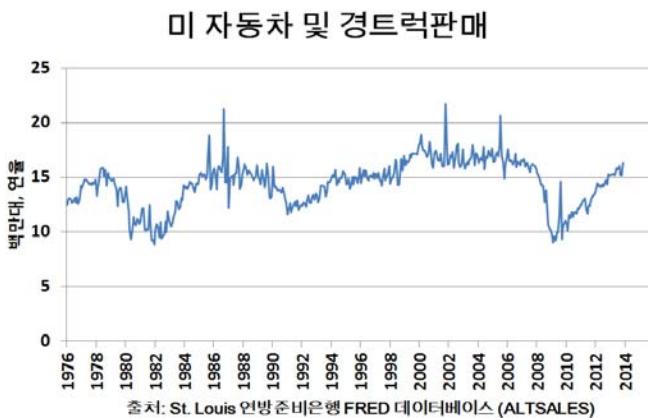
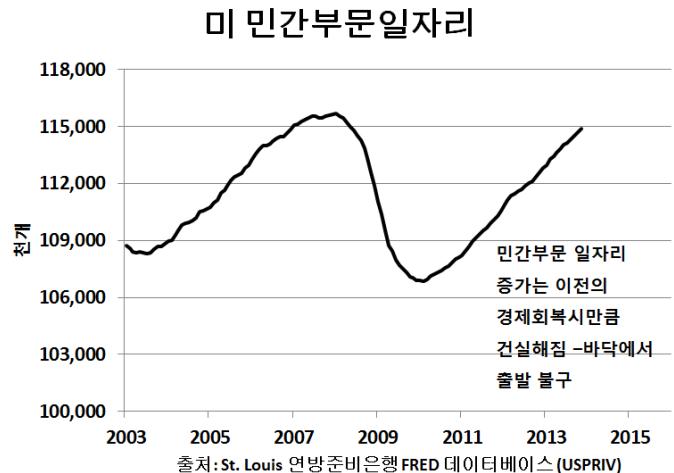


그림 6.



미국 기업은 대체로 2011년까지 수익성을 회복했지만(그림 3 참조) 미국의 경제회복에 대한 흔들리는 확신 때문에 여전히 현금을 비축할 필요성을 느끼고 있습니다. 미국 소비자는 부채와 소비의 리밸런싱에 더 많은 시간이 필요했습니다. 대부분의 소비자는 2012년까지 디레버리징을 마친 것으로 보이며 이는 소비자금융 신청(그림 4 참조) 및 자동차(그림 5 참조)와 같은 고가상품 구입의 증가 추세로 확인할 수 있습니다. 민간부문의 관점에서 미국은 경제가 회복하기 시작한 이후 가장 좋은 상황에서 2014년을 맞이했습니다. 이는 더욱 많은 민간부문 일자리 창출로 이어지며 이미 2010년부터 건실한 속도로 신규 일자리가 창출되고 있습니다(그림 6 참조).

II. 대폭 감소한 2014년도 재정상 및 규제상의 장애

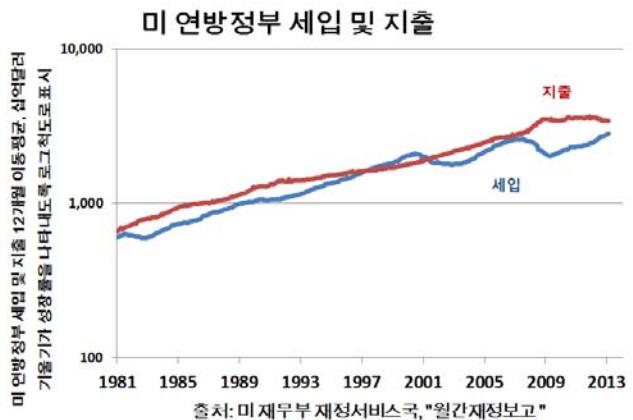
경제성과에 대한 미 정부의 영향은 적어도 세 가지 측면에서 중요했으며 앞으로도 그러할 것입니다. 첫째, 지난 수년간 경제와 노동시장에 영향을 미친 것 중에 가장 과소평가되었던 장애물은 바로 주정부와 지방정부 부문의 삭감이었습니다. 둘째, 연방정부는 재정안정에 있어서 괄목할만한 진전을 이루었으며 해당 부문의 장애물을 덜어냈습니다. 셋째, 2010년 금융 및 의료 부문에서 시행된 대규모 규제변화가 여전히 불확실성을 자아내고 있지만 2011-13년 동안 그랬던 만큼은 아닙니다.

대부분의 주정부 및 지방정부는 2013년 중반까지는 경상지출과 수입이 불균형 상태에 있었습니다. 대다수 전문가와 특히 미 연준은 우편사업뿐 아니라 주로 주·지방정부의 재정난에서 비롯된 노동시장에의 심각한 장애를 무시해왔습니다. 주·지방정부가 감소된 수입을 지출과 맞추기 위해 사용하는 주된 방법은 서비스 축소, 다시 말해 감원이었습니다. 대다수 주·지방정부는 미국의 경기침체가 실제보다 회복이 빠른 V자 유형이 될 것으로 보고 2009년 중반까지 감원을 시작하지 않아 민간부문만큼 신속한 대응을 하지 못했습니다. 2009년 중반부터 해당 부문의 약 84만개 일자리가 사라져 2013년 중반(그림 7 참조)이 되어서야 비로소 감원이 마무리되었습니다. 지난 3년간 주·지방정부의 인력감원은 단연 미국의 실업률이 6.0%를 웃돌았던 큰 이유입니다. 민간부문의 고용이 2010년부터 견실한 증가세를 보이며 빠르게 늘고 있다는 점을 고려해볼 때 주·지방정부의 감원이 없었더라면 2013년 말까지 전체 실업률은 이미 6.0% 아래로 떨어졌을 것이 분명합니다. 미 연준의 양적완화 프로그램이 노동시장 침체의 주범인 주·지방정부에는 아무런 도움이 되지 못했다는 것이 우리의 인식입니다.

그림 7.



그림 8.



미국 연방예산 적자는 부시 전 대통령의 재임기간 후반에 헨리 폴슨 당시 재무장관이 금융위기를 타개하기 위하여 1조 달러 규모의 비상예산을 요청하면서 막대하게 증가하였습니다. 2008년 11월 대통령선거를 앞두고 이

지출안은 짧은 논의 끝에 미 의회의 승인을 받았고 대부분 이듬해에 집행되었습니다. 연방예산 적자는 2009 회계연도에 1조 4천억 달러(GDP 대비 약 10%)로 최고치를 기록했습니다. 그 후부터는 재정적자 감축에 상당한 진전이 있었습니다. 2013 회계연도의 연방예산 적자는 6,800 억 달러(GDP 대비 4%)로 줄었습니다. 2014 회계연도의 경우 연방예산 적자가 "겨우" 5천억 달러(GDP 대비 3%)에 그칠 것으로 예상하고 있습니다. 2015년까지는 이자비용(GDP 대비 약 2%)을 제외하고는 미 정부 운영예산은 완전한 균형을 달성할 것으로 예상합니다. 더욱 중요한 점은 미국의 연방예산 적자 감소는 2013년 세입은 대폭 늘어 전년 대비 8% 증가하고 2013년 지출은 전년 수준으로 안정되어 달성되고 있다는 것입니다(그림 8 참조). 세수 증대는 많은 전문가들에게 놀라운 일이지만 2013년 중반까지 계속된 주·지방정부의 감원으로 인해 고용통계에서 잘 보이지 않았던 민간부문의 건실한 회복을 반영하고 있습니다.

규제 측면에서 살펴보면 2010년에 시행된, 중요하기는 하지만 복잡한 법규의 도입이 경제에 장애물이 되기도 했습니다. 구체적으로는 미국의 금융규제정책은 1,000여 페이지의 법률과 14,000페이지에 달하는 규칙 및 규정뿐 아니라 계속해서 내용이 추가되고 있는 '도드-프랭크법안(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)'으로 인해 매우 복잡해졌습니다. 게다가 2010년에 제정된 '건강보험개혁안(Affordable Health Care Act)', 일명 '오바마케어'는 이행하기 매우 어려운 것으로 드러나고 있습니다. 새로운 규칙 및 규정으로 인한 규제상의 제약은 2011-13년에 가장 심했으며 2014년에는 비교적 덜할 것으로 예상됩니다.

마지막 재정상의 문제는 바로 부채한도입니다. 2013년 12월에 합의된 예산타협안에 부채한도 관련 합의는 빠져있습니다. 부채한도 타협은 2014년 2월 또는 3월에 매듭지어질 것으로 예상합니다. 의회는 부채한도 입법과 관련하여 경제에 악영향을 미치는 벼랑끝 대결을 반복할 가능성이 큽니다. 그럼에도 불구하고 부채한도 논쟁은 2014년 1분기말까지 해결되어 적어도 2015년 1분기까지는 다시 등장하지 않을 것으로 보이며 2014년 11월에 선거를 앞둔 상황에서(적어도 미 의회에는) 잘 된 일입니다.

III. 국제경제의 역풍 진정

다음으로는 미국 경제가 한 축을 차지하는 글로벌 경제의 역풍 감소가 있습니다. 지난 수년간 글로벌 요인들로 인해 미국의 경제성장이 상당한 영향을 받았으며 신풍시장 국가들이 받은 영향은 더욱 컸습니다. 그 주요 원인은 유럽과 중국이었는데 두 지역은 서로 밀접한 관계에 있습니다. 유로존 경제는 글로벌 경제성장의 핵심 축입니다. 유럽은 중국의 최대 교역대상이며 북미와 남미, 아시아, 아프리카에 이르는 모든 지역 상품의 주요 수요처입니다.

유럽은 유로존 내 상대적으로 취약한 일부 경제의 국가부채가 지나치게 늘어나 금융시스템의 안정성이 타격을 입었기 때문에 2008년 금융위기에 매우 심각한 반응을 보였습니다. 유럽은 국가부채 위기에 대한 최초 대응으로 통상적으로 진행 중이던 민간부문의 디레버리징 외에 대규모 긴축재정을 추가했습니다. 이러한 상당수 유로존 국가에서의 재정 조정은 본질적으로 미국 주·지방정부가 취한 조치와 유사한 대응으로 볼 수 있습니다. 유로존 국가들은 미국 주·지방정부와 마찬가지로 대규모 자산매입이나 심지어는 정규 지출을 위한 통화 발행 권한이 없습니다. 때문에 비록 최악의 상황은 넘겼지만 결국 유럽의 재정적 장애는 미국에 비해 더욱 심해지고 장기화되었습니다. 예를 들어 이탈리아는 현재 운영예산이 균형을 유지하고 있습니다(이자비용 불포함). 그리스는 경제활동이 바닥으로 침체된 가운데 안정을 향해 나아가고 있으며 이달부터 6개월간 EU 의장국을 맡게 되면서 순조로운 전환을 마쳤습니다.

또한 금융권이 국채의 상당부분을 보유하고 있다는 점이 유럽의 상황을 더욱 어렵게 했습니다. 유럽이 건실한 속도로 성장하려면 금융시스템은 더 많은 자금투입과 더불어 실제로 은행대출을 조장할 EU 전반의 개혁이 필요합니다. 현재 EU 전반의 금융개혁이 진행 중이나 그 과정은 매우 더딜 것입니다. 여전히 금융시스템의 원상복구가 아닌 부실은행의 처리에 초점이 맞춰져 있는 상황입니다. 따라서 유럽에게 있어서 악재는 앞으로 수년간은 경제성장률이

저조할 것이라는 것입니다. 반대로 미국과 중국 및 기타 신흥시장 국가에게 반가운 소식이 있다면 유로존 경제가 더 이상 위축되고 있지 않으며 2014년도에는 경제가 적어도 조금이나마 성장할 수도 있다는 것입니다.

유로존 국가들과는 달리 영국의 경제는 활성화되고 있습니다(그림 9 참조). 한창 주택건축 붐을 누리고 있으며 인플레이션 압력도 어느 정도 예상됩니다. 현재 영국 중앙은행은 상당기간 동안 저금리 기조를 유지할 방침이지만 경제활동이 중앙은행의 보수적 예상을 뛰어넘음에 따라 2014년에는 기조를 달리할 수도 있습니다.

전세계 많은 이들이 중국 경제의 경착륙을 우려해왔으나 기우에 불과했습니다. 중국의 새 지도부는 1가구 1자녀 정책 완화, 농촌출신 도시이주자의 거주허가절차 간소화 등 주요 개혁조치를 취하고 있습니다. 중국은 또한 지난 30년간의 국가주도 기반시설 투자 모델에서 탈피하여 내수 성장모델로의 전환을 통한 시장의 역할 확대를 모색하고 있습니다. 중국은 2013년 실질 GDP 성장률이 약 7.5~7.7%로 예상하며, 2014년에는 약 6.5%~7.0%로 다소 둔화될 것으로 예상합니다. 우리는 이 같은 완만한 성장 둔화가 중국이 성숙한 근대경제로 나아가는 자연스럽고도 건전한 과정이라고 봅니다. 기반시설 투자 모델은 수확체감 지점을 넘어 섰으며 변화가 이미 일어나고 있습니다. 중국의 새 지도부는 이러한 변화를 수용하였고 나아가 향후 수년간 통화정책 정상화를 포함한 금융개혁을 서방의 예상을 크게 뛰어넘는 속도로 진행할 것입니다.

멕시코, 브라질, 인도, 인도네시아 등의 신흥시장 국가들 또한 지난 몇 년간 경제성장이 둔화되었습니다. 하지만 신흥시장(및 BRICs 국가)의 성장둔화 추세는 이제 안정을 되찾고 있습니다(그림 10 참조). 거듭 말하지만 성장둔화의 과소평가된 원인 가운데 하나는 유럽의 경기침체였습니다. 신흥시장이 호황을 누리던 시기에 일부 전문가들은 신흥시장 국가들이 선진 산업국의 영향을 받지 않고 자체 성장동력을 갖추고 있다고 주장했습니다. 그러한 주장은 이제 자취를 감췄습니다. 중요한 사실은 2014년과 그 이후에 신흥시장이 5% 수준의 성장을 달성하는데에 미국 경제의 밝은 전망과 유럽의 경제안정이 큰 도움을 줄 가능성성이 높다는 점입니다.

그림 9.

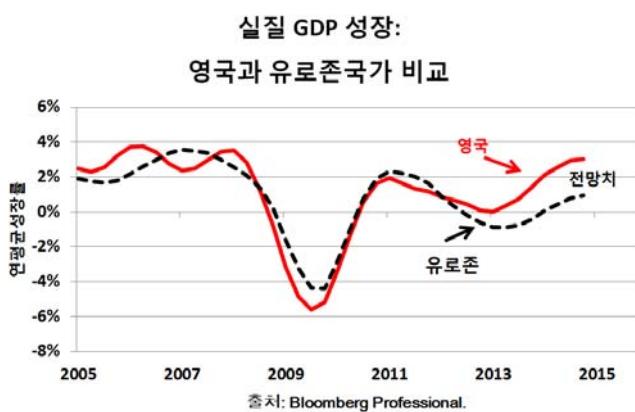
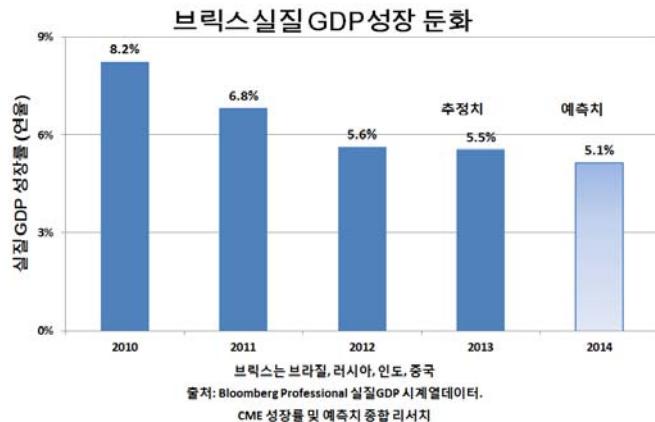


그림 10.



IV. 미 연준의 정책신호, 긍정적 전망

2013년 말에 있었던 매우 긍정적인 통화정책 사건으로 미 연방준비제도이사회(연준)가 미국 경제에 '생명유지장치(life support)'와 긴급조치가 필요하다는, 갈수록 설득력을 잃어 가는 기준의 입장을 포기한 결정이 있습니다. 엄밀히 말해 2013년 12월 연방공개시장위원회(FOMC) 회의에서 미 연준이 내린 결정은 양적완화(QE)로 알려진 긴급 자산매입프로그램의 축소를 시작한다는 것이었습니다. 양적완화 축소는 경제여건이 하용하는 한 2014년

내내 조금씩 지속할 예정입니다. 여기서 가장 중요한 점은 미국 장기 국채의 매입 감소(그림 11 참조)인데 이는 0%에 가까운 연방기금 목표금리로 인해 수익률 곡선의 단기 영역이 이미 고정되었고 모기지담보증권 매입이 주택대출의 주된 유동성 공급원이 됨에 따라 국채 수익률에 대한 영향이 미미했던 프레디맥(Freddie Mac)과 패니메이(Fannie Mae)의 부담을 어느 정도 덜어주었기 때문입니다.

하지만 주식시장에서는 미 연준의 분석을 놀라울 정도로 다른 어조로 전해 들었습니다. 마침내 연준이 미국의 경제 전망을 긍정적으로 보게 된 것입니다. 2010년부터 시작한 경기 회복이 2013년까지 계속되며 민간부문 고용이 크게 증가하는 상황에서 미 연준은 주로 주·지방정부의 감원과 연방정부의 재정긴축으로 인한 실질 GDP 가 연율 2% 수준에 불과한 더딘 경제성장에 초점을 맞춰왔습니다. 이전에 연준은 미국 경제가 매우 취약한 상태라 경기침체로 되돌아가기 쉬우며 고용창출 확대를 위해 비상(즉 전례 없고 매우 실험적인) 통화정책이 반드시 필요하다는 메시지를 큰 소리로 반복하여 왔습니다. 참고로 민간부문은 순조로운 회복 추세였고 채권 수익률도 낮아 연방·주·지방정부의 재정 재조정에 별다른 영향을 주지 않는 상황은 무시되었습니다.

여기서 우리는 미국의 잠재적 경제성과에 대한 연준의 부정적 전망이 매우 그릇된 판단이었으며 상당한 피해를 초래했다고 봅니다. 다시 말해 양적완화로 인한 효과에 비해 기대심리에 끼친 폐해가 훨씬 컸다는 것입니다. 분석 결과 양적완화로 인해 2012년과 2013년 초에 채권 수익률이 약 100 베이스포인트(bp) 하락했고 벤 버냉키 연준의장이 2013년 5월에 양적완화 축소 논의를 시작하자마자 빠른 속도로 회복했습니다. 하지만 앞서 언급했다시피 일자리 문제는 주·지방정부와 관련이 있기 때문에 양적완화 덕분에 신규 일자리가 생겨난 것은 아닙니다. 따라서 양적완화를 중단한다 하더라도 미국 노동시장에의 영향은 거의 없습니다. 실제 중요한 사실은 미 연준처럼 믿을 수 있는 중요한 기관이 이제 미국 경제가 자립하여 긴급조치와 생명유지장치가 없어도 될 정도로 건실해졌다고 믿는다는 것입니다. 이것이 많은 소비자와 기업이 장기투자 결정 시 고려할 수 있는 합당하고도 충분한 공신력을 제공하는 것입니다.

그림 11.

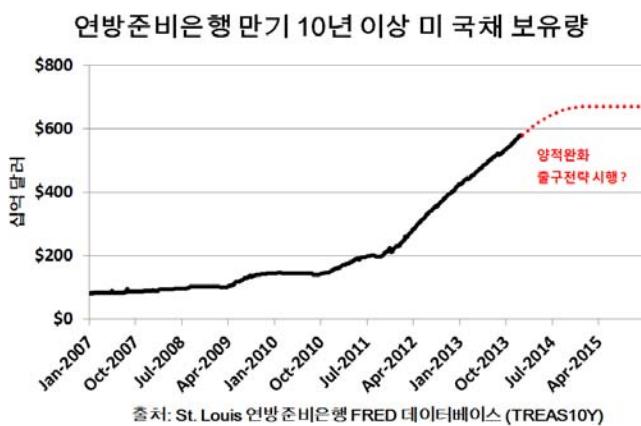
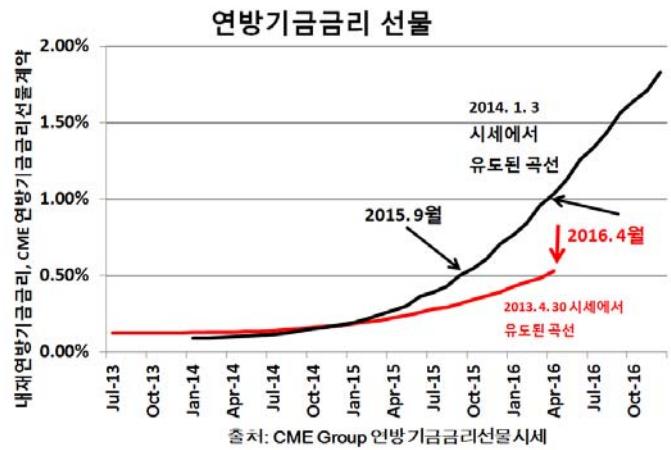


그림 12.



또한 연방기금금리 선물시장의 참여자들이 연방공개시장위원회(FOMC) 위원들의 현 지침보다 앞선 2015년에 미 연준의 연방기금 목표금리 인상이 단행될 것이라는 견해를 보이고 있다는 점을 지적할 필요가 있습니다. 2014년 1월 초 현재 연방기금 선물시세는 2015년 9월의 금리가 0.50%(50bp)가 될 것으로 예상하고 있는데 이는 양적완화 논의가 시작되기 전인 2013년 초만 해도 2016년 4월에야 0.50%가 될 것으로 예상하였던 것과 비교되고 있습니다(그림 12 참조). 하지만 연방기금금리를 50bp 올리려면 미 연준은 공개시장조작(즉 긴축 절차)을 시행하여 현재 범위의 상한선, 즉 25bp 까지 올려야 합니다. 그리고 양적완화 축소 결정 과정에서 알게 되었다시피 그러한 논의는 몇 차례의

연방공개시장위원회 회의를 거쳐야 하며 만약 미국 경제가 계속해서 긍정적인 궤도를 유지할 경우 2014년 하반기에 시장의 논의가 시작될 수 있을 것입니다.

V. 에너지 봄 지속

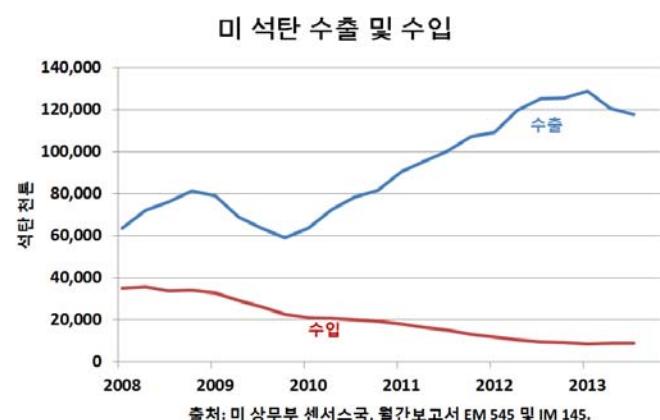
미국의 에너지 생산 봄은 2005-2006년에 시작되었습니다. 2014년 현재 미국 내 원유와 천연가스 모두 생산량이 2005-2006년 수준에 비해 약 40% 증가했습니다. 우리가 추정하는 바로는 현재의 에너지 봄이 금융위기 이후 매년 실질 GDP 성장률의 0.5%를 차지하며 미국 경제에 기여해왔고, 에너지 인프라 투자가 지속되고 생산량이 더욱 증가하며 미국 기업이 저렴한 자국 천연가스에의 우수한 접근성을 통해 세계시장에서 경쟁우위를 누리게 될 경우 에너지 봄은 향후 3~7년동안 계속해서 경제성장에 기여하게 될 것입니다.

미국의 교역에 미치는 영향 또한 흥미롭습니다. 석유생산이 증가하면서 원유 수입은 감소했습니다(그림 13 참조). 천연가스 생산이 늘어나 발전용 연료로 석탄을 대체하고 있으며 결과적으로 2006년 이후 석탄 수출이 두 배 늘었습니다(그림 14 참조).

그림 13.



그림 14.



VI. 2014년도 견실한 성장세의 리스크 및 시장에 미치는 영향

1년전인 2012년 12월 당시에만 해도 시장은 미국의 소위 재정절벽, 유럽의 분열, 중국의 경착륙 가능성을 우려하고 있었습니다. 당시 우리는 이처럼 끔찍한 결과에 동의하지 않았습니다.¹ 사실 미국은 재정절벽으로 추락하지도 않았고 현재 연방예산적자는 2015년 회계연도까지 경상부문에서는 쉽게 균형을 맞출 수 있을 것으로 보입니다. 유럽은 분열하지 않았으며 오히려 신규 회원국(라트비아)이 유로존에 가입했습니다. 유럽 경제는 당장 높은 경제성장은

¹참고자료: "China: Slower Export Growth, End of the Infrastructure Boom Years" (2011.12); "US Unemployment May Dip Below 7% Before End of 2013" (2012.2); "Euro Saved for Now; Europe Still in Recession and Debt Denial" (2012.10), 자료출처: www.CMEGROUP.com/Putnam.

어렵더라도 안정을 찾았습니다. 중국은 새로운 지도부로 순조롭게 전환하여 연착륙을 달성했으며 유의한 시장개혁을 단행할 예정입니다. 경제성장에 대한 이러한 주요 장애의 해소, 2008년 금융위기 이후 수년에 걸친 필수 금융 리밸런싱 과정의 완수, 미국 연방정부의 재정 안정화, 미 연준의 더욱 긍정적인 메시지 및 미국의 에너지 혁명 등이 모두가 2014년도의 경제성장 전망을 밝게 하고 있습니다.

공식적으로 우리는 2014년 미국 실질 GDP가 3.5% 성장하고 실업률은 연말까지 6.0% 수준으로 하락하며 근원인플레이션은 전년비 2%선 이내로 억제될 것으로 전망합니다. 이 같은 전망이 현실이 된다면 2014년도 힘든 해는 아닙니다. 하지만 어느 정도 하방리스크는 존재합니다. 자동차 매출과 주택시장 모두 금융위기 당시 큰 타격을 입었고 최근에 강한 회복세를 보였습니다. 2014년에는 자동차 판매 증가율이 둔화되고 전국 주택가격 상승률이 둔화될 것으로 예상합니다. 이러한 가정은 우리의 2014년도 기본 예상치이며 만약 자동차 판매 성장을 또는 주택가격이 지나치게 하락할 경우 우리가 성장 예상치를 과도하게 잡은 셈이 됩니다.

또한 금융시장의 몇 가지 리스크가 이 낙관적인 기본 시나리오에 포함되어 있습니다. 미국 채권시장에 있어서 가장 중요한 것은 인플레이션 압력이 드러나는 시기입니다. 미 연준이 단기 증권을 매도하고 장기 미국채를 매수한 2012년의 만기연장프로그램과 매월 450억 달러 규모의 미국채를 매입한 2013년의 양적완화 확대로 인해 일시적으로 10년 만기 미국채의 수익률이 매년 관측된 근원인플레이션에 약간 못 미치는 기간이 발생했습니다(그림 15 참조). 2013년 5월에 양적완화 축소 논의가 시작되자 근원인플레이션 대비 10년 만기 국채 수익률은 다시 전형적인 양(+)의 스프레드로 회복했습니다(그림 16 참조). 국채 수익률이 지속적으로 상승세를 유지하려면 근원인플레이션의 압력이 상승해야 합니다. 현재로서는 근원인플레이션 압력이 전혀 없는 상황입니다.

그림 15.

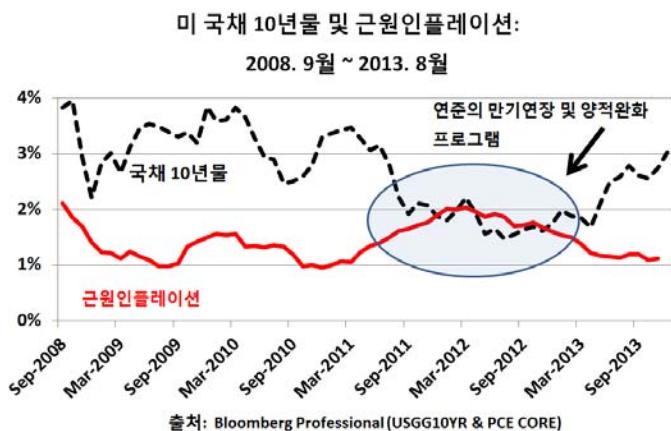


그림 16.



조사에 의하면 수용적 통화정책에 따른 인플레이션 압력은 금융시장 침체로 인해 훗날로 미뤄진 것이지 사라진 것입니다.² 1절에서 금융시장 침체에 따른 디레버리징을 다루면서 언급했다시피 통화정책은 경기회복 초기에 성장을 촉진하기에는 비교적 효과적이지 못합니다. 그렇다고 해서 2008년 4분기에 통화정책이 경제불황을 막는데 도움이 되지 못했다는 것은 아닙니다. 실제로 도움이 되었습니다. 하지만 통화정책이 동력을 얻으려면 경제가 금리에 민감해야 하는데 디레버리징 기간 동안에 이 같은 연관성이 부재했습니다. 우리는 미국이 2012년 말 또는 2013년 초 즈음에 디레버리징 과정을 거의 마쳤으며 미국 경제가 금리에 더욱 민감해지면 단기금리가 0%에 가까운 통화정책은

²"U.S. Inflation: Delayed, Not Denied" (2013.5), 자료출처: www.CMEGROUP.com/Putnam.

동력을 얻게 될 것이라고 믿습니다. 만약 통화정책의 ‘길고 가변적인 시차(long and variable lags)’에 대한 경제학자 밀턴 프리드먼(Milton Friedman)의 주장이 맞다면 2013년 초부터 타이머를 켜고 18-24개월 후인 2014년 말 또는 2015년 초에 인플레이션 압력을 기대하는 것이 적절할지도 모릅니다.

인플레이션 압력이 시작되면 설령 그 강도가 낮다 하더라도 연방기금 목표금리의 인상 시점과 관련한 미 연준에서의 논의에 변화를 가져올 수 있습니다. 이는 통화시장과 주식시장에 파급효과를 가져옵니다. 2014년 말에 인플레이션 압력이 상승하는 시나리오와 함께 미 연준이 근원인플레이션이 2.5% 이상이 될 때까지 기다렸다가 금리인상을 단행하는 상황이 겹치게 될 경우 미국달러(그림 17 참조)는 압력을 받게 됩니다. 주식시장(그림 18 참조)의 경우 마진 감소와 미 연준의 부양책 철폐 가능성이라는 두 가지 이슈가 있습니다. 인플레이션 압력이 없는 시기에는 기업 역시 매출 증대에 어려움을 겪는 때입니다. 가격결정력이 없을 때 이익 증가율은 주로 원가 관리와 마진 유지에 의해 좌우됩니다. 우리는 2014년 초에 마진이 압력을 받게 되고 이익 증가율이 둔화될 것으로 예상합니다. 그러다가 일단 인플레이션 압력이 상승할 경우 가격결정력이 어느 정도 회복되지만 저금리 기조의 부양적 통화정책 철회의 경제에 대한 영향을 우려하는 상황에 부딪히게 될 것입니다. 이에 따르면 주식과 미국달러 모두 건실한 경제성장의 기본 시나리오에서보다 훨씬 불안한 상황에 처할 수 있습니다. 옛 영국속담에 “컵과 입술 사이에도 실수할 여지는 많다”는 말이 있듯이 경제활동과 주식·통화시장 간의 연관성은 매우 느슨합니다.

그림 17.



그림 18.

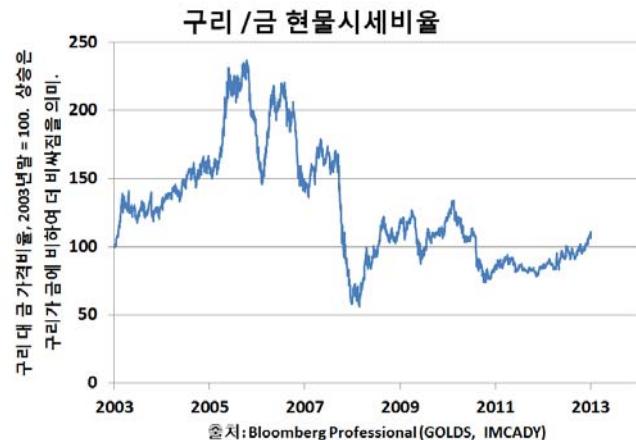


미국 경제성장에 대한 우리의 낙관론 이면에는 금속시장의 문제도 있습니다. 금(그림 19 참조) 역시 미 연준의 금리 논의 중심에 있을 수 있습니다. 금은 인플레이션 우려가 있을 때 가격이 오르는 게 보통이지만 통화긴축정책이 시행될 것이라는 인식이 있을 경우엔 예외가 될 수 있습니다. 반대로 구리는 보다 순수한 산업용 금속입니다. 그러한 이유로 구리는 특히 중국과 같은 신풍시장의 수요에 크게 의존합니다. 중국이 기반시설 건설에 의한 성장모델에서 소비자 주도 경제로 전환하고 있는 상황은 구리 시장에 도움이 되지 않았습니다. 미국 및 전세계 경제 시나리오 하에서 구리-금 가격 스프레드는 인플레이션 압력과 관련한 미 연준의 어떠한 논의에도 영향을 받을 수 있습니다. 미국 경제의 성장이 글로벌 경제의 성장을 뒷받침하고 있고 경제성장이 인플레이션 우려를 촉발시키기 때문에 위의 논리에 의해 우리의 낙관적 시나리오에서 구리의 수익률이 금의 수익률보다 높아질 가능성이 다분합니다(그림 20 참조).

그림 19.



그림 20.



에너지 부문의 기반시설 병목현상은 두 가지 흥미로운 가격결정 스프레드를 초래했습니다. 우선 북해산브렌트유(Brent)-서부텍사스증질유(WTI) 스프레드는 미국·캐나다 원유와 북해산 원유의 가격 분리를 의미합니다. 다음으로 BTU 기준 WTI-천연가스 스프레드(순수 에너지 기준으로 천연가스가 훨씬 저렴)에서는 BTU 격차가 드러나는데(그림 21 참조) 이로 인해 대중교통시스템, 비료공장, 발전소 등 천연가스 사용이 계속해서 늘어나고 있습니다. 천연가스 이용의 확대가 미국 경제에 보탬이 되고 있는 상황에서도 장기적인 에너지가격 격차는 설비투자와 기반시설 확충을 통해 좁혀질 수 있습니다.

그림 21.

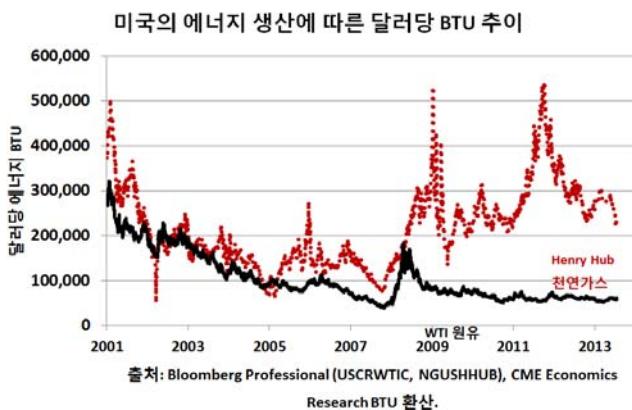


그림 22.



미국 경제로부터 큰 영향을 받지 않는 부문이 있다면 그것은 바로 농업 부문입니다. 그리고 농업 부문에서 시장을 움직이는 요인은 날씨 변동성과 곡창지대의 가뭄 가능성입니다. 미국 또는 전세계의 주요 경작지역에 기상이변이 없다면 현재의 수준으로도 옥수수 가격에 대한 압력은 증가할 수 있습니다. 이는 전세계의 농산품 공급이 전반적으로 양호하다는 사실을 잘 보여줍니다. 때마침 전세계 원유가격은 북미지역의 원유 공급 증가와 상대적으로 저렴한 미국산 천연가스의 하향압력에 큰 반응을 보이지 않았습니다. 한편 산업용 금속 부문에서는 신흥 시장의 성장 둔화로 인해 수년 전 수요압력이 사라졌습니다. 따라서 현재 글로벌 상품가격 압력은 비교적 무난한 수준입니다. 우리는 2014년에도

상품가격을 예의주시할 것입니다. 이는 상품가격이 인플레이션에 미치는 영향 때문이 아니라 주로 미국의 경기 활성화에 의해 글로벌 경제가 더욱 성장할 수 있는지를 시사하는 수요의 추이를 파악하기 위함입니다. 이제 세계경제에 필요한 것은 성장 동조화에 따른 경기활성화 효과이며, 유럽 경제의 안정과 미국 경제의 밝은 전망에 힘입어 그 기회가 다시 찾아올 것입니다.