

조세 재정

2017. 4. 28(통권 제46호)

BRIEF

글로벌 금융위기 이후 통화·재정정책의 변화와 향후 정책방향

홍범교 선임연구위원(044-414-2226)



BRIEF

글로벌 금융위기 이후 통화·재정정책의 변화와 향후 정책방향*

홍범교 선임연구위원(044-414-2226)

I. 배경	02
II. 주요국의 금융위기 대응과 혼돈의 시대	03
III. 금융위기 재발에 대비한 정책 과제	06
IV. 결론	09



* 본 조세재정 Brief는 홍범교·오중현이 2016년도에 수행한 연구인 『글로벌 금융위기 이후 통화재정정책의 변화와 향후 정책방향』(연구보고서 16-07, 한국조세재정연구원, 2016)을 요약·정리한 것으로 저자들의 개인적인 견해이며 본원의 공식적인 의견이 아님을 밝힘

I 배경

- 2007년 미국의 서브프라임 모기지 사태로 시작된 금융위기는 리먼 브라더스(Lehman Brothers)의 파산으로 이어지면서 1930년대 대공황의 재현이 아닌가 할 정도로 심각한 경기 침체를 가져왔음
 - 선진국의 정책당국은 통화팽창과 재정확대정책으로 이에 대응하였으나, 기존의 정책수단이 효과를 발휘하지 못함에 따라 양적완화(Quantitative Easing)와 마이너스금리정책(Negative Interest Rate Policy) 등 비전통적 정책 수단을 동원하기에 이룸
- 1980년대 이후 금융위기가 발발하기까지 20여 년의 안정기(Great Moderation)를 거치면서 거시경제학계에서는 경기변동에 대한 고민은 끝났다고 선언하였음¹⁾
 - 그러나 금융위기로 인한 대불황(Great Recession)의 도래와 이에 대응하는 기존의 정책수단이 효과를 발휘하지 못함에 따라 학계와 정책당국은 미증유의 고민에 빠짐
 - 비전통적 정책수단까지 동원하여 경기침체를 벗어나고는 있으나, 기존의 거시경제 이론과 정책의 전달 메커니즘에 대한 반성과 재검토가 이루어지고 있음
- 우리나라는 금융위기의 영향을 곧바로 받지는 않았으나, 소규모 개방경제로서 글로벌 경제하에서 경기침체를 겪고 있음
 - 금융시장이 개방됨에 따라 선진국과의 동조화 현상이 발생하고, 정책결정에 있어서 해외요인의 중요성이 증가하였기 때문에 우리도 거시정책수단의 유효성에 관한 논의에서 자유로울 수 없음
 - 본고에서는 IMF 등을 중심으로 진행되고 있는 과거에 대한 반성과 새로운 정책수단의 발굴 논의에 대하여 검토하고 우리에게 주는 정책적 시사점을 찾아보고자 함²⁾

1) Lucas(2003) 참조

2) IMF에서는 2011년부터 2년 주기로 이러한 주제를 논의하기 위한 심포지엄을 개최해 왔음

II 주요국의 금융위기 대응과 혼돈의 시대

1. 금융위기 대응 정책

- 미국에서 시작된 금융위기가 전 세계적인 경기침체를 야기함에 따라, 각국 정책당국은 금융완화정책과 확장적 재정정책으로 위기에 대응함
 - 그러나 이미 금리가 상당히 낮고 국가채무비율은 높은 상황에서, 기존의 정책수단이 효과를 발휘하지 못함에 따라 양적완화와 마이너스 금리정책 등 비전통적인 정책수단을 사용하여 전방위적으로 침체를 탈피하기 위한 노력을 기울임³⁾
- 미국은 3차례에 걸친 양적완화와 부실자산 구제프로그램(Troubled Asset Relief Program)과 같은 맞춤형 재정지출을 통하여 위기를 극복함
 - 유럽은 금리인하와 양적완화정책으로 위기를 극복하는 듯하였으나, 2010년 그리스를 시작으로 남유럽국가들의 재정위기가 도래함에 따라 다시 경기침체에 빠지게 되어, 마이너스 금리정책도 도입함
 - 일본은 아베정부에서 통화완화·재정확대·구조조정이라는 ‘3개의 화살’ 정책으로 경기침체에 대응함
- 정책효과 측면에서 미국은 유럽이나 일본과 비교할 때 마이너스 금리정책을 채택하지 않았음에도 불구하고 가장 양호하게 대불황(Great Recession)에서 벗어나고 있는 것으로 평가할 수 있음
 - 이것은 미국의 정책당국이 비교적 신속하게 반응하였고, 통화 및 재정정책 측면에서도 양적으로 충분한 자금을 공급하였기 때문으로 평가할 수 있음
 - 이에 반하여 유럽은 유럽연합의 정책 결정이 회원국의 이해관계에 따라 지연되고, 회원국의 경제 상황이 서로 다른 가운데 일괄적인 정책의 효과를 기대하기 어려운 측면이 있기에 경기 회복이 지연됨

3) 금융위기 이후 주요국의 양적완화정책과 유럽중앙은행의 대응에 대해서는 강유덕(2014), 이승호·강현주(2016) 등을 참고하기 바란다.

- 통화정책은 유럽중앙은행(ECB)에 의하여 공통적으로 적용되는 데 반하여, 재정정책은 각국의 재정당국이 결정하고 집행함에 따른 정책 간의 부조화도 경기 회복 지연의 요인임
 - 일본의 경우에는 양적완화와 마이너스 금리정책까지 동원하였으나, 경기 회복이 상대적으로 더딘 것은 저출산 · 고령화로 나타나는 인구구조 변화가 그 근본적인 원인으로 보임
- ● 금융위기의 극복 과정에서 주요국의 정책당국은 기존의 정책수단이 기대했던 효과를 달성하지 못함에 따라 비전통적인 정책수단까지 동원하였으며, 그 과정에서 정책의 이론적 기저와 현상 간의 괴리로 인하여 혼란에 빠짐
 - 예를 들어, 마이너스 금리정책은 대출 증대를 통하여 소비를 진작시키기 위한 정책임에도 불구하고, 오히려 미래에 대한 불확실성을 증폭시킴으로써 저축이 증가하는 현상이 발생함
 - 일본에서 마이너스 금리정책을 도입한 이후 엔화가치가 예상과 달리 오히려 절상되는 현상도 나타남
 - 유동성 함정으로 인하여 금리인하의 효과가 제대로 나타나지 않는 가운데, 높은 국가채무비율은 재정운용에 있어서 제약조건으로 작용하여 효과적인 정책수단을 찾기 어려움

2. 정책적 판단의 혼선

- ● 금융위기의 극복과정에서 미국이나 유럽의 최고정책결정자 간의 정책적 판단의 차이도 거시정책을 뒷받침할 수 있는 이론의 존재 내지 유효성에 대한 의문을 던짐
 - 금융위기의 대응과정에서 미국 연방공개시장위원회(FOMC)가 정책금리를 지속적으로 인하하는 과정에서 캔사스시티 연방은행장인 호니히(Thomas Hoenig)는 일관되게 금리인하에 반대함⁴⁾
 - 호니히(Hoenig)의 논리는 이미 금리가 충분히 낮은 상황에서 추가적인 금리인하는 경기 진작에 도움이 안 될 뿐 아니라, 버블을 생성하는 원인이 될 것이라고 봄

4) 금융위기 당시 미국 연방준비위원회 의장이었던 버냉키(Ben Bernanke)의 회고록(2015)에 보면 Hoenig의 반대표는 항상 고정표로서 예상할 수 있었음을 증언하고 있음

- 연준에서 제공하는 경기에 대한 동일한 통계자료와 분석자료에도 불구하고 개별 FOMC 위원들의 판단이 이렇게 다르다는 것은 정책이 기반하고 있는 이론적인 근거가 있는가 하는 의문을 품게 만듦
- ● 최고위 정책결정 그룹의 일원인 미국 오바마 행정부의 첫 재무장관 가이트너(Timothy Geithner)와 미국 연방예금보험공사(FDIC) 의장 베어(Sheila Bair) 간의 의견 충돌도 정책판단상의 이견을 보인 또 다른 예라고 할 수 있음
 - 금융위기를 초래한 대형금융기관에 대한 구제금융 제공 여부를 둘러싸고 시스템 위험을 감안하여 구제금융을 제공해야 한다는 가이트너(Geithner)와 도덕적 해이에 대한 경종을 울리기 위하여 구제금융을 삼가야 한다는 베어(Bair) 간의 갈등⁵⁾은 현실에서 정책담당자의 주관적인 판단이 얼마나 중요한가를 보여줌
 - 양측 모두 'Too big to fail'의 고질적인 문제에 대하여 인식하고 있으나, 시스템 위험 감수에 따른 현재와 미래의 비용에 대한 인식 차이가 이러한 결과로 이어짐⁶⁾
- ● 선진국들의 국가채무/GDP 비율이 100%를 초과하고 있는 상황에서 재정정책 운용의 한계도 노정됨
 - 과도한 국가채무의 위험성에 대해서는 대다수가 동의하지만, 재정건전성을 위하여 확장적 재정정책을 긴축재정정책으로 전환할 적절한 타이밍과 속도에 대해서는 전문가들 사이에서도 의견이 분분
 - Lawrence Summers(2016)는 현재와 같은 저금리 상황에서 보다 적극적으로 재정정책을 활용할 것을 강조하는 반면, Reinhart and Rogoff(2010)의 논리에 따른 영국의 전임 재무장관 George Osborne은 긴축재정정책을 시행
- ● 유럽에서는 화폐통합을 통하여 공통적인 통화정책을 시행함으로써 각 회원국의 입장에서는 전통적인 정책수단을 하나 상실한 반면, 통화정책의 영향은 회원국의 경제력 차이에 따라 다르게 나타남

5) Bair(2012) 참조

6) Geithner(2014) 참조

- 유럽 중앙은행(ECB)의 금리 인상 여부, 양적완화의 규모 및 기간 연장 등 통화정책 결정과정에서 회원국들의 입장은 엇갈릴 수밖에 없음
- 유럽 전체의 입장을 중요시할 수밖에 없는 유럽중앙은행(ECB) 총재 درا기(Mario Draghi)와 유럽연합의 최대 주주이면서 자국의 입장도 고려해야 하는 독일 재무장관 쇼이블레(Wolfgang Schäuble) 간의 갈등이 대표적인 사례임
- 국가로 본다면 최대 지원국 독일과 지원을 받아야 하는 그리스의 경우를 이러한 양 극단의 대표적인 국가의 예로 들 수 있음⁷⁾

III 금융위기 재발에 대비한 정책 과제

- ● 금융위기를 통하여 기존의 거시정책수단에 대한 회의와 새로운 수단의 발굴을 위한 국제적 노력이 IMF 등을 중심으로 이루어짐
 - 학계와 정책담당자들은 기존 이론의 문제점과 향후의 대응방안에 대하여 심도 있는 논의를 지속하여 왔으며 이러한 논의가 의미있는 결론에 도달할 수 있기를 기대
 - 현 단계에서는 아직 일관성 있는 결론에 도달하지 못한 이슈들이 많이 있으나, 지금까지의 논의를 바탕으로 다음과 같은 정책과제를 정리할 수 있음

1. 통화정책 메커니즘에 대한 재검토

- ● 금융위기 이전에는 정책금리를 조정하여 인플레이율이라는 중간목표를 통해서 경기에 대응하는 것이 전형적인 통화정책 메커니즘이었음
 - 그러나 금융위기 이후 금리의 정책수단으로서의 유용성에 대한 신뢰가 흔들리면서 복수의 정책수단과 복수의 정책목표를 설정하자는 주장이 대두

7) 재정위기를 맞아 EU, ECB, IMF 등과 구제금융에 대하여 협상을 담당했던 그리스의 전 재무장관 Varoufakis(2016)는 구제금융을 받는 나라의 입장에서 국제금융시스템의 문제점에 대하여 서술하고 있음

- 이는 금리조정과 경기순환 간의 관계가 미약해지고, 마이너스 금리정책이라는 비전통적인 정책이 실행됨에 따라 제기된 다양한 대안의 하나임
- 동 주제는 재정정책과의 정책혼합(policy mix)이라는 관점에서 중앙은행의 독립성 이슈에까지 연결되는 광범위한 주제로서 보다 심층적인 재검토가 필요함

2. 대마불사 문제의 해결

- 시스템 위험 때문에 불가피하게 대마불사의 관행이 이어져 왔으며, 금융위기에서도 이를 확인함
 - 대형금융기관의 자본금 확충에 대해서는 대부분 동의하며, 더 나아가 대마불사 문제의 해결을 위한 방안을 모색할 필요
 - 대형금융기관을 100% 자본금을 가진 공기업화하면서 규제를 강화하는 방안⁸⁾과 대형금융기관을 분할하는 방안이 제시됨⁹⁾
 - 두 가지 방안의 실현 가능성에 대한 지속적인 연구와 우리나라의 실정에 보다 적합한 방식의 모색이 필요

3. 자본이동에 대한 추가적인 대비수단으로서 자본통제방식의 시스템 구축

- 과거에는 자본통제(capital control)는 언제 어디서도 사용해서는 안 되는 정책수단이었으나, 금융위기 이후 국제적인 인식의 대전환이 이루어짐
 - 급격한 자본이동에 대한 대비책으로서 자본통제의 유효성을 IMF도 인정함
 - 우리나라도 거시건전성 3중 세트와 통화스와프 이외에 영세율 2단계 토빈세¹⁰⁾와 같은 외환 거래세의 도입도 진지하게 검토할 필요가 있음

8) Kashkari(2016) 참조

9) Bair(2014) 참조

10) 홍범교·이상엽(2012) 참조

4. 재정건전성의 유지

- ● 재정정책 측면에서는 일본의 ‘잃어버린 20년’을 반면교사로 삼을 필요가 있음¹¹⁾
 - 일본은 버블 붕괴로 인한 임금삭감과 수요 부족을 SOC투자 등의 재정지출 확대를 통하여 극복하고자 하였음
 - 그러나 저출산 · 고령화의 인구구조 변화는 수요를 확대시키지 못하고 복지비용이 증가하게 되면서 세계에서 국가채무/GDP 비중이 가장 높은 국가가 됨
 - 우리나라도 가계, 기업, 정부의 대차대조표가 일본과 유사하게 나타나고 있으며, 저출산 · 고령화의 인구구조 변화는 오히려 일본보다 빨리 일어나고 있음을 감안하여 재정운용에 신중을 기해야 할 것임

5. 금융과잉(excess)에 대한 조치의 필요성

- ● 영국의 Big Bang 이후 금융규제완화는 전 세계적인 자본시장 개방과 함께 금융산업의 폭발적인 성장을 유발함
 - 과거 실물경제를 뒷받침하던 금융은 이제 독립적인 산업으로서 금융부문 자체가 훨씬 더 큰 규모로 독자적으로 작동하고 있음
 - 주기적으로 발생하는 금융위기로 금융부문이 실물경제에 미치는 외부성이 너무 크기 때문에 이에 대한 적절한 대응이 필요함
 - Archand et al.(2012)은 민간부문에 대한 신용의 GDP 대비 비율로 측정한 금융심도(depth)를 금융과잉의 대리변수로 보고 금융과잉과 경제성장과의 관계에 대한 실증분석을 수행한 결과, 그 비율이 80~100%를 넘게 되면 성장에 미치는 효과가 마이너스가 된다는 것을 보임
 - 상기 연구에서 우리나라도 금융과잉이 100%를 넘는 국가로 지목된 바, 금융과잉의 문제는 선진국에만 국한되는 문제가 아님

11) Eiji(2016) 참조

- 금융충격이 실물경제에 부과하는 비용을 고려할 때, 금융활동이나 금융구조의 부정적 외부 효과에 대하여 어떠한 형태이든 교정세(Pigouvian tax)를 부과하는 것이 바람직¹²⁾

IV 결론

- 2003년 전미경제학회장에 취임하면서 경기변동에 대한 고민은 끝났다고 선언한 루카스(Lucas) 교수의 발언은 한 개인의 지나친 자신감인가 아니면 경제학 분석 수준 또는 방법론의 한계인가?
 - 2008년 영국 여왕이 런던 정치경제대학교(London School of Economics)를 방문한 자리에서 경제학자들이 왜 금융위기의 도래를 미리 예측하지 못하였는가라는 질문을 던짐
 - 영국의 금융서비스 감독당국(Financial Services Authority) 의장이었던 Adair Turner는 “만일 당신의 이론과 모형이 위기가 불가능하다는 가정하에 작동한다면 당신은 위기가 오는 것을 알 수 없다”¹³⁾고 답함
- Turner(2016)는 경제학은 Newton 물리학의 수학적 엄밀함의 기준을 따라갈 수 없음에도 불구하고, ‘물리학에 대한 부러움(physics envy)’에 기인한 경제학계의 ‘물리학 따라하기’는 결론의 확실성에 대하여 위험하고 정당화될 수 없는 자신감으로 이어진다고 봄
 - Krugman(2009)도 집단으로서의 경제학자들이 수학을 사용함으로써 나타나는 수려함을 진리로 착각하는 오류를 범하고 있다고 지적
- 금융위기 이후 거시경제학에 대한 수많은 논의와 비판이 있었는데, 이론적 측면에서 가장 공통적으로 지적되고 있는 문제점은 대다수의 이론이 인간의 합리성과 시장의 효율성을 기본 가정으로 하고 있다는 점임

12) Romer(2014) 참조

13) “You cannot see a crisis coming if you have theories and models that assume that the crisis is impossible.”(p.246)

- 또한 Romer(2012)와 Blanchard(2014) 등은 거시경제 모델의 최신 버전이라고 할 수 있는 동태확률일반균형(DSGE) 모형을 비롯한 현재의 거시모델이 금융부문을 충분히 담아내지 못하고 있음을 지적하고 있음
 - 과거와는 비교할 수 없을 정도의 규모로 성장한 금융부문의 메커니즘을 모형에 담아내지 못하는 것은 현대 거시모델의 치명적인 약점이라고 할 수 있음
- ● 경험적으로 볼 때 경제위기가 주기적으로 찾아온다면, 위기는 예외적인 현상이 아니라 경기변동의 일부로서 이를 설명하는 새로운 경제학적 프레임을 찾는 것이 경제이론에 있어서의 향후 과제일 것임
 - Reinhart and Rogoff(2010)는 경제위기가 예외적이라기보다는 주기적으로 발생하는 것임을 보여주었고, Romer(2014)도 과거 역사를 볼 때 금융위기는 예외적인 것이 아니라 일상적인 것임을 지적함
 - 금융위기 당시 미국의 재무장관으로서 위기극복을 진두지휘했던 Paulson(2013)도 금융위기는 반드시 다시 발생할 것이라고 단언함
- ● 이번 금융위기는 지금까지의 경제학이 가진 이론적 · 방법론적 문제점을 되돌아보게 하는 계기가 되었다고 평가할 수 있음
 - 또한 기존의 이론에 근거한 정책수단의 무기력함을 확인하고, 새로운 이론과 정책수단을 실험하고 발굴하는 기회가 되었음
 - 그러나 대공황을 맞이하여 유효수요이론을 들고 나왔던 Keynes에 견줄만한 새로운 프레임의 이론이 정립된 것은 아니며, 그러기 위해서는 아직도 많은 시간과 논의가 필요한 것으로 보임
- ● 특히 경제와 정치 및 정치적 프로세스와의 관계에 대한 연구가 보다 활발하게 진행될 필요가 있어 보임

- 정책은 정치의 산물이며, 특히 조세 및 재정정책은 정치적인 협상의 결과라고 보는 것이 현실적임
- Paulson(2013)은 미국 정치에서도 양당 간의 정치적 타협이 점차 실종되어가는 현실을 개탄하면서, 경제정책을 좌지우지하는 정치적 과정의 개선이 반드시 필요하다고 역설¹⁴⁾
- 우리나라에서도 정치적 과정이 정책결정에 중요한 영향을 미치기 때문에 보다 효율적인 정책결정 시스템을 만들기 위한 각고의 노력이 필요함

14) "I am not sure what the solutions for this ever more troubling political dysfunction, but it is certain that we must find a way to improve the collective decision-making process in Washington. The stakes are simply too high not to."(p.439)

| 참고문헌 |

- 강유덕, 『유럽 재정위기에 대한 유럽중앙은행의 대응과 역할 변화』, 대외경제정책연구원 지역경제시리즈, 14-01, 2014.12.22.
- 이승호 · 강현주, 『양적완화 정책에 대한 고찰 및 시사점』, 자본시장연구원, 2016.1.
- 홍범교 · 이상엽, 『금융거래세 도입방안 연구』, 한국조세재정연구원, 2012.11.
- Archand, Jean-Louis, Enrico Berkes and Ugo Panizza, “Too Much Finance?,” IMF Working Paper, WP/12/161, June 2012.
- Bair, Sheila, *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*, New York: Simon & Schuster, 2012.
- _____, “Everything the IMF Wanted to Know about Financial Regulation and Wasn’t Afraid to Ask,” in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp.129~134.
- Bernanke, Ben, *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, New York: W.W.Norton, 2015.
- Blanchard, Oliver, “Rethinking Macroeconomic Policy,” in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp.321~333.
- Eiji Tajika, “Japanese economy and Public Finance: What is the Root Cause of the Mounting Public Debt and What to Do about It?,” 제11회 세종열린대화 발표자료, June 2016.
- Geithner, Timothy, *Stress Test: Reflections on Financial Crises*, New York: Broadway Books, 2014.
- Kashkari, Neel, “Lessons from the Crisis: Ending Too Big To Fail,” President’s speech at the Brookings Institution, The Federal Reserve Bank of Minneapolis, Feb 16, 2016.
- Krugman, Paul, “How Did Economists Get It So Wrong?,” *The New York Times Magazine*, Sep. 2, 2009.

- Lucas, Robert, “Macroeconomic Priorities,” *American Economic Review*, Vol. 93, No. 1, March 2003, pp.1~14.
- Paulson, Henry, *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, New York: Business Plus, 2013.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2010.
- Romer, David, “What Have We Learned about Fiscal Policy from the Crisis,” in *In the Wake of the Crisis*, ed. by Blanchard, Oliver et al., Cambridge: The MIT Press, 2012, pp.57~66.
- _____, “Preventing the Next Catastrophe: Where Do We Stand?,” in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp.327~333.
- Summers, Lawrence, “Secular Stagnation and Monetary Policy,” 2016 Homer Jones Memorial Lecture, The Federal Reserve Bank of St. Louis, YouTube, 접속일 2016. 8. 5.
- Turner, Adair, *Between Debt and the Devil*, Princeton: Princeton University Press, 2016.
- Varoufakis, Yanis, *And the Weak Suffer What They Must*, New York: Nation Books, 2016.



BRIEF

글로벌 금융위기 이후 통화·재정정책의 변화와 향후 정책방향

2017. 4. 28(통권 제46호)

- 발행인 : 박형수
 - 발행처 : 한국조세재정연구원
 - 주 소 : 30147 세종특별자치시 시청대로 336
 - 전 화 : 044-414-2123
 - 팩 스 : 044-414-2129
 - 인쇄처 : 아미고디자인
-

