

Is the world economy ready for the US interest rate rise?

By Ismail Ertürk

After the 2007 financial crisis that originated in the U.S. the global economy has entered into an anesthetised state as a result of the zero-bound interest rate policy in the U.S. Super low U.S. dollar interest rates enforced by the U.S. Federal Reserve have benefited almost all economies in the world by either stabilising their banking system or stimulating their economy to escape from a highly likely historically significant recession with serious social and political consequences. The ghost of Great Depression of 1929 was regularly invoked to justify the super low U.S. dollar interest rates.



Ismail Ertürk

Senior Lecturer in
Banking, Manchester
Business School
(MBS)

However the economic benefits of zero-bound interest rates came with a cost as cheap and abundant dollar funding in the world have stoked asset bubbles in the US and in emerging economies. Since the summer of 2013 however the US economy no longer needs zero-bound interest rates as the GDP growth and unemployment rate have improved and the banking system has stabilised. Consequently we have seen a divergence of monetary policy needs between the US and the Eurozone and Japan. High interest rates are not in the interest of debt-loaded China either. Realising that the rest of world and the global financial markets are not ready yet for a US dollar interest rate increase the Federal Reserve kept delaying the actual rate increase. But the Federal Reserve kept reminding the markets that the rate rise was not a question of “if” but it was a question of “when” . This communication alone caused major corrections in asset markets especially in emerging economies since the summer of 2013.

The emerging economies like India and Indonesia that were not prepared for a US dollar interest rate increase blamed the US with policy selfishness whereas those emerging economies, like Brazil, that experienced domestic asset bubbles in currencies and stock markets welcomed the correction and currency devaluations. Opinions in the US too are split: the likes of Larry Summers, ex-Treasury Secretary and advisor to Clinton, argue that the US economy has not turned the corner yet and low interest rate policy should continue in a more aggressive way. IMF, too, is worried about the probable damage of high US interest rates on global financial markets and those emerging economies where the private debt levels are high.

But recent further improvements in the unemployment figures in the US seem to have convinced Janet Yellen, the Chairman of the Federal Reserve, the dangers to the US economy in the form of wage-led inflation because of low interest rates are more important. But increasing worries about new bubbles in real estate and stock markets too seem to favour a rate increase.

Then, is the world really ready now to live with the consequences of a rise in the US interest rates? I think the financial world and the debtors in emerging economies have already priced in a US dollar interest rate increase in their pricing of assets and currencies, and the US dollar debt servicing since the tapering tantrum of 2013.

However I am not convinced that even the US economy is ready for an interest rate increase to be able to leave behind the recessionary dangers that the 2007 crisis has sown in the US economy. Of course a symbolic increase of interest rates in magnitudes of single digit basis points is not likely to be a problem. But a quarter per cent increase that we are accustomed to in the past with policy rate increases would damage even the US economy. Let me explain why.

The Federal Reserve uses a state-contingent policy framework in deciding when to increase the interest rates. If the target unemployment level is reached under low interest rates then inflationary pressures become the driver of the interest rate policy. Currently the unemployment rate in the US is 5.5% which means any future growth in the economy would require paying higher wages that can cause inflation. However economics is not like physics and its laws are not universal and timeless.

There are alternative interpretations of current low unemployment and its relation to possible future inflation. The measured unemployment rate is low in the US because a significant number of people who need jobs are no longer looking for jobs because they have given up the hope of finding permanent jobs paying decent wages. This observation is corroborated by the statistics which show the participation rate in the jobs market has fallen in the US- i.e. a smaller percentage of people who can work choose not to work because the prospects are not wonderful. Therefore an increase in interest rates would increase the debt servicing burden of the US households with high levels of debt. Similarly individual private companies too would face higher debt servicing problems. The US government also has significant amount of sovereign debt payments and an increase in interest rates will likely to increase debt servicing levels with highly probable further cutting of welfare spending.

Therefore an increase in the US interest rates as Yellen has announced coming in December, I believe, will reduce consumption by households, reduce investments by the private sector and reduce government spending in the US and thus reduce GDP growth. Increase in the US interest rates will also create uncertainties in the foreign exchange markets and debt servicing ability of emerging economies. Therefore I do not think the US economy itself and the world economy are ready yet for a rate increase. Yellen should not and I do not think she will increase the US dollar interest rates in December.

Fed의 12월 금리인상 아직 때가 아니다

Global View

이스마일 에르튀르크 교수
영 맨체스터대 비즈니스스쿨



화, 달러 부채의 가치에 미국 금리 인상의 가능성을 이미 반영해 두고 있다고 생각한다. 미국 경제도 과연 2007년 금융위기

미국에서 시작된 글로벌 금융위기 이후 세계 경제는 미국 제로금리 정책의 결과로 환각 상태에 빠졌다. 미국 중앙은행(Fed)의 초저금리 정책은 전 세계의 거의 모든 국가에 경기침체를 피할 수 있도록 은행 시스템을 안정시킨다거나 자국의 경기 부양을 유발하는 혜택을 줬다.

2013년 여름 이래로 미국 경제는 더 이상 제로금리 정책을 필요로 하지 않는다. 국내총생산(GDP) 증가율과 실업률은 개선되고 은행 시스템은 안정되고 있다. 그 결과 미국과 유로존, 일본, 중국이 필요로 하는 통화정책 간에는 차이가 생겼다.

Fed는 실질적인 금리 인상을 계속 늦춰왔다. 그러나 Fed는 금리 인상의 '시기'가 문제일 뿐, 어느 때 하지 않는다는 문제가 아니라는 점을 지속적으로 각 시장에 환기시키고 있다. 구두개입만으로도 2013년 여름 이래 신흥국 자산시장은 가격 조정을 받고 있다. 인도와 인도네시아 등은 미국의 정책이 이기적이라고 비난했다. 반면 브라질처럼 자산시장에 거품이 끼어 있던 신흥국들은 조정과 통화 평가절하를 받았다.

미국내 의견도 양분됐다. 래리 서머스 전 재무부 장관은 "미국 경제가 회복의 반환점을 완전히 돌지 않았다"며 "지금의 저금리를 더 강화해야 한다"고 했다. 국제통화기금(IMF)도 글로벌 금융시장과 신흥국 경제에 충격을 줄 수 있다며 금리 인상에 우려를 표했다. 하지만 부동산과 주식시장에서 새로운 거품이 만들어지려는 현상은 금리 인상을 선호하게 하는 요인이다.

세계는 미국의 금리 인상을 받아 들일 준비가 돼 있을까? 필자는 2013년의 긴축 발작(벤 버נק이 전 Fed의장이 긴축 가능성을 언급하자 금융시장이 요동을 친 일) 이후 금융시장과 신흥국 채무자들이 그들의 자산과 통

가 가져온 경기 침체를 완전히 떨쳐버리고 금리를 인상할 준비가 돼 있는지 확인할 수 없다.

Fed는 언제 금리를 올릴지를 결정할 때 '조건부 정책(state-contingent policy)'을 사용한다. 목표로 하는 실업률이 저금리 상황에서 충족된다면 물가 상승 압력은 금리 결정 정책의 핵심 고려사항이 된다. 최근 미국의 실업률은 5.5% 수준이다. 이것은 미래에 경제가 성장할 경우 더 높은 임금을 줘야 한다는 뜻으로, (임금 주도) 인플레이션을 유발한다.

그러나 경제는 물리학과 다르다. 경제 법칙은 어느 곳에서나 어느 시기에나 적용되는 것이 아니다.

미국의 실업률은 낮은 수준으로 측정되고 있다. 직장을 얻고 싶어하던 많은 사람이 더 이상 직업을 찾지 않기 때문이다. 만족스러운 임금을 받는 정규직 일자리를 찾을 수 있다는 희망을 버렸기 때문이다.

금리를 올리는 것은 미국 가계와 민간 기업, 미국 정부의 이자 부담을 늘린다. 금리 인상 후 미국 정부는 부채를 상환하는데 더 많은 돈을 쓰고 복지 지출은 줄일 가능성이 상당하다. 필자는 재닛 옐런 Fed 의장이 다가오는 12월로 예고했던 미국의 금리 인상이 가계 소비 감소, 민간부문의 투자 감소, 미국 정부 지출 감소를 초래할 것이라고 생각한다. 결국 GDP 증가율이 떨어질 것이다. 미국 금리 인상은 외환시장의 불확실성을 증가시키는 동시에 신흥국 부채상환 능력의 불확실성을 키울 것이다.

한국경제신문은 영국 맨체스터대 비즈니스스쿨(MBS) 교수진의 세계 경제 경영에 관한 칼럼을 매달 1회 독점 게재합니다.