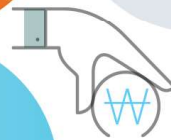


IMF

World Economic Outlook April 2021

2021. 4.



kipf

본 보고서는 IMF에서 발표(2021.4.6.)한
“World Economic Outlook April 2021: Managing Divergent Recoveries”
보고서를 요약함.
보다 자세한 내용은 원문 보고서를 참고 바람.

연구진

- 송경호 부연구위원
- 이정인 선임연구원
- 장준희 선임연구원
- 배경진 위촉연구원
- 배소민 위촉연구원

● 목 차 ●

I. 세계 경제전망과 정책

1. 총평: 높은 불확실성 속 다변화된 회복 1

2. 동향: 대유행으로 인한 심각한 인명·경제적 피해와 정책 대응 효과 1

3. 전망: 회복 격차가 확대되고 대유행 이전을 하회하는 GDP 3

4. 불확실성과 위험 9

5. 단계별 정책 권고 10

참고: 코로나19 대안 시나리오 15

II. 코로나19의 여파: 중기 전망

1. 서론 16

2. 비대면 경제에서의 수요와 공급 16

3. 과거 경기 침체 분석 18

4. 코로나19 충격 여파의 중기 전망 22

4. 정책 제언 24

5. 결론 26

III. 노동시장의 불황과 회복 : 코로나19 충격과 정책 대응

1. 서론 27

2. 코로나19로 인한 비대칭적 충격 30

3. 노동시장의 이동과정(transitions), 불평등, 그리고 불황 31

4. 코로나19 위기 대응 정책: 고용 유지와 노동력 재할당 정책 34

5. 결론 37

IV. 코로나19 회복기 통화정책의 스피로버(spillover)

1. 회복기 이머징마켓의 통화정책 40

2. 선진국 통화정책의 불확실성에 의한 스피로버 41

3. 선진국의 경제 뉴스에 의한 스피로버 44

4. 이머징마켓의 통화정책 반응의 결정요인 47

5. 결론 52

I. 세계 경제전망과 정책

1. 총평: 높은 불확실성 속 다변화된 회복

- 세계 경제는 코로나19로 인해 극심한 피해를 입은 후 불안전하고 불균등한 회복을 하고 있으며 전망은 여전히 매우 불확실
 - 백신 접종이 증가함에 따라 심리가 개선되고 있으나 누적 사망자수 증가로 여전히 우려가 높음
 - 경제 회복은 대유행으로 인한 피해 규모와 정책 지원 규모에 따라 국가별, 부문별로 격차(divergent)가 발생
 - 경제 전망은 바이러스와 백신 간 결과에만 달려 있는 것이 아니라 경제 정책이 전례 없는 위기가 촉발한 지속적인 손상을 얼마나 효과적으로 제한할 수 있는지에 달려 있음

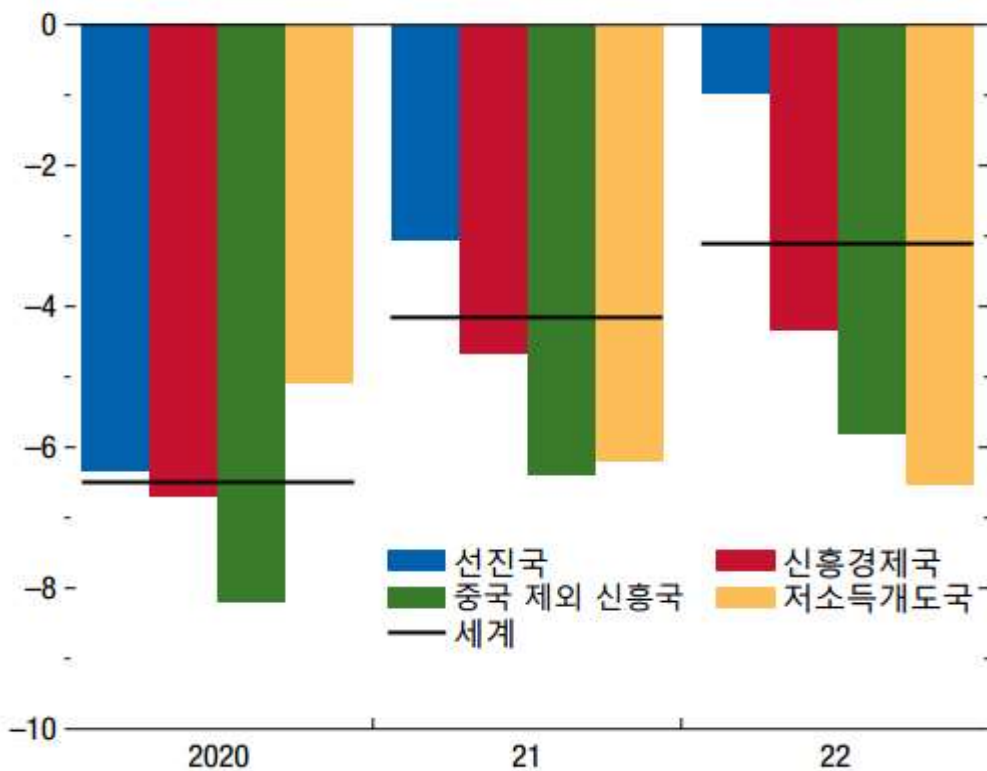
2. 동향: 대유행으로 인한 심각한 인명·경제적 피해와 정책 대응 효과

- (인명) 코로나19 대유행으로 인해 심각한 인명 피해가 발생
 - 코로나19로 전세계 약 250만명 이상이 사망했으며 치료 지연으로 인한 다른 질병의 추가 사망과 실업 증가로 극심한 사회적 부담이 가중됨
 - 사회적 거리두기, 백신, 치료는 바이러스의 진행을 늦추고 생명을 구하는 데 도움이 되었으나, 국가별로 국민, 특히 취약계층 지원 능력에 큰 차이가 드러남
- (경제) 당초 예상보다 빠르게 경제가 회복되고 있으나 불안전하고 불균등한 모습을 보임
 - 세계 경제는 2020년 하반기에 예상보다 강하게 회복되었지만, 대부분 국가에서 코로나19 이전 추세를 크게 밀치고 있음
 - (국가 간 격차) 관광 또는 원자재 수출에 의존하거나 정책 여력이 부족한 국가가 상대적으로 손실이 컸고 재택근무 일자리 비중 등에 따라서도 회복 차이가 발생 (그림 1-1] 참고)

- (부문 간 격차) 재택근무 관련 상품에 대한 강한 수요와 내구재에 대한 억눌린 수요(pent-up demand) 재개가 2020년 하반기 회복을 이끌었으나 2020년 말 2차 유행과 이동 제한으로 대면 서비스에 대한 소비는 여전히 침체
- (국제 무역) 상품 무역은 코로나19 이전 수준으로 되돌아갔고 서비스 무역은 여전히 침체됨
- (노동 시장) 일자리 유지 프로그램, 임금 보조금 등 지원 정책에도 불구하고 여전히 실업과 불완전고용이 높고 노동시장 회복도 불완전
- (자산 시장) 노동 시장이나 상품 시장과는 달리, 경기부양책과 올해 말 백신 주도 회복 기대감으로 자산 시장이 힘을 얻었으나 금융 위험도 커짐
- (국가 내 격차) 코로나19가 고용과 소득에 미치는 비대칭적 충격으로 노동자 간 불평등이 심화됐고 특히 대면 서비스업과 비공식 부문에 집중된 청소년, 여성, 저숙련 노동자 등이 큰 타격을 받음

[그림 1-1] 국가그룹별 피해 규모

(단위: 2019년 이후 누적 1인당 GDP 성장, WEO 2020.1.과 2021.4 비교, %)



출처: IMF, *World Economic Outlook April 2021*, Figure 1.4.

- (정책 대응) 전례 없는 정책 조치가 경제 상황이 더 악화되는 것을 방지했으나 회복이 완료될 때까지 지속적인 노력이 필요
 - 중앙은행은 신속하게 유동성을 공급하고 많은 대출자들에게 신용 연장을 지원했고 재정 당국은 이전지급, 임금 보조금, 유동성 지원을 통해 가계와 기업을 지원했으며 금융 규제 당국은 지속적인 신용 공급을 촉진
 - 자동안정화장치, 재량 조치, 금융 부문 대책 등 정책 조치가 2020년 세계 성장에 약 6%p 기여했다고 추정되며 이러한 조치가 없었다면 세계 성장 위축이 현재보다 3배 컸을 수 있음
 - 그럼에도 불구하고 여전히 실업과 불안전고용이 증가하고 유희 경제력이 커 경제가 완전히 회복되기까지 계속 노력을 기울여야 함

3. 전망: 회복 격차가 확대되고 대유행 이전을 하회하는 GDP

- (전망 가정) 높은 불확실성이 세계 경제 전망을 둘러싸고 있어 전망에 앞서 다음 요인들을 가정
 - (불균등한 백신 접근) 선진국과 일부 신흥시장국은 2021년 여름, 대부분 국가는 2022년 하반기에 백신 접종이 대부분 이뤄질 것으로 예상
 - (차별화된 재정 지원) 미국과 일본이 2021년 대규모 재정 지원을 발표했고 EU도 경제회복기금(Next Generation EU funds)을 승인한 반면, 신흥시장과 개발도상국은 재정지원이 제한적
 - (지원적인 금융 여건) 회복이 확고해지기 전까지 통화정책은 완화적(accommodative)일 것으로 가정하며 선진국과 신흥개도국에서 금융여건은 대체로 지원적(supportive)일 전망
 - (원자재 가격 상승) 글로벌 회복 전망과 OPEC+ 공급 억제에 따라 2021년 유가가 2020년 대비 30% 상승하고 금속, 식량 가격도 상승할 전망
- (경제 전망) 세계 경제는 2020년 -3.3% 역성장한 것으로 추정되며, 2021년 6.0%, 2022년 4.4% 성장할 전망(<표 I-1> 참고)

- 2020년 하반기 성장률이 대부분 지역에서 예상보다 높았던 점을 반영해 2020년 성장률이 2020년 10월 세계경제전망 대비 1.1%p 상향 조정됨
- 2021년과 2022년 성장률 역시 일부 주요국의 추가 재정지원과 백신에 힘입은 하반기 회복 기대를 반영해 각각 0.8%p, 0.2%p 상향 조정됨
- 중기 성장률은 인구 고령화, 중국 성장 둔화 등 요인에 따라 3.3%로 전망되며 대부분 국가에서 2024년까지 GDP가 대유행 이전 추세 경로보다 낮은 수준에 머무를 전망(그림 I-2) 참고)
- (선진국) 취약계층 백신 접종이 진행됨에 따라 대면 활동이 재개되고 억눌렸던 수요에 힘입어 2021년 5.1%로 성장세가 크게 강화될 전망
 - 그러나 회복 경로는 국가별로 상이해 미국은 2021년 상반기, 일본은 2021년 하반기에 2019년 말 수준을 회복할 전망이나, 유로지역과 영국은 2022년까지도 2019년 말 수준을 밑돌 전망
 - 미국, 일본은 추가 재정 지원을 반영해 2020년 10월 전망에 비해 2021년 성장률이 상향 조정된 반면, 유럽은 코로나19 재확산으로 하향 조정됨
- (신흥시장국 및 개도국) 인구 대부분이 2021년 내 백신 접종이 어려울 것으로 전망됨에 따라 2021년 6.7%의 성장률을 보일 것으로 전망
 - 선진국에 비해 2021년과 2022년에 이동제한 및 확산방지조치가 더 자주 필요할 수 있어 잠재 생산량에 중기적 상흔이 남을 수 있음
 - 효과적인 확산방지조치, 강력한 공공 투자 대응, 중앙은행 유동성 지원에 힘입어 강한 회복을 촉진한 중국과 다른 국가들 간에 상당한 차이가 있을 전망이며 특히 관광업 기반 국가들의 전망이 어두움
- (아시아 신흥시장국 및 개도국) 인도 등이 이동제한조치 완화 후 당초 예상을 상회하는 회복세를 보인 것을 반영해 2021년 0.6%p 상향 조정된 8.6%의 성장이 전망되나 여전히 인도네시아, 말레이시아 등은 높은 코로나19 부하가 발생해 성장을 제약
- (중동 및 중앙아시아) 2021년 3.7% 성장할 전망이나 대유행 경로, 백신 접종, 관광 의존도, 유가 전망, 정책 여력 및 조치에 따라 국가 간 상당한 격차가 발생
- (라틴아메리카 및 카리브해 지역) 2020년 크게 둔화된 후 2020년 하반기 세계 제

조업 반등에 힘입어 일부 수출대국이 당초 전망보다 크게 성장해 2021년 4.6% 성장할 전망이다. 대부분 국가의 백신 접종이 미흡해 이에 영향을 받을 전망이다.

- (사하라 이남 아프리카) 가나, 케냐 등이 코로나19로 특히 큰 피해를 입어 2020년 -1.9% 역성장한 뒤 2021년에는 3.4%로 반등할 전망이다. 대유행 이전 추세를 크게 하회할 전망이다.

<표 I -1> 세계 경제 전망

	실적치		전망치		'21년 1월 전망 대비 차이 ^{a)}		'20년 10월 전망 대비 차이 ^{b)}	
	2020	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
세계경제	-3.3	6.0	4.4	0.5	0.2	0.8	0.2	
선진국	-4.7	5.1	3.6	0.8	0.5	1.2	0.7	
미국	-3.5	6.4	3.5	1.3	1.0	3.3	0.6	
유로지역	-6.6	4.4	3.8	0.2	0.2	-0.8	0.7	
독일	-4.9	3.6	3.4	0.1	0.3	-0.6	0.3	
프랑스	-8.2	5.8	4.2	0.3	0.3	-0.2	1.3	
이탈리아	-8.9	4.2	3.6	1.2	0.0	-1.0	1.0	
일본	-4.8	3.3	2.5	0.2	0.1	1.0	0.8	
영국	-9.9	5.3	5.1	0.8	0.1	-0.6	1.9	
캐나다	-5.4	5.0	4.7	1.4	0.6	-0.2	1.3	
기타선진국 ²⁾	-2.1	4.4	3.4	0.8	0.3	0.8	0.3	
한국	-1.0	3.6	2.8	0.5	-0.1	0.7	-0.3	
신흥시장국 및 개도국	-2.2	6.7	5.0	0.4	0.0	0.7	-0.1	
신흥시장국 및 개도국 아시아	-1.0	8.6	6.0	0.3	0.1	0.6	-0.3	
중국	2.3	8.4	5.6	0.3	0.0	0.2	-0.2	
인도 ³⁾	-8.0	12.5	6.9	1.0	0.1	3.7	-1.1	
아세안-5 ⁴⁾	-3.4	4.9	6.1	-0.3	0.1	-1.3	0.4	
신흥시장국 및 개도국 유럽	-2.0	4.4	3.9	0.4	0.0	0.5	0.5	
라틴아메리카 및 카리브해 지역	-7.0	4.6	3.1	0.5	0.2	1.0	0.4	
저소득 개도국	0.0	4.3	5.2	-0.8	-0.3	-0.6	-0.3	
세계 무역(재화 및 서비스)	-8.5	8.4	6.5	0.3	0.2	0.1	1.1	
수입 - 선진국	-9.1	9.1	6.4	1.1	0.4	1.8	1.3	
신흥시장국 및 개도국	-8.6	9.0	7.4	-1.1	0.3	-2.0	1.4	
수출 - 선진국	-9.5	7.9	6.4	1.0	0.2	0.9	1.3	
신흥시장국 및 개도국	-5.7	7.6	6.0	-0.7	-0.2	-1.9	0.3	
원자재 가격 (미 달러)								
오일 ⁵⁾	-32.7	41.7	-6.3	20.5	-3.9	29.7	-9.3	
비연료(세계 원자재 수입 가중치에 기반한 평균)	6.7	16.1	-1.9	3.3	-0.4	11.0	-2.4	
소비자 물가								
선진국 ⁶⁾	0.7	1.6	1.7	0.3	0.2	0.0	0.1	
신흥시장국 및 개도국 ⁷⁾	5.1	4.9	4.4	0.7	0.2	0.2	0.1	

참고: 실질실효환율은 2021년 1월 18일부터 2월 15일 수준에서 일정하게 유지된 것으로 간주.

주: 1) January 2021 World Economic Outlook Update, October 2020 World Economic Outlook

2) G7국가들(캐나다, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 영국, 미국)과 유로지역 국가들 제외

3) 인도의 실적치, 전망치 데이터는 회계연도 기준이며, 2011년부터 GDP는 2011/12년 회계연도를 기준 년으로 삼은 시장가격 기준 GDP

4) 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국, 베트남

5) 영국 브렌트(Brent), 두바이 파테(Fateh), 미 서부텍사스 중질유(Intermediate crude oil)의 단순 평균가격. 2020년 평균 유가는 배럴당 41.29달러, 선물시장에 기초한 가격은 2021년 58.52달러, 2022년은 54.83달러

6) 2021년, 2022년 인플레이션은 각각 1.4%, 1.2%(유로지역), 0.1%, 0.7%(일본), 2.3%, 2.4%(미국)

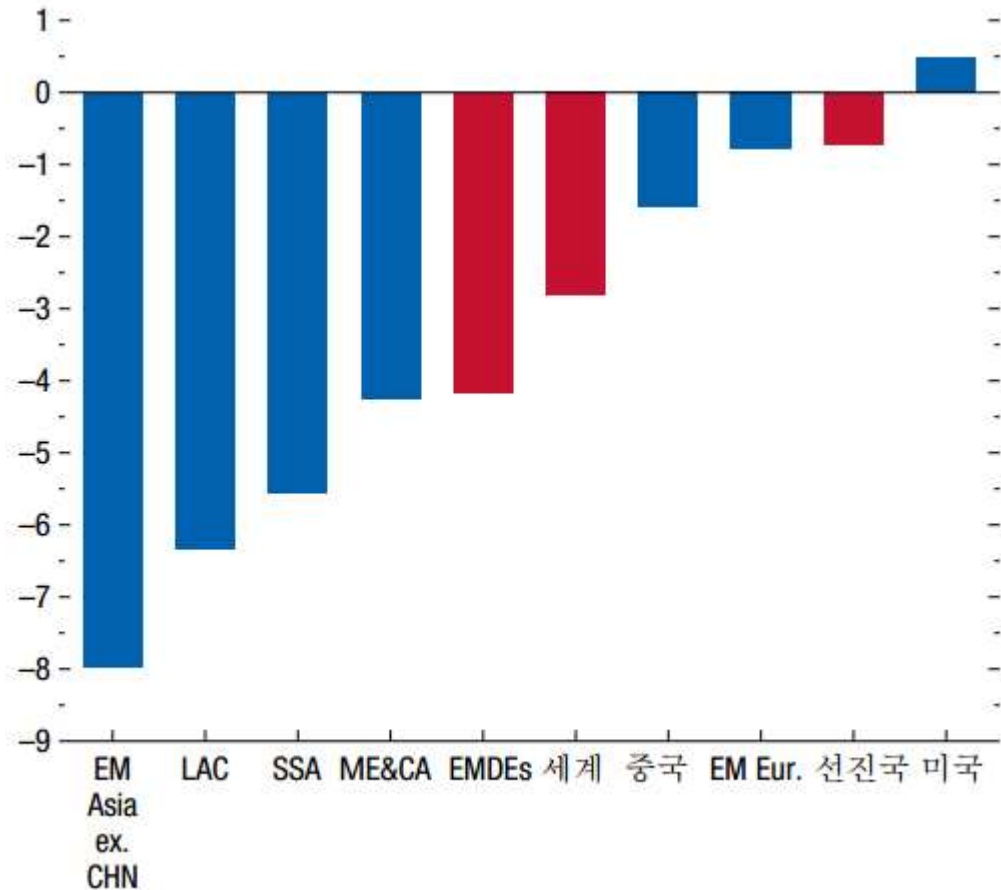
7) 베네수엘라 제외

출처: IMF, World Economic Outlook April 2021, Table 1.1.

한국은 WEO 데이터베이스 자료를 추출

[그림 1-2] 코로나19 이전 대비 중기 GDP 손실

(단위: 2024년 GDP, WEO 2020.1.과 2021.4 비교, %)



주: EM Asia ex.CHN: 중국 제외 신흥개도국, LAC: 라틴아메리카 및 카리브해 지역, SSA: 사하라 이남 아프리카, ME&CA: 중동 및 중앙 아시아, EMDEs: 신흥시장 및 개도국, EM Eur.: 유럽 신흥개도국
출처: IMF, *World Economic Outlook April 2021*, Figure 1.16.

■ (인플레이션 전망) 대부분 국가에서 인플레이션은 낮은 수준을 유지할 전망

○ 원자재(특히 석유) 가격은 몇 달간 더 상승할 전망이고 작년 물가가 사상 최저 수준이었던 점을 고려하면 소비자 물가 역시 상승해 점차 장기 평균으로 복귀할 전망

- 낮은 임금상승률과 위축된 노동 협상력이 복합적으로 작용해 노동시장 회복 전망도 둔화
- 부문별 가격 전망, 질사평균 인플레이션(trimmed-mean inflation) 등 근원 인플레이션(underlying inflation)을 측정하는 다양한 지표들도 여전히 낮음

○ 그러나 최근 몇 년간 필립스 커브가 평탄화된 점 등을 고려하면 잠재생산량 하회 폭이 현재 전망보다 줄어들더라도 인플레이션은 큰 상승 없이 상대적으로 완만할 전망

- 산출갭의 마이너스(-) 폭이 현재 추정보다 줄어들더라도 인플레이션에 대한 영향은 상대적으로 완만할 전망
- 필립스 곡선은 최근 몇 년 동안 세계화, 자동화, 시장 집중도 상승, 기업의 노동시장 독점력 상승 등 요소를 반영해 더욱 평탄해짐
- 글로벌 금융위기 당시 경제가 잠재생산을 크게 하회할 때 인플레이션이 크게 하락하지 않았던 것처럼, 경제가 잠재생산을 장기간 매우 크게 상회하고 통화정책이 인플레이션 기대 상승에 대응하지 않는 한, 인플레이션은 크게 상승하지 않을 전망

○ 통화당국의 대응에 따라 인플레이션 기대와 인플레이션이 원론적으로는 빠르게 상승할 수 있으나 대부분의 선진국과 많은 신흥시장국에서는 그럴 가능성이 낮아 보임

- 인플레이션이 일시적으로 오버슈팅하거나 중기적으로 추세상승하기 시작하는지 여부는 통화 프레임워크의 신뢰성과 인플레이션 상승에 압력에 대한 통화당국의 대응 등에 달림
- 선진국에서는 중앙은행이 1990년대 인플레이션 목표제를 채택함으로써 인플레이션 기대가 인플레이션 목표에 안착되고 대체로 안정적으로 유지됨
- 많은 신흥시장국에서도 지난 10년 동안 통화제도가 상당히 개선되어 인플레이션 기대가 잘 안착되고 인플레이션도 하락하였으나, 일부 국가에서는 여전히 인플레이션이 높고 변동성이 큼

■ (무역 전망) 회복세가 강화되면서 2021년 세계 무역량은 8.4% 증가할 전망

- 이는 주로 상품 무역 반등에 기인하며, 관광, 운송 등 서비스 무역은 대유행이 세계 전역에서 통제될 때까지 낮은 상태를 유지할 전망
- 세계 경상수지 적자폭과 흑자폭은 코로나19 직후 축소되었다가 이후 무역 및 원자재 가격 상승으로 확대되었으며 중기적으로 대체로 안정적일 전망

4. 불확실성과 위험

■ 높은 불확실성이 세계 전망을 둘러싼 가운데, 단기적으로 위험이 상·하방 균형을 이루고 있으나 중기적으로는 상방 위험이 우세

○ (불확실성) 코로나 재확산 혹은 백신 유효성 여부 등이 여전히 불확실

- 대유행의 경로가 불확실하기 때문에 중위 전망의 위험 균형을 정량화하는 것이 매우 어려움
- 백신이 계속 승인되고 있으나 이들 백신이 변종 바이러스에 효과가 있는지 여전히 불확실
- 제한 조치가 재개되어야 할 수도 있고 이 같은 조치 시행·해제 기간에 대한 불확실성이 다른 요인들을 예측하기 어렵게 함

○ (주요 하방 위험)

- (코로나 재확산) 백신에 내성이 있는 변종 바이러스, 백신 생산·유통 지연 등이 경제활동의 잠재적 역풍요인이며 변종 바이러스 확산이 백신 접종 속도를 앞지를 경우 코로나19가 풍토병으로 정착될 수 있음
- (금융 여건 경색) 금융 자산의 급격한 가격 조정, 변동성 확대, 비은행 금융기관 적자 확대, 가계 및 자금조달 곤란, 은행 자본 버퍼 잠식, 상환위험(rollover risk) 등이 성장 전망을 저해할 수 있음
 - 시장 기초여건 재평가, 핵심국채수익률(core sovereign yields) 상승, 인플레이션 위험 재평가 등으로 금융 자산의 급격한 가격 조정이 일어날 수 있으며, 위험 자산 가격이 급락하면 비은행 금융기관의 변동성과 손실이 촉발될 수 있음
 - 위험 프리미엄이 높아지면 레버리징을 한 기업과 가계의 자금 조달이 어려워질 수 있고, 광범위한 정책 지원 덕분에 억제되어 온 파산이 확산되면 은행의 자본 버퍼가 잠식되고 신용 제공 능력이 제약받을 수 있음
 - 채무가 높고 증가하는 차입자는 상환위험에 직면할 수 있으며, 이는 특히 일부 신흥시장과 저소득 국가들에게 심각한 문제임
- (상환 확대) 노동시장 참여율 하락, 파산 등 공급 측면의 심각하고 지속적인 잠재력 손실이 발생할 수 있으며 특히 신흥시장과 개도국에서 이러한 영향이 영구적일 수 있음

- (사회 불안 심화) 대유행 초반 이동성 감소로 사회 불안이 감소했으나 다시 대유행 이전의 문제들이 일어날 수 있으며, 사회 불안은 경제활동을 둔화시키고 장기 성장, 채무지속가능성, 개혁 노력에 악영향을 줄 수 있음
- (자연재해 발생 증가) 최근 기후변화로 인한 자연재해 빈도와 심각성이 높아지면서 생명과 생계가 피해를 입고 있으며 특히 일부 취약국은 코로나 위기 대응으로 재정 역량이 감소해 더 큰 경제적 피해를 입을 수 있음
- (지정학적, 무역 및 기술 분쟁) 무역, 지적재산, 사이버 보안 등 여러 부문에서 미-중 긴장이 고조되는 가운데 자국 노동자 보호를 위한 신규 무역 장벽이 신설될 수 있으며, 이 같은 조치는 회복을 저해하고 의료 협력을 방해할 수 있음

○ (주요 상방 위험)

- (신속한 백신 생산 및 접종) 신규 백신들이 지속적으로 승인되고 있으며 운영상의 어려움이 있지만 특히 상온 보관, 1회 투여 백신이 승인되면 소비자 심리, 서비스 소비, 투자, 경제 회복이 빨라질 수 있음
- (기대 이상의 재정 지원 효과) 글로벌 금융위기 재정 대응과 다르게 코로나19 재정 대응은 매우 강력했으며 이러한 대응이 현재 전망보다 더 큰 효과를 가져올 수 있음
- (조정된 정책) 회복 후반 단계에서 출구 정책에 대한 국제 정책 공조가 유지되면 예상보다 회복이 좋을 수 있으며 백신에 대한 협력 강화가 백신의 생산과 보급을 촉진할 수 있음

5. 단계별 정책 권고

■ (정책 권고) 국가별 유행 단계, 회복 강도, 경제구조 특성에 맞춘 정책이 필요

- 즉각적인 조치, 회복력을 확보하기 위한 이니셔티브, 더 탄력적이고 포용적이며 환경적으로 지속가능한 경제를 구축하기 위한 조치 등 세 단계로 나누어 볼 수 있고 이러한 목표를 달성하기 위해 강력한 국제 협력이 필수적임
- 연속적인 각 단계들 사이의 경계가 모호해지고 이전 단계들의 정책들이 마무리되기 전에 이후 단계들의 일부 정책들을 착수해야 할 수도 있음
- 국가별로 불균등한 경기 회복을 보이기 때문에 당분간 국가별로 서로 다른 단계를 취하게 될 수 있음

■ (1단계: 위기 탈출) 보건 대응을 우선시하고 재정·금융 지원이 필요

- 대유행이 지속되는 동안은 보건의료 지출을 우선시해야 함
 - 대유행을 억제하는 것이 경제적 성과를 높이는 가장 빠른 방법이며, 백신 보급 및 접종을 위한 지출의 경제적 편익이 비용보다 큼
 - 백신 생산 능력 부족, 규제 제한으로 병목 현상이 있는 일부 국가는 추가 공공 투자와 규제 조정이 필요
 - 백신 생산과 유통에 대한 국제 협력이 필수적이고 정부는 백신의 국제적 보급 혹은 수출을 제한해서는 안 되며 국제백신공급기구(COVAX)에 대한 지원과 백신 초과분 배포가 백신의 보편적 보급에 도움이 될 수 있음
- 대유행 상황에 잘 맞춘(well-targeted) 적정한(calibrated) 재정 지원이 필요
 - 대유행이 종식될 때까지 재정정책은 지원적으로(supportive) 유지되어야 함
 - 재정 여력이 제한된 일부 국가는 특별 지출(extraordinary spending)을 편성할 때 신뢰할 수 있는 채무 지속 가능성을 고려해야 함
 - 그러나 여력이 있는 국가는 가계 및 기업에 대한 선별적(targeted) 이전지출, 기업에 대한 대출, 가계에 대한 직접 지불을 계속 제공해야 하며, 이러한 프로그램은 대유행 단계에 잘 맞춰 적정하게 조정되어야 함
- 완화적(accommodative) 통화 정책을 유지하고 금융 위험에 대한 모니터링 강화가 필요
 - 많은 국가에서 인플레이션은 낮은 상태이고 인플레이션 기대도 잘 안착되어 있어 통화 정책이 완화적 기조를 유지할 수 있음
 - 선진국 중앙은행의 정책은 단순히 자국 통화 조정뿐만 아니라 신흥시장의 금융 여건과 자본 흐름에도 영향을 주기 때문에 명확한 사전적 정책방향 제시(forward guidance) 및 의사소통이 중요
 - 신흥시장 경제는 환율 정책, 자본 흐름 관리, 거시건전성 정책 등 안정성을 높이기 위해 노력해야 함
 - 금융시장이 잘 발달하고 국제수지(balance sheet) 불일치가 제한된 국가들은 변동 환율제가 유리하나, 국제수지가 취약한 국가들은 거시경제적 조정을 대체하지 않는 한도 내에서 외환 개입과 일시적 자본 흐름 관리 조치가 유용할 수 있음

- 금융 안정성 위험을 억제하기 위해 적절한 거시건전성 정책이 필요
 - 완화적 통화정책이 이미 높아진 금융 취약성을 더 악화시킬 수 있어 거시건전성 정책의 시행과 효과 간 시차를 고려해 조기 조치를 취해야 함
 - 금융 여건의 광범위한 긴축을 피하면서도 높은 금융 취약성을 해소하기 위해 거시건전성 정책 도구를 강화해야 함

- (2단계: 회복 보호) 경제 회복이 진행되면 지원이 갑작스럽게 종료되지 않도록 주의하면서 생산 능력을 높이고 생산 자원을 효율적으로 배분하기 위한 인센티브 정책이 필요

- 위기가 중기적으로 영향을 끼칠 수 있기 때문에 경제적 상흔을 해결하기 위한 정책을 시행해야 함
 - 생존가능한 기업의 실패를 방지해야 하며, 회복이 진행됨에 따라 기업에 대한 광범위한 지원에서 소매, 예술 및 기타 대면 서비스 업종과 같이 피해가 심한 부문에 대한 선별적 정책으로 전환해야 함
 - 노동 시장의 경우 노동자가 장기 실업에 빠지는 것을 방지해야 하며, 정상화가 진행됨에 따라 일시휴업 및 단기 근로 프로그램은 축소하되 재교육·재훈련에 대한 지원과 소득지원은 계속되어야 함
 - 대유행 중 휴교는 인적 자본 구축에 심각한 피해를 입혔기 때문에 국가 내, 국가 간 교육 성취도 격차 해소를 위해 교육 및 관련 인프라에 대한 지출 증가와 같은 보완 조치가 필요
 - 재정 여력이 있고 회복세가 약한 국가의 경우 중기 성장 및 형평성 달성에 초점을 둔 재정 지원 확대가 치명적인 장기적 영향을 막을 수 있는 효과적인 방법이 될 수 있음

- 그러나 응급 조치를 무한정 지속하는 것은 성장을 저해하므로 효율성 저하가 일어나지 않도록 주의가 필요
 - 좀비기업이 계속 생존하는 것을 막기 위해서 전면적인 대출과 신용 보증을 철회해야 하며, 정부는 단기적으로 증가하는 기업 실패와 장기적으로 비생산적 좀비기업에 대한 지원 사이에서 선택이 필요
 - 포스트 코로나 경제로 전환됨에 따라 부문별 재할당(reallocation)이 일어날 때 가

장 피해가 큰 부문에 대한 지원을 조기에 철회하면 장기적으로 필요한 재할당을 저해하므로 단계적으로 조치가 철회되어야 함

- 코로나19로 중소기업이 가장 큰 피해를 입었기 때문에 독점력의 급격한 상승을 막기 위해 경쟁을 촉진하고 시장 집중도를 제한하는 정책을 강화해야 함

■ (3단계: 미래에 대한 투자) 장기적으로는 국제 협력, 생산성 제고, 정책 프레임워크 개선, 기후 변화 대응 정책이 필요

○ 대유행은 국적과 관계없이 지구상의 모든 사람들에게 영향을 끼쳤기 때문에 위기 해결을 위해 국제 정책 협력이 필수적임

- 유동성에 대한 지속적인 접근이 필요하며 이에 따라 IMF는 대출 제도를 확대하고 특별인출권 신규 배분을 계획 중이며 G20은 73개국에 대해 저소득국 채무상환 유예(Debt Suspension Service Initiative)를 시행
- 또한 세계무역기구 상소기구 위원 임명 지연, 미-중 무역 긴장 등 글로벌 무역 분쟁이 해결되지 않고 있어 이 역시 협력이 필요

○ 생산성 제고와 새로운 미래에 대비하는 정책이 필요

- 대유행 이전에도 생산성 향상은 수십 년 동안 부진했으며 이러한 상황이 지속될 가능성이 있어 교육·연구·인프라 투자 등 교정 정책이 필요
- 비반복작업의 자동화, 인공지능 혁신 등으로 생산성이 급격히 향상된 새로운 미래가 나타날 수 있으며, 불평등 확대, 온-오프라인 접근 격차 확대 등 문제가 발생할 수 있어 노동자의 디지털 능력 재교육 정책 등이 필요

○ 정책 프레임워크를 개선하면 정책 여력을 확대할 수 있음

- 어려움에 처한 국가는 선제적인 채무 재조정이 필요할 수 있으며, 이와 관련해 G20 기본원칙(common framework)이 견본(template)을 제공하고 있음
- 수입 확대 조치, 세무 행정 개선, 공공 투자 및 조달의 효율성 및 지배구조 개선 등을 통해 재정 여력을 확보할 수 있으며, 코로나19 이후 재정 준칙 준수 혹은 세제 개혁 등을 통해 재정 프레임워크의 신뢰성을 강화할 수 있음

- 대유행의 영향을 상대적으로 덜 받는 부유한 개인과 수익성이 높은 기업에 대한 세금을 더 부과하고 국내 법인세의 허점을 제거하고 조세 지출을 줄이며 세무 행정을 개선해야 함

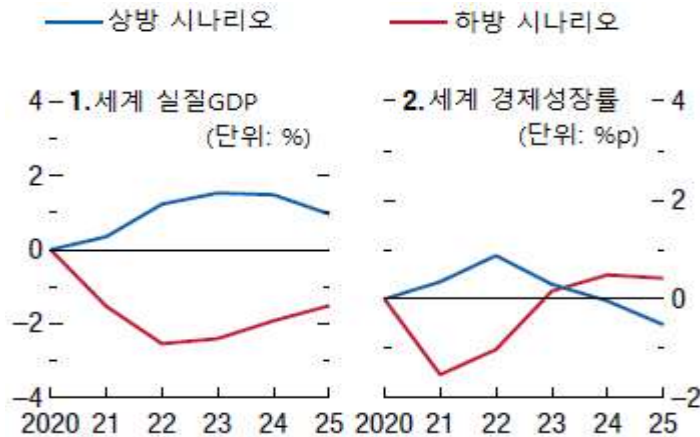
- 소득 이전과 탈세, 조세 회피 등을 제한하기 위해 강력한 국제 협력이 필요
 - 지출 측면에서는 공공 투자 및 조달의 효율성과 지배구조를 개선하고 목표가 미흡한 보조금을 줄이며 반복적 지출을 합리적으로 조정할 필요
 - 대유행이 통제된 후 재정준칙을 시행하거나 복원하기로 공언하거나 세제 개혁을 사전 승인하면 재정 프레임 워크 신뢰성을 강화할 수 있음
 - 실효금리하한(effective lower bound)에 처한 국가는 자산 매입, 사전적 정책방향 제시, 마이너스 금리 등 지속적인 비전통적 통화정책이 정책 여력 확보에 도움이 될 수 있음
- 기후 변화에 대한 대응도 필요
- 탄소 가격 인상은 사회적 비용이 높은 연료, 특히 석탄 사용을 억제하는 데 필수적임
 - 재생에너지 발전소의 송전 및 배전 개선, 건물 에너지 효율 개선에 대한 보조금, 친환경 교통 등 친환경 인프라 투자도 도움이 될 수 있음
 - 친환경 기술 연구에 대한 보조금은 그 효과가 불확실하고 시차가 있지만 탄소제로 경제로의 전환을 극적으로 가속화할 수 있는 잠재력을 가지고 있음
 - 저소득층은 에너지 집약적인 분야에서 일하고 에너지 집약적 소비를 할 가능성이 높아 기후 변화 완화 정책에 의해 가장 큰 피해를 받을 수 있어 이전 지출과 요금부과감면(feebate) 등 불평등 완화 조치가 필요

[참고] 코로나19 대안 시나리오

■ 본 시나리오 박스에서는 코로나19 경로에 따른 불확실성을 고려하여 상·하방 시나리오 전망을 제시

- 2020년 10월 전망과 비교해 백신 승인, 가용성에 대한 불확실성은 감소했으나 여전히 중요하며, 변종 바이러스 등장, 백신 효능, 백신 접종 속도 등도 변수로 작용
- (상방 시나리오) 기준선 시나리오보다 10% 빠르게 백신이 보급되고, 백신이 변종 바이러스에 대해서도 효과적이라고 가정
 - 세계 성장률이 기준선 시나리오 대비 2021년 0.35p, 2022년 0.88%p 상승
 - 선진국이 빠른 백신 보급, 축적된 저축, 억눌렸던 수요에 힘입어 신흥시장국 및 개도국보다 더 강한 회복세를 보일 전망
- (하방 시나리오) 생산 병목 및 배송 문제 발생으로 기존 바이러스의 정착과 변종 바이러스가 발생
 - 세계 성장률이 기준선 대비 2021년 1.53%p, 2022년 1.02%p 더 하락할 전망
 - 2021년에는 선진국, 신흥시장국, 개도국 모두 비슷한 수준의 어려움을 겪지만 2022년에는 신흥시장국 및 개도국의 금융 여건이 경색되면서 선진국보다 큰 타격을 입을 전망

[시나리오 그림 1] 대안 시나리오 전망
(기준선과의 차이)



출처: IMF, World Economic Outlook April 2021, Scenario Box 1 그림 일부 발췌

II. 코로나19의 여파: 중기 전망

1. 서론

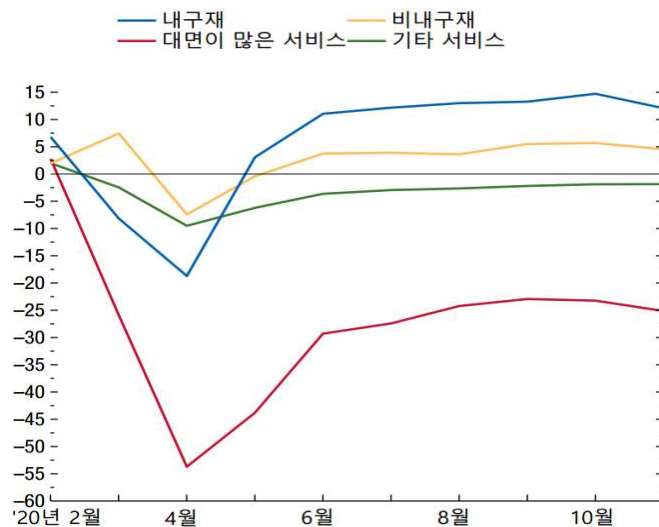
- 각국의 노력에도 불구하고 코로나19 사태로 인해 2020년 글로벌 경제는 갑작스런 경기침체를 경험함
 - 금융위기 때와 비교해 절반 정도의 기간 동안 글로벌 GDP가 약 3배 하락함
 - 코로나19의 영향은 산업 분야 및 국가에 따라 다르고, 위기의 전파 경로와 회복 전망이 불확실한 특징을 보임
- 코로나19에 대한 각국의 정책 대응 규모는 매우 크고, 지원 방법은 재난 지원과 비슷한 방식으로 이뤄짐
 - G20 국가의 재정정책 대응 중 약 40%는 기업에 대한 직접지원과 고용유지를 위한 지원으로 구성
 - 개도국의 재정 지원은 다소 제한적으로 이뤄짐
- 코로나19 확산 지속에 대한 불확실성으로 인해 회복 경로 예측이 어려움
 - 코로나19의 영향이 지속함에 따라 위기가 경제에 미치는 영향이 일시적인 충격을 넘어 지속적으로 이어질 수 있음
 - 위기 지속에 따라 생산 여력의 감소와 수요 측면의 선호 변화 등으로 인한 공급 측면의 타격이 있을 수 있음

2. 비대면 경제에서의 수요와 공급

- 대면(contact)의 정도와 코로나19에 대한 취약성에 따라 부문을 나누어 분석한 결과, 대면 수준과 취약성이 높은 부문이 봉쇄조치(lockdown) 및 기타 코로나19 대응 조치에 가장 큰 영향을 받는 것으로 나타남
 - 공급 측면에서 봉쇄조치는 생산능력(productive capacity)을 약화시킴

- 노동자 간 거리두기로 인한 생산 라인 조정으로 생산성이 악화할 수 있음
 - 생산 네트워크를 통해 한 부문의 생산성 저하는 다른 부문으로 이어질 수 있음
- 수요 측면에서 이동성 제한과 예비적 저축 증가로 인해 수요가 감소함
- 가계의 유동성 제약과 기업의 경비 감축으로 인해 수요 감소는 더 심화하고, 이는 더 많은 실직과 민간 소비 감소로 이어질 수 있음
- 공급 충격과 수요 감소가 생산 네트워크를 통해 더욱 악화된 결과로 2020년 상반기 급격한 경기 침체가 발생함
- 정부는 강력한 지원 정책을 통해 가계소득과 기업의 현금 흐름 변동을 완화시켰고, 충격이 금융 부문 등 다른 부문으로 이어지는 경로를 차단함
- 미국의 경우, 코로나19 발생 이후 소비가 모든 종류의 재화와 서비스에 대해 급감한 반면, 가격 변동은 크게 나타나지 않았음
- 가격 변동의 경우 대면 및 취약성 여부에 따라 부문별로 다른데, 대면의 정도와 취약성이 높은 부문 및 서비스 부문에서 가격 변동이 비교적 크게 나타남
- 가격 변동을 요인별로 분석하면, 공급충격이 미치는 영향이 가장 크고, 음식·숙박·관광업 부문에선 수요측면이 크게 나타남

[그림 II -1] 코로나19로 인한 미국의 소비 변동
(단위: 전년대비 %)



주: 대면이 많은 서비스는 식품, 숙박, 여가, 교통 서비스를 포함
출처: IMF, World Economic Outlook 2021 April, Figure 2.2

- 경제 구조에 따라 정책 대응의 효과성 또한 다르게 나타남
 - 노동 시장의 비공식성(informality)¹⁾은 봉쇄조치의 효과성을 낮추고 위기를 악화시킴
 - 관광업 의존도가 높은 국가는 코로나19 사태 장기화로 큰 영향을 받음
 - 한 국가 내에서 위기의 영향은 불균등하게 나타나, 중소기업의 시장 퇴출이 증가하고 저숙련 노동자가 더 큰 영향을 받음
- 코로나19가 경제에 미치는 중장기적인 영향은 다음의 네 가지 요소가 영향을 미침
 - 팬데믹 지속 및 봉쇄조치의 향후 강도
 - 대면의 정도가 높은 기업일수록 팬데믹 충격의 영향도 크게 나타남
 - 비대면 사회 환경에 적응할 수 있는 능력
 - 경제적 충격을 최소화하기 위한 정책 대응의 효과성

3. 과거 경기 침체 분석

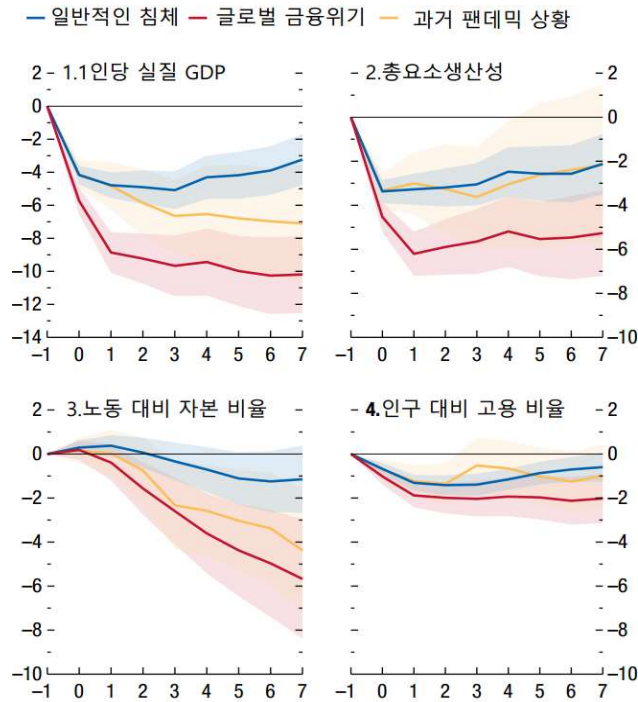
가. 코로나19로 인한 충격 여파는 상당할 전망

- 일반적인 경기 침체는 다양한 경로를 통해 경제의 공급 능력에 영구적인 영향을 미침
 - 경기침체기가 지나고도 실업률은 높게 유지될 수 있는데, 이에 따라 구직단념자(discouraged workers) 발생으로 노동인구가 감소할 수 있음
 - 실업 기간 동안의 기술 저하와 청년의 노동시장 진입 지연은 인적자본 축적에 부정적 영향을 미칠 수 있음
 - 투자 부진으로 물적자본(physical capital) 축적이 저하되고, 이에 따라 기술의 개발이나 적용이 더뎠어 생산성이 낮아질 수 있음

1) 비공식 고용(informal employment)의 경우 공식 고용(formal employment)에 비해 충격의 영향이 더 크게 나타남

- 파산한 기업이 소유한 특정 기술 등의 소실이나 침체기 동안의 연구개발 및 혁신에 대한 투자 감소가 생산성에 영향을 미칠 수 있음

[그림 II -2] 중기 GDP 손실 및 영향의 경로
(단위: %p)



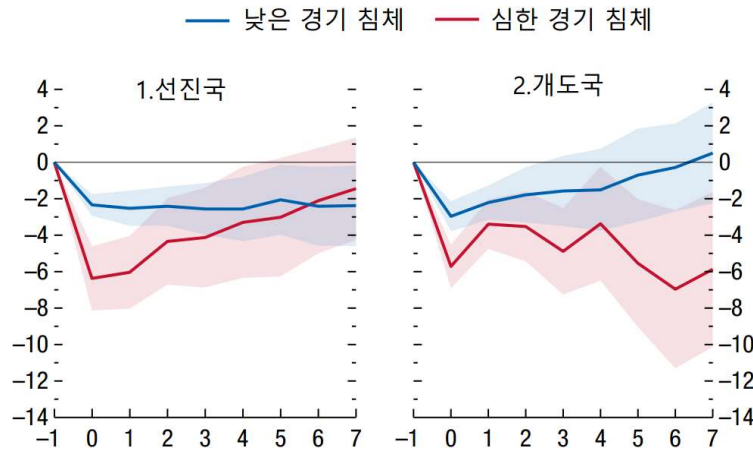
주: 음영 구간은 90% 신뢰구간. x축은 충격 이후의 연도. 과거 팬데믹 상황은 홍콩 독감, 중증급성호흡기증후군(SARS), 신종플루(H1N1), 중동호흡기증후군(MERS), 에볼라 바이러스, 지카 바이러스를 포함
출처: IMF, World Economic Outlook 2021 April, Figure 2.6

■ 경기 침체기에서의 회복은 GDP에 지속적인 영향을 미침

- 근대의 팬데믹 상황에서 GDP 하락은 일반적인 경기침체보다는 크고 글로벌 금융 위기와 비교해서는 작게 나타났으나, 코로나19의 경우는 근대의 유행병보다 더 광범위하게 발생하고 있기 때문에 경제에 미치는 충격도 더 클 것으로 예상됨
- 경기 침체에서의 회복 경로를 보면 선진국의 경우 크게 하락한 후에 회복되어 지속적인 GDP 손실은 나타나지 않는 V자 회복 곡선을 보이나, 개도국의 경우 평균적으로 지속적인 GDP 손실이 발생하는 것으로 나타남

[그림 II-3] 경기 침체 이후 회복 경로

(단위: %p)



주: 음영 구간은 90% 신뢰구간. x축은 충격 이후의 연도. 낮은 경기 침체와 심한 경기 침체는 경기 침체 당시 1인당 GDP 손실의 중앙값으로 구분. 경기 침체는 1년 이상 지속된 침체를 포함하며, 글로벌 금융위기나 팬데믹, 재난 등은 포함하지 않음.

출처: IMF, World Economic Outlook 2021 April, Figure 2.7

- 대면의 정도가 높은 부문에서 지속적인 여파가 있는 경우, 코로나19가 다른 경기 침체에 비해 노동시장에 미치는 여파는 더 클 수 있음
 - 또한, 전국적인 등교 중단에 따라 소득에 따른 교육 격차 및 원격수업 전환 여부에 따른 교육 격차가 발생함
 - 대면의 정도가 높은 부문의 지속적인 축소로 자본이 감소하고 채무가 증가하면 투자가 감소해 더 큰 충격으로 이어질 수 있음
- 침체 이후 산업 부문 및 직종 간 불일치(mismatch)는 이전 위기보다 코로나19 때 더 크게 나타날 수 있음
 - 코로나19로 인한 한 생산 업체의 부진은 생산 네트워크를 통해 연쇄적으로 관련된 기업의 생산성에 영향을 미칠 수 있음
 - 대면의 정도가 높은 기업이 봉쇄조치로 인해 타격을 받는 등의 문제로 대기업의 시장점유율이 높아지면 경쟁이 줄어들어 생산성이 감소할 수 있음
 - 반면, 팬데믹 상황으로 인해 생산 및 배송 과정에서 나타나는 디지털화와 혁신은 생산성에 미치는 부정적인 효과들을 상쇄할 수 있음

나. 부문 간 파급효과

- 파급효과로 인해 초기의 충격이 상당히 증폭되어 지속적인 GDP 손실이 발생할 수 있음
 - 코로나19의 충격이 대면의 정도가 높은 부문에서의 지속적인 GDP 손실을 넘어, 생산 네트워크를 통해 다른 부문까지 확장할 수 있음
- 경제에 미치는 충격을 부문 내 효과(own effect)와 파급효과(spillover effect)로 구분해서 분석할 때, 파급효과가 부문 내 효과에 비해 더 크게 나타남
 - 파급효과는 공급자에서부터 중심 부문으로 이어지는 다운스트림 효과와 소비자에서부터 중심 부문으로 이어지는 업스트림 효과로 구분할 수 있음
 - 철강 분야의 생산성 충격은 자동차 산업에 영향을 미칠 수 있고(다운스트림 효과), 정부 부문의 자동차 구매 축소 결정은 철강 부문에 영향을 미칠 수 있음(업스트림 효과)
 - 파급효과의 전달 경로는 총요소생산성을 특징으로 하는 공급 충격과 부문 간 정부지출 변화로 나타나는 수요 충격으로 분석함
 - 생산성 충격의 경우 전체 파급효과의 크기는 부문 내 효과에 비해 평균적으로 약 2배 가까이 크게 나타나고, 정부지출 변화 충격의 경우 부문 내 효과는 작은 반면 파급효과는 생산성 충격과 비슷한 규모로 나타남
 - 충격 발생 후 파급효과는 최대 5년까지 상당한 수준을 유지함
 - 코로나19 충격에 직접적으로 노출된 부분뿐만 아니라 연결된 부문까지 충격이 전파되었음을 의미함
 - 생산성의 변화가 가격 변화로 이어질 수 있기 때문에 생산성 충격의 다운스트림 효과가 더 크게 나타나는 경향이 있음
- 부문별 생산 구조에 따라 충격의 전파는 다양하게 나타날 수 있음
 - 한 부문의 일반적인 생산성 충격이 있을 때, 충격 이후 5년 동안 총 부가가치

중 해당 부문이 차지하는 부문의 양은 5% 낮아짐

- 정부지출 변화 충격의 경우는 총 부가가치에서 차지하는 비중 변화에 대해서는 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타남
- 코로나19가 촉발한 수요 부문의 충격은 영구적인 소비자 선호의 변화를 수반하기 때문에 과거의 다른 충격과 비교해 더 규모가 크고 지속적인 영향을 미칠 것으로 전망됨

다. 코로나19의 부문 간 전파

■ 코로나19의 부문 간 파급효과의 크기는 상당한 것으로 나타남

- 코로나19 충격은 공급자에서 최종 수요로 전파되는 다운스트림 효과가 크게 나타나고, 국외 파급효과는 제한적으로 작용함
- 대면의 정도가 높은 부문에서는 부문 내 효과가 중요하게 작용하고, 대면의 정도가 낮은 부문에선 파급효과가 상대적으로 작게 나타남
 - 대면의 정도가 낮은 부문에서 파급효과의 크기는 상대적으로 완만한 수준으로 나타남
 - 코로나19의 충격은 과거의 충격들과 비교해 주로 서비스 부문에 집중되어 있기 때문

■ 위기가 더 오래 지속해 파산하는 중소기업의 수가 더 많아질수록 코로나19의 충격은 더 넓게 퍼질 수 있음

- 음식점의 폐쇄는 농업 부문의 수요 감소로 이어지고, 이는 농기구 수요 감소로 이어져, 대면의 정도가 높은 부문의 타격이 다른 부문으로 계속 확산할 수 있음

4. 코로나19 충격 여파의 중기 전망

가. 중기 전망

■ 대부분의 경기 침체는 낮은 생산성 성장과 자본 축적 속도 저하로 인해 지속적인 여파를 갖게 됨

- 부정적인 생산성 충격이 한 부문에 집중되어 있다고 하더라도 다른 부문까지 파급효과를 미쳐, 경기가 전체적으로 부진하게 됨
 - 국가마다 산업 부문 구성이 다르기 때문에 코로나19가 경제에 미치는 중장기 영향은 다양하게 나타날 수 있음
- 각국 정부의 강력한 정책 대응으로 가계 소득과 기업의 현금 흐름을 보전했고, 금융 부문을 통해 충격의 전이와 확대를 방지함
- 경제 활동은 빠른 수준으로 회복되었고, 보건 위기가 종식되는 순간 억눌렸던 수요가 급증할 것으로 전망됨
 - 따라서 2020년의 극심했던 경제활동 수축은 중기적으로 심각하게 영향을 미치지 않을 것으로 전망됨
 - 다만, 코로나19의 여파는 중기적으로 다양한 요인에 의해 달라질 수 있음
 - 새로운 변이 바이러스가 백신 접종보다 빠르게 전파되는 경우나 백신 접종이 충분히 이뤄지기 전 봉쇄조치 등 경제 활동 제한의 규모에 따라 위기의 여파는 달라질 수 있음

나. 중기 경제 손실의 규모는 크지만, 글로벌 금융위기보다는 작을 전망

- 중기에 세계 경제에 미치는 영향은 코로나19가 글로벌 금융위기 당시보다 작을 것으로 전망됨
- 5년 후 세계 경제의 GDP는 코로나19 이전과 비교했을 때 약 3% 하락할 것으로 전망되는 반면, 글로벌 금융위기의 경우 같은 기간 동안 세계 경제의 GDP는 약 10% 하락함
 - 선진국의 경제 영향은 개도국과 비교해 매우 작게 나타날 것으로 전망되는데, 이는 강력한 정책대응 및 백신 접근이 더 용이하기 때문
 - 정책대응 여력에 제한이 있는 개도국은 코로나19 충격의 여파가 크게 나타날 전망

다. 충격의 여파는 경제 구조 및 정책 대응 규모에 따라 달라짐

- 중기 GDP 손실은 평균 소득수준, 경제 구조(위기 이전 관광업 의존도와 서비스 부문 비중), 정책 대응 규모 등에 영향을 받는 것으로 나타남
 - 관광업 의존도는 중기 영향에 가장 큰 영향을 미치는 요인으로, GDP에서 관광업이 차지하는 비중이 1 표준편차 증가할 때 2022년의 GDP는 2.5% 감소하는 것으로 나타남
 - 이후 관광업의 영향은 다소 축소되나, 2024년에도 관광업 비중 1 표준편차에 대한 GDP 감소는 2% 수준으로 여전히 높을 것으로 전망
 - 서비스 부문이 경제에서 차지하는 비중 또한 중기 영향에 큰 영향을 미쳐, 비중이 1 표준편차 증가할 때 2022년 GDP는 0.5% 감소하는 것으로 나타남
 - 다른 조건이 동일하다면, 정책 대응 규모가 클수록 GDP 감소폭은 작아짐

라. 높은 불확실성

- 순조로운 백신 접종 속도와 2020년 하반기의 예상보다 높은 경제 성장률로 인해 현재의 선진국 경제 전망은 2020년 10월 전망보다 개선됨
 - 반면 개도국의 전망은 2020년 10월 전망과 비슷한 수준을 유지함
 - 다만 앞으로의 전망은 백신 접종 상황, 변이 바이러스 발생, 경제 활동 재개 정도, 정책 대응 등에 따라 달라질 수 있음

4. 정책 제언

- 지난 경기 침체의 경험을 볼 때, 코로나19 충격의 여파를 최소화하기 위해 재정여력을 갖추는 것이 중요함
 - 백신 접종이 확대되고 경기 활동이 재개됨에 따라 각국은 코로나19 상황에 따라 단계별 정책대응을 해야 함
 - 공급 제약이 있는 상황에서 부문별 재정지원은 효과적일 수 있으나, 제약이 완화되면 공공투자 확대를 통한 공급과 수요의 확대가 중요함

- 재정여력이 있는 국가의 경우 영향을 받는 가구 및 기업에 대한 지원과 공공투자 확대를 동시에 지원하는 정책 패키지를 활용해야 함
 - 인적 자본 축적을 위해 지원하고 고용을 장려
 - 보건, 보육 및 교육 지원을 통해 장기적으로 개인 소득을 보전하고 생산성을 유지해야 함
 - 노동자 재교육과 디지털 교육을 통해 새로운 직업 기회를 확대해야 함
 - 사회안전망을 확대하고 실직자를 지원해 불평등의 확대를 방지해야 함
 - 생산성 강화를 위해 지원
 - 생존 불가능한 기업(nonviable firm)의 퇴출을 허용하고, 적극적 노동시장 정책 및 자원 재할당(reallocation)을 지원하는 정책(노동 이동성 개선 및 상품시장 경직성 개선을 위한 구조개혁 등)을 통해 자원의 지속적인 비효율적 배치를 개선해야 함
 - 경쟁·혁신·기술 채택을 촉진하는 정책을 통해 생산성을 향상시켜야 함
 - 민간 투자 촉진을 위한 노력
 - 인프라에 대한 공공투자 확대(특히 친환경 인프라)를 통해 민간투자를 촉진할 수 있음
 - 채무 조정 메커니즘 개선을 통해 생산자본을 재할당해야 함
- 대면의 정도가 높은 부문이 많고, 코로나19의 영향을 받은 부문이 많은 국가에서는 더 많은 자원 재할당이 필요함
 - 취약 부문에 있는 기업과 고용 보존을 위한 지원을 점진적으로 줄이며 자원 재할당을 위한 정책을 시행해야 함
 - 전자상거래로의 전환 가속화 및 경제의 디지털화와 관련한 성장 기회 지원 필요
 - 경제 양극화 방지를 위한 다자간 협력이 중요함

5. 결론

- 과거 경기 침체를 부문별로 분석한 결과 공급 및 수요 충격으로 인한 부문간 파급효과는 크고 지속적이었던 것으로 나타남
 - 특히 부문별 생산성 충격은 지속적으로 영향을 미치고, 큰 영향을 미친 부문에서 장기적인 침체가 나타남
 - 하지만 코로나19 위기는 과거의 경기 침체와 여러 면에서 다를 것으로 전망되고, 높은 불확실성이 있는 상황

- 코로나19 이후 중기의 생산 부문 손실은 크지만 손실의 정도는 지역에 따라 상당한 차이를 보일 전망
 - 코로나19 충격에서 회복하면서 평소보다 높은 성장률을 기록하지만 2024년 세계 GDP는 위기 이전 제시된 수치보다 3% 정도 감소할 것으로 전망
 - 각국 정부의 강력한 정책대응으로 인해 위기로 인한 GDP 감소는 글로벌 금융위기 당시보다 작을 것으로 전망
 - 하지만 개도국의 손실이 선진국보다 더 크게 나타날 것으로 전망됨

- 재정여력이 부족한 국가의 경우, 코로나19로부터 완벽히 회복할 때까지 효과적인 정책 지원을 보장하면 지속적인 손실을 줄일 수 있음
 - 재정 활용이 제한되어있기 때문에, 가장 큰 영향을 받는 부문에 대한 지원을 목표로 재정 대응을 해야 함
 - 인적자본축적 지원, 일자리 창출 지원, 근로자 재배치 촉진 정책 등은 장기적인 GDP 손실과 불평등 증가 해결에 도움이 될 수 있음
 - 다자간 협력을 통해 백신의 적절한 생산과 시의적이고 보편적인 보급을 보장하는 것이 개도국이 코로나19로 인한 여파 최소화에 중요함

Ⅲ. 노동시장의 불황과 회복 : 코로나19 충격과 정책 대응

※ 본 장의 주요 결과

- 가. 코로나19 대유행은 인구학적 특성에 따라 상이한 영향을 미치며 기존의 고용추세 변화를 가속화하고 있음
- 나. 대유행으로 인한 경기불황은 실업자, 특히 저숙련 노동자들에게 상당한 피해를 줄 수 있음
- 다. 고용 유지 및 노동력 재할당 정책은 코로나19 위기가 노동자들에게 미치는 영향을 완화할 수 있음

1. 서론

■ (배경) 코로나19 위기는 막대한 경제적 혼란 및 실직자를 야기함 ([그림 III-1, 2] 참고)

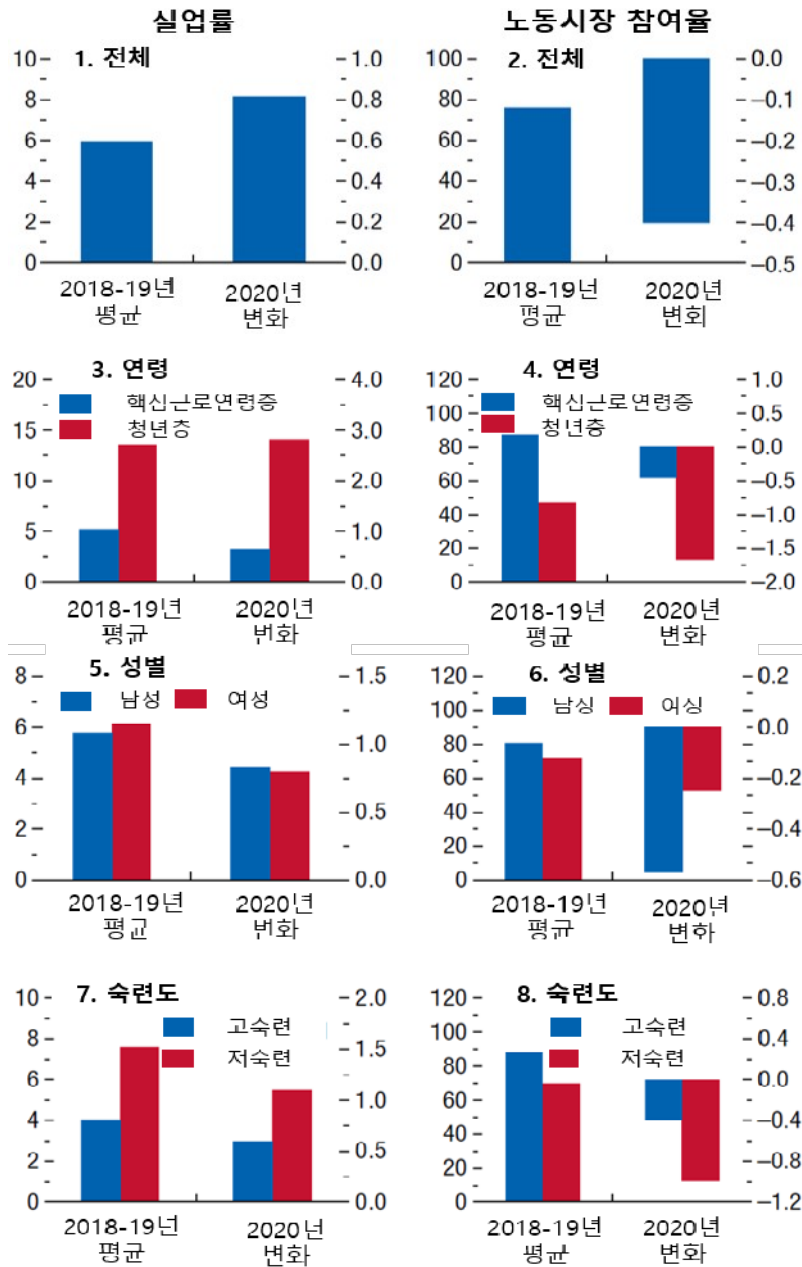
- 전례 없는 지원 정책에도 불구하고 선진국과 신흥국, 개발도상국의 평균 실업률이 증가하였고 노동시장 참여율은 감소하였음
 - 신흥국 및 개발도상국 여성의 평균 실업률은 남성보다 다소 높고 노동시장 참여율은 매우 낮으나, 선진국의 경우 두 그룹 간 평균 실업률의 차이는 거의 없음
- 대유행으로 노동시장 내 불평등이 급속하게 심화되었으며, 특히 청년 및 저숙련 노동자에 대한 피해가 심각함
 - 코로나19 확산으로 인한 부문 및 직종별 타격은 상이하며, 취약 부문 노동력을 가능한 빠르게 재할당하여 노동시장에 미치는 충격을 줄일 수 있음

■ (목적) 충격의 잠재적 파급효과를 이해하기 위해, 이번 장은 실업, 노동시장 이동과정 (labor market transitions), 인구학적 특성에 따른 소득 변화를 연구

- ※ 특히 고용 유지와 노동력 재할당을 위한 정책이 어떻게 코로나19 대유행으로 인한 충격을 완화할 수 있을지를 중점적으로 연구

[그림 III-1] 선진국 노동시장

(단위: %p)

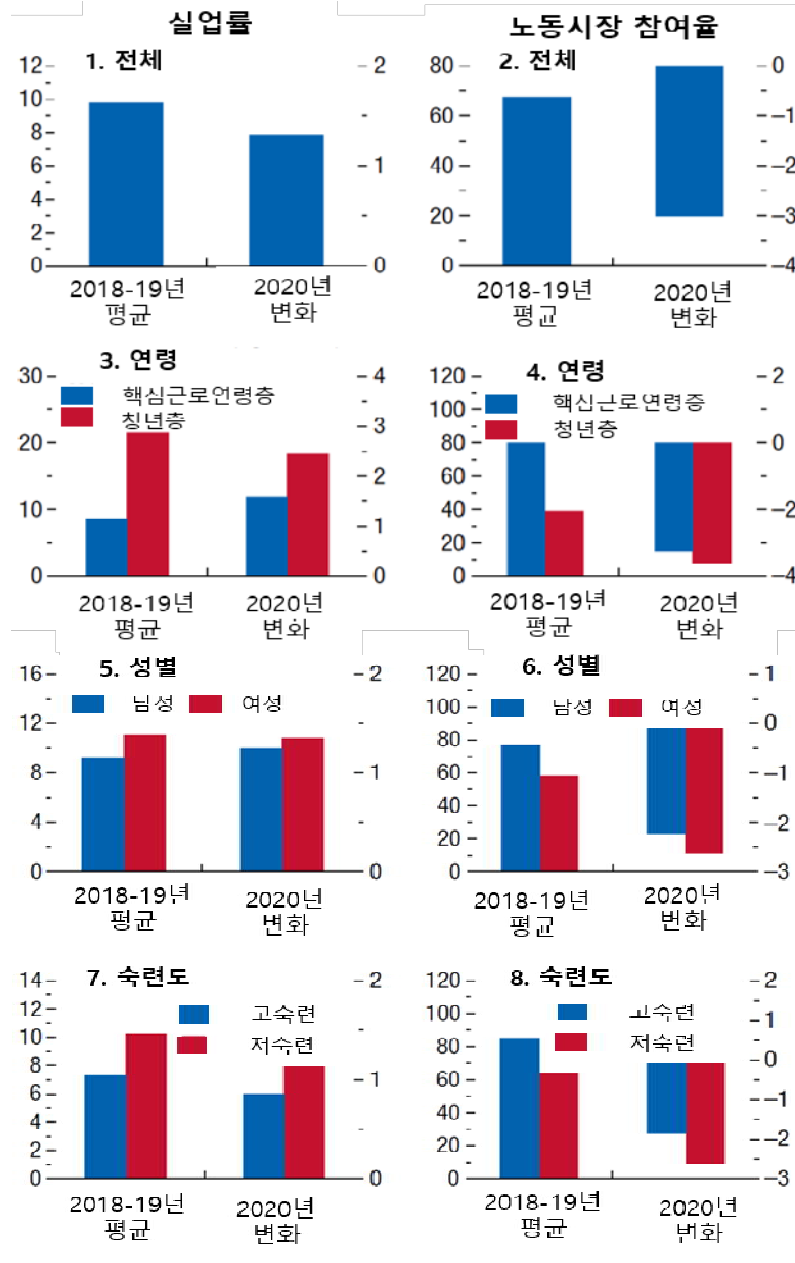


주: 변화 = 국가 전체에 걸친 평균 변화; 고숙련=고등교육 이상을 이수한 노동자; 저숙련=중등교육 과정 이하를 이수한 노동자; 핵심근로연령층=25세에서 54세 사이의 노동자; 청년층=15세에서 24세 사이의 노동자

출처: IMF, World Economic Outlook April 2021, Figure 3.1&3.2.

[그림 III-2] 개발도상국 노동시장

(단위: %p)



주: 변화 = 국가 전체에 걸친 평균 변화; 고숙련=고등교육 이상을 이수한 노동자; 저숙련=중등교육 과정 이하를 이수한 노동자; 핵심근로연령층=25세에서 54세 사이의 노동자; 청년층=15세에서 24세 사이의 노동자

출처: IMF, World Economic Outlook April 2021, Figure 3.1.&3.2.

○ 코로나19로 인한 불확실성은 경제 구조에 따라 상이할 수 있기에, 새롭게 개발된 노동시장 모델을 사용하여 아래와 같은 질문에 대답하고자 함

- ① 바이러스 발(發) 경기침체가 노동시장에 미치는 영향은 무엇이며, 과거의 경기침체와는 어떻게 비교할 수 있는가?
- ② 부문별 일자리 유입·유출은 경기 불황과 회복으로부터 어떤 영향을 받아왔는가? 불황은 자동화(automation)를 촉진하는가?
- ③ 이직으로 인한 이익 혹은 손실이 인구학적 특성에 따라 어떻게 다른가?
- ④ 고용 유지 정책과 노동력 재할당 정책은 얼마나 효율적이며, 부문 및 직종별 비대칭적 충격(asymmetric shocks)으로 인한 부작용(adverse effect)에 얼마나 적절히 대응하는가? 충격의 지속성(persistence)은 중요한가?

2. 코로나19로 인한 비대칭적 충격

※ 바이러스는 접촉집약적인 부문에 상당한 영향을 미치기 때문에, 충격은 부문 전반에 걸쳐 매우 비대칭적으로 나타남

■ (부문별 영향) 선진국에서 코로나19로 가장 많은 영향을 받은 부문은 도소매업, 교통, 식품, 숙박, 예술 및 오락 부문으로 나타남

○ 코로나19 이전에는, 경기 불황으로 인한 대부분의 피해가 대체로 제조업과 건설업에 국한되는 경향이 있었음

■ (비대칭적 영향) 코로나19가 노동시장에 미치는 영향은 인구학적 특성에 따라 비대칭적으로 나타남

○ 청년층, 여성, 저숙련 노동자가 많은 부문일수록 다른 부문에 비해 실적이 저조할 (underperformed) 가능성이 높음

○ 즉, 인구학적 특성으로 상이하게 나타나는 부문별 영향이 해당 부문의 전체적인 결과로 이어질 수 있음

■ (자동화에 취약한 부문) 자동화로 기존 노동자들이 일자리를 잃기 쉬운 부

문에서는 고용률이 점점 더 감소하고 있음([그림 III-3] 참고)

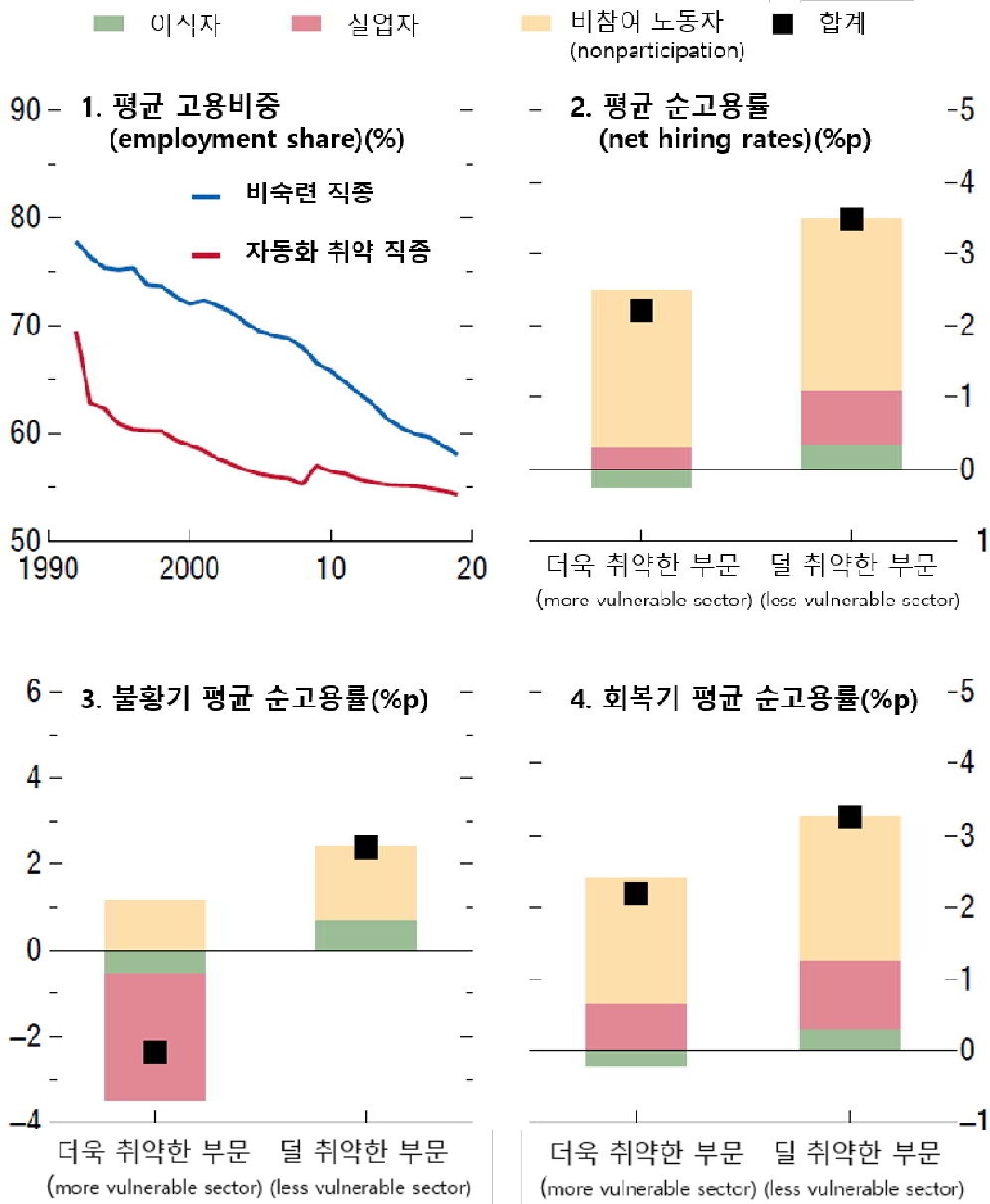
- 자동화 전환추세는 이번 위기로 가속화되었으며, 그 결과 자동화에 취약한 업종은 더욱 위축되고, 저숙련 노동자 그룹의 고용 전망은 더욱 어두워짐
- 일부는 자동화에 덜 취약한 부문으로 이직하기도 하지만, 고용 상태인 노동자들의 이직률보다는 비고용 상태인 실업자 혹은 비참여(nonparticipation) 노동자들의 취업률이 더욱 높음
 - 즉, 이직보다는 실직을 통한 부문별 이동 가능성이 높으며, 이는 많은 실업자를 양산하여 막대한 사회적 비용을 발생시킴

3. 노동시장의 이동과정(transitions), 불평등, 그리고 불황

- (경기애 따른 취업률 및 실업률) 취업률은 경기호황기보다 불황기에 낮고, 실업률은 불황기에 높음([그림 III-4] 참고)
 - 평균적으로, 청년층의 취업률은 핵심근로연령층²⁾의 취업률보다 높음
 - 남성보다는 여성의 취업률이 낮고, 숙련도가 높은 계층보다는 낮은 계층의 취업률이 낮음
- (경기 침체기의 취업률 및 실업률) 그러나 경기 침체기에는 청년층의 취업률이 매우 낮아지며, 실업률은 핵심근로연령층보다도 높음
 - 경기 침체기에 여성들의 취업률은 남성들보다 낮고 실업률은 남성들보다 높음
 - 저숙련 노동자의 취업률은 고숙련 노동자들에 비해 높으나, 일자리를 잃을 확률 또한 높음

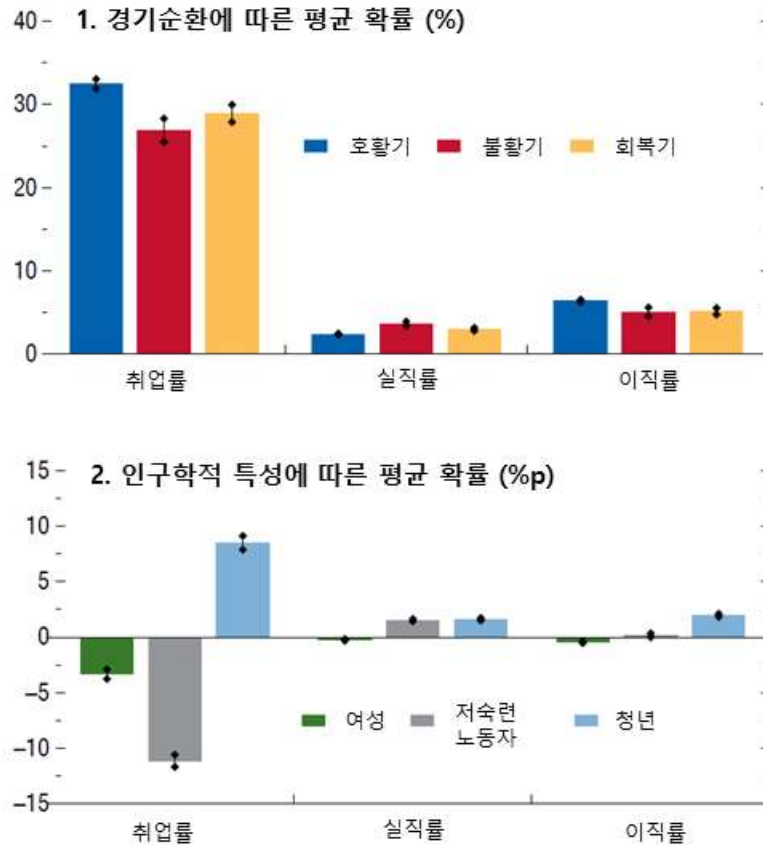
2) 25~54세의 노동자

[그림 III-3] 자동화에 대한 취약성과 기술 숙련도, 경기순환에 따른 직종별 고용



주. 근로자의 절반 이상이 반복적이고 규칙적인 작업에 종사하는 경우 자동화 취약 직종으로 분류되며, 저숙련 노동자에 대한 부문별 비중이 경제 전체 평균보다 크면 저숙련 직종으로 분류됨. 순고용률은 고용창출률에서 고용감소율을 뺀 값과 동일함. 자세한 내용은 온라인 부록 3.1. 참고
출처: IMF, World Economic Outlook April 2021, Figure 3.6.

[그림 III-4] 경기순환과 인구학적 특성에 따른
노동시장 이동(labor market transition)



주: 취업률은 전년도 실업자가 현년도에 고용된 경우를, 실직률은 전년도에 고용되었으나 현년도에 실직상태인 경우를, 이직률은 전·현년에 취업했으나 이직한 경우를 계산함. 검은 선(whiskers)은 95% 신뢰구간을 나타냄. 자세한 내용은 온라인 부록 3.1. 참고
출처: IMF, World Economic Outlook April 2021, Figure 3.7.

■ (일정기간 실업 후 이직) 패널조사에 따르면, 노동자의 이직과 수익변화는 현재의 상태를 유지하려는 경향이 있음

- 2년 이상 고용 상태인 근로자들의 이직률이 10%인 반면, 1년의 실업기간 후 재취업한 근로자의 이직률은 5배 이상 높음
 - 즉, 장기 실업과 같은 상황이 아니라면, 근로자들은 일반적으로 현재의 직업을 고수하려는 선호가 있다고 볼 수 있음
- 근로 중 이직한 사람들의 소득은 평균 2% 늘었으며, 실업 상태에서 새로운 일자리를 찾은 사람들의 소득은 평균 15% 줄어든 것으로 나타남

- 이는 실업자들이 예전보다 덜 만족스러운 직업을 선택할 수 밖에 없었다고 해석할 수 있음
- 경기 변동은 이직률과 수익변화에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 보임
- 그러나 코로나19 위기와 같은 불황기의 경우, 실업률 증가와 실업 후 높은 이직 가능성은 향후 더 높은 이직률과 수익 감소로 이어질 수 있음
- (인구학적 특성에 따른 특이점) 인구학적 특성에 따른 이직률과 수익변화에는 몇 가지 주목할 만한 점이 있음
 - (여성) 직장인 여성들은 실업 기간 이후 직업을 바꿀 가능성이 남성들보다 적으며, 직업을 바꾸는 경우 소득 변화(증가 혹은 감소)가 남성들보다 큰 경향이 있음
 - (청년) 다른 연령대보다도 이직률이 높은 청년층은 이직하는 경우 소득이 크게 증가하는 경향이 있음
 - (저숙련 노동자) 저숙련 노동자들의 소득이 이직 후 감소하는 징후(signs)는 있지만, 이직률과 수익변화에서 통계적으로 유의한 차이는 없음
- (경기에 따른 차이) 인구학적 특성에 따른 이직률과 소득변화는 경기 불황기와 호황기에 큰 차이가 없음
 - 다만, 불황기 일자리를 잃은 저숙련 노동자들이 실업 이후 이직할 확률이 증가할 수 있어, 삼중고(triple whammy)³⁾에 직면할 가능성이 높음

4. 코로나19 위기 대응 정책: 고용 유지와 노동력 재할당 정책

- (고용 유지 및 노동력 재할당 정책) 바이러스 확산이 지속되며, 고용 유지 및 노동력 재할당 정책에 대한 고안과 실행 시기에 대한 논의가 활발해 짐
- 가. 두 가지 정책의 효율성 측정

3) 재취업에 성공하더라도 더 낮은 임금을 받을 가능성

- (정책의 효율성 측정) 개인 수준의 노동시장 이동(individual-level labor market transitions)을 분석하여 고용 유지 및 노동력 재할당 정책의 효율성을 살펴보고자 함
 - (모델) 선형확률모델(linear probability model)을 사용하며, 모델에는 고정효과(fixed effect)와 거시경제 변수(예: 산출량 격차), 그리고 노동시장 정책에서 실업자 1인당 평균소득 비율로 계산되는 지출 변수가 포함됨
 - 그러나 노동시장 정책과 관련된 누락변수(omitted variables)가 우려되므로, 결과는 인과관계가 아닌 상관관계로 볼 필요가 있음
 - (결과) 통계적으로 유의한 결과만 볼 때, 고용 유지 정책은 평균적으로 실직 확률을 낮추는 반면, 노동력 재할당 정책은 취업률과 이직률을 높이는 것으로 나타남
 - 고용 유지 정책은 고숙련 노동자에 비해 저숙련 노동자들의 실업률을 낮추는 경향이 있음
 - 노동력 재할당 정책은 핵심노동인구(prime-age workers), 청년층, 여성의 취업률을 높이는 것으로 나타남

나. 두 가지 정책의 역할 연구

- 앞서 언급된 실증분석을 통해, 두 가지 정책이 코로나19로 노동시장이 받는 충격 완화에 효과적인 도구가 될 수 있음을 확인함
 - 코로나19에 대응하는 두 정책의 역할을 연구하고자, 새롭게 고안된 탐색 및 매칭 모델(search-and-matching model)을 제시 및 사용함
 - 바이러스로 인한 충격은 미국에서 관찰된 실업률의 초기 증가를 연구하기 위해 설정되었으며 4분기 동안 지속한다고 가정
- (세 가지 정책 시나리오) 고용 유지 정책과 노동력 재할당 정책의 효과성을 아래의 세 가지 시나리오로 나누어 분석하고자 함
 - ① (고용 유지 정책의 단독 이행) 정부는 이전지출(transfer payments)을 통해 기업에게 임금 지원

- ② (노동력 재할당 정책의 단독 이행) 기업에 보조금을 제공하여 기업의 구인비용(vacancy cost)을 줄이고 일자리 창출을 도모
 - ③ (패키지 정책) 고용 유지를 먼저 지원한 후에 노동력 재할당을 지원하여 두 가지 정책을 함께 사용하는 전략 실시
- (두 가지 충격 비교) 봉쇄정책으로 인한 충격의 지속성이 경제에 어떤 영향을 미치는지 알아보기 위해서는 일시적 충격과 하이브리드 충격으로 나누어 비교 필요
- 경제가 봉쇄정책으로 충격을 받으면, 기업과 근로자의 생산량과 수익성이 감소하여 일부 직종의 일자리가 사라지며, 이는 장기적인 실업난으로 이어질 수 있음
 - 따라서 충격은 ① 충격 후 생산성이 초기 수준으로 되돌아가는 일시적 충격 사례와 ② 영구적인 하이브리드 충격(hybrid shock) 사례로 나눌 수 있음
- (세 가지 시나리오 비교) 고용 유지 정책과 노동력 재할당 정책을 실업률, 정부 적자, 충격의 지속성, 소득 분배의 네 가지 측면에서 비교하고자 함
- ① (실업률) 고용 유지 정책으로는 실업률이 약 4.5%p, 노동력 재할당 정책으로는 약 0.25%p 낮아짐
 - 그러나 경기가 회복되는 경우, 노동력 재할당 정책이 실업률 감소에 더욱 유리함
 - 즉, 봉쇄 기간에는 고용 유지 정책을 실시하고 봉쇄 조치가 해제된 후에는 노동력 재할당 정책을 펼치는 전략이 효과적일 수 있음
 - ② (정부 적자) 고용 유지 정책은 실업률 증가를 억제하여 실업급여 지출을 감소시키므로, 정부 적자가 빠르게 늘어나지 않도록 함
 - 노동력 재할당 정책은 새로운 일자리 창출 비용을 발생시키고 실업률 감소에도 크게 효과적이지 못하므로 정부 적자를 더욱 증가시킬 수 있음
 - 패키지 정책은 봉쇄조치가 해제된 후 노동력 재할당 정책을 실시하여 관련 지출을 발생시키므로 변동성이 큰 적자를 발생시킬 수 있음
 - 그러나 장기적으로는 노동력 재할당으로 인한 실업률 개선이 실업급여에 대한 지출을 줄이므로 정부 적자 감소에 도움이 될 수 있음

- ③ (충격의 지속성) 정책의 효과성은 충격의 지속성에 따라 달라질 수 있음
 - 봉쇄 조치가 초기에 해제되는 경우, 고용 유지 정책의 효과성은 일시적 충격과 하이브리드 충격에서 큰 차이가 없음
 - 노동력 재할당 정책은 하이브리드 충격으로 인한 실업률 감소에 적절함
 - 직관적으로, 노동력 재할당 정책은 충격이 영구적일수록 더욱 효과적임
- ④ (소득 분배) 정책적 대응은 다음과 같은 소득 재분배 효과가 있음
 - 고용 유지 정책은 일자리를 보존하고 근로자가 실업 상태에 빠지는 것을 막기 때문에 단기적으로 불평등을 줄이는 데 가장 강력하나 많은 비용을 초래함
 - 고용 유지 정책을 실시하여 단기적인 충격을 완화한 후, 충격의 장기화를 막기 위해 노동력 재할당 정책을 실시하는 패키지 정책은 일자리를 창출하고 부문 별 이동을 장려함
 - 따라서 소득 분배 측면에서 중기적으로 더 나은 결과를 가져다 줌
- (연구 결과) 코로나19로 인한 일시적·영구적 충격을 동시에 대응할 수 있는 패키지 정책이 가장 효과적일 것으로 예상됨
 - 바이러스의 확산이 절정에 이르는 경우와 봉쇄조치가 시행되는 경우, 고용 유지 정책을 실시하여 실업률 상승을 억제할 수 있음
 - 회복기에는 노동력 재할당 정책을 실시하여, 일자리를 창출하고 노동자들의 부문별 이동을 지원할 수 있음
 - 그러나 전염병으로 인한 충격은 매우 불확실하여 단계적인 정책 이행은 복잡하고 어려울 수 있음
 - 따라서 정책 고안 시, 일시적 충격의 지속 기간 및 강도, 재정 여력, GDP에 대한 여파, 고용 역학(employment dynamics)에 대한 주의 깊은 고려가 필요

5. 결론

- 전 세계 노동시장은 전례 없는 정책적 지원에도 불구하고 코로나19 대유행으로 인한 심각한 타격을 받고 있음

- 본 장은 불황 속 노동시장이 받는 영향과 고용 유지 및 노동력 재할당 정책의 효과성에 대해 조명함
- (충격의 불균형한 여파) 지동화 취약 부문은 고용률 감소 추세가 코로나19로 더욱 가속화되고 있다는 징후(signs)들이 나타남
- 전 세계적으로 청년층과 저숙련 노동자들이 가장 큰 어려움을 겪고 있으며, 신흥국 및 개발도상국에서는 남성보다 여성의 실업률이 평균적으로 더 많이 증가함
- 부문별 노동력 재할당은 이직자들보다는 실업자들 사이에서 더욱 활발하게 이루어지지만, 실업을 통한 이직은 비용이 많이 들며 소득이 감소하는 경향이 있음
- 코로나19로 인한 불평등하고 심각한 여파는 경제가 회복되더라도 회복이 어려울 수 있음
- (정책 효과) 모델 기반 분석에 따르면, 고용 유지 정책과 노동력 재할당 정책은 코로나19로 인한 충격 완화에 강력한 도구가 될 수 있음
- 고용 유지 정책은 충격이 지속되는 동안 실업률 증가를 억제하고, 충격에 취약한 저숙련 노동자들을 일시적으로 보호하는 데 효과적임
- 경기가 정상궤도로 돌아온 후에는 노동력 재할당 정책을 실시하여 일자리를 창출하고 노동력을 이동시켜 노동시장 조정(adjustment)을 유연하게 할 수 있음
- 따라서 두 가지 정책을 함께 사용하는 전략은 하나의 정책을 단독으로 사용하는 전략보다도 효과적일 수 있음
 - 고용 유지 정책은 궁극적으로 유지 가능한 일자리 보존에, 충격 이후 재분배 정책은 실업자들의 빠른 재취업에 기여할 수 있음
- (효과성 제고 방안) 고용 유지 및 노동력 재할당 정책을 고안할 때, 두 정책의 상호작용(interaction)과 국가별 특성을 고려하는 것은 정책의 효과성을 높이는 데 도움이 될 수 있음
- 예를 들어 임금 보조금 및 단기 근로 제도(short-term work scheme)의 경우, 국가별 특성에 맞는 맞춤형 고안은 제도의 효과성을 제고할 수 있음

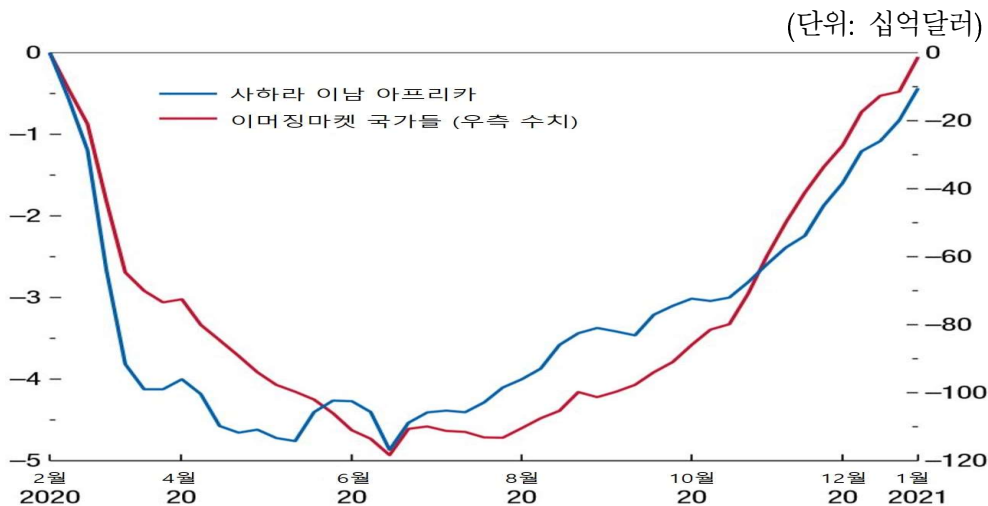
- 직업훈련 프로그램 또한 국가의 노동시장 상황에 맞게 얼마나 구체적으로 세부 프로그램을 구성하느냐에 따라 성공 여부가 달려있음
- (잠재적 기회) 마지막으로, 코로나19 전염병 대응은 경제의 복원력을 강화하고 성장 전망을 높이는 기회가 될 수 있음
- 노동력 제한당 정책은 더 많은 녹색 일자리를 창출하여 기후 변화 과제를 해결할 수 있음
- 교육 제도 개선을 통해, 노동자들이 코로나19 이후 변화된 노동시장에서 새롭게 요구되는 기술을 성공적으로 습득하도록 도울 수 있음

IV. 코로나19 회복기 통화정책의 스피로버(spillover)⁴⁾

1. 회복기 이머징마켓의 통화정책

- (배경) 2020년 2월부터 코로나19 팬데믹으로 인해 글로벌 금융시장에서 위험회피(risk aversion) 기조가 확대되면서, 이머징마켓과 개발도상국으로부터 자본이 유출되기 시작함([그림 IV-1] 참고)

[그림 IV-1] 누적 포트폴리오 흐름



주: 사하라 사막 이남 아프리카의 누적 EPFR 기금 흐름은 코트디부아르, 가나, 케냐, 나미비아, 나이지리아, 르완다, 남아프리카공화국, 잠비아의 기금으로 구성됨.

출처: Bloomberg Finance L.P. and EPFR Global; IMF, *World Economic Outlook April 2021*, Figure 4.1.

- 이머징마켓 국가들이 선진국의 중앙은행들을 따라 강력한 경기역행적(counter-cyclical) 통화정책을 추진한 결과, 해당 국가들의 국가부도 리스크 프리미엄(sovereign default risk premiums)⁵⁾은 줄어들음
 - 이머징마켓 국가들은 정책금리를 인하하고, 신용대출시장(credit markets)⁶⁾을 지원하기 위해 자산매입 프로그램(APP, Asset Purchase Programs)을 시행함

- 코로나19 백신 개발 이후 세계 경제 전망은 개선되었지만, 선진국에 비해

4) 한 국가에서 취한 정책의 영향이 다른 영역이나 지역으로 퍼져나가는 현상을 의미하며, 해당 보고서에서는 이머징마켓에 대한 선진국 통화정책의 파급효과를 다루고 있음.
 5) 채권(debt instrument)의 이자율과 무위험률(risk-free rate)의 차이로, 채무불이행 가능성에 대해 투자자에게 보상하기 위해 국가부도 리스크 프리미엄이 존재함.
 6) 기업 및 정부가 투자자에게 정크본드, 투자등급채권(investment-grade bond) 및 단기기업어음 등의 형태로 부채를 제공하는 시장.

이머징마켓과 개발도상국의 경제 회복에는 시간이 걸릴 것으로 예상됨

○ 백신 접근성이 높은 선진국에 비해 이머징마켓과 개발도상국은 경제 회복에 더 오랜 시간이 소요되며, 팬데믹 기간 동안 급증한 공공부채로 인해 회복기에 재정정책을 시행하는 데 어려움을 겪을 수 있음⁷⁾

○ 결국, 이머징마켓의 제한된 재정정책 운용으로 인해 통화정책의 역할이 더욱 중요해짐

■ 변동환율(flexible exchange)에도 불구하고 선진국의 통화정책에 강한 영향을 받는 글로벌 금융사이클을 고려할 때, 이머징마켓의 통화정책은 자율성이 거의 없다는 견해가 존재⁸⁾하지만, 해당 우려를 완화시키는 주장들이 등장함

○ 첫째, 변동환율은 불안전하지만 현재까지의 글로벌 금융사이클을 고려할 때 자본흐름에 미치는 영향이 그리 크지 않음⁹⁾

○ 둘째, 충분한 통화조정(monetary accommodation) 기조를 유지하겠다는 선진국들의 발표는 글로벌 재정상황에서의 조기긴축(early tightening) 가능성을 줄임¹⁰⁾

○ 셋째, 코로나19 팬데믹 기간 동안 이머징마켓의 완화된 통화정책은 해당 국가들이 자국 상황에 맞게 정책을 설정하는 데 자율성을 발휘함을 시사함

■ 이 장에서는 글로벌 경제 회복기 동안 이머징마켓 국가들이 직면한 통화정책의 대해 다음과 같은 질문을 다루게 됨

○ 선진국 통화정책의 불확실성이 이머징마켓의 재정상황에 어떤 영향을 미치는가?

○ 선진국들의 경제 뉴스가 이머징마켓의 재정상황에 어떤 영향을 미치는가?

○ 이머징마켓은 팬데믹 상황에서 어떤 방식으로 완화적 통화정책을 시행하는가?

2. 선진국 통화정책의 불확실성에 의한 스피로버

7) Végh & Vuletin (2012).

8) Rey (2015).

9) Obstfeld, Ostry, & Qureshi (2019); Cerutti, Claessens & Rose (2019).

10) 이 장에 제시된 이머징마켓의 재정상황에 대한 주요척도에는 현지 통화로 표기된 국채수익률, 달러로 표기된 국채 스프레드, 달러 대비 명목환율, 투자자금 유입 등이 포함됨.

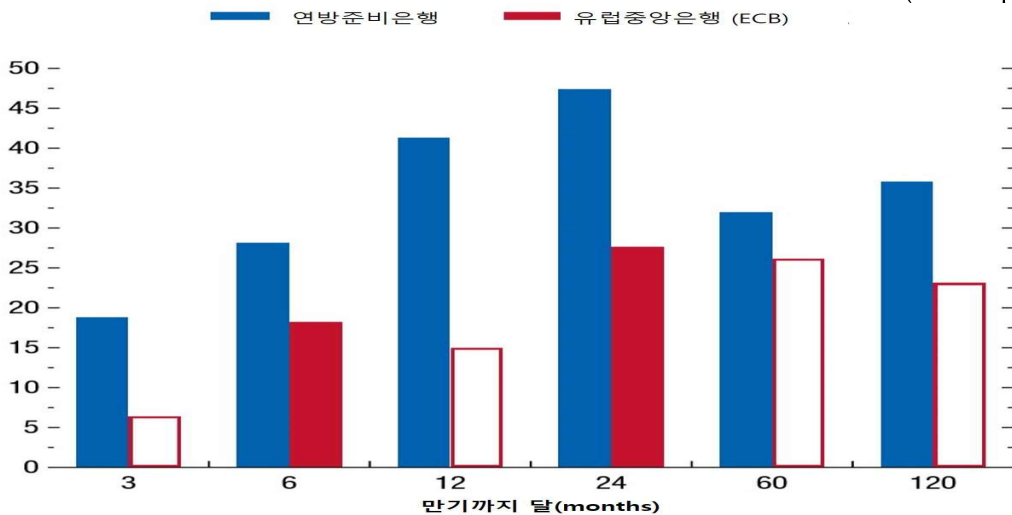
■ 미국의 통화정책은 만기시점에 이머징마켓의 국채수익률에 강하게 영향을 미침([그림 IV-2] 참고)

○ 미국 연방준비은행의 갑작스런 100bp(basis points) 긴축으로 인해 이머징마켓에서의 2년 국채수익률이 47bp 증가함¹¹⁾

○ 반면, 유로지역의 통화정책은 이머징마켓에 미치는 영향이 작으며, 중간만기시점 또는 유로지역과 경제적으로 밀접한 이머징마켓에서만 통계적으로 유의미함¹²⁾

[그림 IV-2] 통화정책 서프라이즈에 대한 신흥시장국의 국채수익률 변화

(단위: bp)



주: 해당 차트는 미국 또는 유로지역의 100bp 갑작 긴축에 대응한 이머징마켓의 국내 통화 국채 수익률 곡선의 이틀간의 변화를 보여줌. 실선 막대그래프는 국채의 만기까지의 기간에 따른 수익률 변화를 보여주는 반면, 투명 막대그래프는 수익률 변화 값이 통계적으로 유의하지 않음을 의미.

출처: IMF, *World Economic Outlook April 2021*, Figure 4.6.

■ 미국의 통화정책 서프라이즈는 환율과 이머징마켓으로의 자본흐름에 상당한 영향을 미침([그림 IV-3] 참고)

○ 미국의 통화정책이 100bp 긴축될 때마다, 달러 대비 이머징마켓의 통화환율은 즉시 1%p 하락함과 동시에 연간 GDP의 7bp의 포트폴리오 자본유출이 발생함

○ 그러나 미국의 통화정책은 이머징마켓의 주가나 기준 이머징마켓채권 가산금리

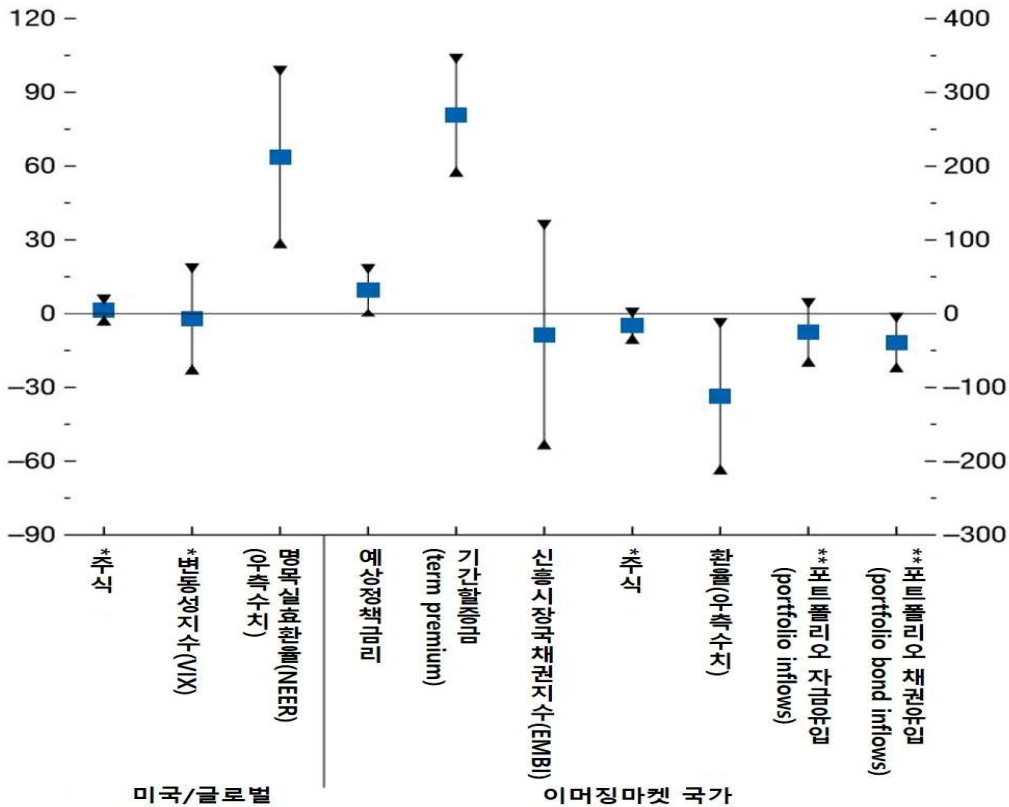
11) 이는 Bowman, Londono & Sapriza (2015); Curcuro 외 (2018); Albagli 외 (2019); Caballero&Kamber (2019); Hoek, Kamin,&Yoldas (2020)의 추정치와 일치함.

12) 유로지역과 밀접한 무역관계를 가진 이머징마켓은 다른 국가보다 3개월, 6개월, 10년 수익률에 강하게 반응하며, 이는 중유럽 및 동유럽 경제의 재정상황이 ECB 통화정책의 영향을 더 많이 받고 있음을 시사함.

스프레드(EMBI Spread, Emerging Market Bond Index Spread)¹³⁾에 대해 체계적인 영향은 미치지 않는 것으로 나타남

[그림 IV-3] 미국의 통화정책 서프라이즈가 각 변수에 미치는 영향

(Basis points; * = percentage points; ** = basis points of annual GDP)



주: 사각형은 미국의 100bp 감작 긴축에 대한 각 변수의 반응을 보여주며, 삼각형은 90% 신뢰구간을 나타냄. 미국에 대한 명목실효환율(NEER)의 증가나 이머징마켓 국가에 대한 미국 대비 명목환율의 증가는 절상(appreciation) 조짐을 보여줌
출처: IMF, *World Economic Outlook April 2021*, Figure 4.7.

■ 미국의 통화정책은 인지되는 파산가능성을 증가시킴으로서 이머징마켓 자산의 객관적 위험성을 변화시키거나, 투자자들의 위험회피성(risk aversion) 대응에 영향을 미칠 수 있음¹⁴⁾

○ 소버린 리스크(sovren risk)¹⁵⁾가 더 높게 인지되는 국가들이 더 강한 스피오버를 경험하며, 이는 미국의 통화정책에서 기인한 “위험 인식”을 통해 이머징마켓으로

13) JP모건이 이머징마켓 투자 기준으로 사용하기 위해 만든 이머징마켓채권펀드 투자수익률 지수이며, EMBI 스프레드는 EMBI와 안전자산이라고 할 수 있는 선진국채권인덱스 간의 금리차를 의미함.

14) Chen, Griffoli, & Sahay (2014); IMF (2014); Bowman, Londono, & Sapriz (2015); Ahmed, Coulibaly, & Zlate (2017); Kalemli-Özcan (2019).

15) 정부나 공공기관이 국제금융시장에서 돈을 빌리거나 지급보증을 할 때 발생하는 채무상환에 관한 리스크로서 재정상황이 좋지 않거나 해외차입 의존도가 높은 국가들이 소버린 리스크에 노출됨.

전달됨을 의미함

- 선진국의 통화정책 변화는 리스크에 대한 인식은 물론, 이머징마켓의 재정상황(financial conditions)에도 영향을 미침

■ 하지만 이머징마켓 국가들의 전반적인 재정상황이 미국의 통화정책 변화에 강하게 반응하는 반면, 이들 국가의 통화정책은 크게 영향을 받지 않음

- 이머징마켓 국가들이 금리조정에 완전한 자율성을 가질 경우, 향후 금리는 국내 수익률(domestic yields) 상승을 상쇄하기 위해 하락할 것으로 예상할 수 있음
- 하지만 이머징마켓 국가들의 향후 금리는 실제 약간 상승할 것으로 예상되며, 이는 해당 국가들이 금리조정에 있어 부분적 자율성만을 가진다는 점을 시사함

3. 선진국의 경제 뉴스에 의한 스피로버

■ 미국 경제에 대한 희소식은 장기적인 미국 금리를 상승시킴([그림 IV-4])

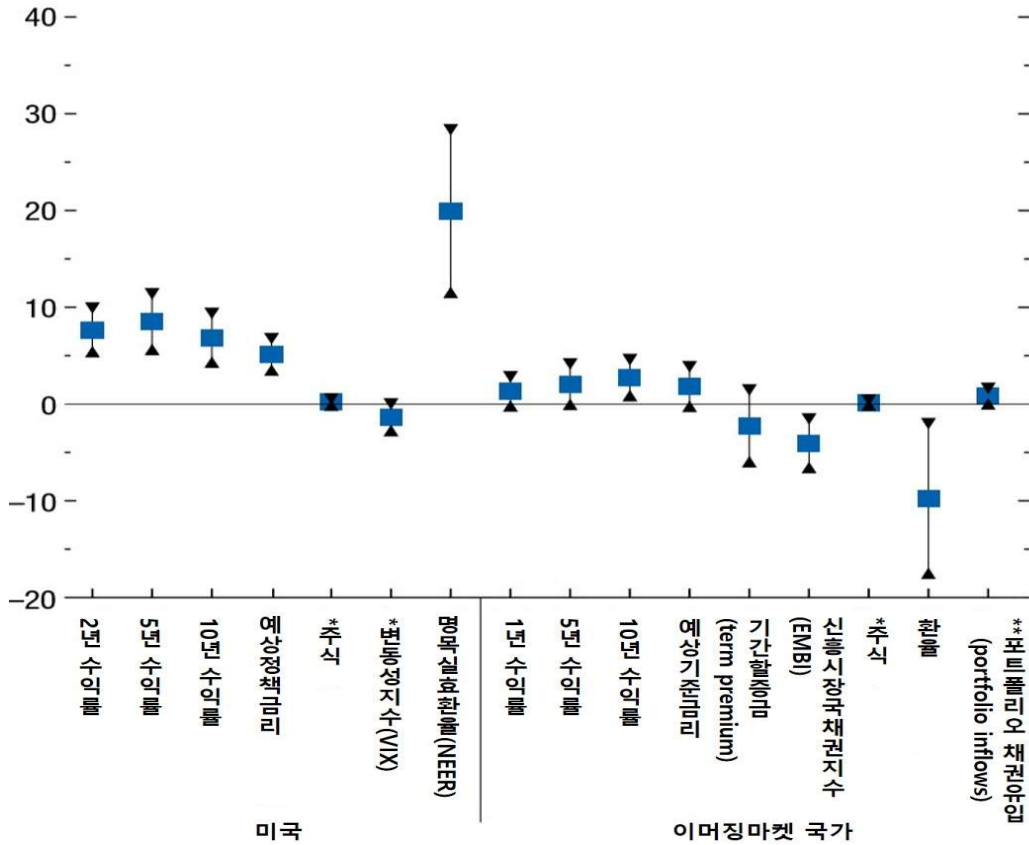
- 미국 경제의 희소식은 변동성지수(volatility index)¹⁶⁾로 측정되는 글로벌 불확실성을 낮추고, 이는 달러의 명목실효¹⁷⁾절상(nominal effective appreciation)으로 이어짐
- 반면, 금리상승에 대한 기대가 기업의 긍정적 전망에 대한 주가에 미치는 영향을 상쇄하므로, 결국 주가는 큰 영향을 받지 않음¹⁸⁾

16) 주가지수 옵션가격에 내재된 변동성을 나타낸 지수로, 투자자들이 예상하는 주가 변동가능성을 나타냄.

17) 명목실효환율은 변동환율제에서 통화의 환율변화에 대해 주요 교역국의 교역량 등으로 가중평균한 환율.

18) Gürkaynak, Kisacikoğlu, & Wright (2020).

[그림 IV-4] 미국 경제에 대한 긍정적 뉴스의 효과
(Basis points; * = percentage points; ** = basis points of annual GDP)



주: 사각형은 미국의 비농업 고용지수에서의 두 표준편차의 효과와 추정치를, 삼각형은 90% 신뢰구간을 나타냄. 예상금리평균은 미국은 10년 만기, 이머징마켓은 5년 만기로 계산되며, 미국의 명목실효환율(NEER) 증가나 미국에 대한 이머징마켓들의 명목환율 증가는 사실상 절상(appreciation)을 의미함.

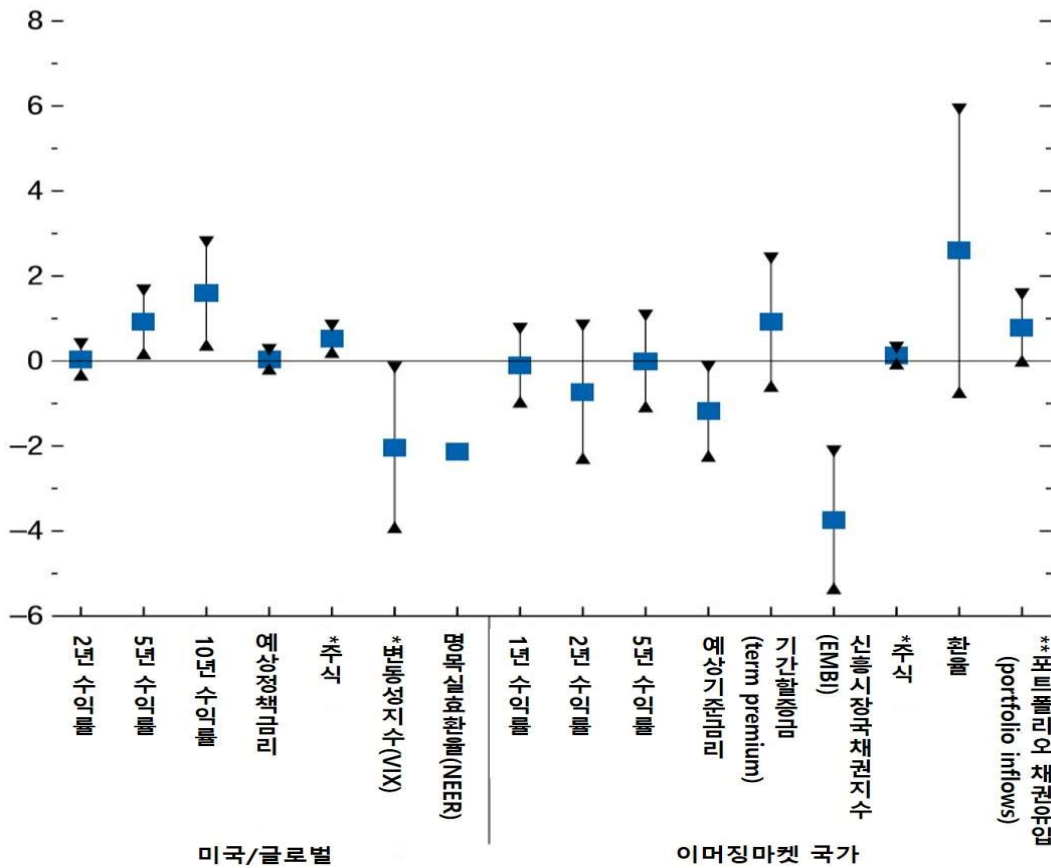
출처: IMF, *World Economic Outlook April 2021*, Figure 4.12.

- 코로나19 백신에 대한 긍정적 뉴스는 미국의 금리 상승에 부분적으로 유의한 영향을 미침([그림 IV-5])
 - 백신에 대한 긍정적 뉴스로 인한 미국의 장기수익률 상승에 대한 전망은 존재하지만, 실제로 2년 수익률은 크게 반응하지 않음
 - 이는 완전한 회복 전까지는 확장적 통화정책을 유지하겠다는 연방준비은행의 명시적 입장을 반영함
- 코로나19 백신에 대한 긍정적 뉴스는 이머징마켓 국가들의 채권수익률에는 큰 영향을 미치지 않지만, 주식시장 상승에는 유의한 영향을 미침

- 평균적으로 이머징마켓 국가들의 채권수익률은 백신 관련 긍정적 뉴스에는 반응하지 않지만, 이머징마켓 국가의 주식시장은 평균적으로 상승함
 - 변동성지수 하락과 동시에 이머징마켓채권 가산금리 спре드(EMBI Spread)는 축소된 반면, 자본은 이머징마켓 국가들로 유입되기 시작함
- 백신에 대한 뉴스가 해당 국가들의 재정상황에 미치는 유의한 영향은 미국금리에 대한 장기적인 기대 및 백신 수급에 대한 전망에 의해 주도될 수 있음

[그림 IV-5] 코로나19 백신에 대한 긍정적 뉴스의 효과

(Basis points; * = percentage points; ** = basis points of annual GDP)



주: 사각형은 백신 뉴스의 효과에 대한 추정치를, 삼각형은 90% 신뢰구간을 나타냄. 예상금리평균은 미국은 10년, 이머징마켓은 5년 만기로 계산되며, 미국 명목실효환율(NEER)의 증가와 미국에 대한 이머징마켓의 명목환율 증가는 절상을 의미함. 명목실효환율은 신뢰구간밴드가 넓어 차트에 표시되지 않음.

출처: IMF, World Economic Outlook April 2021, Figure 4.13.

- 선진국의 통화정책이 저소득 국가(low-income countries)의 재정상황에 미치는 영향은 이머징마켓에 미치는 영향보다 작지만, 저소득 국가의 상품 가격에 미치는 영향은 여전히 중요함

- 백신 관련 긍정적 뉴스로 5개 저소득 국가(가나, 케냐, 나이지리아, 우간다, 베트남)의 평균 10년 국채수익률이 올랐으며, 긍정적인 ECB의 통화정책으로 3개 저소득 국가(나이지리아, 르완다, 잠비아)의 평균 6개월 국채수익률이 상승함
 - 저소득 국가의 통화는 연방준비은행의 긴축 서프라이즈(surprise tightening)에 대해 100bp마다 달러 대비 평균 약 1.2% 하락함
- 저소득 국가는 신흥시장보다 선진국 통화정책의 영향을 덜 받지만, 통화에 미치는 영향으로 보아 상품 수출업자에게는 상당한 영향을 미칠 수 있음

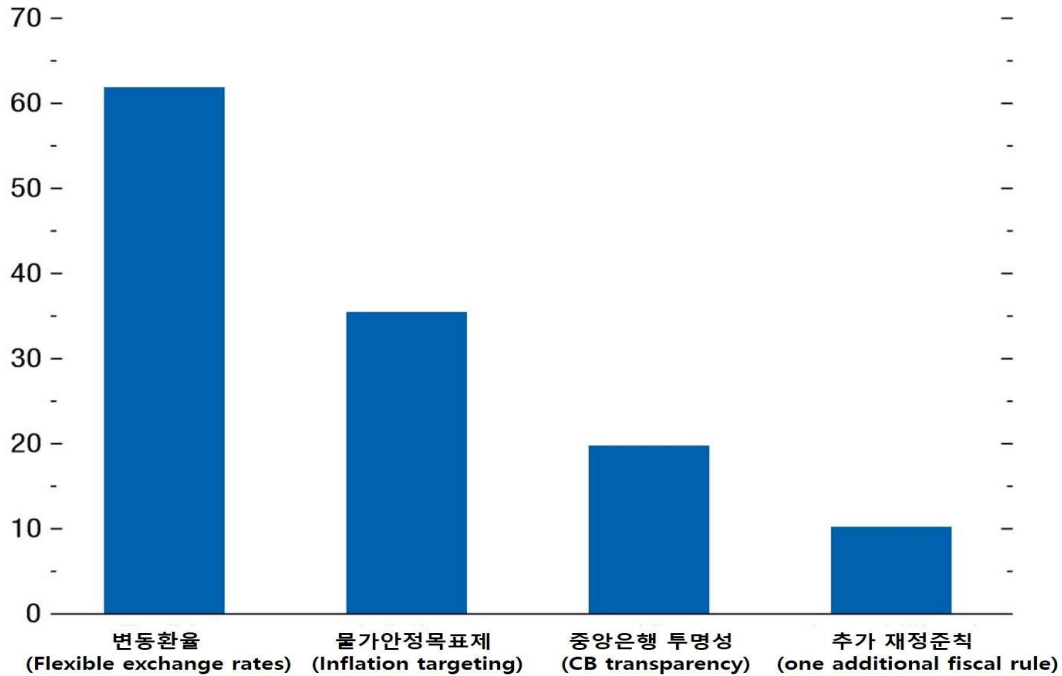
4. 이머징마켓의 통화정책 반응의 결정요인

가. 자산 매입 프로그램(APPs, Asset Purchase Programs)

- 팬데믹 이후 이머징마켓과 개발도상국들은 통화정책수단으로 자산매입 프로그램(APP)을 시행하고 있으며, 정책 프레임워크, 재정상태, 스펀오버에 대한 노출정도, 기타 정책도구 등의 시행 결정요인이 존재함
- 정책 프레임워크 (Policy frameworks): 전반적으로 자산매입 프로그램 발표 여부는 국가의 통화 및 재정정책 프레임워크에 크게 의존적임
 - 유동적이고 자유롭게 변동환율제를 사용하는 국가들은 다른 환율제도를 사용하는 국가들보다 자산매입 프로그램을 시행할 가능성이 더 높음(그림 IV-6)
 - 이는 재정적으로 개방경제(open economy)가 환율목표(exchange rate target)를 가지고 있을 때, 통화공급을 확대할 여지가 거의 없음을 나타냄
 - 수치적인 물가목표(inflation target)가 있으면 자산매입 프로그램을 시행할 확률이 35%p 증가하는 반면, 중앙은행의 투명성지수(transparency index)에서 단일표준편차(one-standard-deviation)가 커지면 해당 확률은 19%p 증가함

[그림 IV-6] 코로나19 기간의 APP 시행 결정요인: 정책 프레임워크

(단위: 확률의 변화, %p)



주: 변동환율과 물가안정목표제는 각각 유동적인 환율제도와 중앙은행의 물가목표제를 의미하며, CB 투명성은 투명성지수에서 단일표준편차가 커지는 효과를 나타냄.

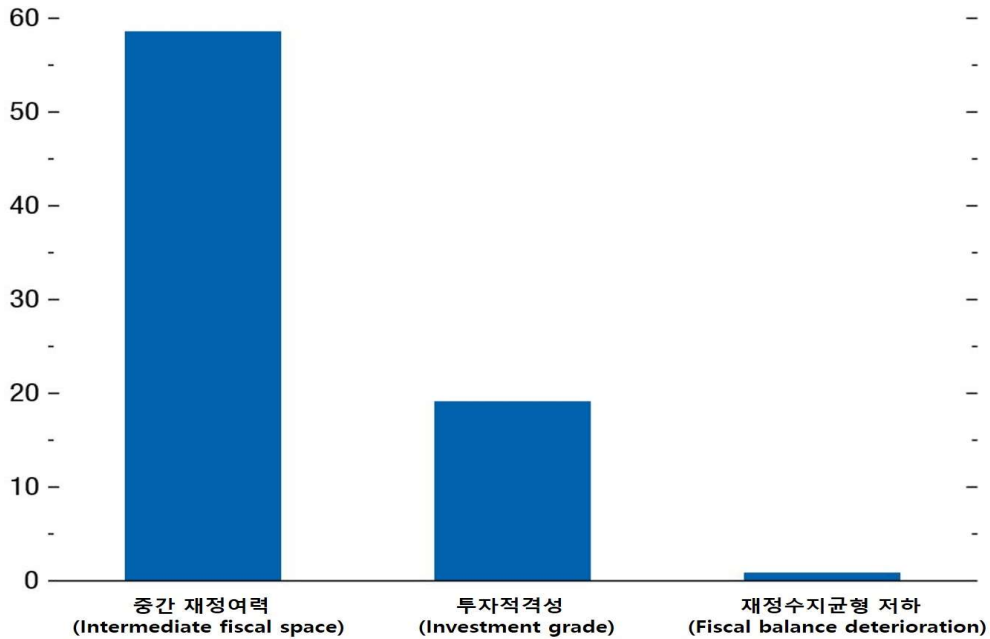
출처: Dinçer, Eichengreen, and Geraats 2019; IMF 2020; and IMF staff calculations.; IMF, *World Economic Outlook April 2021*, Figure 4.14.

- 재정상태 (Fiscal position): 국가신용등급(sov​er​eign credit rating)이 높은 국가들이 자산매입 프로그램을 발표할 가능성이 더 높으며, 투자적격등급(investment grade rating) 및 정부의 재정여력(fiscal space)도 중요한 요인으로 작용함([그림 IV-7])
 - 상당한 수준의 재정여력을 가진 국가들은 자산매입 프로그램(APP)을 시행하지 않을 가능성이 있으며, 재정여력이 없는 국가들도 APP 시행이 부채의 화폐화¹⁹⁾로 시장에서 부정적으로 해석될 수 있으므로 이를 시행하지 않을 수 있음

19) 재정당국이 발행한 적자국채를 중앙은행이 매입해주는 정책

[그림 IV-7] 코로나19 기간의 APP 시행 결정요인: 재정 상태

(단위: 확률의 변화, %p)



주: 재정수지균형 저하(Fiscal balance deterioration)는 2019년 GDP 대비 2020년 1월 WEO와 2020년 4월 WEO 사이에서 예상되는 재정수지균형의 변화를 의미함.

출처: Standard & Poor's and IMF staff calculations.

IMF, *World Economic Outlook April 2021*, Figure 4.15.

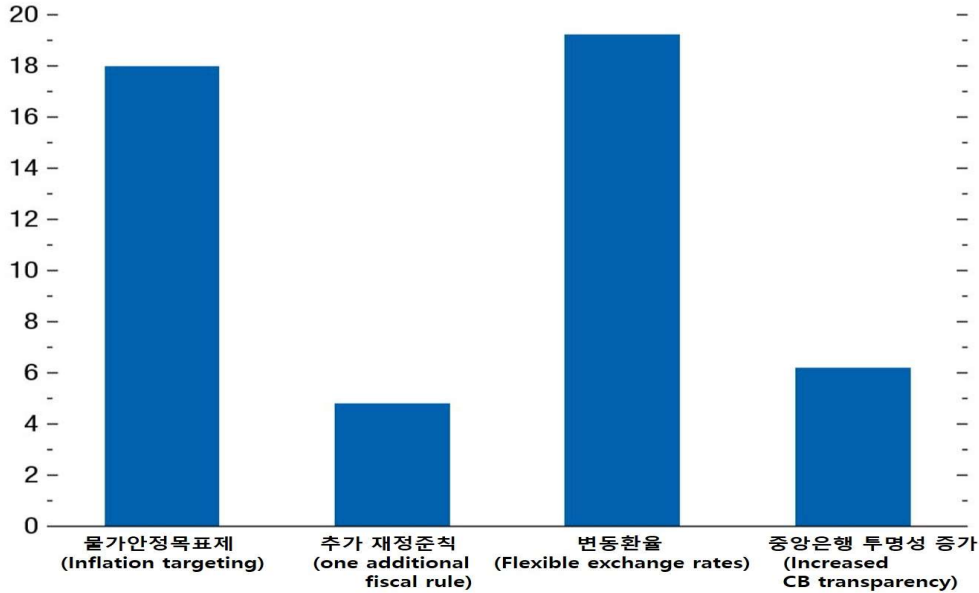
- 스펠오버에 대한 노출 (Exposure to financial spillovers): 스펠오버에 대한 노출도는 미국 연방준비은행의 결정에 따른 파급효과에 대한 국가별 취약성지수 (vulnerability index), 금융개방도(financial openness), 외환보유 적정성(foreign reserves adequacy) 등을 통해 측정됨
 - 하지만 이는 자산매입 프로그램 시행 관련 예측을 하는데 중요한 요인은 아님
- 다른 정책도구들: 자산매입 프로그램은 기존의 금리인하(interest cuts)와 외환개입 (foreign exchange intervention)을 포함하는 더 큰 정책도구의 일부임
 - 정책금리인하가 클수록 자산매입 프로그램이 발표될 확률이 10%p 증가하고, 외환개입을 통해 해당 확률을 18%p 높일 수 있음.
 - 이머징마켓과 개발도상국은 정책금리인하, 자산매입 프로그램, 외환개입을 보완적으로 사용하며, 국내 무위험이자율(risk-free rate)을 낮추고 국내 채권시장 및 외환시장의 혼란을 해결하는 등 다양한 정책을 시행할 수 있음

나. 정책 금리 인하(Policy Rate Cuts)

- 이머징마켓의 정책금리는 선진국의 갑작스러운 정책금리 변화에 미미한 영향을 받으며, 정책 프레임워크, 재정상태, 재정적 스펠오버에 대한 노출정도, 국내 경제상황 등의 정책금리 결정요인이 존재함
- 정책 프레임워크 (Policy frameworks): 자산매입 프로그램 시행을 결정하는 정책 프레임워크의 특성은 정책금리인하의 규모를 설명할 수 있음(그림 IV-8))
 - 변동환율과 중앙은행 물가안정목표제(inflation targeting)를 시행하는 국가들은 정책금리를 약 20% 더 인하함
 - 중앙은행의 투명성 지수의 단일표준편차가 커지면 정책금리는 6% 인하되고, 추가적인 재정준칙(fiscal rule)을 사용하면 5% 더 내려갈 수 있음
- 재정상태 (Fiscal position): 국제등급(sovrenign debt rating), 재정여력 지표, 재정수지의 변화는 금리인하의 중요한 예측변수가 아님
- 스펠오버에 대한 노출 (Exposure to financial spillovers): 금융개방도와 준비금 적정비율(reserve adequacy ratio)은 기존의 통화정책금리 인하의 중요한 동인이 아님
 - 이는 외부통화(external monetary) 및 재정상황(financial condition)이 국내 통화정책금리의 중요한 결정요인이 아님을 시사함
- 국내 경제상황(Domestic economic conditions): 금리인하는 팬데믹 이전 물가상승률이 낮고 국내외 수요충격이 더 큰 곳에서 비례적으로 커짐(그림 IV-9))
 - 정책금리인하는 2020년 9월 1일까지 코로나19 감염사례가 더 많은 국가에서 더 크게 나타남

[그림 IV-8] 코로나19 기간의 금리인하의 결정요인: 정책 프레임워크

(단위: 변화, %p)

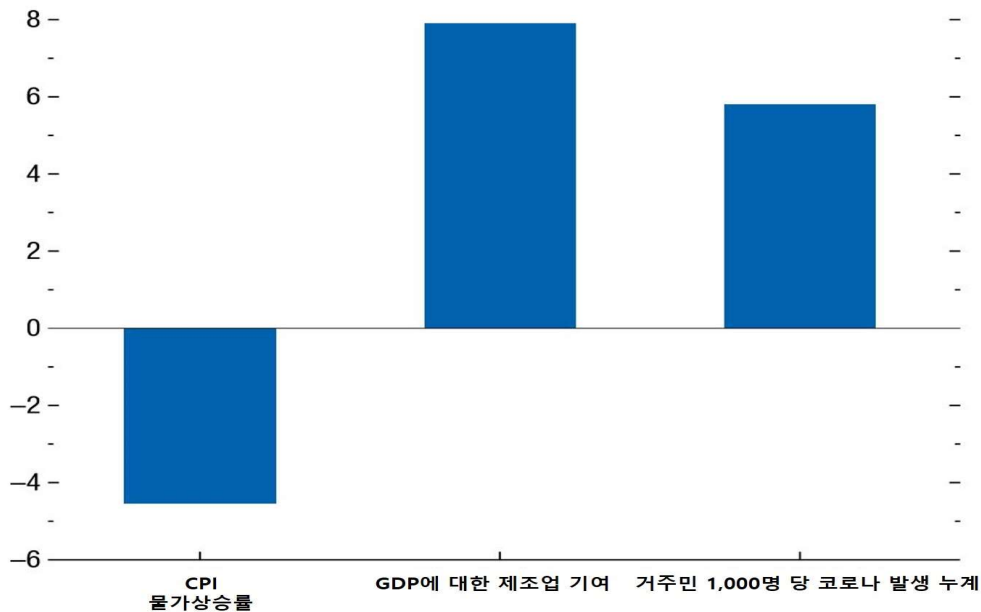


주: 변동환율과 물가안정목표제는 각각 유동적인 환율제도와 중앙은행의 물가목표제 시행을 의미하며, CB 투명성은 투명성 지수에서 단일표준편차 증가의 효과를 나타냄.

출처: Dinger, Eichengreen, and Geraats 2019; IMF 2020; and IMF staff calculations. IMF, *World Economic Outlook April 2021*, Figure 4.15.

[그림 IV-9] 코로나19 기간의 금리인하의 결정요인: 국내 경제상황

(단위: 변화, %p)



주: GDP에 대한 제조업 기여도 및 인구 1,000명 당 감염사례는 지표에서 단일표준편차 증가의 영향을 나타냄. CPI=소비자물가지수.

출처: Johns Hopkins University; IMF, *World Economic Outlook*; and World Bank, *World Development Indicators*; IMF, *World Economic Outlook April 2021*, Figure 4.18.

5. 결론

- 미국의 통화정책 변화는 이머징마켓 국가들의 국내 국채수익률, 환율, 자본 흐름 등 재정상황에 상당한 영향을 미침
 - 미국의 갑작스런 통화정책의 변화는 만기시점에 이머징마켓의 국내 국채수익률에 강한 영향을 미침
 - 연방준비은행의 깜짝 긴축은 이머징마켓의 2년 국채수익률을 상승시킴
 - 미국의 긴축 통화정책은 달러 대비 이머징마켓의 통화환율을 하락시키고, 자본 유출을 발생시킬 수 있음
 - 미국의 통화정책에서 기인한 리스크 인식은 이머징마켓의 재정상황에 영향을 미치며, 소버린 리스크에 많이 노출된 국가일수록 더 강하게 영향을 받음
- 미국의 경제상황과 백신에 대한 긍정적 뉴스는 이머징마켓의 재정상황에 긍정적인 영향을 미침
 - 미국 경제에 대한 희소식은 장기적인 미국금리를 상승시키며, 백신에 대한 희소식은 미국의 금리상승에 부분적으로 유의한 영향을 미침
 - 선진국 경제에 대한 희소식으로 인해 이머징마켓채권에 대한 변동성지수 및 리스크 프리미엄이 하락하는 반면, 자본은 이머징마켓으로 유입되는 경향이 있음
 - 또한, 선진국 경제에 대한 긍정적 전망은 국제투자자의 위험회피성을 감소시키며, 이는 무역의 측면에서 이머징마켓에 대한 성장 전망으로 이어질 수 있음
- 팬데믹 발생 이후 이머징마켓과 개발도상국들은 자산매입 프로그램(APP)을 시행하였으며, 시행에 있어 여러 가지 결정요인이 존재함
 - 변동환율제를 시행하거나, 혹은 물가목표수치(numerical inflation target)가 있거나 중앙은행 투명성지수의 단일표준편차가 큰 경우 자산매입 프로그램을 시행할 가능성이 높음
 - 국가신용등급이 높은 국가들이 자산매입 프로그램을 시행할 가능성이 높은 반

- 면, 정부의 재정여력에 따라 프로그램을 시행하지 않을 가능성도 존재함
- 이머징마켓은 자산매입 프로그램뿐만 아니라 정책금리인하, 외환개입 등 다양한 정책을 보완적으로 시행할 수 있음
 - 이머징마켓의 정책금리 변화는 선진국의 금리변화에 미미한 영향을 받으며, 정책금리인하 시행에 있어 여러 가지 결정요인이 존재함
 - 변동환율제(flexible exchange rate)와 물가안정목표제(inflation targeting)를 시행하는 국가들은 정책금리를 더 인하하는 경향이 있음
 - 국채등급, 재정여력, 재정수지의 변화 등은 금리인하의 주요 예측변수가 아니며, 외부통화 및 재정상황 또한 이머징마켓의 통화정책금리의 주요 결정요인이 아님
 - 팬데믹 이전의 물가상승률이 낮고, 국내외 수요충격이 더 큰 국가들과 감염사례가 더 많은 국가들에게서 정책금리인하 규모가 더 크게 나타남