

# IMF

## World Economic Outlook

### April 2023

2023. 5.



kipf

kipf 한국조세재정연구원  
재정지출분석센터

본 보고서는 2023년 4월 IMF에서 발표한  
“World Economic Outlook April 2023”의 주요 내용을 요약함.  
보다 자세한 내용은 원문 보고서를 참고하기 바람.

## 연구진

오종현	재정지출분석 센터장
김진아	선임연구원
박신아	선임연구원
장준희	선임연구원
변주하	위촉연구원

# Contents

I	세계 경제전망과 정책	1
	1. 험난한 회복 과정	1
	2. 도전적인 전망	9
	3. 압도적으로 우세한 하방위험	19
	4. 정책 우선순위	23
II	자연이자율: 동인과 정책적 함의	29
	1. 서론	29
	2. 실질이자율의 장기 추세	31
	3. 자연이자율 측정	33
	4. 자연이자율 동인	38
	5. 자연이자율 전망	42
	6. 정책적 함의	44
	7. 결론	46

III	— 치솟는 공공부채 대처 방안	48
	1. 서론 .....	48
	2. GDP 대비 부채비율의 거시경제적 동인 .....	52
	3. 채무재조정과 그 효과 .....	61
	4. 채무재조정 사례연구 .....	68
	5. 결론 및 정책 시사점 .....	72
IV	— 지경학적 분절화와 외국인직접투자	75
	1. 서론 .....	75
	2. 외국인직접투자(FDI) 분절화의 초기 징후 .....	80
	3. FDI 재배치에 취약한 투자유치국 .....	84
	4. 투자유치국에 대한 FDI 파급효과 .....	87
	5. FDI 분절화에 대한 비용 산정 .....	89
	6. 정책 시사점 .....	93

## I 세계 경제전망과 정책

### 1. 험난한 회복 과정

- 세계경제는 지난 3년 간 팬데믹과 러시아의 우크라이나 침공 등으로 누적된 영향이 예상하지 못한 방식으로 나타나면서 매우 불확실한 상황에 처해있음
  - 억눌린 수요의 폭발, 지속적인 공급망 혼란, 원자재가격 급등으로 지난해 많은 국가들의 물가상승률이 수십 년 만에 최고치를 기록
  - 이에 중앙은행들은 물가상승률을 목표치로 되돌리기 위해 공격적인 긴축 통화정책을 운용
- 감독 및 규제 공백, 은행 위험의 구체화와 함께 물가상승률을 낮추기 위한 급격한 금리 인상과 예상된 경기 둔화는 일부 금융시스템의 불안을 조장
  - 은행의 강력한 유동성과 자본포지션이 긴축적인 통화정책의 영향을 흡수할 것이라 예상했으나, 과거 상당히 낮았던 명목금리에 과도하게 의존했던 일부 금융기관들은 빠른 금리 인상 속도에 대처할 수 없다는 것이 증명되었음
  - 2023년 3월 중순 미국의 2개의 지역 은행 파산과 크레딧스위스의 유동성 위기로 금융시장의 불안이 확산되었으며, 은행의 예금주와 투자자들이 금융시장 상황에 민감하게 반응
  - 긴축적인 금융상황 지속될 경우 대출 및 활동 감소를 수반할 가능성이 높음
- 최근의 금융사태 이전 2023년 초에는 세계 경제가 작년의 부정적인 충격으로부터 안정화되는 징후를 보였음
  - 러시아의 우크라이나 침공은 심각한 원자재가격 충격과 무역 혼란을 야기했고, 전염성이 강한 코로나19 변종 출현 및 확산으로 중국의 강력한 봉쇄조치가 세계경제활동에 악영향을 미침
  - 그럼에도 불구하고 2022년 하반기에 많은 국가들의 경제활동은 기대 이상으로 나타남
    - 선진국(특히 미국)의 노동시장의 경우 역사적으로 실업률이 매우 낮은 상태를 유지하고 있음

- 그럼에도 경기심리는 러시아의 우크라이나 침공과 2022년 2분기 코로나19 재확산 이전인 2022년 초 대비 여전히 침체되어 있음

○ **최근 금융시장의 변동성 확대와 엇갈린 경제 지표 방향성으로 세계 경제전망은 짙은 안개 속에 있음**

- 불확실성이 크고, 금융불안이 해소되지 않는 한 하방위험은 더욱 강화
- 2022년에 세계 경제에 영향을 미쳤던 요인들은 2023년에도 지속될 가능성
  - 물가상승을 완화하기 위한 중앙은행의 긴축 통화정책 기조, 높은 부채수준 하에서 충격을 흡수하기 위한 제한적인 재정여력, 원자재가격 급등, 러시아-우크라이나 전쟁과 세계 경제의 분열, 중국의 경제활동 재개 등의 영향이 계속 될 것으로 예상
- 그러나 현재 금융불안이라는 새로운 요인이 기존의 요인들을 압도하거나 기존들과 상호작용하고 있으며, 이로 인해 경제(특히 선진국)의 경착륙이 크게 우려되는 상황
- 정책 당국은 금융안정성을 유지하면서 물가상승률을 감소시키고 경제성장을 유지해야하는 어려운 상황에 직면해 있음

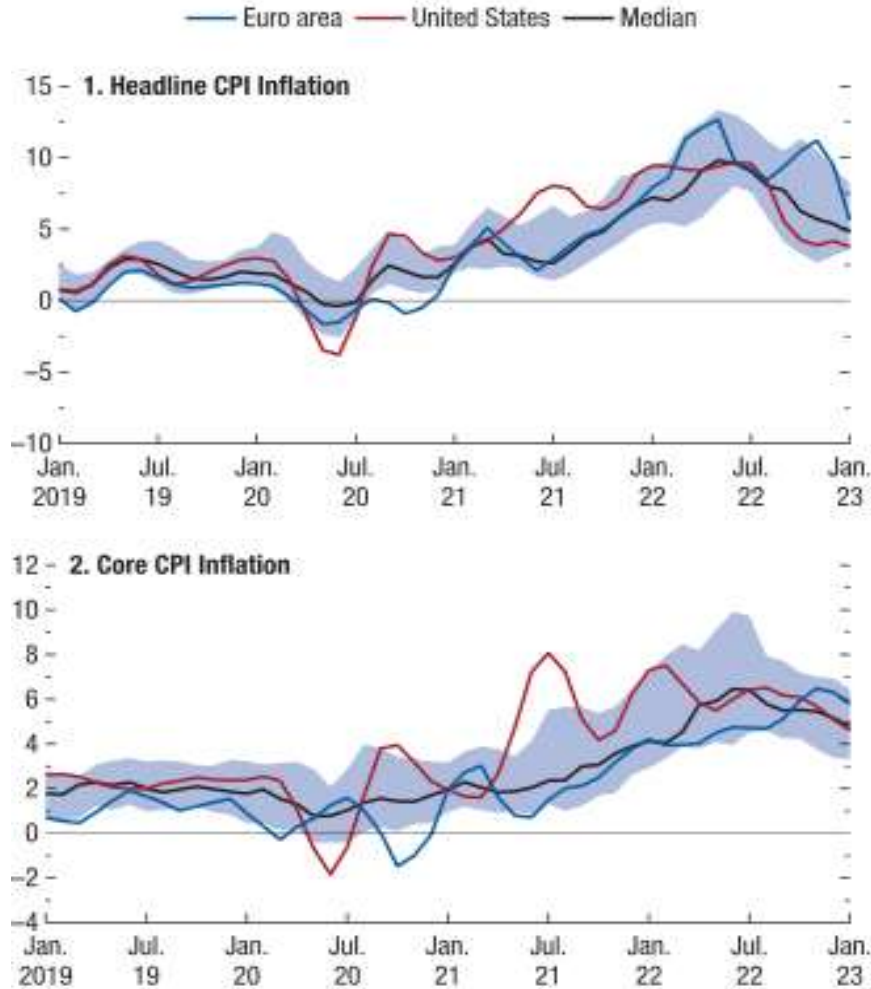
**가. 물가상승률은 급격한 금리 인상으로 감소하고 있으나 금융부문 불안으로 여전히 높은 상태 유지**

○ **세계 헤드라인 물가상승률은 2022년 중반 이후 감소하고 있음([그림 1-1])**

- 미국, 유로지역 및 라틴아메리카 등의 연료 및 에너지가격 하락이 물가상승률 하락에 기여
- 수요 억제 및 근원 물가상승률을 감소시키기 위해 전 세계 많은 중앙은행들은 금융위기 이전 보다 더 빠르고 동기화된 방법으로 금리를 인상시키고 있음([그림 1-2])
- 많은 국가에서 긴축적인 통화정책으로 신규 주택 건설 둔화가 관찰되기 시작
- 2022년 중반 이후 대부분의 주요 경제에서 변동성이 큰 식품 및 에너지가격을 제외한 근원 물가상승률도 감소하고 있으나, 헤드라인 물가상승률보다는 느리게 감소하고 있음

[그림 1-1] 물가상승률 하락 전환 또는 정점 지속?

(단위: %, 3개월 이동평균, 계절조정 연율)

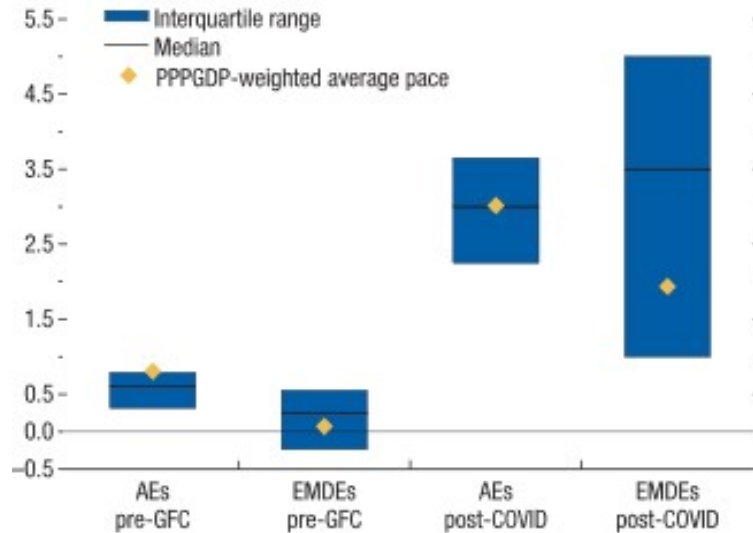


주: 18개 선진국과 17개 신흥국과 개발도상국의 헤드라인 및 근원 물가상승률의 분포를 보여줌. 근원 물가상승률은 식품과 서비스에 대한 소비자물가지수 변화율을 나타냄 그러나 식품 및 에너지(또는 근접한 측정치)는 제외. 유로지역(데이터를 이용가능 한 유럽 국가)의 경우 에너지, 식품, 알코올 및 담배 제외. 음영 처리된 부분은 25번째부터 75번째 백분위수를 나타냄. 표본 35개국은 2022년 세계 생산량의 81% 차지. CPI = 소비자 물가지수.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 1.3

[그림 1-2] 많은 국가들의 급격한 긴축 통화정책

(단위: 연간 %p 변화)

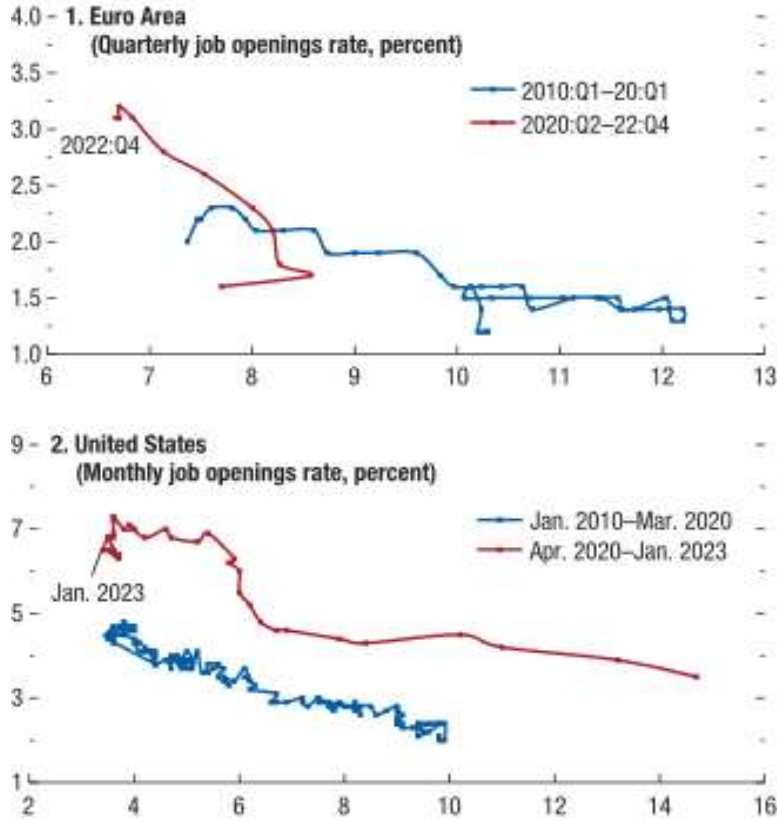


주: 2002년 5월부터 2007년 7월까지(세계 금융위기 이전), 2022년 1월부터 2023년 1월까지(코로나 이후) 경제그룹별 연평균 정책비율 분포 변화(25~75번째 백분위수, 중앙값 및 가중평균). AEs = 선진국; EMDEs = 신흥국 및 개발도상국; GFC = 세계 금융위기; PPPGDP = 명목 국내총생산량.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 1.4

- 하지만 헤드라인 및 근원 물가상승률은 평균적으로 2021년 이전 수준의 두 배 수준이며, 물가안정목표제를 운용 중인 거의 모든 국가들에서 물가상승률은 목표치를 크게 초과
  - 국가별 차이는 근본적인 충격에 대한 다양한 환경을 반영
    - 유로지역의 헤드라인 물가상승률은 거의 7%(일부 회원국의 경우 15% 수준)
    - 영국의 헤드라인 물가상승률은 10%를 상회
- 생산비용 충격과 역사적으로 긴축적인 노동시장으로 물가압력은 더욱 지속되고 물가상승률은 더욱 경직적(sticky)이 됨
  - 2022년 말 미국과 유로지역의 실업자 수 대비 빈 일자리 수 비율은 수십 년 만에 가장 높은 수준([그림 1-3])임에도 불구하고 임금으로 인한 비용압력은 지금까지 억제되어 왔으며, 물가-임금 소용돌이의 징후는 나타나지 않음

[그림 1-3] 주요 선진국의 긴축적인 노동시장

(단위: %)



주: 코로나19 전과 후의 베버리지곡선을 보여줌. 실업률에 따른 수요(빈 일자리 수 비율)의 변화에 대해 설명. 원점에서 멀리 떨어져 있는 곡선은 노동시장 마찰이 더 심하다는 것을 나타냄. 노동시장은 실업률이 낮고 수요(빈 일자리 수 비율)가 높을 때 긴축적임.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 1.5

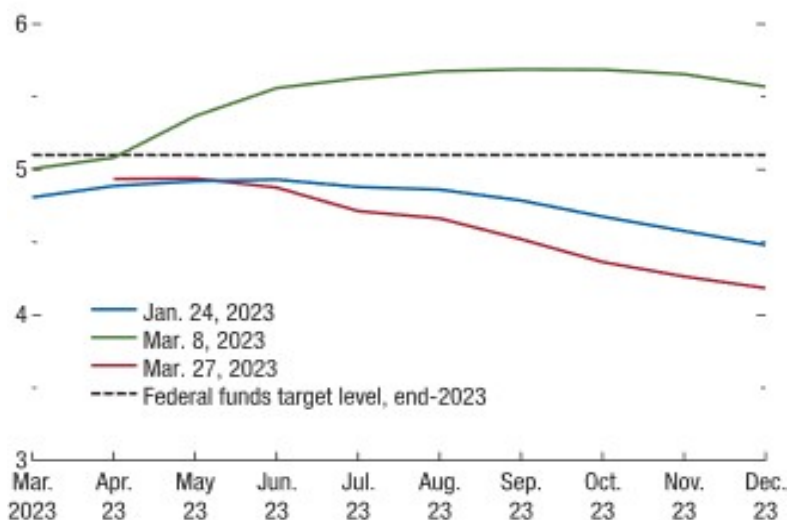
- 선진국의 실질 임금상승률은 2021년 말 대비 낮은 수준이며, 이는 과거 물가가 상승하고 실질 임금상승률이 감소했던 시기와 다른 양상
- 기대 물가상승률은 아직까지 잘 안착되어 있음
  - 주요 중앙은행들은 제한적인 통화정책의 필요성에 대해 확고한 입장을 유지하고 경직적인 물가상승률을 해결하기 위해 높은 금리를 유지할 예정

○ 2023년 초 금융시장은 중앙은행의 긴축 조치 완화를 기대했으나, 이러한 이견으로 시장에서는 상당한 가격 조정에 대한 위험이 증가

- 미국의 경우 이러한 기대의 차이가 가장 명확하게 드러남([그림 I-4]의 파란 실선 대 검은 점선)
- 3월 초 시장이 물가상승률에 반응함에 따라 시장에서 가격조정이 이루어지면서 시장에 내재된 정책금리 경로는 연방준비제도이사회가 발표한 정책금리 경로와의 격차를 상당부분 해소함([그림 I-4]의 녹색 실선)
- 그러나 최근 금융부문의 혼란과 이와 관련된 신용여건의 긴축으로 시장에 내재된 정책금리 경로가 다시 하락하여 그 격차가 확대([그림 I-4]의 빨간 실선)
- 이는 시장에 내재된 정책금리는 순수한 정책 기대감보다는 금융시장의 변동성에 대응한 유동성 및 안전 프리미엄을 일부 반영한 것으로 판단
- 그럼에도 불구하고 2023년 1월 세계 경제전망 업데이트에서도 강조한 정책금리의 예측 변화에 따른 갑작스러운 가격 조정으로 발생할 금융시장의 위험은 여전히 매우 유의미한 상황

[그림 I-4] 시점별 시장에 내재된 미국 정책금리 예측의 변화와 가격조정 위험

(단위: %, 연율)



주: 세 개의 실선은 미국의 연방기금 금리 전망을 표시. 기대는 연방펀드 선물 및 선물 익 일 지수 스왑을 기반으로 계산. 검은색 점선은 2023년 3월 22일 연방준비제도이사회(FRB)의 경제전망 요약에서 발췌한 2023년 말 연방 금리 목표치의 중앙값임.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 1.8

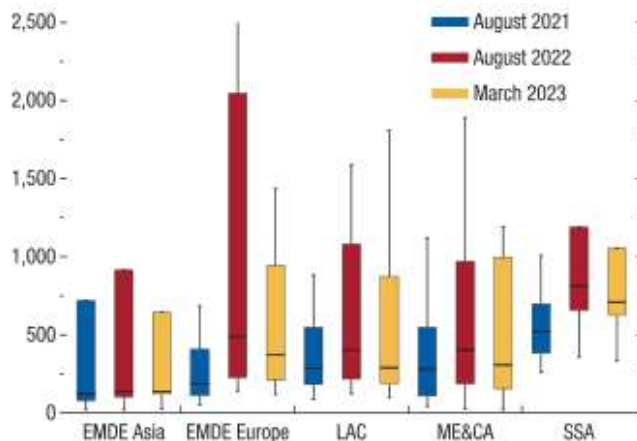
## 나. 높은 수준의 부채 유지

### ○ 대부분 국가의 민간 및 공공부채는 코로나19 이후 경제적 회복과 물가상승에 힘입어 2021~2022년 부채가 감소했으나 여전히 높은 수준을 유지

- 긴축적인 통화정책(특히 주요 선진국)으로 차입비용이 급격히 증가하면서 일부 경제의 부채 지속가능성에 대한 우려가 확대
- 신흥국 및 개발도상국 국가별 국채 스프레드의 평균과 분포는 2022년 여름 눈에 띄게 증가([그림 1-5])했고 2023년 초 감소하기 시작
- 최근 금융시장의 혼란이 신흥국 및 개발도상국의 스프레드에 미친 영향은 제한적이거나, 세계 금융 상황이 더 긴축될 경우 몇 달 안에 스프레드가 증가하는 실질적인 위험에 처할 수 있음
- 부채 부실화 위험이 높은 국가들의 비중이 역사적으로 높은 상황이며, 이중 많은 국가들은 정책 부재로 부정적인 재정충격에 취약한 상황

[그림 1-5] 신흥국 및 개발도상국의 축소된 국채 스프레드

(단위: bp)



주: 상자 수염 그림은 경제그룹별 분포를 보여줌. 가운데 선은 중간 값, 제3사분위수는 상자의 상한선, 제1사분위수는 상자의 하한선. 수염은 사분위수 1.5배 범위 내의 각각 최대값 및 최소값을 나타냄. 국채 스프레드는 만기가 1년 이상 남은 채권의 액면가 가중평균임. Y축은 2,500bp까지만 표시, 2023년 3월 상자 수염그림은 2023년 3월 17일까지 일일 데이터로 계산됨. EMDEs = 신흥국 및 개발도상국; LAC = 라틴아메리카 및 카리브해; ME&CA = 중동 및 중앙아시아; SSA = 사하라이남 아프리카.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 1.9

## 다. 러시아와 우크라이나 전쟁이 지속되는 가운데 원자재가격 하락

- 2022년 2월 러시아의 우크라이나 침공의 충격은 계속해서 전 세계에 반향을 일으키고 있음
  - 전쟁 및 이와 관련된 경제 제재로 인한 교역조건 악화를 고려할 때 2022년 유럽의 경제활동은 예상보다 회복력이 높았음
  - 에너지 위기를 극복하기 위해 가계와 기업을 위한 대규모 재정지원 방안(EU 국가의 경우 GDP 대비 1.3%에 해당)을 시행
  - 치솟은 에너지가격은 유럽에 공급되는 가스의 비러시아산으로 전환, 온화한 겨울에 의한 수요 억제, 산업부문의 가스 대체와 생산공정의 변화 등에 의한 가스 공급의 재구조화를 촉발
  - 2022년 중반 정점에 달했던 석유 및 가스가격이 하락세를 보이기 시작
  - 이러한 조치와 영향은 2022년 3분기에 예상보다 높은 수준의 소비와 투자를 견인하여 유럽 에너지 위기의 부정적인 영향을 약화시킴
- 식품 및 에너지가격은 여전히 높은 수준을 유지하고 있으나 2022년 4분기 광범위한 하락은 헤드라인 물가상승률 하락에 기여
  - 부정적인 공급 충격이 없다면 올해 더 낮은 가격을 유지할 것으로 예상

## 라. 중국의 경제활동 재개

- 2022년 코로나 변이 바이러스가 중국으로 확산
  - 코로나19 거리두기에 대한 해제가 2022년 4분기 대규모 발병으로 이어져 이동성 및 경제활동이 감소하고 전염에 대한 두려움이 고조됨
  - 전염병 감염 급증으로 중국의 부동산시장이 약화되고 2022년 경제활동에 악영향을 미침

- **중국은 추가적으로 완화적 통화정책, 기업에 대한 세금감면, 고령자를 위한 새로운 예방접종, 부동산시장 활성화 방안 등 다양한 조치로 대응**
  - 2023년 1월 코로나19 확산이 잠잠해지면서 이동성이 정상화되고, 소매판매 및 여행 예약 등과 같은 고빈도 경제지표가 개선되기 시작
  - 중국은 아시아 지역 수출의 약 1/4, 다른 지역 수출의 5~10%를 흡수하고 있어, 중국의 경제활동의 재개와 성장은 긍정적인 파급효과를 나타낼 가능성이 높음

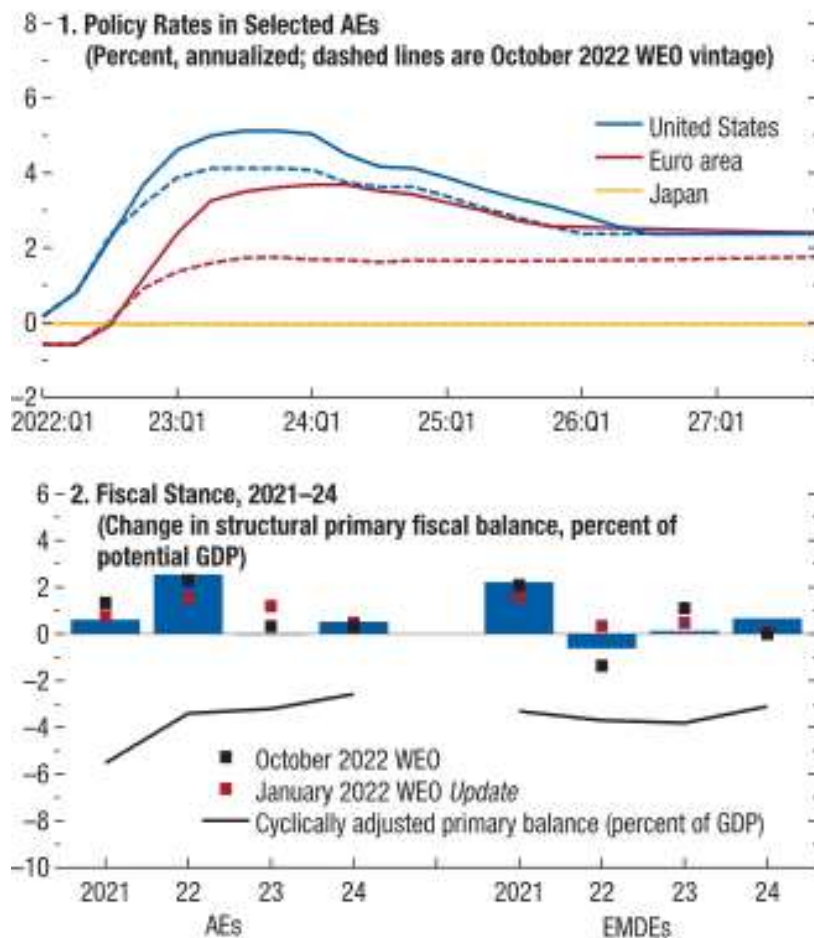
## 2. 도전적인 전망

- **세계경제는 2022년의 충격들과 최근 금융부문의 혼란 이전의 경제성장 속도를 회복하기는 점점 더 어려운 상황**
  - 많은 국가들은 일 년이 넘는 러시아의 우크라이나 침공과 전염력이 더 강해진 코로나19 변이 등의 충격을 여전히 감당하고 있으며, 최근에 긴축된 국제 금융 여건은 경제회복을 지체시킴
  - 따라서 많은 경제들은 2023년 실업이 증가하면서 소득의 성장률 하락을 경험할 가능성이 높음
  - 더 나아가 중앙은행들의 금리인상에 대한 물가 안정 효과는 단기에 나타나지 않을 수 있으며, 중기 경제성장 전망은 현재 수십년 중 가장 어두워 보임
- **(전제) 세계 경제성장률에 대한 기준선 전망은 다음과 같은 전제 하에 분석**
  - 최근 금융부문의 혼란이 통제되고 광범위한 경기침체(수개월 이상 지속되는 광범위한 경제 활동의 위축)로 세계 경제활동에 차질이 발생하지 않는 것을 가정
  - 전 세계 수요가 둔화되는 가운데 연료 및 비연료 원자재 가격이 하락할 것으로 예상
    - 원유가격은 2023년 약 24%, 2024년 추가 5.8% 하락할 것으로 예상되며, 비연료가격은 변동이 없을 것으로 예상
  - 세계 금리는 2022년 10월 WEO 전망보다 더 오랜 기간 높은 수준을 유지 할 것이라고 가정([그림 I-6])

- 각국 정부는 원자재가격이 하락함에 따라 2022년 연료 및 에너지가격 급등의 영향으로 마련한 가계와 기업에 대한 재정지원을 점진적으로 종료시킬 것으로 예상
- 최근 세계 금융시장의 위험과 불확실성이 높아진 점을 고려하여 하방위험을 반영한 대안 시나리오도 제시

[그림 1-6] 통화 및 재정정책 기조에 대한 가정

(단위: 연%, 잠재 GDP 대비 %)



주: 패널 2에서 경기조정 기초재정수지는 경기변동에 맞게 조정된 일반정부수지(이자수입 또는 이자지출 제외). 구조적 기초재정수지는 경기조정 재정수지에 자산 및 원자재가격 변화와 같은 비경기적 요인을 조정한 기초재정수지. AEs = 선진국; EMDEs = 신흥국 및 개발도상국; WEO = 세계 경제전망.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 1.12

## 가. 미약하고 불균등한 성장

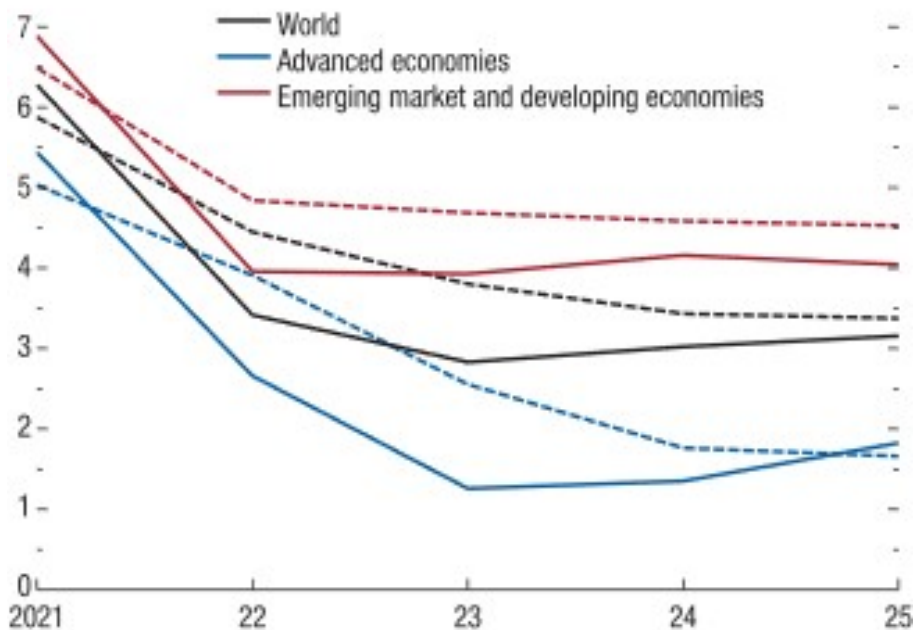
### 1) 기준 시나리오

- **세계 경제성장률은 2022년 3.4%로 추정되며, 2023년 2.8%로 하락한 뒤, 2023년 3.0%로 반등할 전망**
  - 2023년 전망은 2023년 1월 WEO 업데이트 대비 0.1%p 낮은 수준
  - 2022년 초 부정적인 충격이 시작되기 전 경제성장률 전망보다 현저히 낮은 수준
    - 2023년 세계 경제성장률 전망은 2022년 1월 WEO 업데이트보다 1.0%p 낮아졌으며, 경제성장률 격차는 향후 2년 내에 서서히 좁혀질 것으로 예상(그림 I-7)
  - 기준선 전망의 세계 경제성장률은 역사적으로도 낮은 수준
    - 팬데믹 이전 두 번의 10년간(2000~2009년 및 2010년~2019년) 연평균 세계 경제성장률은 각각 3.9%, 3.7%였음
- **(선진국) 경제성장률은 2023년 1.3%로 크게 감소한 뒤 2024년 1.4%로 증가할 전망**
  - 2023년 전망치는 2023년 1월 WEO 업데이트 대비 0.1%p 상향 조정되었으나 2022년 1월 WEO 업데이트 전망치인 2.6%와 비교하면 절반 수준으로 하향 조정
  - 선진국의 약 90%는 2023년 경제성장이 둔화될 것으로 예상되며, 급격한 경기침체로 실업률이 높아질 것으로 예상
    - 실업률은 2022년부터 2024년까지 평균 0.5%p 상승할 전망
- **(신흥국 및 개발도상국) 선진국 대비 평균적으로 경제성장세가 강하지만 국가별 편차는 클 것으로 전망**
  - 신흥국 및 개발도상국의 성장률은 2023년 3.9%, 2024년 4.2%로 전망
    - 2023년 경제성장률은 2023년 1월 WEO 업데이트 대비 0.1%p 하향 조정되었으며, 2022년 1월 WEO 업데이트 전망치인 4.7%보다는 상당폭 낮은 수준으로 전망

- 저소득 국가의 경제성장률은 2023~2024년 평균 5.1%로 예상되나 2023~2024년 1인당 소득 증가율은 평균 2.8%에 불과할 것으로 전망
  - 이는 중소득 국가의 1인당 소득 증가율 평균인 3.2%보다 낮아 저소득 국가의 생활수준이 중소득 국가에 수렴하기 위해 필요한 성장경로보다 낮은 상황

[그림 1-7] 경제 성장 전망

(단위: %)



주: 그림은 경제그룹별 실질 GDP 성장률 전망을 나타냄. 점선은 2022년 1월 세계 경제전망 업데이트 전망.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 1.13

〈표 1-1〉 세계 경제 전망

(단위: %, %변화)

구분	실적치	전망치		'23년 1월 전망 대비 차이 <sup>1)</sup>		'22년 10월 전망 대비 차이 <sup>1)</sup>	
	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
세계경제	3.4	2.8	3.0	-0.1	-0.1	0.1	-0.2
선진국	2.7	1.3	1.4	0.1	0.0	0.2	-0.2
미국	2.1	1.6	1.1	0.2	0.1	0.6	-0.1
유로지역	3.5	0.8	1.4	0.1	-0.2	0.3	-0.4
독일	1.8	-0.1	1.1	-0.2	-0.3	0.2	-0.4
프랑스	2.6	0.7	1.3	0.0	-0.3	0.0	-0.3
이탈리아	3.7	0.7	0.8	0.1	-0.1	0.9	-0.5
스페인	5.5	1.5	2.0	0.4	-0.4	0.3	-0.6
일본	1.1	1.3	1.0	-0.5	0.1	-0.3	-0.3
영국	4.0	-0.3	1.0	0.3	0.1	-0.6	0.4
캐나다	3.4	1.5	1.5	0.0	0.0	0.0	-0.1
기타선진국 <sup>2)</sup>	2.6	1.8	2.2	-0.2	-0.2	-0.5	-0.4
<b>한국</b>	2.6	1.5	2.4	-0.2	-0.2	-0.5	-0.3
신흥국 및 개발도상국	4.0	3.9	4.2	-0.1	0.0	0.2	-0.1
신흥국 및 개발도상국 아시아	4.4	5.3	5.1	0.0	-0.1	0.4	-0.1
중국	3.0	5.2	4.5	0.0	0.0	0.8	0.0
인도 <sup>3)</sup>	6.8	5.9	6.3	-0.2	-0.5	-0.2	-0.5
아세안-5 <sup>4)</sup>	5.5	4.5	4.6	0.2	-0.1	0.0	-0.3
신흥국 및 개발도상국 유럽	0.8	1.2	2.5	-0.3	-0.1	0.6	0.0
러시아	-2.1	0.7	1.3	0.4	-0.8	3.0	-0.2
라틴아메리카 및 카리브해 지역	4.0	1.6	2.2	-0.2	0.1	-0.1	-0.2
저소득 개발도상국	5.0	4.7	5.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
세계 무역(재화 및 서비스)	5.1	2.4	3.5	0.0	0.1	-0.1	-0.2
수입 - 선진국	6.6	1.8	2.7	-0.1	0.2	-0.2	-0.1
신흥국 및 개발도상국	3.5	3.3	5.1	0.2	0.7	0.3	0.4
수출 - 선진국	5.2	3.0	3.1	0.4	0.2	0.5	-0.3
신흥국 및 개발도상국	4.1	1.6	4.3	-0.6	-0.4	-1.3	-0.2
원자재가격 (미 달러)							
오일 <sup>5)</sup>	39.2	-24.1	-5.8	-7.9	1.3	-11.2	0.4
비연료(세계 원자재 수입 비중치에 기반한 평균)	7.4	-2.8	-1.0	3.5	-0.6	3.4	-0.3
소비자 물가 <sup>6)</sup>	8.7	7.0	4.9	0.4	0.6	0.5	0.8
선진국 <sup>7)</sup>	7.3	4.7	2.6	0.1	0.0	0.3	0.2
신흥국 및 개발도상국 <sup>6)</sup>	9.8	8.6	6.5	0.5	1.0	0.5	1.2

주: 1) January 2023 World Economic Outlook Update, October 2022 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 2011/12회계연도를 기준년으로 삼은 시장가격 기준 GDP

4) 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 태국

5) 영국 브렌트(Brent), 두바이 파테(Fateh), 미 서부텍사스 중질유(Intermediate crude oil)의 단순평균가격. 2022년 평균 유가는 배럴당 96.36달러, 선물시장에 기초한 유가 기정은 2023년 73.13달러, 2024년은 68.90달러

6) 베네수엘라 제외

7) 2023년, 2024년 물가상승률은 각각 5.3%, 2.9%(유로지역), 2.7%, 2.2%(일본), 4.5%, 2.3%(미국)

출처: IMF, *World Economic Outlook April 2023*, Table 1.1.

한국은 WEO 데이터베이스 자료를 추출

## 2) 실현될 법한 대안 시나리오

### ○ (전제) 실현될 법한 대안 시나리오는 신용여건의 온건한 추가 긴축을 가정

- 비소매·무보험 예금자 또는 미실현 손실금의 비중 높은 은행의 경우 추가적인 금융불안에 취약하다는 점을 반영
  - 은행 지급능력과 금융시스템 전반에 걸친 우려가 커지면서 은행의 자금조달 여건은 악화되고 보다 엄격한 감독으로 은행이 더 신중해져 신용대출이 감소하고 비금융기업과 가계의 스프레드가 증가
- 미국의 실질 은행 대출 규모는 2023년 기준선 대비 2% 감소한다고 가정
  - 이러한 신용 감소는 2008~2009년 경험의 약 1/10이며, 2023년 평균 기업 스프레드의 150bp 증가에 해당
  - 유로지역과 일본에서도 비슷한 신용 감소와 스프레드의 증가가 나타나며, 다른 국가들 또한 미국의 금융여건과 얼마나 밀접하게 연결되어 있느냐에 따라 금융여건의 긴축 정도가 결정
- 경제활동 및 물가상승률 압력의 감소에 따라 통화정책이 완화되어 정책금리가 기준 시나리오보다 낮다고 가정
- 재정정책과 관련해서 자동안정화장치가 작동하나 추가적인 부양책은 없다고 가정
- 대차대조표 정책 등 금융시스템의 안정화를 위한 중앙은행과 규제기관의 관련 조치 및 개입을 명시적으로 모형화하지 않았으나 위기를 피하는데 도움이 될 것이라 암묵적으로 가정

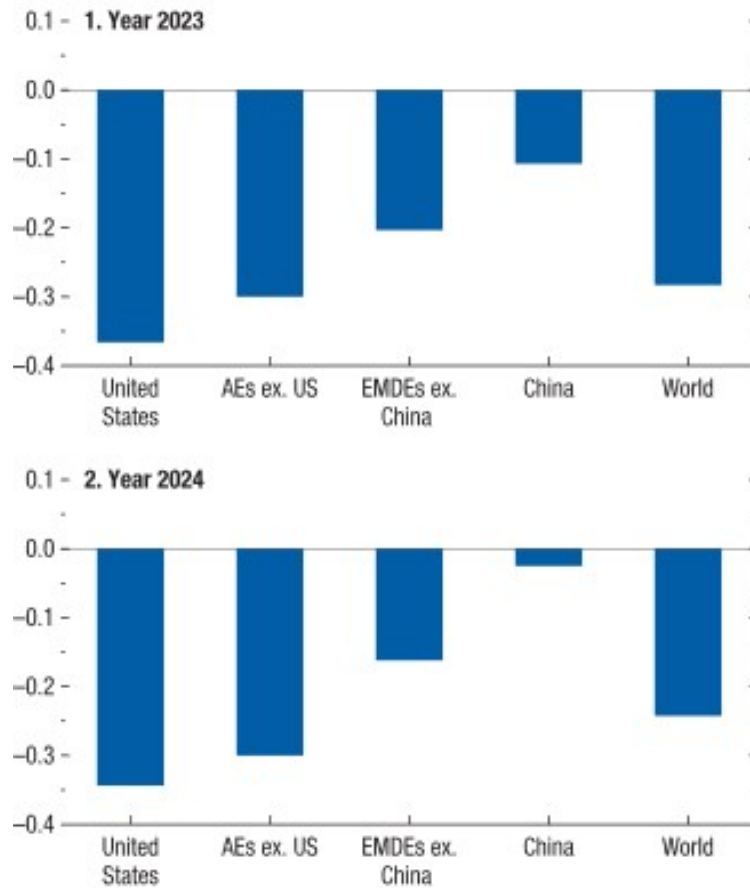
### ○ (결과) 온건한 금융시장 긴축을 가정할 경우 2023년 세계 경제성장률은 기준 시나리오 대비 0.3%p 낮은 2.5%로 전망

- 2020년 코로나19 초기 위기와 2009년 세계 금융위기를 제외하면 2001년 세계 경제침체 이후 가장 낮은 경제성장 전망이다
- 2024년 실질 GDP는 기준 시나리오 대비 0.2% 낮으며 그 이후 점차 회복될 전망

- 일반적으로 신흥국보다 선진국에서 그 영향이 커 선진국의 경제성장률은 1% 미만으로 기준 시나리오의 1.3%보다 낮을 것으로 예상
- 기준 전망 대비 성장률이 가장 크게 감소한 국가는 미국, 유로지역, 일본으로 2023년 약 0.4%p 하락 전망
- 멕시코, 캐나다와 같이 미국과의 무역 규모가 큰 국가들은 더 심각한 영향을 받는 반면, 중국과 같이 미국과의 무역 규모가 작은 국가들은 영향을 적게 받음

[그림 1-8] 대안 시나리오의 실질 GDP 전망

(단위: 기준 시나리오 대비 백분율 편차)



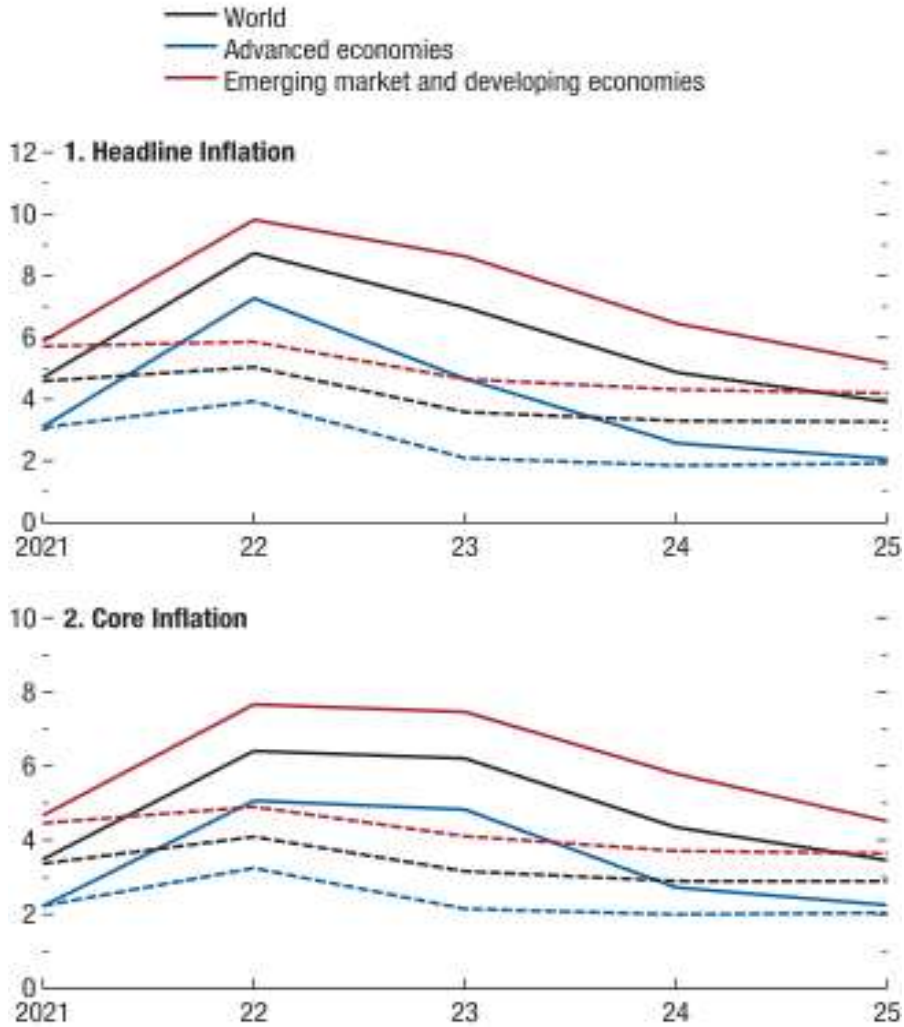
주: AEs ex. US = 미국을 제외한 선진국; EMDEs ex. China = 중국을 제외한 신흥국 및 개발도상국.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 1.15

## 나. 물가상승률: 여전히 높은 편이나 하락하는 중

- (기준 시나리오) 세계 헤드라인 물가상승률은 2022년 8.7%에서 2023년 7.0%로 하락할 전망
  - 2023년 1월 전망 대비 0.4%p 높은 수준이며, 2022년 1월 전망의 두 배 수준
  - 모든 주요 국가군에서 물가상승률 하락이 예상되며, 약 76%의 국가에서 2023년 헤드라인 물가상승률 하락을 경험할 것으로 전망
    - 선진국과 신흥국 및 개발도상국 간의 물가상승률의 차이는 지속될 것으로 예상
  - 물가상승률 하락 전망은 긴축적인 통화정책이 경제에 미칠 것으로 예상된 냉각효과뿐만 아니라 연료 및 비연료 원자재가격의 하락도 반영
    - 2023년 식품과 에너지를 제외한 물가상승률은 훨씬 더 느리게 감소할 전망
- 대체로 2025년이 되어서야 물가상승률 목표치에 도달할 수 있을 것으로 예상
  - 물가안정목표제를 택한 72개국(선진국 34개국, 신흥국 및 개발도상국 38개국) 중 97%는 2023년 물가상승률 목표치(또는 목표범위의 중앙값)를 초과할 것으로 전망
  - 2024년에도 91%의 국가는 물가상승률 목표치를 초과할 것으로 예상되며
    - 다만, 물가상승률 목표 범위를 택한 국가 중 약 50%는 2024년 물가상승률이 목표범위 내에 들어올 것으로 예상
- (대안 시나리오) 세계 헤드라인 물가상승률은 원자재가격 하락 등으로 기준 시나리오 대비 약 0.2%p 더 하락할 것으로 전망
  - 2023년 유가는 기준 시나리오 대비 평균 3% 더 하락하고 식품과 에너지를 제외한 물가상승률 또한 소폭 더 하락할 전망

[그림 1-9] 물가상승률 하락 전망

(단위: %)



주: 물가상승률은 소비자 물가 지수를 기반으로 함. 근원 물가상승률은 변동성이 큰 식품과 에너지가격을 제외. 2022년 1월부터 신흥국 및 개발도상국의 근원 물가상승률은 가용 데이터를 사용하여 추정. 점선은 2022년 1월 세계 경제전망 업데이트 전망.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 1.16

#### 다. 중기 전망: 과거와는 다른 모습

##### ○ 중기 세계 경제성장률은 팬데믹 이전 수준을 회복하지 못할 것으로 전망

- 2028년 세계 경제성장률은 3.0%로 예상되며, 1990년 이후 모든 세계 경제전망 보고서의 중기 성장률 중 가장 낮은 수치

- 중기 세계 경제성장률 감소는 중국, 한국 등과 같은 몇몇 국가가 이룬 생활수준의 향상과 이에 따른 성장률 감소, 세계 노동력 증가의 둔화(UN 중기 인구 증가율 전망은 2010년 이후 약 0.25%p 감소), 브렉시트, 미·중 무역 분쟁, 러시아의 우크라이나 침공 등의 경제지형의 분열에 기인
- 중국을 비롯한 주요 신흥국의 어두운 성장 전망은 무역 파트너들의 전망에도 부담이 될 것으로 보임

#### ○ 향후 수년간 세계 생산량도 이전의 성장경로를 회복할 가능성은 낮음

- 2022년 1월 세계 경제전망 업데이트 대비 2022년 세계 GDP는 약 1% 적고, 2026년에는 2.7%로 벌어져 초기 영향 대비 두 배 이상 확대될 것으로 예상
- 경기 변동은 자본, 직업교육 및 연구개발에 대한 투자를 통해 경제성장에 지속적인 영향을 미치기 때문임

### 라. 세계 무역 성장 둔화와 경상수지 격차 축소

#### ○ 세계 무역 성장률은 세계적인 수요 둔화와 국내 서비스 소비 비중 증가를 반영하여 2022년 5.1%에서 2023년 2.4%로 감소할 전망

- 높아지는 무역 장벽과 2022년 미국 달러화 절상으로 비싸진 수입재 또한 2023년 무역 성장에 부담으로 작용할 것으로 예상
- 세계 무역 성장률은 팬데믹 이전 20년간(2000~2019년)의 평균 무역성장률인 4.9%보다 낮을 것으로 전망

#### ○ 2022년 크게 증가한 세계 경상수지 격차는 2023년 줄어든 것으로 예상

- 2022년 IMF 대외부문 보고서(External Sector Report)에 따르면 2022년 경상수지 격차 증가는 우크라이나 전쟁으로 인한 원자재가격 상승에 크게 기인했으나, 중기적으로 원자재가격이 하락함에 따라 세계 경상수지 격차는 좁혀질 것으로 예상

### 3. 압도적으로 우세한 하방위험

#### ○ 전망에 대한 위험은 상당부분 하방으로 작용

- 세계경제는 2020~2022년 충격과 최근 금융부문의 혼란 등에 대처하면서 수 많은 불확실성이 단기와 중기의 경제전망을 흐리게 함
- 경기침체 우려가 부각된 반면 높은 물가상승률의 고질화에 대한 우려도 지속

#### ○ (하방위험) 최근 은행부문의 혼란은 기준 및 대안 시나리오에서 예상했던 것보다 더 심각하고 오랫동안 세계 금융여건을 긴축시켜 기업 및 가계의 경기심리를 더욱 악화시킬 위험이 상당함

- 민간 및 공공부문의 높은 부채 수준 하에서 동기화된 중앙은행의 높은 금리는 예상보다 강력한 긴축효과를 가져올 가능성
- 더 높은 차입비용과 더 낮은 경제성장으로 신흥국 및 개발도상국의 부채 부실화를 야기할 가능성
- 게다가 물가상승률이 예상보다 더 고착화되어 통화정책을 현재 예상보다 더욱 긴축적으로 운용할 가능성
- 부정적 위험 요소로 중국의 코로나19 이후 회복에 차질, 우크라이나 전쟁 고조 그리고 다자간 협력을 저해하는 경제지형의 분열이 있음
- 부채수준, 물가상승률 및 금융시장의 변동성이 증가함에 따라 특히 저소득 국가에서 새로운 부정적 충격을 상쇄할 수 있는 여력이 제한적임

#### ○ (상방위험) 2022년에 그랬던 것처럼 세계 경제는 예상보다 더 높은 회복력을 보여줄 수 있음

- 팬데믹으로 인한 과도한 저축, 긴축적인 노동시장으로 인해 민간소비가 예측을 초과할 수 있음
- 공급망 병목 현상이 완화되고 빈 일자리 감소로 노동시장이 진정되면 경제는 예상보다 더 연착륙하고 통화정책은 덜 긴축적이 될 수 있음

○ 2023년 세계 경제성장률이 2.0% 미만일 확률은 약 25%

- 세계 경제성장률이 2.0% 이하로 떨어지는 것은 심각한 신용 붕괴의 경우 또는 여러 가지 충격이 동시에 발생하는 경우 발생

- 1970년(1973년, 1981년, 1982년, 2009년, 2020년) 이후 단 5번 발생한 결과

- 2023년 1인당 세계 실질 GDP가 감소할 확률은 약 15%로 추정
- 2023년 세계 헤드라인 물가상승률이 2022년 수준을 초과할 확률은 10% 미만
- 2023년 세계 근원 물가상승률이 2022년 수준을 초과할 확률은 30%임

○ 이하에서는 현저한 하방위험에 대해 논의함

○ (세계 금융여건의 심각한 긴축) 많은 국가의 은행 및 비은행 금융기관을 포함한 금융부문은 향후 몇 달 간 실질 금리 인상에 매우 취약

- 은행부문의 위험이 현실화되는 심각한 하방 시나리오에서는 미국을 비롯한 선진국의 은행 대출이 급격히 감소하고, 경로를 통해 거시경제적 영향이 확산
- 가계와 기업의 경기심리가 악화되고, 이는 가계의 예방적 저축 증가 및 투자 감소로 이어짐
- 심각한 영향을 받은 국가들의 경기침체는 수입 수요 감소와 원자재가격 하락을 유발하여 그 영향이 세계 다른 지역으로 파급
- 세계 금융위기 시기와 같이 신흥국 및 개발도상국의 광범위한 자본유출이 발생하여 달러가치가 추가로 상승할 가능성이 있으며, 이로 인해 달러표시 대외부채가 있는 국가들의 취약성은 악화되고, 국제 교역은 더욱 감소
- 심각한 금융부문 불안 시나리오를 정량화한 결과는 다음과 같음
  - 경제활동과 물가상승률 감소에 대응하는 통화정책 및 자동안정화 장치가 작동하더라도 세계 경제성장률은 2023년 기준 시나리오 대비 1.8%p 감소할 전망이며, 이는 세계 1인당 GDP가 거의 성장하지 않음을 의미

- 세계 총수요의 하락은 강항 물가상승률 하락을 유발하여 세계 헤드라인 물가상승률과 근원 물가상승률이 2023년 약 1%p 낮아질 수 있음
- **(높은 부채 하의 더욱 강력한 통화정책 영향) 실질 금리 상승과 역사적으로 높은 기업 및 가계 부채의 상호작용은 소득 증가율이 낮은 가운데 이자비용을 증가시켜 하방위험으로 작용**
  - 특히 높은 집값과 변동금리 가계대출이 많은 국가들은 예상 대비 낮은 수준의 투자와 소비, 높은 실업률, 기업 파산 등으로 채무과잉으로 이어져 기준선 전망보다 물가상승률은 더 빨리 감소하고 경제성장률은 낮아짐
- **(더욱 고착화된 물가상승률) 긴축적인 노동시장 영향으로 임금이 예상보다 빠르게 상승하면서 헤드라인 및 근원 물가상승률이 목표치에 도달하기 전에 감소세가 지연될 수 있음**
  - 강력한 중국의 경제성장과 우크라이나 전쟁의 격화는 예상된 원자재가격 하락을 반전시켜 헤드라인 물가상승률을 증가시키고 근원 물가상승률과 기대 물가상승률을 높임
  - 이러한 상황은 주요 경제국의 통화정책을 더욱 긴축시키고 제한적인 정책기조를 더욱 오랫동안 유지해 경제성장률과 금융안정성에 악영향을 미침
- **(신흥국 및 개발도상국의 국가부채 부실화) 일부 신흥국 및 개발도상국의 신용스프레드는 1,000bp 이상 수준**
  - 10월 이후 스프레드는 미국 달러가치 절하와 원자재가격 하락에 따른 수입대금 하락으로 다소 낮아졌지만 취약성은 여전히 높음
  - 저소득 개발도상국의 약 56%는 이미 부채 부실화<sup>1)</sup> 상태이거나 부채 위험이 높은 것으로 추정
    - 국민총소득에서 차지하는 대외부채 수준은 1980년대와 1990년대 대비 1/3 정도 낮은 수준이지만, 더 높은 비중의 대외부채가 변동금리이고 미국달러표시 채권으로 발행돼 선진국의 긴축적인 통화정책에 더 크게 노출되어 있어 취약성은 더 심각

1) 부채 지속가능성 분석(DSA)은 세계은행과 국제통화기금이 개발도상국들과 협력하여 정기적으로 실시하는 검사로, 금융 수요와 상환 능력에 따라 개발도상국의 부채위험성(Risk of debt distress)을 낮음(low), 보통(moderate), 높음(high), 부채부실화(indebt distress)의 4단계로 구분

- 저소득 국가의 경우 1990년대 중반처럼 새로운 부채 구조조정 요청들이 발생할 수 있지만 채권자의 지형이 복잡해져 과거보다 구조조정이 더 어려울 수 있음
  - 파리 클럽<sup>2)</sup>이 보유한 대외부채는 1996년 39%에서 2020년 12%로 감소한 반면, 비파리클럽이 보유한 대외부채 비율은 8%에서 22%로 증가
  - 민간 채권자의 비율 또한 8%에서 16%로 두 배 증가
- **(중국의 성장 둔화) 중국이 세계 수출의 상당부분을 흡수하고 있어 중국의 약한 경제성장 회복세는 다른 국가, 특히 원자재 수출국 및 관광의존 국가에 상당한 영향을 미침**
  - 중국의 부동산시장의 취약성은 예상보다 더욱 중국 경제성장의 발목을 잡고 잠재적으로 금융안정성에 위협을 야기할 수 있음
- **(우크라이나 전쟁 확산) 우크라이나 전쟁이 2년째 지속되면서 유럽의 새로운 에너지 위기가 촉발되고 저소득 국가의 식량 불안이 고조될 수 있음**
  - 2022~2023년 겨울 액화천연가스 수입 증가, 높은 액화천연가스가격 및 온난한 날씨로 인한 가스 수요 감소 등으로 가스 위기를 피할 수 있었으나 내년 겨울 가격 급등 문제 잔존
  - 흑해 곡물수출협정 연장실패로 인한 식품가격 인상은 가계 및 기업을 지원하기 위한 재정여력이 부족한 식품 수입국들에게 더 큰 부담이 될 것이며, 식량 및 연료가격 상승으로 사회 불안이 가중될 가능성
- **(다자간 협력을 저해하는 분열) 우크라이나 전쟁으로 지정학적 긴장이 고조되고 세계 경제가 지정학적 블록으로 분열되며, 무역장벽이 높아지고 있음**
  - 러시아의 우크라이나 침공으로 원자재가격 급등에 따른 식품 및 비료 수출 금지조치, 마이크로 칩 및 반도체 무역 제한 등의 무역장벽 발생
  - 추가적인 지정학적 또는 경제적 분열은 노동, 원자재 및 자본의 국경 간 흐름을 방해할 뿐 아니라 기후변화 완화 및 팬데믹으로부터의 회복과 같은 필수적인 국제 공공재에 대한 국제적 행동까지 감소시킴

2) 파리클럽(Paris Club): 부채 문제 해결을 위한 채권국들의 협의체

- 일부 국가들은 세계 생산 관련 구조 재배치로 이익을 얻을 수 있지만 단기적으로 막대한 비용이 수반되며 전반적인 영향은 부정적일 가능성이 높음

## 4. 정책 우선 순위

### ○ 현재와 미래의 경제여건이 불투명해지면서 정책 당국은 경기침체를 피하고 금융안정을 유지하면서 물가안정을 회복하기 위한 정책 마련이 어려움

- 강력하고 지속가능하며 포용적인 성장을 달성하기 위해 정책 당국은 민첩성을 유지하고 새로운 정보에 즉시 정책 조정이 가능하도록 대비가 필요

### 가. 즉각적인 영향을 미치는 단기 정책

### ○ (물가상승률의 지속적인 하락 보장) 정책 우선순위는 물가상승률 감소 및 물가상승률 기대 안착, 금융시장의 부담 억제 및 추가적인 위험 최소화임

- 시장 변동성이 고조되고 통화정책 경로에 대한 중앙은행과 시장의 기대 간 큰 격차 속에서 물가상승률 목표를 달성하기 위해 다음과 같은 정책이 필요
- (안정적이며 준비된 통화정책) 기준 전망에 따르면 주요국의 실질 정책금리는 점차 증가할 것으로 예상
  - 실질 정책금리를 인상하고 중립금리 수준 이상으로 유지하면 물가상승률의 기대치 이탈 위험을 막을 수 있음
  - 금융시장의 높은 변동성을 고려하여 중앙은행은 유동성과 금융부문의 위험을 해결을 위한 준비 필요
    - 중앙은행은 대안 시나리오의 긴축적인 금융여건에서 경제활동 냉각과 물가압력 감소가 발생할 경우 물가상승률 목표 달성을 위해 필요한 정책금리 변화의 시기 및 규모 등 통화정책을 신중하게 재조정 할 필요가 있음
    - 심각한 하방 시나리오가 현실화되고 금융 안정성이 위태로운 경우 경제적 피해를 최소화하고 금융부문의 부실화 확산을 억제하기 위해 물가상승률 하락에 대응하는 상당한 통화정책 경로의 재조정이 필요

- (명확한 소통) 통화정책이 물가상승률과 금융안정성에 미치는 영향에 대한 불확실성이 고조되고 중앙은행이 발표한 통화정책 경로와 시장의 예측 경로 간 차이가 발생한 가운데, 중앙은행의 정책목표와 대응에 대한 명확한 소통이 중요
  - 물가상승률을 안정시키는 실질이자율(자연이자율  $r^*$ 로 표시)의 추정치는 불확실
  - 물가상승률을 안정시키는 실업률(자연실업률  $u^*$ 로 표시)을 상회하는 실업률은 물가상승률 감소에 기여하나  $r^*$ 과 마찬가지로  $u^*$ 의 추정치는 매우 불확실
    - 미국의 최근  $u^*$ 의 추정치는 4~7%로 현재 실업률을 상회하고 2024년 까지 실업률이 증가할 것으로 전망
  - 불확실한 상황 하에서 통화정책 당국은 데이터에 기반하여 정책을 조정하는 것이 필수적
    - 정책 당국은 물가상승률에 대한 가시적인 효과가 있을 때까지 긴축적인 통화정책 기조의 필요성에 대한 소통을 강화해야 함
    - 동시에 정책 당국은 시장의 혼란이 심화될 경우 정책방향을 변경하고 이용 가능한 정책을 총동원할 준비가 되어있다는 것에 대한 신뢰를 제고해야 함
- (과거 조기 완화에 대한 교훈 적용) 물가 압력이 감소하기 전에 금리를 인하하는 것은 디스인플레이션의 비용을 증가시킬 수 있음
  - 1980년 초 미국 연방준비제도 이사회는 첫 번째 긴축과 실업률 증가 이후 정책을 완화했고 이는 높은 물가상승률이 고착화될 것이라는 기대에 기여
  - 이에 물가상승률을 낮추고 신뢰를 제고하기 위해 두 번째 정책금리 인상 단행이 필요했으며, 경제성장과 고용에 더욱 악영향을 미침
- (금융 안정성 보호) 금융 안정성 위험을 최소화하기 위해 위험에 대한 신중한 모니터링, 시장의 부담 관리 및 가 필요
  - (위험 감시) 불확실성과 시장 변동성이 높은 이 시기에 산업 전반에 걸쳐 위험요소를 감시하고 표면화되는 취약성을 신속하게 해결하는 것이 신뢰를 회복하고 금융안정성을 보호하는데 중요
    - 물가를 정상화하기 위해 금리를 인상하고 중앙은행의 대차대조표가 정상화됨에 따라 은행부문, 비은행 금융기관 및 주택부문의 위험 모니터링이 필요

- (시장의 부담 관리) 시장에 부담이 발생하는 경우 도덕적 해이를 완화하면서 신속하고 강력한 유동성 지원을 제공하여 시장의 압력을 줄이고 연쇄 파급효과를 제한할 필요
  - 통화정책 목표 하의 유동성 지원이어야 하며, 취약한 기관에 대한 개입 및 해결 절차가 신속해야 함
- (감독 강화) 이자율 위험 노출에 대한 건전성 관리체계를 포함한 은행 감독의 문제들을 해결하고, 자본 및 유동성 규제의 내용을 바젤 프레임워크와 일치시키는 등의 더 많은 노력 필요
  - 감독의 수준은 은행위험과 시스템적 중요성에 상응해야 하고, 비은행 금융부문 감독의 공백을 해소하는 것이 필수적
- (세계 금융안정망 활용) 국제 금융기관이 제공하는 세계 금융안정망을 최대한 활용하는 것이 적절
  - IMF의 선제적 재정조치를 적극적으로 활용하고 충격에 직면한 저소득 국가에 국제사회의 지원(특별인출권과 빈곤감축·성장기금 및 회복력·지속가능성기금을 통한 지원의 재분배 등을 포함)을 집중 제공
  - 최근 연방준비제도이사회와 주요 선진국의 중앙은행 간의 달러조달을 위한 통화 스와프는 재정적 부담 경감에 도움이 되며, 다른 중앙은행들도 잠재적인 외부자금조달 충격에 대비하기 위해 유동성에 접근 가능하도록 해야 함
- (환율 변동에 대한 대응) 미국의 통화 긴축정책과 유리한 교역조건으로 인해 달러 강세를 유지하고 있음
  - 신흥시장의 통화가치는 가능한 이와 같은 상황에 맞춰 변동하는 것이 바람직
  - 다만, 통화 이동 및 자본 흐름이 금융안정 위험을 심각하게 높이거나 중앙은행의 물가안정 노력을 위태롭게 할 경우 IMF의 통합정책관리체계의 지침에 따른 일시적인 외환개입은 적절할 수 있음
- (재정정책 정상화) 재정적자 및 부채가 팬데믹 이전 수준을 상회하기 때문에 2023년 재정건전화를 위한 노력이 필요

- 재정정책 당국은 물가상승률 목표 달성을 위해 통화정책 지원이 필요하며, 재정기조 강화는 긴축적 통화정책의 필요성을 완화시킴
  - 하방 시나리오에서는 자동안정화 장치가 작동될 수 있도록 허용해야 하며, 재정여력을 고려하여 필요한 경우(금융시스템 지원 포함) 임시지원 조치 시행이 필요
- (취약계층 지원) 에너지와 식품가격 급등 등으로 생계비 위기에 처한 적격가구 지원이 필요
- 2022년 세계 에너지 및 식품가격의 급등으로 특히 저소득 국가에서 생계비 위기가 촉발되었고, 여전히 식량 불안을 겪고 있음
  - 위기에 대응하여 신속하게 지루어진 정부의 지원은 성장에 대한 완충효과와 에너지가격 및 근원물가지수 상승 제한에 기여하였지만 보편적 지원에 대한 비용이 증가
  - 선별적인 취약계층 지원 및 에너지가격을 통한 에너지 수요 억제 효과 유지가 필요
- (세계 식량 안보 개선) 식품과 비료에 대한 무역제한은 전 세계 많은 인구를 식량 위기로 몰아넣음
- 신흥국 및 개발도상국의 밀 순수입량은 전체 밀 소비량의 절반 이상을 차지하지만, 국내 저장량은 낮아 무역충격에 더 취약
  - 따라서 식량과 비료의 수출 제한 규제를 철폐하여 전 세계의 식량 공급과 배분을 보호할 필요

## 나. 중기에 성과가 있는 정책

- (부채의 지속가능성 회복) 저성장 및 높은 차입 비용으로 많은 국가에서 공공부채 비율이 증가했으며, 이를 낮추기 위한 신뢰성 있는 조치 필요
- 일부 국가의 경우 재정의 취약성을 개선시키기 위해 부채 구조조정 필요
    - 선제적 조치 없이 채무불이행이 발생한 이후 부채 구조조정을 하면 생산, 투자, 민간부문 신용 및 자본 유입의 감소가 크게 나타남

- 세계부채위기 가능성을 감소시키기 위해 국제적 협력 필요
  - 최빈국뿐만 아니라 부채 부실화에 직면해있는 스리랑카와 같은 중위소득 국가를 포함한 다른 국가들의 요청에 신속하게 대응해야 함
- 부채 문제를 효과적이고 예측 가능하며 신속하게 해결을 위한 절차를 마련하는데 비파리 클럽과 민간 채권단 등의 대규모 채권단의 역할이 중요
  - 최근 출범한 세계국가부채협상회의(GSDR)는 기관, 민간 및 공공 채권자의 부채구조조정에 대한 주요 문제점을 식별하고, 해결을 위한 표준지침과 프로세스 설계에 도움이 될 것
- (공급 강화) 잘 설계된 공급 정책은 중기성장을 방해하는 구조적 요인을 해결하고 팬데믹 이후 누적된 생산량 손실을 회복하는데 도움
  - 정책 조치에는 경직적인 규제 및 절차뿐만 아니라 지나친 시장지배력과 지대추구 행위를 줄이기 위한 구조개혁이 포함
  - 이 뿐만 아니라 인프라 개선 및 디지털화 계획에 대한 투자 촉진, 교육에 대한 접근 및 질적 향상을 포함
  - 긴축적인 노동시장을 완화하기 위한 정책은 물가상승률 목표 달성에 도움이 될 것으로 보임
    - 전문직을 위한 단기 훈련 프로그램, 재택근무 및 휴직 정책을 통해 업무 유연성을 높이는 노동법 및 규정 통과, 통상적 이민 재개 등의 적극적 노동시장정책도 포함
  - 시장실패와 같은 마찰적 요인들이 다른 정책을 통해 해결될 수 없을 경우 산업정책 또한 고려할 수 있음
    - 산업정책은 왜곡을 발생시키지 말아야하며 국제협정 및 세계무역기구(WTO)의 규칙과도 일치해야 함
    - 산업정책 조치가 시행되고 있는 국가에서는 불필요한 보조금 경쟁 또는 국내 생산 요건 부과 등의 조치는 피할 필요
    - 이와 같은 조치는 생산성 저하 초래, 무역관계 약화 등을 야기하며, 특히 신흥국과 개발도상국에 피해를 미침

- **(팬데믹 위험 억제) 코로나19 바이러스와 새로운 전염병이 재등장할 위험과 이에 따라 세계 경제에 미칠 잠재적 영향에 대해 경계할 필요**
  - 백신 및 의약품에 대한 접근성 향상 노력, 백신개발 및 향후 전염병에 대한 체계적인 대응에 대한 지원을 포함

#### 다. 장기적으로 더 나은 미래를 위한 정책

- **(다자간 협력 강화) 수 많은 복잡한 문제에 직면한 세계는 경제의 회복력을 강화하고 최선의 결과를 달성하기 위해 협조와 공통적인 대응이 필요**
  - 근본적으로 신뢰를 개선하고 지정학적 분열 고조로 인한 위험을 제한
  - 다자간 무역시스템을 강화하는 것은 공정하고 예측 가능한 무역규칙을 제공함으로써 분열로 인한 위험을 감소시키는데 도움
  - 이를 위해 농업 및 산업 보조금 등 WTO 규정 개선, 새로운 WTO기반 협정 이행, WTO 분쟁해결시스템 복원이 필요
- **(녹색 전환의 가속화) 탄소배출 절감을 위한 진척은 지구온난화를 억제하기에는 불충분하며, 기후변화 완화를 위한 비용을 감축하기 위해서는 당장의 신뢰성 있는 정책 이행 필요**
  - 탄소가격 또는 이와 관련된 정책에 대한 국제적 공조는 효율적이고 빠른 탈탄소화를 가능케 함
  - 화석연료 에너지 투자 감소 및 대체 청정에너지 투자에 대한 연계 조치는 에너지 공급 보장 및 탈탄소를 달성하는데 도움이 됨
    - 녹색 자원 및 전력망 업그레이드에 대한 투자 인센티브, 재생에너지에 대한 허가 프로세스의 완화, 연구개발 지원 등
  - 제27차 유엔기후변화협약 당사국총회에서 기후변화에 적응하기 위한 국제적 공조를 장려했지만, 취약한 국가에 대한 지원을 포함한 더 많은 노력 필요

## II 자연이자율: 동인과 정책적 함의

### 1. 서론

- 같은 국가에서 어떻게 어떤 시기에는 5%의 실질이자율이 너무 낮고, 어떤 시기에는 0%의 실질이자율이 너무 높을 수 있는가?
  - 1979년 연준은 명목이자율을 약 14%로 인상했고 실질이자율은 5%에 육박했으나 이 이자율이 당시 급격한 물가 상승을 억제하는 데 불충분하다고 인식됐고 다음 해 물가상승률이 약 15%에 이르는 등 실제로도 그렇게 판명됨
  - 반면, 2008년 금융위기 때는 연준이 명목 및 실질이자율을 0%에 가깝게 인하했으나, 이 이자율이 수요와 물가상승을 촉진하기에 충분하지 않다고 평가됐고 이후 충분한 근거가 확인됨
- 실질이자율의 거시경제적 영향은 기준 지표 대비 상대적인 높낮음에 따라 다른데, 이때 기준 지표가 자연이자율이며 자연이자율도 시간에 따라 변함
  - 자연이자율은 경제를 진작시키지도, 긴축시키지도 않으며 잠재 생산량 및 안정적 물가상승률과 일치하는 실질이자율을 의미
  - 자연이자율은 통화정책과 무관하고, 기술 진보, 인구구조, 불평등, 안전·유동자산에 대한 선호 변화와 같은 실질 현상에 의해 결정된다고 간주
  - 실질이자율이 자연이자율보다 낮으면 경기를 부양해 수요와 물가상승을 촉진하는 경제의 가속장치의 역할을 하고, 높으면 생산량과 물가상승을 억제하여 경제의 제동장치의 역할을 함
- 자연이자율은 통화정책과 재정정책 수행에 중요
  - 통화정책 입안자는 정책 효과 측정과 기조 평가를 위해 자연이자율이 중요
  - 또한 정부는 채무를 장기에 걸쳐 상환하기 때문에 전반적인 차입비용과 공공 채무 지속가능성 판단을 위해 자연이자율이 중요

- 최근 전 세계적으로 물가와 정부 채무가 급증하면서 이에 대한 관심이 고조
  - 통화정책 긴축으로 실질이자율이 소폭 상승했는데, 중앙은행이 물가상승률을 목표 수준으로 되돌리기에 충분할 만큼 인상했는지는 자연이자율에 의존
  - 높은 채무 수준에 따른 정부 부담이 어느 정도인지도 자연이자율에 의존
  
- 이번 장에서는 자연이자율 변화와 그 동인, 전망을 분석하고 이에 대한 정책적 시사점을 도출
  - 자연이자율은 어떻게 변화해왔는가?
  - 이러한 변화의 동인은 무엇인가?
  - 이러한 동인과 자연이자율의 단기 및 중기 전망은 어떠한가?
  - 이러한 전망은 통화 및 재정정책에 어떠한 영향을 미칠 것인가?
  
- 이를 위해 다양한 방법으로 자연이자율을 분석
  - 다양한 만기, 다양한 국가의 실질이자율 추세에 대한 정형화된 사실을 검토
  - 자연이자율을 단순한 모형과 이론적 제약이 추가된 모형으로 추정하고 두 모형의 추정치를 비교
  - 강건성을 높이기 위해 자연이자율 요인 변화에 대한 대안 시나리오를 분석
  
- 분석 결과, 장기적으로 자연이자율이 하락하거나 낮은 수준을 유지할 것으로 전망돼 정책적 함의를 시사
  - 지난 40년간 대부분 선진국과 일부 신흥국의 실질이자율 하락은 인구통계학적 변화와 생산성 둔화에 따른 공통 추세가 중요한 역할을 함
  - 국제 자본 시장이 개방되면서 국제적 동인도 결정적 요인이 되었지만, 종합적으로 순 자본 흐름과 자연이자율에 미치는 영향은 제한적
  - 신흥국의 자연이자율이 선진국 수준으로 하락하면서 각국의 자연이자율은 향후 20~30년 내 수렴할 전망

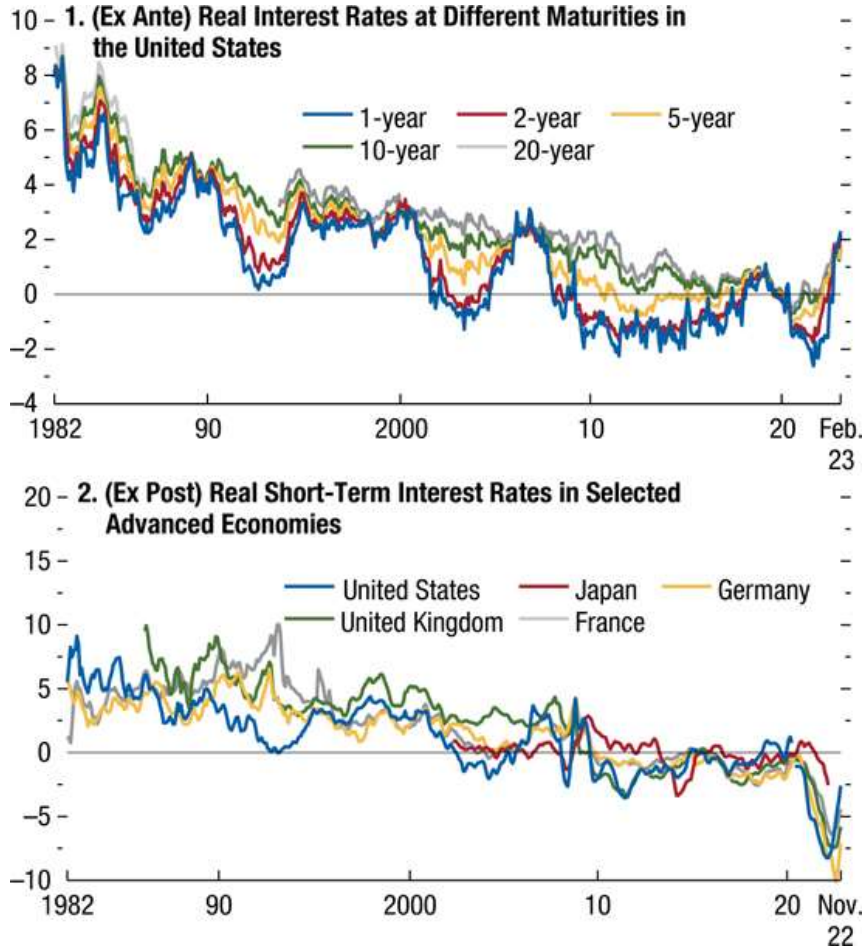
- 장기적으로 물가인상률이 목표 수준으로 복귀함에 따라 자연이자율도 팬데믹 이전 수준으로 하락하면 실효금리 하한이 통화정책을 다시 제약할 수 있음
- 낮은 자연이자율이 재정정책 부담을 완화할 수 있으나, 그럼에도 불구하고 장기 채무 지속가능성 보장을 위해 재정건전화 필요

## 2. 실질이자율의 장기 추세

- 자연이자율에 앞서 그 기준점인 실질이자율 추세를 조사한 결과, 실질이자율은 지난 40년간 다양한 만기에서, 여러 선진국에서 지속적으로 하락
  - 1~20년 만기별 미국 재무부 국채 이자율에서 클리블랜드 연준의 기대 인플레이션 추정치를 차감해 사전적 실질이자율을 산출한 결과, 모든 만기 구조에서 이자율이 하락([그림 II-1]의 패널 1 참고)
  - 미국, 일본, 독일, 영국, 프랑스 등 5개 선진국의 사후적 실질이자율을 비교한 결과, 역시 하락 추세가 나타났고 점차 수렴([그림 II-1]의 패널 2 참고)
- 반면, 신흥국의 실질이자율은 2000년대 들어서 안정적으로 유지되어 선진국-신흥국 간 비동조화 현상이 발생([그림 II-2] 참고)
  - 선진국-신흥국 간 경상수지가 대체로 균형이기 때문에, 두 집단 간 강한 수렴을 방해하는 마찰이 잔존함을 시사

[그림 II-1] 실질이자율 추세

(단위: %)

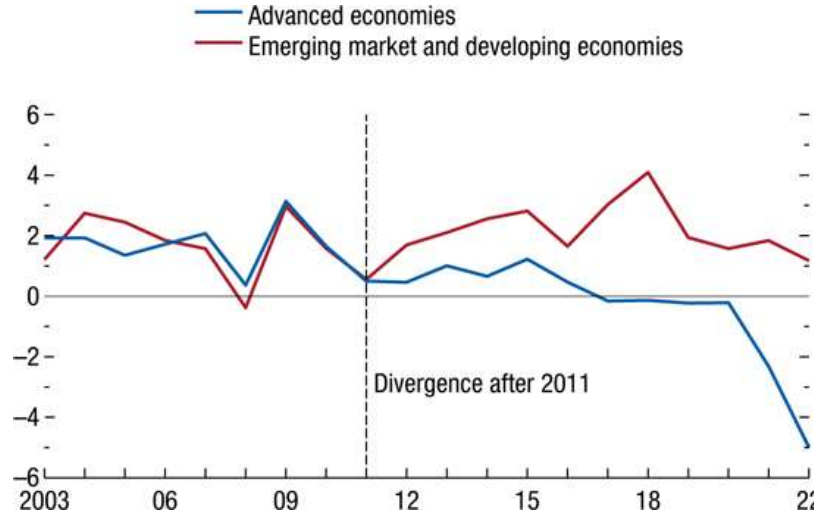


주: 패널 1의 실질이자율은 미국 재무부 국채 이자율에서 클리블랜드 연준의 기대 인플레이션 추정치를 차감. 패널 2의 실질이자율은 3개월 만기 은행 간 금리에서 향후 3개월 실현된 물가상승률 평균을 차감. 자세한 산식과 출처는 온라인 부록 2.1 참고.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 2.1

[그림 11-2] 선진국과 신흥·개도국의 사후 실질이자율

(단위: %)



주: 34개 선진국, 25개 신흥국 및 개도국을 시장 환율 기반 GDP 가중치로 합산. 실질이자율은 1년물 이상 채권 수익률에서 소비자 물가 상승률을 차감해 계산.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 2.2

### 3. 자연이자율 측정

#### ○ 자연이자율은 비관측, 잠재 변수이기 때문에 측정을 위해 이론 가정이 필요

- 첫 번째 접근법은 총공급, 총수요, 이자율, 물가상승률 간 최소한의 거시경제적 관계에 기반한 모형으로, 명료하고 단순해 분석의 출발점으로 삼기에 용이
- 두 번째 접근법은 광범위한 미시경제 이론에 기반한 모형으로, 동인에 대한 설명이 풍부

#### 가. 1개국 자연이자율 추정

#### ○ 새케인즈학파 관점에서 공급, 수요, 이자율, 가격 간 일련의 관계를 가정하는 Holston, Laubach, and Williams(2017; 이하 HLW)<sup>3)</sup> 모형을 추정

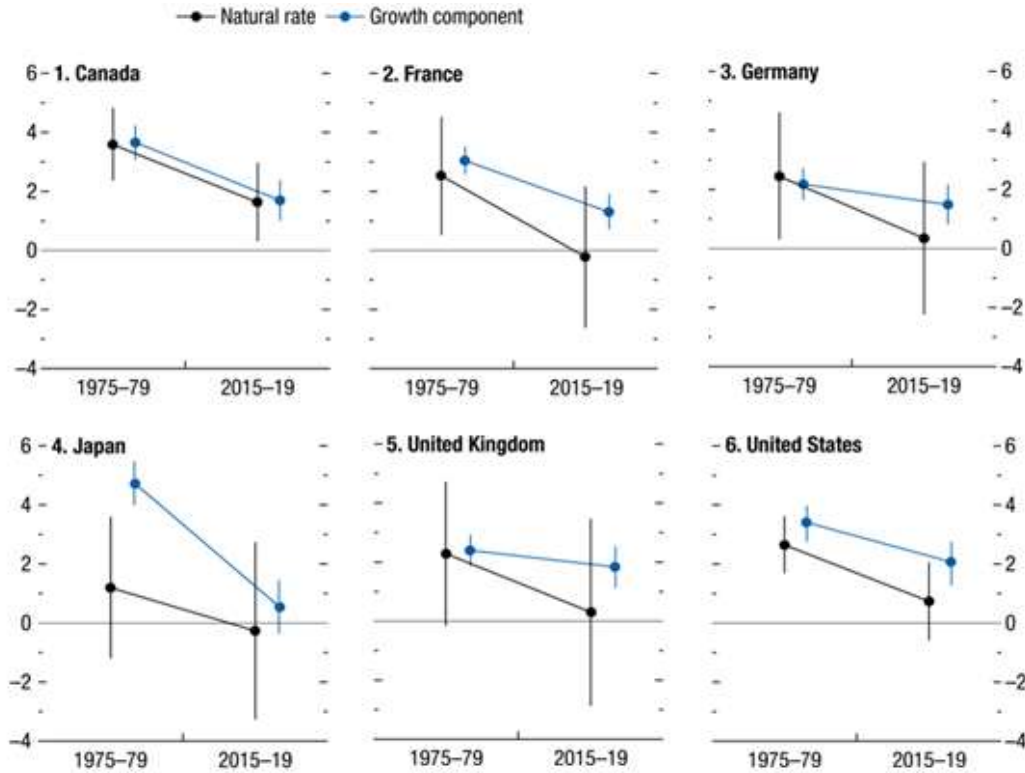
- 이 모형에서 자연이자율은 경제성장률 추세 등 다양한 충격에 의해 변화

3) Holston, Kathryn, Thomas Laubach, and John C. Williams, "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants," *Journal of International Economics*, 108, 2017.

- 자연이자율은 총공급 또는 총수요에 대한 일시적 충격이 소멸되면 생산량과 물가상승률은 각각 잠재생산량과 물가상승률 목표치로 회귀하는 것으로 정의
- 국가 간 상호작용을 고려하지 않으며, 국가별로 추정
- 자연이자율 변화를 ① 장기 성장 추세 변화와 ② 국내외 동인을 포함한 기타 요인으로 분해
- HLW 모형의 한 가지 단점은 이 모형의 경우 장기간의 데이터가 새케인즈 모형에 의해 합리적으로 설명 가능한 선진국에만 적용할 수 있도록 설계되었다는 점
  - 신흥국에 대해서는 다음 절에서 논의하는 구조 모형을 통해 논의
- 6개 선진국의 1975~79년과 2015~19년 자연이자율과 추세 성장 기여를 추정한 결과, 지난 40년간 자연이자율이 하락([그림 II-3] 참고)
  - 국가별로 이자율 수준 자체는 상이하나, 감소 폭은 대부분 2%p를 소폭 상회하는 등 유사
    - 같은 기간 실질이자율의 하락 폭(약 5%p)보다 작으며, 높은 물가상승률에 대응한 1980년대 초 긴축적인 통화정책 등이 반영됐을 가능성
  - 자연이자율 추정치의 불확실성이 공통적으로 매우 큼
    - 이자율과 생산량 갭, 생산량 갭과 물가상승률의 관계가 약해 생산 및 물가상승률 변동이 자연이자율 수준에 대한 정보를 거의 주지 못하기 때문
    - 다만, 추세 성장 요인은 신뢰구간이 짧게 잘 추정됐는데 생산량이 추세 성장에 대한 정보를 직접적으로 주기 때문
  - 선진국 간 추세 성장 요인이 서로 상이함에도 자연이자율의 하락은 유사
    - 일본을 제외하고, 자연이자율은 추세 성장 요소가 암시하는 수준보다 더 하락
    - 국내 추세 성장 외 일부 요인이 자연이자율 변화를 더 잘 포착할 수 있음을 시사
    - 각국의 자연이자율이 수렴하는 모습으로 볼 때 선진국 간 자본시장 통합 진전이 고려될 수 있고 국제적 파급 효과를 명시적으로 고려한 확장 모형을 ‘3-다’ 절에서 논의

[그림 11-3] 주요 선진국 자연이자율의 칼만 필터 추정치

(단위: %)



주: 범위는 90% 신뢰구간을 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 2.3

## 나. 코로나19 팬데믹 중 자연이자율

### ○ 동 모형을 이용해 통화당국이 팬데믹 기간 중 통화정책을 얼마나 완화했고 이후 긴축을 얼마나 빨리 했는지 평가([그림 11-4] 참고)

- 자연이자율은 현재 추정치(사후적으로 2022년 3분기까지의 전체 데이터를 사용, 적색 점)와 당시 추정치(때 분기 추정 시점까지의 데이터를 사용해 동시적으로 추정, 청색 점), 두 방식으로 추정

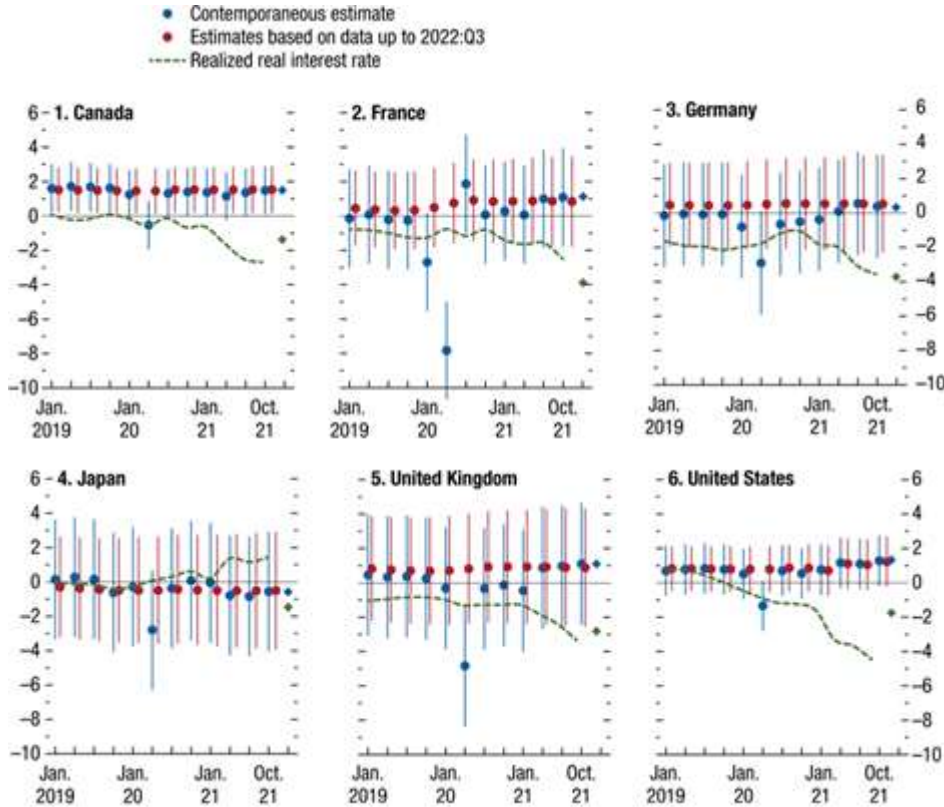
- 사후 평가가 아닌 당시 추정에 근거한 합리적 결정인지 확인

- 실질이자율(녹색 점선)은 2022년 4분기 실제치를 사용

- 실질이자율이 자연이자율보다 낮으면 통화정책이 확장적이었다고 판단

[그림 II-4] 실질이자율과 자연이자율: 주요 선진국의 당시 추정치와 현재 추정치

(단위: %)



주: 범위는 90% 신뢰구간을 나타냄. 모수는 코로나19 팬데믹 이전 데이터로 추정. 각 그림 가장 우측의 청색 마름모는 2021년 4분기 추정치, 녹색 마름모는 2022년 4분기 실제치.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 2.4

○ 현재 추정치와 당시 추정치는 팬데믹 초기 자주 상당한 차이를 보였고 대체로 당시 추정치가 통화정책이 훨씬 더 긴축적이었다고 시사

- 이는 팬데믹 초기 충격이 매우 이례적이고 수급 변동이 크고 빨랐다는 인식과 일치
- 당시 추정치는 공급 충격이 영구적인 요소가 예외적인 낮은 자연이자율을 생성하여 통화정책이 긴축적이었다고 간주했지만, 현재 추정치는 이러한 오인을 점진적으로 정정

○ 그러나 팬데믹 이후에는 통화정책이 완화되었고 두 추정치가 근접

- 대부분의 지역에서 자연이자율이 약간 상승하는 데 그쳤지만, 물가상승률이 실질이자율을 잠식하면서 통화정책이 완화됨

- 적색 점과 청색 점이 매우 가까워졌는데 이는 그 당시에 알려지지 않았던 많은 요소들을 현재 데이터가 알려주지 않는다는 것을 의미

## 다. 다국가 자연이자율 추정

### ○ 국가 간 파급 효과를 반영하기 위해 Wynne and Zhang(2018)<sup>4</sup>과 유사한 개방 경제 모형으로 확장

- 국제거시경제 이론에 따르면 국가 간 자본이 이동할 때 자연이자율은 국내적 요인뿐만 아니라 국제적 요인에 의해 결정
- 직관적으로 해외 성장이 높아지면 해외 수익률도 증가하여 국내 투자자에 대한 더 많은 보상이 필요하고 국내 자연이자율이 상승
- 또한 국내 자연이자율의 변화는 국내 경제성장률에 영향을 미쳐 유사한 경로로 해외 자연이자율을 변화시킴

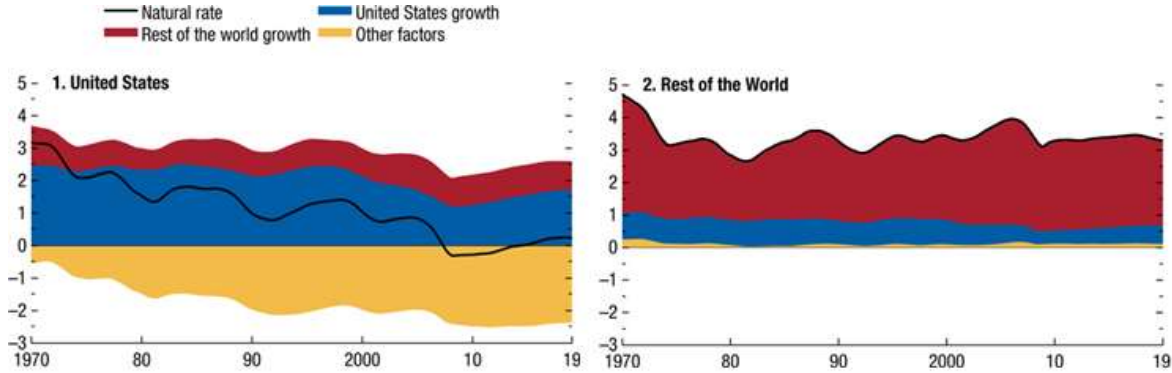
### ○ 미국과 나머지 국가로 구성된 2개국 모형을 분석한 결과, 앞선 결과와 마찬가지로 미국의 자연이자율은 지난 50년간 약 2%p 하락했지만, 나머지 국가의 이자율은 1970년대 중반 이후 안정적([그림 11-5] 참고)

- 두 지역 모두 해외 성장 요인보다 국내 성장 요인이 더 중요
- 신흥국과 개발도상국의 빠른 성장이 선진국의 장기 경기 둔화를 상쇄해 나머지 국가의 높고 안정적인 자연이자율을 견인
- 국가 간 영향은 두 가지 상반된 경로로 파급
  - 나머지 국가의 성장(적색 영역)은 미국의 자연이자율 상승을 지지
  - 기타 요인(황색 영역)은 미국의 자연이자율을 지속적으로 하락시켰는데, 이는 안전하고 유동성 높은 미국 자산에 대한 해외의 수요 증가(특히, 금융위기 이후)가 미국의 이자율을 하락시켰다는 견해와 일치

4) Wynne, Mark A., and Ren Zhang, "Estimating the Natural Rate of Interest in an Open Economy," *Empirical Economics*, 55, 2018.

[그림 II-5] 자연이자율 측정: 국제 파급 효과의 역할

(단위: %)



주: 나머지 국가는 호주, 오스트리아, 벨기에, 브라질, 캐나다, 중국, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 인도, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 한국, 네덜란드, 노르웨이, 포르투갈, 러시아, 남아프리카공화국, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국을 지칭

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 2.5

#### 4. 자연이자율 동인

- 앞의 결과는 경제성장률이 자연이자율을 결정하는 중요한 요소라는 점을 제시하지만, 보다 근본적인 동인에 대해 살펴볼 필요
  - 경제성장은 인구구조와 생산성 등 다양한 요인의 결과이지 자연이자율을 결정하는 근본적인 요인은 아님

##### 가. 기존 이론

- 생산성 성장, 인구구조, 재정정책, 시장지배력 및 노동소득분배율 등 거시경제적 동인은 주로 장기 추세를 주도
  - (생산성 성장) 생산성 성장이 높아지면 자본의 한계생산이 증가하고 저축자의 대출에 대한 기회비용이 증가해 이자율이 상승
  - (인구구조) 출산율, 사망률 등 요인이 경제성장률, 부양 비율, 길어진 은퇴 기간에 대비한 저축액을 변화시켜 복잡하고 시기에 따라 다른 양상으로 이자율에 영향

- (재정정책) 정부 차입이 증가하면 더 많은 저축이 필요해 이자율이 상승할 수 있으나, 그 크기는 공공 채무에 대한 민간 투자의 대체 정도에 따라 달라짐
  - (시장지배력과 노동소득분배율) 시장지배력 증가는 미래의 생산 및 투자 수요를 억제하여 일반적으로 이자율을 낮추나, 배당금을 노동자에서 자본 소유자로 이동시키는 영향도 존재해 종합적으로 영향이 불분명
  - (기타) 민간 소비 및 저축에 대한 정부 과세, 불평등 심화로 인한 저축 증가, 그리고 여러 경로 간의 잠재적 상호작용 등도 영향
- 국제 자본 이동 및 안전 자산의 희소성, 위험 회피 및 레버리지 순환 등 금융 동인은 주로 중단기 변동을 주도
- (국제 자본 이동 및 안전 자산의 희소성) 국제 자본시장 통합으로 인한 국제적 파급 효과는 두 가지 주요 경로로 자연이자율에 강력한 영향
    - 빠르게 성장하는 신흥국은 대체 투자 기회를 제공하여 선진국의 자본 유출과 자연이자율 상승을 야기
    - 미국 국채와 같이 안전하고 유동성이 높은 자산의 공급이 특히 신흥국의 빠르게 증가하는 수요를 따라가지 못해, 안전 자산의 가격이 상승하고 수익률은 하락
  - (위험 회피와 레버리지 변동) 선진국 국채와 같이 안전하고 유동성이 좋은 자산은 편의수익이 발생하는데, 이는 변동적이고 국제적 위기가 디레버리징으로 이어질 때 증가할 가능성이 큼

## 나. 새로운 이론 체계

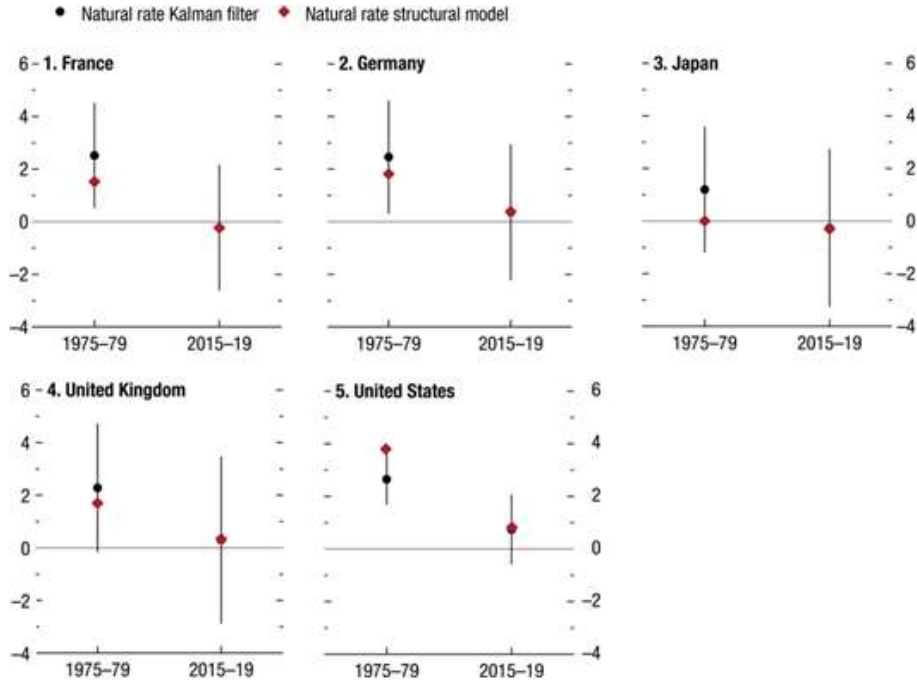
- 여러 요인들의 정량적 영향을 비교하기 위해 Platzer and Peruffo(2022)<sup>5)</sup>에 기반한 모형(이하 PP 모형)을 분석
- 이 모형은 하나의 틀에 여러 요인들을 포함하고 각각의 기여도를 측정할 수 있다는 중요한 장점을 보유

5) Platzer, Josef, and Marcel Peruffo, "Secular Drivers of the Natural Rate of Interest in the United States: A Quantitative Evaluation," IMF Working Paper, 2022/030, International Monetary Fund, 2022.

- PP 모형은 “실물” 거시경제 모형으로 앞에서 논의한 금융 동인에 대한 분석에 한계가 있지만, 국가 간 자본 흐름이 국내 이자율에 미치는 영향에 대해서는 분석 가능
  - 동 모형은 미국, 일본, 독일, 영국, 프랑스 등 5개 선진국과 중국, 인도, 브라질 등 3개 신흥국을 대표하도록 설정
  - 인구구조 변화, 연령-임금 곡선, 상위 10%의 소득점유율, 생산성 추세, 은퇴 연령, 연금의 평균 소득대체율, 노동소득분배율, 정부부채, 공공지출 등으로 각국의 특성을 반영
- PP 모형 분석 결과 HLW 모형과 유사하게 자연이자율이 하락하였고([그림 11-6] 참고), 지난 40년간 특정 요인이 지배적이진 않았으나 공통 요소들이 자연이자율을 움직여 국제 동조의 일부를 설명([그림 11-7] 참고)
- 8개국 모두 인구 고령화가 자연이자율에 부정적 영향을 미쳤고 특히 중국, 일본, 독일에서 그 영향이 컸음
  - 총요소생산성 성장은 모든 선진국에서 감소했으며, 이는 때때로 자연이자율의 최종 하락 폭 이상을 기여
  - 재정정책은 모든 국가, 특히 일본과 브라질에서 자연이자율의 중요한 상승 요인으로 작용
    - 일본에서는 공공부채가 GDP 대비 200% 이상 증가해 총요소생산성 성장 또는 인구통계적 요인의 음(-)의 기여도를 상쇄하고도 남음
    - 브라질에서는 공공부채의 증가도 중요한 역할을 하지만, 조세로 조달한 공공 소비의 큰 증가가 주로 재정 동인의 양(+)의 기여를 설명
  - 순 국제 자본 이동은 예상과 일치하는 방향으로, 유의하지만 작은 영향을 미침
    - 음(-)의 기여도가 미국에서 가장 컸는데, 신흥국의 안전자산 수요로 인한 자본 유입이 투자를 위한 해외로의 자본 유출보다 많다는 점을 잠재적으로 반영
    - 이와 대조적으로, 일본에서는 초과 국내 저축이 빠르게 성장하는 외국에 투자됨에 따라 자연이자율이 상승
    - 3개 신흥국에서는 방향이 혼재

[그림 II-6] 자연이자율 추정: 모형 비교

(단위: %)

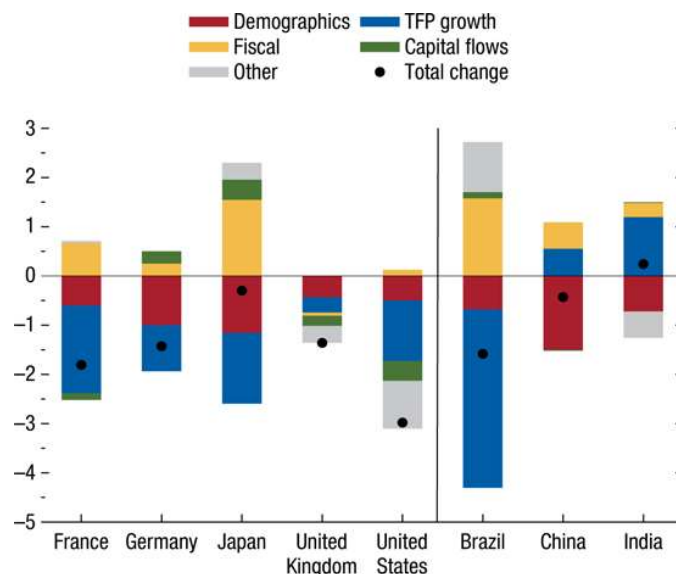


주: 칼만 필터는 Holston, Laubach, and Williams(2017)에 기반해 추정. 구조적 모형은 Platzer and Peruffo(2022)에 기반해 추정. 2015~19년 구조적 모형 추정치는 칼만 필터 추정치와 중첩되도록 보정. 범위는 90% 신뢰구간을 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 2.6

[그림 II-7] 1975~79년 ~ 2015~19년 중 주요국의 자연이자율 변동 요인

(단위: %p)



출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 2.7

## 5. 자연이자율 전망

### 가. 기준선 시나리오

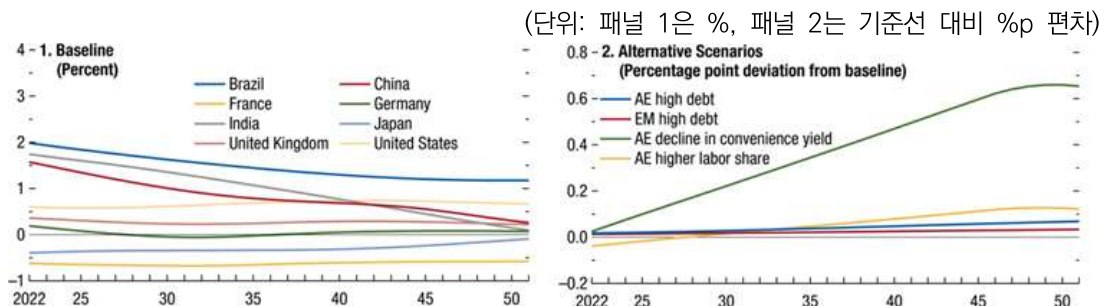
#### ○ 동인에 대한 다음의 가정을 PP 모형에 적용해 향후 이자율을 전망

- 인구 추세는 UN 인구 전망을 따름
- 공공 채무는 2018년까지는 IMF 세계경제전망의 전망치, 이후는 일정하게 유지
- 다른 동인들은 2015~2019년 수준을 유지
- 신흥국의 총요소생산성 성장은 기술 첨단에 근접함에 따라 장기적으로 선진국 평균에 수렴

#### ○ 선진국의 자연이자율은 팬데믹 이전 수준으로 복귀하고 신흥국의 자연이자율은 크게 하락할 전망([그림 II-8] 패널 1 참고)

- 선진국의 경우 인구구조 변화는 이미 상당히 진행되었기 때문에 향후 고령화로 인한 추가적인 부정적 영향은 완화되는 반면, 공공채무 증가는 이자율을 상승시키는 역할
- 신흥국은 고령화가 수십년 동안 가속화되고 생산성이 둔화돼 이자율이 하락
  - 특히 중국은 향후 30년간 자연이자율이 1.5%p 하락해 2050년에는 0%에 근접할 전망

[그림 II-8] 자연이자율의 모의실험 경로



주: 패널 2의 편의 수익 하락은 양(+)의 편의 수익 모형에서 계산  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 2.8

## 나. 여러 대안 시나리오

### ○ 여러 가정을 변화시킨 대안 시나리오들을 검토한 결과, 자연이자율 전망치의 변화는 기준선 시나리오의 약 $\pm 60\text{bp}$ 내에서 제한적일 전망([그림 11-8] 패널 2 참고)

- (정부부채 증가) 정부가 가계 재정 지원을 확대해 부채가 2050년까지 GDP 대비 25% 더 증가하면 민간 저축에 대한 수요가 증가하여, 대부분 국가에서 자연이자율이 5~10bp 미만 상승
- (편의수익 감소에 따른 선진국 정부의 차입비용 증가) 투자자들의 선진국 국채 선호가 감소해 안전자산 프리미엄이 2000년 이전 평균 수준으로 하락하면, 선진국의 자연이자율은 향후 30년간 70bp 상승
- (선진국의 노동소득분배율 증가) 팬데믹 이후 노동시장 변화로 노동자의 협상력이 계속 향상됨에 따라 선진국의 노동소득분배율이 1970년대 중반 수준으로 복귀하면, 자연이자율은 2050년까지 6~19bp 상승
- (에너지 전환) 2015년 파리기후협약의 계획대로 세계경제가 2050년까지 더욱 친환경적이고 지속가능하도록 전환하면, 에너지가격 상승으로 인해 자본의 한계생산과 투자 수요가 감소해 중기적으로 자연이자율이 하락
  - 2020년 10월 WEO에서 언급한 시나리오들의 경우 2050년까지 자연이자율이 흑 모양의 자취로 50bp 하락
  - 적자재정으로 저 탄소배출 자본 및 기술에 대규모로 투자한다면, 자연이자율이 일시적으로 30bp 상승
- (탈세계화) 국제무역 분절과 국제금융 분절이 자연이자율에 미치는 영향은 40bp 하락에서 20bp 상승으로 지역 및 대외 포지션에 따라 상이
  - 국제무역 분절의 영향은 국제 공급망의 축소를 반영하여 지역마다 상이하며, 국제무역 분절만 고려할 경우 그 영향의 크기는 위 수치보다 작음
  - 국제금융 분절은 국제무역 분절의 영향을 더욱 확대시키는데, 경상수지 적자 국가(미국 등)는 자금 조달이 더 어려워져 자연이자율이 상승하는 반면, 흑자 국가(신흥국 등)는 초과 저축이 자국으로 들어와 자연이자율이 하락

## 6. 정책적 함의

- **앞선 모의실험 결과, 자연이자율은 선진국에서는 낮은 수준에 머물고 신흥국에서는 선진국 수준으로 수렴할 것으로 전망되며, 이는 통화정책과 재정정책에 대한 함의를 시사**

### 가. 통화정책

- **자연이자율이 낮게 유지되거나 더 하락하면 중앙은행이 명목이자율을 인하할 수 있는 정책여력이 제한**
  - 통화당국은 대차대조표 확대, 선제적 정책지침 등 팬데믹 이전 10년간 시행했던 비전통적 통화정책에 다시 의존해야 할 수 있음
  - 또한 물가하락이 지속되면 저성장, 불안전 고용 등을 장기간 겪을 수 있음
  - 안정화 정책으로 재정정책이 더 큰 역할을 담당하고 재정정책과 통화정책 간 공조가 필수적일 수 있음
  - 영구적으로 더 높은 물가상승률의 비용과 통화정책 여력 확대의 편익을 비교하면서 적절한 수준의 물가상승률 목표에 대한 논쟁도 재촉받을 수 있음

### 나. 재정정책

- **최근 코로나19 팬데믹에 따른 정부부채 급증과 고물가에 따른 정책금리 인상으로 부채의 지속가능성에 대한 우려가 부상함에 따라, 자연이자율 하락이 부채의 지속가능성에 미치는 영향을 부분균형모형으로 분석**
  - 부채 지속가능성 분석의 핵심 요소는 실질이자율과 경제성장률 간 차이로, 경제성장률이 실질이자율보다 높으면 부채의 지속가능성을 훼손하지 않고도 더 큰 기초재정수지 적자 유지 가능
  - PP 모형의 자연이자율과 성장 전망을 가정하고 앞 절에서 제시한 8개 선진국 및 신흥국의 여러 시나리오에 대해 채무 동학을 비교
  - 정부 채권이 다른 자산에 비해 프리미엄, 즉, 편익 수익을 가진다고 가정

- 저축자는 유동성, 안전성, 규제 요건으로 정부 채권을 보유하는 것을 선호
  - 정부 채권이 편의 수익을 가지면 정부는 더 할인된 비용으로 차입 가능
  - 그러나 공공 부문이 채무를 더 많이 축적할수록 정부 채권은 저축자들에게 덜 매력적이 되고 정부의 차입 비용은 증가
- PP 모형의 예측과 GDP 대비 채무 비율에 대한 편의 수익의 탄력성을 이용해 각 채무 수준에 대한 장기 채무 안정화 기초재정수지를 식별
  - 현재의 기초재정수지 가정하에서 필요한 재정 건전화 수준은 기준선 시나리오와 두 대안 시나리오(고부채, 1970년대 노동소득분배율)로 계산
- 부채의 지속가능성을 위해 기준선 시나리오에서 미국은 GDP 대비 약 3.71%p, 중국은 그보다 더 큰 약 7.63%p의 기초재정수지 적자 감축이 필요(〈표 II-1〉 참고)
- 미국의 경우 고부채 시나리오에서 GDP 대비 약 3.94%p, 고 노동소득분배율 시나리오에서 3.75%p로 기준선 전망보다 더 큰 재정건전화가 필요
  - 중국의 재정건전화 조치 필요 규모가 큰 이유는 2022년 기초재정수지 적자 규모가 GDP의 7.5%로 컸기 때문
  - 모든 시나리오에서 재정 조정은 단기 또는 중기에 시행될 수 있다고 가정하며, 2022년 기초재정수지 적자가 작을수록 재정건전화 조치 지연에 따른 재정 비용이 감소
  - 재정여력에 대한 추론은 부채에 대한 이자율의 민감도 등에 따라 불확실
    - 민감도가 높을수록 기초재정수지 흑자를 통해 지속가능한 부채의 임계값이 낮아져 재정여력이 감소

### 〈표 II-1〉 다양한 시나리오에서의 필요 재정 조정

(단위: 기초재정수지 적자 변화, GDP 대비 %p)

	Baseline	Scenarios	
		Higher Debt	1970s Labor Share
Near-Term Adjustment			
United States	-3.71	-3.94	-3.75
China	-7.63	-7.69	-7.63
Additional Consolidation Needed for Medium-Term Adjustment (three years)			
United States	-0.17	-0.18	-0.17
China	-0.47	-0.49	-0.47
Additional Consolidation Needed for Medium-Term Adjustment (five years)			
United States	-0.29	-0.32	-0.29
China	-0.87	-0.93	-0.87

주: 필요 재정 조정은 WEO 데이터베이스의 2022년 기초 재정수지 적자와 모형에 기초해 GDP 대비 부채를 안정화하는 기초재정수지 적자 간의 차이로 계산.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Table 2.1

## 7. 결론

### ○ 이번 장에서는 자연이자율의 변동 여부를 연구

- 실질이자율이 지난 40년간 지속적으로 하락한 뒤 팬데믹 이후 통화정책 긴축 등으로 인해 많은 국가에서 상승
- 실질이자율의 장기 기준점으로서 자연이자율이 동반 상승했는지 여부는 자산 가격 결정과 통화 및 재정정책 판단에 중요
  - 자연이자율이 높아지면 정부부채 비율 안정을 위해 요구되는 기초재정수지가 증가해 재정여력이 감소
  - 반면, 장기적으로 명목이자율 역시 상승하므로 중앙은행이 실효금리 하한에 직면하는 문제를 줄여 통화정책 여력이 증가

### ○ 분석 결과, 최근 실질이자율 상승은 일시적일 가능성이 높음

- 선진국 중앙은행들은 물가 인상압력이 통제되면 통화정책을 완화할 것임에 따라 실질이자율도 팬데믹 이전 수준으로 복귀

- 주요 신흥국은 미래 인구통계 및 생산성 추세에 대한 기준선 전망하에서 선진국 실질이자율 수준으로 점진 수렴할 전망
- 이에 따라 ‘실효금리 하한’ 제약과 ‘장기간의 저금리’ 문제가 재부상할 수 있음
  - 실효금리 하한 상황에서 중앙은행 대차대조표 관리와 선제적 정책지침을 통한 비전통적 통화정책은 표준적인 안정화 수단이 될 수 있음
    - 물가상승률의 적절한 목표에 대한 논쟁이 재촉받을 수 있음
  - 반면, 영구적으로 낮은 실질이자율은 재정 지속가능성이 보장된다면 재정여력을 증가시키고 재정당국이 경제 안정화에 더 적극적인 역할 수행을 가능케 함
    - 이 경우 중앙은행의 신뢰성이 장기적으로 훼손되지 않도록 재정 및 통화당국의 역할 범위와 책임을 명확히 하는 것이 중요

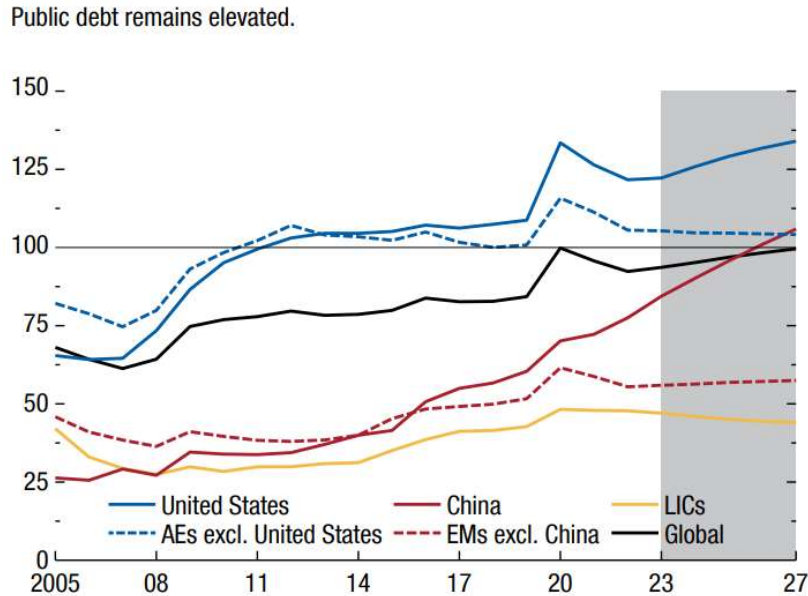
### Ⅲ 치솟는 공공부채 대처 방안

#### 1. 서론

- 2020년에는 GDP 대비 공공부채비율(이하 부채비율)의 세계 평균이 100%에 근접하는 등 부채비율은 코로나19 기간 동안 전 세계적으로 급증했으며, 전 세계 절반 정도는 팬데믹 이전 수준보다 높게 유지될 것으로 예상([그림 Ⅲ-1] 참고)
  - 높은 부채비율은 특히 국제 금융여건 긴축, 경제성장 전망 악화, 미국 달러 강세를 고려할 때 정책입안자들에게 상당한 우려 사항
  - 특히 신흥시장에서 최근 국내 금융기관의 국채보유 증가는 높은 공공부채 비용을 더욱 악화시킴
    - 국내 기관이 민간부문에 대출할 수 있는 자원을 제한하고 정부-은행 간 악순환의 위험을 증가시킴
- 이 장에서는 재정건전화(기초재정수지 증가), 성장 및 인플레이션의 효과를 포함하여 부채비율을 감소시키기 위한 정책들을 검토
  - 재정건전화는 여러 목표를 달성할 수 있으나 이 장에서는 부채비율에 미치는 영향에 초점
  - 또한 일반적으로 최후의 선택수단인 채무재조정의 역사적 사례들을 살펴보고 부채 감축에 효과적인 요인을 분석
    - 채무재조정이 종종 국가의 정책 선택이 아니라 점을 염두에 두어야 하며, 여기에는 채권자와 채무자 간의 복잡한 협상과정이 포함되고 상당한 경제적 비용, 조정 문제 및 평판 위험이 수반될 수 있음

[그림 III-1] 공공부채 추이

(단위: GDP 대비 %)



주: 명목GDP 가중치 평균을 나타냄. 음영영역은 전망 기간. 샘플은 32개 선진국, 45개 신흥국, 12개 저소득 국가로 구성된 균형 패널로 구성. AE=선진국, EMs=신흥국, LICs=저소득 국가  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 3.1.

○ 재정건전화는 GDP에 미치는 효과에 대해서는 방대한 연구가 이루어졌으나, 재정정책이 부채비율에 미치는 영향에 대한 연구는 훨씬 적음

- 재정건전화는 부채와 GDP를 모두 감소시킬 것으로 예상되므로 재정정책이 부채비율에 미치는 순효과는 불분명
- 채무재조정이 부채비율에 미치는 효과에 대한 실증문헌은 상대적으로 제한적이며, 채무재조정의 전반적인 효과와 재정정책과의 상호작용에 대한 연구는 거의 이루어지지 않음

○ 이러한 배경에서 이 장에서는 아래의 대한 질문에 답변을 시도

- 과거에 국가들은 부채비율을 어떻게 줄였는가? 성장, 물가상승률 등 여러 요인들의 기여는 무엇이었는가?
- 5년 이상 부채비율을 지속적으로 줄이기 위해 서로 다른 정책 접근 방식이 얼마나 효과적인가? 재정건전화 및 채무재조정이 부채비율에 미치는 단기 및 중기(1년~5년)의 효과는 무엇이며, 재정건전화와 채무재조정은 어떤 상호작용을 하는가?

- 어떤 조건 하에서 재정건전화와 채무재조정이 부채비율을 지속적으로 감소시킬 가능성이 더 높은가?

- 역사적 경험은 오늘날 높은 부채에 직면한 국가들에게 어떤 교훈을 주는가?

○ 본 장은 지난 20년 간 선진국 및 신흥국에 대한 최신 재정총량 데이터 및 광범위한 채무재조정 사례를 이용하여 새로운 증거를 제시

- 정보가 있는 경우 저소득 국가도 분석 대상에 포함
- 또한 1978년~2019년 기간 동안 재정적자 감축이 목표였던 재정건전화 조치의 역사적 사건에 대한 최신 데이터를 사용

○ 주요 결과는 아래와 같음

- 시의적절하고 잘 설계된 재정건전화는 부채비율을 지속적으로 낮출 가능성이 높음
- 재정건전화의 부채비율 감소 효과는 다양한 요인에 의해 영향을 받음
  - (1) 국내 또는 세계 경제 확장기이고 국제 위험회피도 및 금융 변동성이 낮으며, (2) 구축 효과가 크고, (3) 건전화가 수입 증가 보다 지출 감소에 의해 더 많이 주도될 경우 부채감소에 성공할 확률이 높아짐
- 동시에, 이런 조건이 항상 유지되는 것은 아니고 부분적으로는 재정건전화가 GDP 성장을 둔화시키는 경향이 있기 때문에 보통 재정건전화가 부채비율에 미치는 영향은 미미
  - 예상치 못한 공기업 보전, 우발부채의 실현, 통화가치 하락 등은 부채 감축 노력을 더욱 상쇄시킬 수 있음
- 채무재조정은 일반적으로 부채를 줄이기 위한 다른 노력이 실패했을 때 최후의 수단으로 사용하고, 위험과 잠재적 결과를 신중히 고려할 필요
  - 그러나 대부분의 채무재조정이 이뤄지는 신흥국과 저소득 국가에서는 채무재조정을 통해 첫째 평균 3.4%p, 5년 후에는 8%p까지 상당한 부채비율 감축 가능
- 역사적으로 채무재조정은 특히 단기에 (1) 액면가 감소를 통해 실행되고, (2) 부채 감축을 위해 편성된 대규모 이니셔티브의 일부일 때 부채비율에 더 큰 영향을 미침

- 사례연구는 채무재조정이 항상 내국인, 국내 및 국외 채권자 간의 부담 분담을 수반하는 매우 복잡한 과정임을 강조
  - 채무재조정은 평판비용, 금리 및 미래의 시장접근성, 내부 분배에 영향을 미치므로 일반적으로 광범위한 정책 패키지의 일부로 사용됨
    - 다른 정책적 노력이 실패하고 부채를 줄여야 할 긴급한 상황(또는 부채를 감축할 것이라는 분명한 신호를 제공하기 위해)일 경우 최후의 수단으로 사용
- 경제성장률과 인플레이션은 부채비율 감소에 중요한 역할을 함
  - 성장은 명목GDP에 미치는 효과를 통해서 뿐만 아니라 호황기에 평균적으로 재정건전화(높은 기초재정수지 달성)를 수반하므로 부채비율을 감소시킴
- 부채비율의 완만하고 점진적 감소를 목표로 하는 국가는 특히, 경제가 빠르게 성장하고 대외여건이 좋을 때 잘 설계된 재정건전화를 이행해야 함
  - 재정조정의 부채감축 효과는 성장 촉진 구조개혁과 강력한 제도적 틀이 동반될 때 강화되는 경우가 많음
- 상당한 규모나 신속한 부채 감축을 목표로 하는 국가는 채무재조정을 배제하지 않는 과감한 정책적 조치가 필요
  - 시장 신뢰를 회복하고 거시경제 안전성 회복을 위해 재정건전화가 계속 필요할 수 있으며, 유형에 관계없이 채무재조정이 충분히 시행되고 IMF 지원 프로그램을 포함한 포괄적 정책패키지가 동시에 시행될 때 낮은 부채비율 달성
- 부채비율 감축을 위한 채무재조정의 성공을 위해서는 채권자와 채무자 간 조정과 신뢰를 촉진하는 메커니즘이 필요
  - 예측가능성 확대, 조기 협약, 부채상환 일시정지, 동등대우의 명확화 등을 통한 G20 채무재조정 기본원칙(G20 Common Framework) 강화가 도움이 됨
  - 더 중요한 것은 사전에 부채관리와 투명성을 우선시하여 채무재조정의 필요성을 줄이고 부채부실화를 관리하는 것이며, 이는 채무국과 채권국 모두에게 이익
- 높은 물가상승률은 부채비율을 줄일 수 있지만, 이는 바람직한 정책 도구가 아님
  - 높은 물가상승률은 은행 및 기타 금융기관과 같은 국채보유자의 대차대조표 손실을 초래할 수 있으며, 더 결정적으로 중앙은행과 같은 기관의 신뢰성을 손상시킬 수 있음

- 궁극적으로, 지속적으로 부채비율을 줄이는 것은 강력한 제도적 관리체계에 달려있으며, 이는 부채 감축 노력을 저해하는 편법을 방지하고 호황기에 국가가 재정여력을 확보하도록 보장

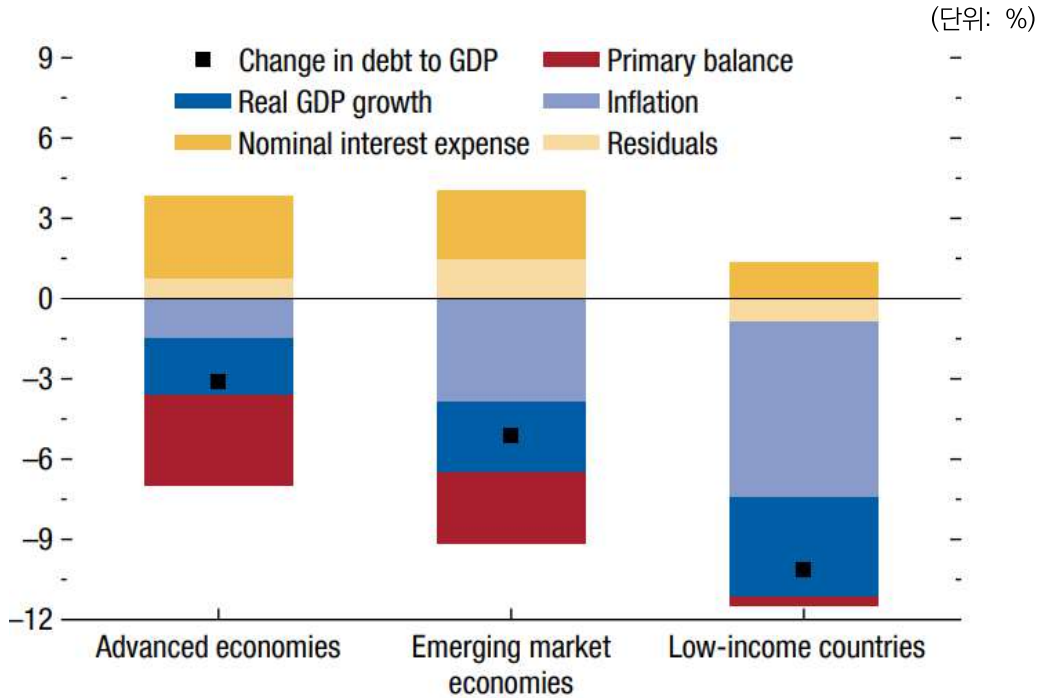
## 2. GDP 대비 부채비율의 거시경제적 동인

- 이 절에서는 경제성장률, 명목이자비용, 기초재정수지 및 물가상승의 부채 감축에 대한 기여도를 정량화

### 가. 기초재정수지 흑자, 성장, 물가상승은 부채 감축의 중요 동인

- 부채비율 감축은 평균적으로 5년 동안 지속되고 부채비율은 선진국, 신흥국, 및 저소득 국가에서 각각 연평균 3%p, 5%p, 10%p 감소하며, 부채비율 감소 요인 분해에 대한 핵심은 아래와 같음([그림 III-2] 참고)
  - 선진국의 경우 기초재정수지 흑자, 경제성장률 순으로 부채비율 감소에 중요한 영향
  - 명목이자비용은 항상 부채비율을 증가시킴
  - 경제성장률과 특히 물가상승은 신흥국과 저소득 국가의 부채비율 감소에 상대적으로 더 큰 역할을 함
- 이론적으로, 높은 인플레이션은 적어도 두 가지 경로(① 높은 명목 GDP, ② 높은 명목이자율)를 통해 부채비율에 영향을 미칠 수 있음
  - 두 번째 경로는 물가상승이 예상되었는지 아니면 예기치 않게 발생하였는지에 따라 달라짐
    - 원칙적으로 기대 물가상승률은 채권 발행 시점에 명목이자비용에 반영돼 물가상승률이 부채비율에 미치는 긍정적 영향을 상쇄하는 반면, 예상치 못한 물가상승은 명목 GDP가 높아지는 경로만 작동시켜 부채비율이 감소함

[그림 III-2] 부채감축 기간 동안 GDP 대비 부채 변화분 기여도



주: 모든 국가에서 외화 표시 부채 비율을 사용할 수 없기 때문에 실질환율의 GDP 대비 부채 기여도는 잔차(residual)에 반영. 샘플은 1979년부터 2021년까지 28개 선진국, 1991년부터 2021년까지 83개 신흥국, 1985년부터 2021년까지 55개 저소득 국가를 대상으로 함.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 3.2.

○ 그러나 현재 분석은 물가상승을 예상 요소와 예상하지 못한 요소로 구분할 수 없으며, 현실에서 예상된 물가상승 또한 부채비율을 낮출 수 있는지에 대한 질문을 제기할 수 있음

■ 두 가지 증거가 이에 대한 메커니즘과 일치할 수 있음

- 첫째, 신흥국과 저소득 국가의 명목실효금리<sup>6)</sup>는 평균적으로 인플레이션에 비해 낮은 수준을 유지
  - 이는 저소득 국가의 경우 양허성 차관에 편중되어 있거나 신흥국의 경우 금융 개입에 기인한 것일 수 있음
- 둘째, 높은 기대 물가상승과 높은 정책금리 및 시장금리가 부채의 실효이자비용에 다소 느리게 반영되며, 이는 국가부채의 높은 평균 만기(7년) 때문일 수 있음

6) 명목이자비용을 전년도 부채 규모로 나눈 값

- 다만, 높은 물가상승률은 세수 및 기초재정수지에 영향을 미쳐 비효율적 자원배분 및 불확실성 증가로 이어지고, 이는 추가적인 경로를 통해 부채비율에 영향을 미치는 등 물가상승과 부채 사이의 관계가 더 복잡할 수 있다는 점에 주의할 필요

## 나. 재정건전화, 성장 및 물가상승의 역할

### ○ 이 절은 아래 세 가지 질문에 대해 답하고자 함

- 첫째, 부채비율을 줄이는 데 있어 성장이 얼마나 중요하며, 부채가 감소하는 동안 인플레이션은 어떻게 움직이는가?
- 둘째, 부채비율을 지속적으로 감소시키는 재정건전화의 특징은 무엇인가?
- 셋째, 어떤 상황에서 재정건전화가 부채비율을 낮출 가능성이 높은가?

### ○ 이 장은 재정건전화가 공공 부채비율에 미치는 사후 효과에 초점을 맞추고 있지만, 재정조정은 애초 부채 감소를 의도한 것이 아닌 다른 이유로 발생하였을 가능성 존재

- 예를 들어, 금융여건 긴축과 같은 충격에 대응, 공공기관의 지출 상쇄, 물가상승 억제를 위해 재정조정

### ○ 이 분석은 33개 신흥국의 1990년 이후 기간 및 21개 선진국의 1980년 이후 기간에 대한 연간 재정 및 거시경제 총량 데이터를 사용

- Devries and others(2011)<sup>7)</sup>와 Carrière-Swallow, David, and Leigh(2021)<sup>8)</sup>가 개발한 서술적(narrative) 재정건전화 데이터 최신버전도 분석에 사용

7) Devries, Pete, Jaime Guajardo, Daniel Leigh, and Andrea Pescatori. 2011. "A New Action-Based Dataset of Fiscal Consolidation." IMF Working Paper 11/128, International Monetary Fund, Washington, DC.

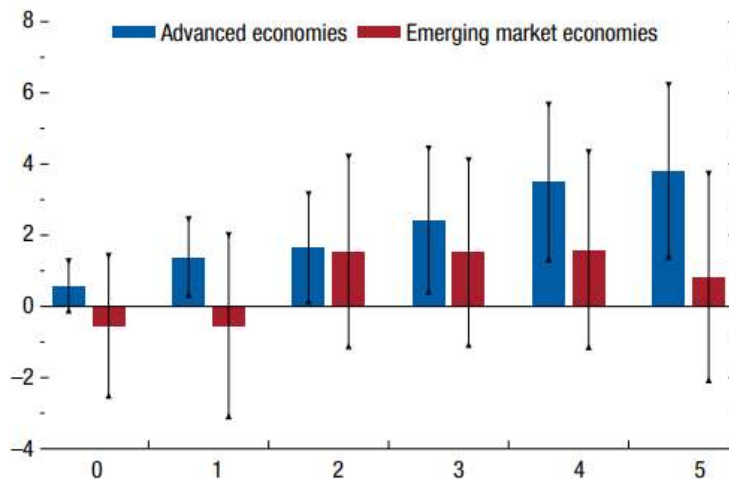
8) Carrière-Swallow, Yan, Antonio C. David, and Daniel Leigh. 2021. "Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation in Emerging Economies: New Narrative Evidence from Latin America and the Caribbean." *Journal of Money, Credit and Banking* 53 (6): 1313-35.

## 다. 평균 재정건전화: GDP 대비 부채비율을 줄이는가?

- 정형화된 사실은 재정건전화 및 부채비율 감소가 동시에 일어나는 일은 드물다는 것임
  - 기초재정수지 증가의 52%만이 부채비율 감소를 동반하며, 이는 재정건전화의 절반정도만 부채감소를 포함한 재정목표를 달성했다는 Balasundharam and others(2023)<sup>9)</sup>의 분석과 일치
- 광범위한 계량경제학적 방법은 재정건전화가 평균적으로 부채비율을 감소시키지 않음을 확인하며, 결과적으로 재정건전화는 부채비율에 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않음을 시사
  - 이런 방법은 재정건전화와 부채 모두가 거시경제 환경을 포함한 다른 요인에 의해 움직일 때 발생하는 편향을 고려하는 대규모 문헌에서 도출

[그림 III-3] 재정건전화가 부채비율에 미치는 효과

(단위: %p)



주: 수치는 AIPW 추정을 사용하여 GDP의 부채에 대한 재정건전화의 평균처리효과를 나타냄. 수직선은 90% 신뢰구간을 나타냄. X축은 재정건전화 기간. 표본은 서술적 재정건전화 충격이 있는 1978년부터 2020년까지 17개 선진국과 1989년부터 2020년까지 14개 신흥국으로 구성.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 3.3.

9) Balasundharam, Vybhavi, Olivier Basdevant, Dalmacio Benicio, Andrew Ceber, Yujin Kim, Luca Mazzone, Hoda Selim, and Yongzheng Zhang. 2023. "Fiscal Consolidation: Taking Stock of Success Factors, Impact, and Design." IMF Working Paper 23/63, International Monetary Fund, Washington, DC.

- 예를 들어, 앞서 언급한 “서술적 충격”은 정부가 현재 및 미래 거시경제 상황과 관계없이 공공적자를 줄이고 공공재정을 보다 지속가능하게 만들기 위한 의도로 세금인상이나 지출삭감을 시행한 사례를 선택하는데 사용
- 다른 접근법으로 재정건전화가 무작위로 발생하지 않는다는 사실을 고려하여 AIPW 추정량<sup>10)</sup>을 사용하는 방법이 있으나, 이 방법 또한 평균적인 서술적 재정건전화가 부채비율에 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않음을 확인([그림 III-3] 참고)

## 라. 재정건전화가 부채비율을 감소시킬 가능성을 높이는 조건은 무엇인가?

- 부채비율의 동인으로 알려진 경제성장률, 이자율, 물가상승률, 세입, 기초재정수지를 고려한 구조적 벡터자기회귀(SVAR) 모형으로 분석
  - 이 모형은 Mountford and Uhlig(2009)<sup>11)</sup>에 따라 부호제약 식별을 사용하며, 이전의 분석과 일관되게 재정건전화가 평균적으로 부채비율을 감소시키지 않음을 시사
  - SVAR의 유연성은 부채비율을 감소시키는 재정건전화의 특성을 연구하는데 사용할 수 있으며, 이를 위해 기초재정수지 충격(경기변동 외 GDP 대비 기초재정수지 변화로 정의)은 두 가지 다른 요소(성공한 충격, 실패한 충격)로 나뉨

〈표 III-1〉 SVAR의 부호제약

	GDP	Real Revenue	Primary Balance to GDP	Debt to GDP	Interest Rate	Inflation
Demand Shock	+	+				+
Supply Shock	+	+				-
Successful Primary Balance Shock	-		+	-		
Unsuccessful Primary Balance Shock	-		+	+		

주: 건전화 충격을 위한 GDP 대비 부채 및 경제성장률에 대한 부호제약은 1기 앞서부과됨. 다른 부호제약은 영향에 대해서만 부과됨.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Table 3.2.

10) augmented inverse-probability-weighted (AIPW) estimator (Jordà and Taylor 2016)

11) Mountford, Andrew, and Harald Uhlig. 2009. “What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?” *Journal of Applied Econometrics* 24 (6): 960-92.

- GDP 대비 기초재정수지 개선으로 부채비율이 감소하면 성공한 충격, 부채비율이 증가하면 실패한 충격(〈표 III-1〉 참고)
- 이 방법은 변수의 부호에 제약을 두지만, 크기 등 다른 제약은 없음

○ SVAR에 의한 역사적 요인분해는 성장과 기초재정수지 변화의 부채비율 변화에 대한 기여도를 도출하며, 두 가지 중요한 패턴을 발견(〈표 III-2〉 참고)

- 첫째, 양의 수요 및 공급 충격에 의한 높은 경제성장률은 부채비율을 주도하는 중요한 요인이며, 관찰된 부채비율 감소의 약 1/3을 설명
  - 이는 명목GDP에 미치는 영향과 더불어 평균적으로 불황기에는 재정수지 적자, 호황기에는 재정수지 흑자가 발생하기 때문
  - 실제로 재정 관리체계의 개선으로 보완된 시장 개혁은 성장을 높이고 부채비율을 지속적으로 현저하게 감소시킬 수 있음
- 둘째, 선진국과 신흥국 모두에서 관찰된 부채비율 감소의 약 40%는 기초재정수지 충격으로 설명되며, 이는 성공한 충격과 실패한 충격 간에 상대적으로 고르게 나누어지는 것으로 나타남
  - 충격 시점의 기초재정수지와 부채비율의 양의 동조화(comovement)로 식별되는 실패한 기초재정수지 충격 또한 부채비율을 감소시킬 수 있음
    - 이런 충격은 부채비율을 증가시키는 기초재정수지의 개선을 포함하지만, 기초재정수지 악화(예: 확장재정)가 부분적으로는 양의 GDP 효과를 통해 부채비율 감소의 결과를 가져오는 대칭적 경우도 포함

〈표 III-2〉 부채 감소의 역사적 요인분해

(단위: %)

Median Contribution during Debt Reductions	AEs	EMs
Demand Shock	19	12
Supply Shock	21	13
Successful Primary Balance Shock	19	21
Unsuccessful Primary Balance Shock	16	22

주: AEs=선진국, EMs=신흥국

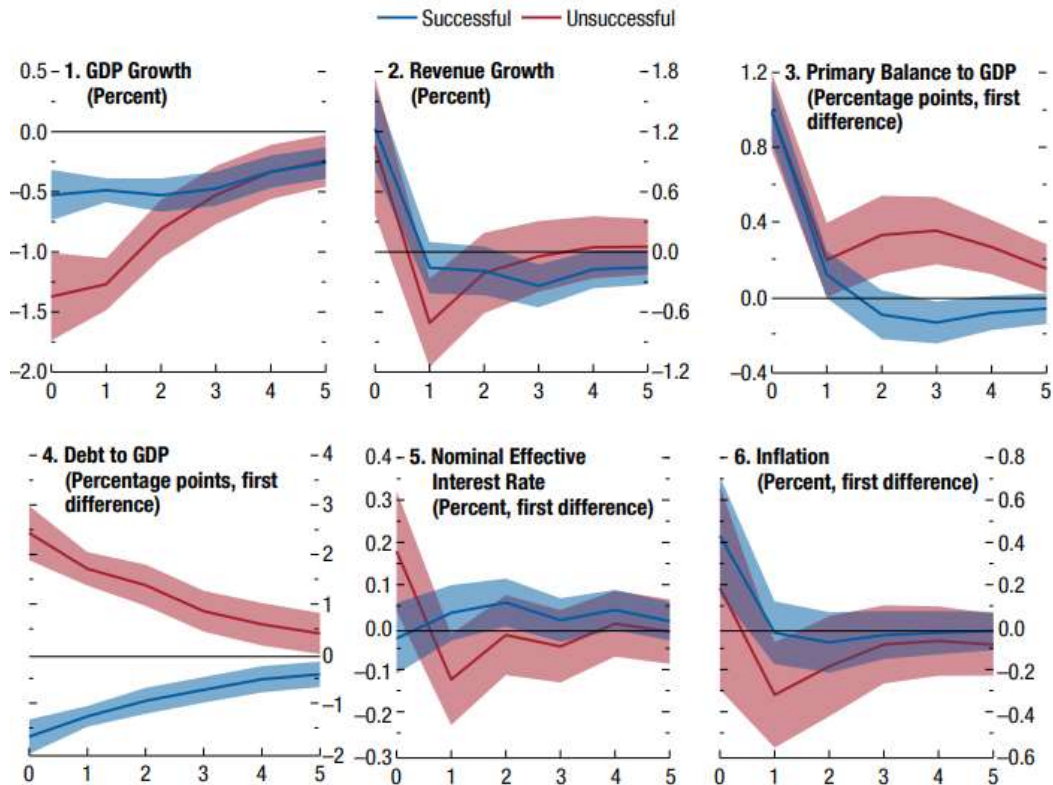
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Table 3.3.

## 마. GDP 대비 부채비율을 주도하는 재정건전화의 특징

### ○ 부채비율 감소로 이어지는(성공한) 재정건전화과 그렇지 않은(실패한) 재정건전화는 두 가지 특성으로 구분

- 첫째, 성공한 재정건전화의 성장 감소(충격 시점 0.5% 감소)는 실패한 재정건전화(1.3% 감소)에 비해 작음
  - 성공한 재정건전화는 생산량에 대한 음의 효과가 완화되므로 부채비율을 감소시킴
  - 그러나 GDP의 움직임만으로 성공 및 실패한 재정건전화의 차이를 결정하는 것은 아니라는 것에 주의할 필요가 있으며, 재정건전화의 성공과 실패 차이는 주로 부채의 움직임에 의해 좌우됨
    - 성공한 경우(파란선) GDP 및 부채비율 모두 하락하며, 실패한 경우(빨간선) GDP는 하락하지만 부채비율은 GDP 하락의 두 배 만큼 증가([그림 III-4], 패널 1,4 참고)
- 둘째, 실패한 재정건전화보다 성공한 재정건전화 충격이 충격 순간 물가상승률을 더 크게 증가시킴([그림 III-4], 패널 6 참고)
  - 일반적인 재정건전화는 가격 인상을 가져올 수 있는 수익(세금인상) 요소가 수반되며, 재정건전화에 따른 통화 가치 하락은 수입 가격을 높여 물가상승률에 기여할 수 있음
  - 재정건전화에 대한 실효이자율의 반응([그림 III-4], 패널 5 참고)은 통화정책이 성공한 재정건전화에 충격 순간 더 수용적이어서 더 높은 물가상승률을 허용한다는 것을 의미
  - 그러나 성공한 재정건전화의 경우 명목 실효이자율에 미치는 영향은 통계적으로 0과 구별할 수 없으며, 따라서 물가상승률 상승은 주로 명목GDP 증가에 기여하고 부채비율의 감소로 이어짐

[그림 III-4] 기초재정수지 충격에 대한 충격반응분석(선진국)



주: 기초재정수지 충격은 평균 GDP 대비 1%p 규모. 표시된 충격반응은 연간 빈도에서 2기 시차를 가진 국가별 베이지안 벡터 자기회귀모형(BVAR) 추정에서 국가별 역분산가중평균을 나타냄. 음영영역은 사후분포의 16~84번째 백분위수 범위를 나타냄. X축은 연도. 표본은 1981년부터 2019년까지 21개 선진국으로 구성.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 3.4.

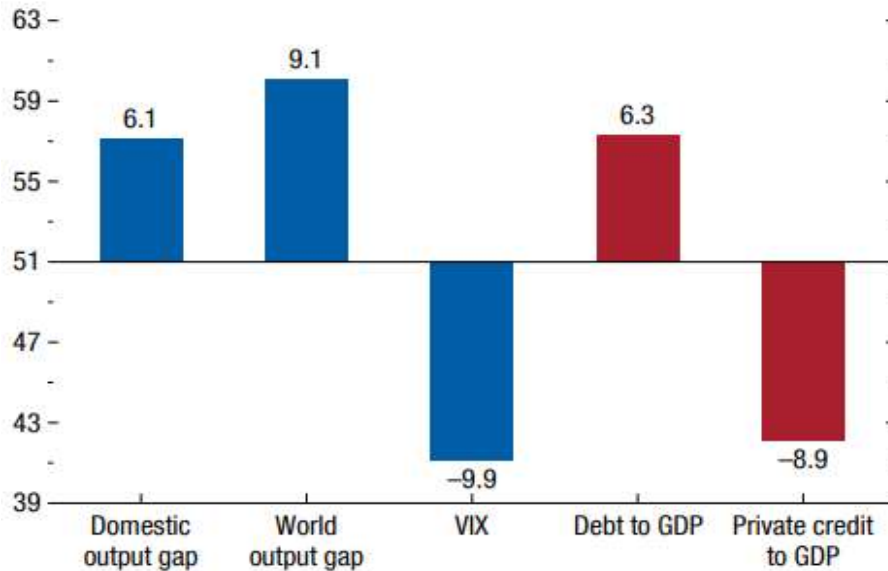
○ 선진국의 경우 성공한 재정건전화는 지출삭감과 세입확충 사이에 균형을 이루는 경향이 있는 반면, 실패한 재정건전화는 세입확충에 편향되고 지출삭감이 적음

- 신흥국에서는 이러한 경향이 발견되지 않으며, 선진국에서 동일한 지출삭감 보다 세입확충이 성장과 부채비율에 더 큰 타격을 주지만 신흥국에서는 반드시 그런 것은 아니라는 연구 결과와 일치
- 실제로 GDP 대비 세입 비율이 낮은 저소득 국가의 경우 세입확충을 통한 재정건전화가 더 바람직할 수 있음

- **성공한 재정건전화는 5년이 지난 후에도 부채비율을 지속적으로 감소시킴**
  - 부채비율을 낮춘 기초재정수지 충격의 평균 규모는 GDP 대비 약 0.4%p이며, 평균 부채비율은 첫째 0.7%p, 5년 이후에는 2.1%p까지 감소하는 등 지속적으로 감소
  
- **기초재정수지에 직접적인 영향을 미치지 않지만 재정건전화를 상쇄하는 재정운용은 부채비율을 감소시키지 못할 수 있음**
  - 멕시코의 국영기업으로의 이전(2016), 그리스의 체납금 청산(2016), 이탈리아의 우발채무(2013) 등의 사례가 이에 해당
  
- **SVAR의 역사적 요인분해를 이용해 재정건전화의 성공 가능성을 높이는 요인을 추가적으로 살펴보면 다음과 같음**
  - 국내 및 세계 경제가 호황이고 금융시장의 변동성과 불확실성이 낮은 시기의 재정건전화는 부채비율을 감소시킬 확률이 더 높음
  - 재정건전화 초기 GDP 대비 공공부채비율이 높고, GDP 대비 민간신용비율이 낮을 때 부채비율을 감소시킬 가능성이 높음
    - 이론적으로, 성공적 재정건전화 가능성에 대한 초기 부채수준의 효과의 방향은 양방향 모두 가능
      - 초기 부채가 높을 때 재정건전화가 부채 수준(분자)에 미치는 직접적 영향은 작으며, 동시에 큰 구축효과로 생산량(분모) 감소 효과도 작음
      - [그림III-5]는 후자의 효과가 지배적임을 나타냄
  - 국내 및 세계 호황기와 금융변동성이 낮을 때 재정건전화가 부채비율을 지속적으로 감소시킬 확률은 기준선인 50%에서 약 75%로 증가하며, 구축효과가 클 경우 그 확률은 더 높아질 수 있음

[그림 III-5] 재정건전화가 부채비율을 감소시킬 확률에 영향을 미치는 요인

(단위: % 변화분)



주: 그림은 종속변수가 성공적 건전화의 경우 1(GDP 대비 부채비율이 감소하고 벡터자기회귀로 인한 성공적 충격이 감소에 최소 10% 기여), 실패한 건전화의 경우 0(GDP 대비 부채비율이 증가하고 벡터자기회귀로 인한 실패한 건전화 충격이 증가에 최소 10% 기여)인 다변량 표준로짓 회귀분석의 추정 결과임.  $\gamma$ 축의 기준선인 51%는 이 정의를 사용한 무조건적인 성공 확률을 나타냄. 모든 계수는 bootstrap 표준오차를 기준으로 10%수준에서 유의. 세계 산출물갭 변수는 외생적 요소만 추출하기 위해 국내 산출물 갭에 직교화됨. 표본은 1981년부터 2019년까지 21개 선진국과 1994년부터 2019년까지 37개 신흥국으로 구성.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 3.5.

### 3. 채무재조정과 그 효과

- 재정건전화, 성장 및 물가상승은 부채비율 감소에 도움이 되나 심각한 수준의 부채에 직면한 국가에게는 충분하지 않을 수 있으며, 이럴 경우 채무재조정이 필요
- 이 절에서는 채무재조정과 관련된 개념을 정의하고 정형화된 사실을 살펴본 후, 과거 사례를 통해 부채감축에 효과적인 조건에 대해 분석

## 가. 채무재조정의 정의와 특징

- 채무재조정은 정부채권의 계약상 상환조건을 재협상하는 것으로 일반적으로 채권자의 순현재가치 손실이 수반되는 부채부실화 사건으로 정의
  
- 채무재조정은 적어도 세 가지 관점에서 구분
  - 첫째, 채권자 유형(공적 또는 민간)에 따른 구분
    - 공적채권자에는 파리클럽, 비파리클럽 G20 채권자(중국, 인도, 남아공) 및 기타 공적채권자가 포함됨
    - 민간채권자는 국내외 거주자일 수 있음
  - 둘째, 채무재조정 시기(선제적 혹은 채무불이행 이후)에 따른 구분
  - 셋째, 채무재조정 이행 방식에 따른 구분
    - 채무재조정은 채권 액면가의 직접적인 감소 또는 액면가 감소 없이 현금흐름 완화를 통해 발생할 수 있으며, 후자는 지불일정 변경을 통해 부채의 현재가치를 감소시킴
  
- 채무재조정과 관련된 과거 사례를 통해 핵심적인 정형화된 사실에 대한 요약하면 다음과 같음
  - 1950년부터 2021년까지 115개국에서 709건의 채무재조정 사례가 보고되었으며, 거의 대부분이 신흥국과 저소득 국가에서 발생
  - 채무재조정은 액면가 감소 없이 현금흐름 완화를 수반하고 선제적으로 발생하는 경향이 있으며, 공식채권자와 이루어는 것이 빈번함(〈표 III-3〉 참고)
  - 국내 채권자와의 채무재조정은 드물게 발생하는데 국내 금융부문의 위험을 피하려는 의도를 반영
    - 또한 국내 채권자와의 채무재조정은 액면가 감소를 수반할 가능성이 적고, 그렇더라도 국외 채권자와의 채무재조정에 비해 감소가 더 적은 경향이 있음

〈표 III-3〉 채무재조정 기초통계

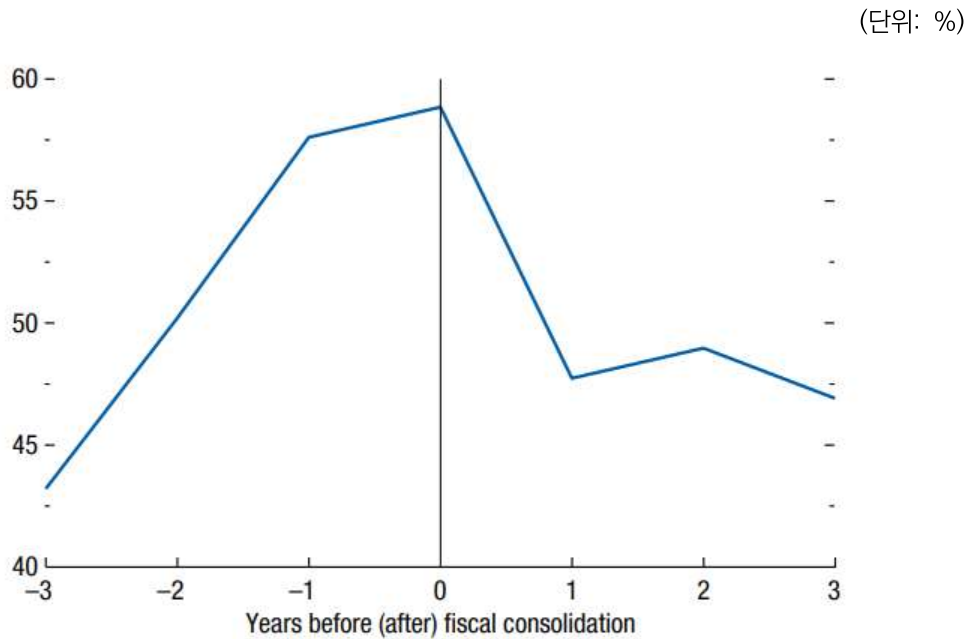
(단위: %)

		Emerging Market Economies	Low-Income Countries
Treatment	Cash flow relief without face value reduction	85.8	73.5
	Face value reduction	14.2	26.5
Timing	Preemptive	58.4	54.3
	Postdefault	21.6	31.1
	Both + unidentified	20.0	14.6
Creditor Type	Paris Club	48.1	73.5
	China	8.4	5.6
	Private external	24.8	10.1
	Private domestic	6.8	4.5
	Joint	11.9	6.3

주: 데이터는 몇 년간 지속될 수 있는 채무재조정 사례 수를 기반으로 함. 표본은 1950년부터 2021년까지 발생한 신흥국 310건, 저소득 국가 396건의 채무재조정 사례를 포함.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Table 3.4.

- GDP 대비 기초재정수지 비율 증가로 측정되는 재정건전화는 일반적으로 채무재조정 이전에 시행
  - [그림 III-6]은 기초재정수지에 대한 가용데이터가 있는 표본에서 채무재조정 이전에 GDP 대비 기초재정수지 증가가 선행된 비율이 60% 수준임을 보여주며, 이는 채무재조정 이전에 재정조치가 자주 시행된다는 것을 시사

[그림 III-6] 채무재조정 이전 GDP 대비 기초재정수지 증가 비율



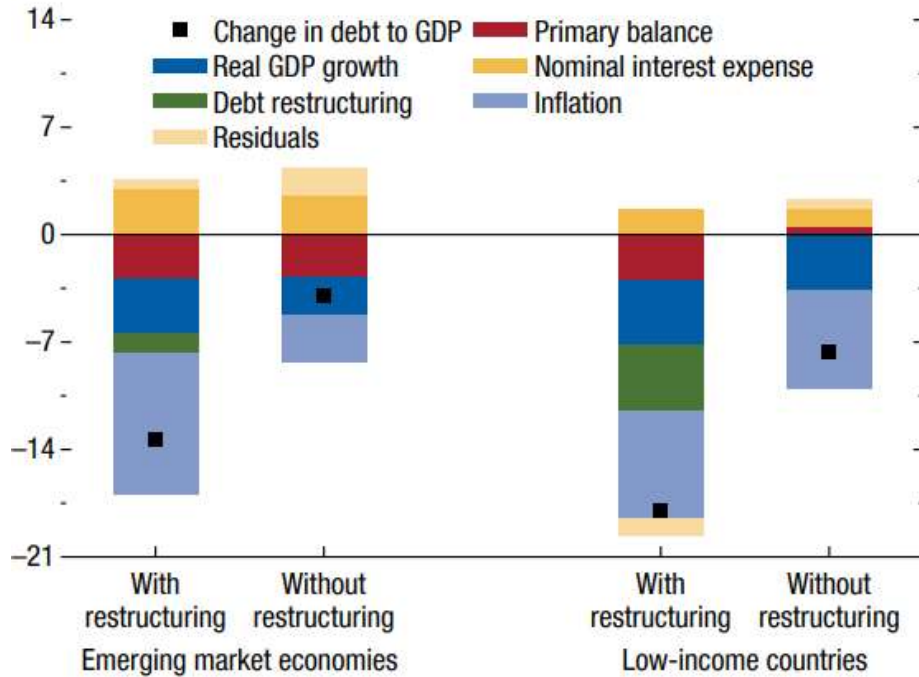
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 3.6.

#### 나. 채무재조정 기간 동안 GDP 대비 부채비율은 큰 폭으로 감소

- 채무재조정이 포함된 부채비율 감소 사례와 포함되지 않은 사례를 비교한 결과, 채무재조정 시 부채비율 감소 규모가 더 큰 것으로 나타남([그림 III-7] 참고)
  - 신흥국 및 저소득 국가의 부채비율 감소 규모는 채무재조정이 포함된 경우 각각 13%p, 18%p이며, 채무재조정을 하지 않은 경우에는 각각 4%p, 8%p로 나타남
  - 물가상승은 채무재조정이 포함된 사례에서 훨씬 더 큰 역할을 하는데 이는 채무재조정이 종종 경제위기와 동시에 발생하고 자본유출, 통화가치 하락, 높은 물가상승률을 동반함을 반영

[그림 III-7] 채무재조정 여부에 따른 부채비율 감축 변화분 기여도

(단위: %)



주: 84개 신흥국과 54개 저소득 국가를 포함하는 불균형 패널자료. 그래프의 채무재조정은 액면가 감소분 기여만 해당. 현금흐름 완화 기여도는 기초재정수지 및 이자비용 기여분에 포함. 액면가 감소 표본은 대외 민간채권자, 국내 민간채권자 및 공식 파리클럽 채권자에 의한 채무재조정으로 구성.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 3.7.

## 다. 높은 채무재조정 가능성

### ○ 미래 채무재조정 가능성을 가늠하기 위해서는 과거 사례에서 채무재조정이 부채비율 급증 이후에 뒤따랐다는 점을 주목할 필요

■ 실제로 1980년대와 2000년대 초 부채비율 급증 이후 채무재조정이 많았으며, 국제 금융위기 이후 부채비율이 급증한 국가 비중이 지속적으로 증가하고 있는 점에 유의할 필요

- 이는 역사적으로 봤을 때 가까운 미래에 더 많은 채무재조정이 생길 수 있음을 시사하며, 지금까지는 저금리와 자금조달의 용이성으로 채무재조정이 발생하지는 않음

- 2020년과 2021년에 개발도상국의 팬데믹 경제적 비용 완화를 위해 고안된 G20 채무상환유예<sup>12)</sup>로 채무재조정 예외가 발생하였으나, 성장둔화, 금융여건 긴축, 달러 강세 등과 같은 국제 환경 변화는 위험을 증가시킬 수 있음
- 그러나 채권단 구성 변화, 강화된 국채의 집단행동조항, G20 채무재조정 기본원칙(G20 Common Framework)을 고려하면 과거와 프로세스가 달라질 수 있음

## 라. 채무재조정 효과 추정

- 채무재조정 효과 분석을 위해 채무재조정 사례의 비무작위적 특성을 고려하는 AIPW 추정방식<sup>13)</sup>을 사용
  - 추정 방법은 거시경제적 요인에 근거하여 특정 국가가 채무재조정을 시작할 확률을 추정하고 이 정보를 사용하여 모델에서 관측치의 가중치를 다시 부여하는 방식
- 추정 결과, 신흥국 및 저소득 국가의 채무재조정은 부채비율에 크고 장기적인 영향을 가져올 수 있음을 시사([그림 III-8], 패널1 참고)
  - 평균적으로 부채비율은 채무재조정 첫해에 3.4%p, 5년 내에 8%p 감소하며, 이 효과는 재정건전화를 동반할 때 더 커짐
    - 이는 표본에서 채무재조정 사례의 2/3가 재정건전화를 동반했다는 사실과 일치
  - 또한 채무재조정과 재정건전화의 결합 효과는 시간이 지남에 따라 증가하여 두 정책이 상호보완적임을 암시
- 채권자의 정체성과 구성, 협상의 성격, 채무재조정 발생 맥락도 결과에 큰 영향을 미칠 수 있음
  - HIPC<sup>14)</sup> 또는 MDRI<sup>15)</sup> 프로그램 하의 채무재조정이 초기와 장기에서 모두 일반적인 채무재정보다 부채비율 감축에 더 효과적([그림 III-8], 패널2 참고)

12) Debt Service Suspension Initiative; DSSI

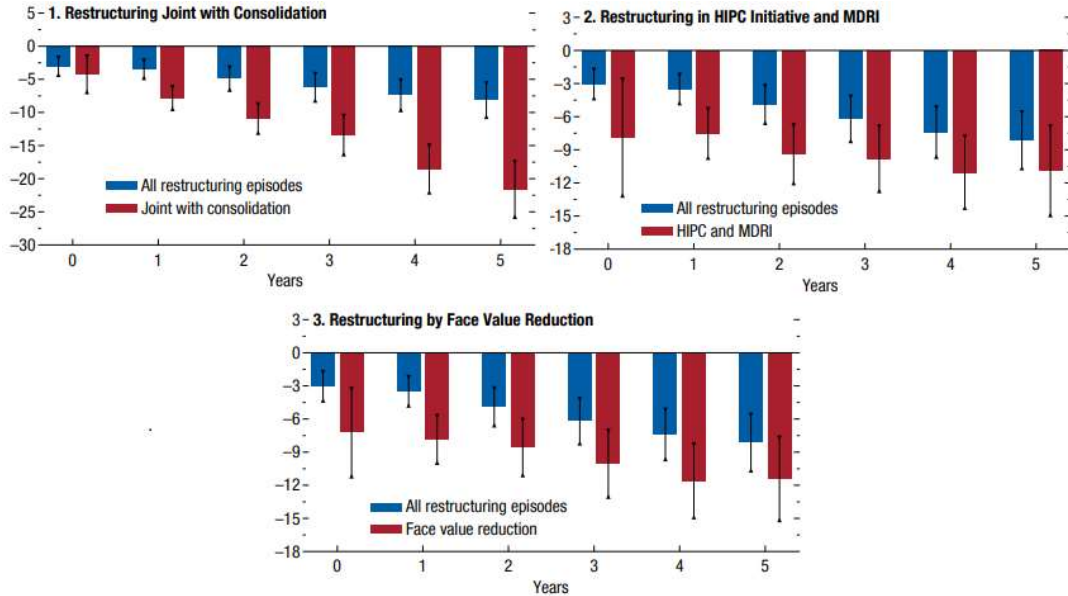
13) Augmented Inverse Probability Weighted Estimator

14) Heavily Indebted Poor Countries: 고채무빈곤국

15) Multilateral Debt Relief Initiative: 다자간 부채 탕감제도

[그림 III-8] 채무재조정이 부채비율에 미치는 영향

(단위: %p 변화분)



주: 그래프는 증강역활률가중 추정을 사용하여 GDP 대비 부채비율에 대한 채무재조정의 평균 효과를 나타냄. 수직선은 90% 신뢰구간. X축은 채무재조정 시작 이후 연도수를 나타냄. 표본은 1987년부터 2021년까지 111개 신흥국 및 개발도상국으로 구성. 액면가 인하에 따른 채무재조정의 평균 효과 추정에 대한 자세한 내용은 원문의 Annex 3.5 참고. HIPC = Heavily Indebted Poor Countries Initiative; MDRI = Multilateral Debt Relief Initiative  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 3.9.

- HIPC 및 MDRI 프로그램은 채권자 간의 조정이 특징이며, 상당한 액면가 감소 및 IMF 지원 프로그램을 포함하므로 부채비율 감축에 더 효과적
- 액면가 인하가 있는 채무재조정 사례는 부채비율에 더 큰 영향을 미치며, 첫해에 눈에 띄는 효과가 나타남([그림 III-8], 패널3 참고)

○ 결과 해석에 있어 다음 사항에 유의할 필요

- 첫째, HIPC와 MDRI는 일회성 이니셔티브였음
- 둘째, 액면가 감소는 초기 부채비율이 높을수록 빈번하게 발생
- 셋째, 액면가 감소가 있는 채무재조정의 절반 정도는 HIPC 이니셔티브에서 발생했지만, 액면가 감소가 부채비율에 미치는 강한 영향은 HIPC 사례를 표본에서 제외하더라도 강건하게 유지됨

## 마. 규모 비교

- 재정건전화와 채무재조정이 부채비율에 미치는 영향을 비교한 결과, 평균적으로 채무재조정이 재정건전화보다 더 큰 영향을 미침(표 III-4) 참고)
  - 그러나 두 정책의 크기가 매우 다르기 때문에 그 효과를 정확히 비교할 수는 없음
  - 채무재조정이 지속되는 기간 동안 GDP 대비 평균 액면가 축소 비율은 연간 4.2%인 반면, 성공한 재정건전화의 경우 기초재정수지 감소는 GDP의 0.4%에 불과
  - 그러나 추정된 평균 처치효과<sup>16)</sup>를 처치크기로 나누어 단위당 처치효과를 계산해보면, 1년 후 성공한 재정건전화 효과는 채무재조정 효과와 유사하며, 5년 후에는 재정건전화가 더 효과적

〈표 III-4〉 채무재조정 및 재정건전화 효과

(단위: %p)

	Size (FVR/Consolidation)	ATE	
		1st Year	5th Year
Restructuring (with FVR)	4.2	-7.9	-11.4
Successful Consolidations	0.4	-0.8	-2.5

주: 추정치의 보다 나은 비교를 위해 부채의 총액면가 감소를 채무재조정 지속 연수로 나눈 다음 채무재조정 협상이 시작된 해의 GDP로 정규화함. 이 값은 모든 채무재조정 사건에 대해 평균화 됨. 성공적 재정건전화에서 규모는 재정건전화 후 GDP 대비 기초재정수지의 평균 감소를 의미. ATE = average treatment effect; FVR = face value reduction.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Table 3.6.

## 4. 채무재조정 사례연구

- 이 절에서는 IMF 연례협의 보고서를 포함한 역사적 정책 문헌을 통해 채무재조정을 시행한 국가들의 경험에서 세분화된 정책 교훈을 도출

16) average treatment effect, ATE

- (1) 2014~19년 키프로스, (2) 2010~18년 자메이카, (3) 2009~15년 세이셸, (4) 2012~19년 벨리즈, (5) 2016~19년 모잠비크 등 5개의 사례가 포함되며, 채무재조정이 GDP 대비 부채비율 감소에 성공한 사례와 그렇지 않은 사례로 나뉨(〈표 III-5〉 참고)
- 사례연구의 주요 시사점은 채무재조정이 내국인, 국내 및 해외채권자 간 부담 공유와 관련된 복잡한 과정이라는 것임
  - 대외 채무재조정의 경우 주로 내국인과 해외채권자가 부담을 주로 공유(세이셸)하는 반면, 국내 채무재조정은 내국인과 국내채권자(주로 은행)가 부담을 분담(키프로스 및 자메이카)
    - 대외채권자와의 채무재조정은 주로 채무불이행 이후 발생하며 부채비율을 즉시 낮추는 액면가 감소를 포함
    - 국내채권자와의 채무재조정에서는 금융안정성이 중요하며 일반적으로 액면가 감소 없이 현금흐름 완화를 통해 시행되므로 부채 감소가 점진적 경향
- 유형에 관계없이, 미래를 위한 중요한 교훈은 성공가능성을 높이기 위해서는 충분히 심도 있는 채무재조정이 필요

〈표 III-5〉 사례연구 요약

	Success in Reducing Public Debt to GDP			Debt Remained Elevated or Increased	
	Seychelles, 2009-15	Jamaica, 2010-18	Cyprus, 2014-19	Belize, 2012-19	Mozambique, 2016-19
Types of Creditors	External private/official	Domestic	Domestic	External private	External private
Types of Restructuring	Postdefault	Preemptive	Preemptive	(1) Preemptive (2) Preemptive	(1) Preemptive (2) Postdefault
Debt Treatment	Face value reduction	(1) Cash flow relief with no face value reduction <sup>1</sup> (2) Cash flow relief with no face value reduction <sup>1</sup>	Cash flow relief with no face value reduction <sup>1</sup>	(1) Small face value reduction (2) Cash flow relief with no face value reduction <sup>1</sup>	(1) Cash flow relief with no face value reduction <sup>1</sup> (2) Cash flow relief with no face value reduction <sup>1</sup>
Main Drivers of Debt Reduction	(1) Fiscal consolidation (2) GDP growth (3) Debt restructuring (face value reduction) (4) Inflation (5) Exchange rate depreciation	(1) Fiscal consolidation (2) Inflation <sup>2</sup>	(1) Fiscal consolidation (2) GDP growth	GDP growth	(1) GDP growth (2) Inflation <sup>2</sup>
IMF-Supported Program	Yes	Yes	Yes	No	No (offtrack immediately)

주: 액면가 감소 없는 현금 흐름 완화는 만기연장, 이자지급 감소 또는 둘 다 해당. 인플레이션은 자메이카와 모잠비크에서 GDP 대비 부채비율을 각각 40%p, 30%p 감소시키는데 기여했으나, 명목 이자비용의 양의 기여도가 각각 40%p, 30%p로 그 영향을 완전히 상쇄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Table 3.7.

## 가. 부채비율 감소 성공 사례

### ○ 채무재조정을 통한 부채비율은 자메이카와 세이셸에서 크게 감소하고 키프로스는 완만하게 감소([그림 III-9] 참고)

- 세이셸은 2008년 부채비율이 180%에 달했는데 국제수지, 부채위기, 급격한 환율 평가절하가 동시에 나타났고, 자메이카와 키프로스의 부채비율도 각각 140%, 100%를 초과

- 자메이카는 글로벌 금융위기 당시 저성장과 맞물린 급격한 환율 평가절하, 키프로스는 재정상태 악화 및 은행부문에 대한 재정지원이 부채비율 증가의 주요 요인

- 세이셸은 2010년 부채비율이 84%로 급격히 감소하였으며, 이는 공식 파리클럽과 민간 대외채권자들과의 대규모 부채 액면가 감소를 포함한 채무재조정 직후 발생

- 높은 물가상승률을 동반한 건전재정정책은 부채비율 감소 유지에 도움

- 키프로스나 자메이카는 액면가 감소가 없는 국내 채무재조정 시행<sup>17)</sup> 후 부채비율이 즉시 하락하지는 않았으나 자메이카는 2018년 부채비율이 100%로 크게 감소하였고, 키프로스는 2019년 부채비율이 90%로 완만하게 감소

- 자메이카의 경우 채무재조정으로 인한 현금흐름 완화는 충분히 깊게 시행되고 비용이 절감되었으나, 키프로스의 현금흐름 완화는 완만하게 진행

- 키프로스와 자메이카 사례 모두 재정건전화는 부채 감소에 기여

- 키프로스는 경제성장이 부채 감소에 중요한 요인으로 작용하였고, 자메이카는 명목이자비용 효과가 높은 인플레이션의 영향을 대부분 상쇄

### ○ 요약하면, 성공 사례에서 채무재조정은 직접적(액면가 감소) 또는 간접적(이자 경감 및 재정건전화)으로 공공 부채비율을 감소시키는데 크게 기여

- 자메이카 사례는 액면가 감소가 아닌 현금유동성 완화를 통해 실행된 과감한 선제적 채무재조정의 성공가능성을 보여줌

17) 키프로스 2013년, 자메이카 2010, 2013년

- 또한 경제성장은 모든 사례에서 부채비율 감소에 기여하였으며, 키프로스나 세이셸에서는 부채비율 변화분의 20%p 이상, 자메이카는 7%p 기여
- 물가상승률도 부채비율 감소에 중요한 요인으로 세이셸과 자메이카에서 각각 50%p, 70%p의 부채비율이 물가상승률의 영향으로 감소하였으나, 명목이자비용이 부채비율을 증가시킴에 따라 그 효과를 상쇄

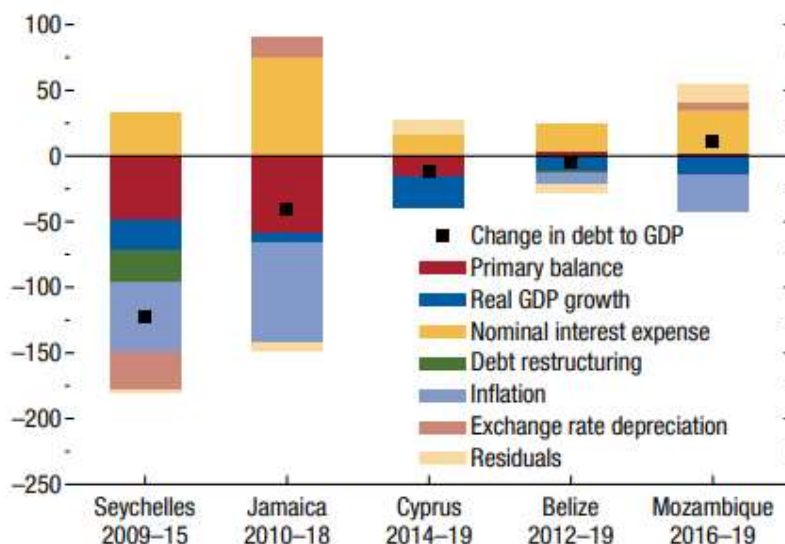
### 나. 부채가 높은 수준을 유지하거나 증가한 사례

#### ○ 부채 감소에 성공하지 못한 국가 사례를 검토하는 것 또한 현재 높은 부채로 어려움에 처한 국가에 교훈을 줄 수 있음

- 벨리즈와 모잠비크의 공공부채는 두 차례 연속 채무재조정에도 불구하고 높은 수준을 유지하였으며, 2019년 기준 양국의 부채비율은 90%를 초과([그림 III-9] 참고)
  - 채무재조정은 양국 모두 액면가 감소 없이 현금흐름 완화를 통해 이루어졌으나, 사실상 채무상환 감면은 공공지출 확대에 사용

[그림 III-9] GDP 대비 부채 누적 변화분 분해

(단위: GDP 대비 %)



주: 그래프는 각 사례에 대한 GDP 대비 부채 누적 변화를 요인별로 분해. 자세한 내용은 원문의 Annex 3.7을 참고

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 3.10.

## 5. 결론 및 정책 시사점

### 가. 주요 결과요약

- **첫째, 적절한 시기에 잘 설계된 재정건전화는 부채비율을 지속적으로 감소시킬 가능성이 높음**
  - 성공적 재정건전화(GDP 대비 0.4%p)는 첫째 평균 부채비율을 0.7%p 감소시키고 5년 후에는 누적 2.1%p까지 감소시킴
  - 부채 감소 효과는 성장친화적 구조개혁 및 강력한 제도적 관리체계를 동반할 때 강화됨
  - 동시에 재정건전화가 이런 조건들과 정책을 항상 수반하는 것은 아니고, 재정건전화가 경제성장을 둔화시키는 경향이 있으므로 평균적으로 재정건전화가 부채비율에 미치는 영향은 미미한 수준
- **둘째, 신흥국 및 저소득 국가에서 주로 발생하는 채무재조정이 부채비율에 미치는 영향은 크고 오래 지속될 수 있음**
  - 평균적으로 관찰된 채무재조정은 첫째에 3.4%p, 5년 후에는 누적 8.0%p까지 부채비율을 감소시킴
  - 채무재조정 영향은 액면가 감소를 포함할 때 더 즉각적이며 재정건전화를 동반할 때 더 강력
- **셋째, 채무재조정을 겪은 국가를 대상으로 한 모든 사례연구는 중기 재정건전화의 중요성을 강조하며, 상당한 액면가 감소가 수반되는 경우에도 재정건전화는 중요한 역할을 수행**
  - 재정건전화는 대외채권자로 하여금 부채의 명목가치 감소에 동의하도록 설득하는데 도움이 되며, 국내채권자와의 채무상환 경감을 포함한 선제적 채무재조정에도 필수적임을 시사
- **마지막으로, 경제성장과 인플레이션은 부채비율 감소에 중요한 요인**

## 나. 정책적 시사점

- **부채비율의 완만하고 점진적 감소가 가능할 경우, 자동안정화 장치 이상의 성장친화적 구조개혁을 동반한 잘 설계된 재정건전화는 적절**
  - 이런 재정건전화는 이상적으로 국내 경기회복, 우호적 대외여건 또는 두 조건 모두가 동반되어야 함
  
- **부채부실화 위험 또는 증가한 차환 위험에 직면한 일부 국가는 실질적이거나 신속한 부채 감축 이외에 가능한 대안이 없을 수 있으며, 이들 국가는 지속적이고 보완적인 정책 조치가 필요**
  - 시장 신뢰회복 및 거시경제 안정성 회복을 위해 재정건전화 뿐만 아니라 채무재조정 역시 시의적절하게 고려할 필요
    - 채무재조정이 시행될 경우 성공적인 부채 감축을 위해 과감히 추진할 필요
  - 국가들은 정책 결정 시 재정·구조·채무재조정을 동일하게 고려하지 않으며, 거시경제 프로그램을 설계하고 이것이 설득력 있게 작동하지 않을 경우 최후의 수단으로 채무재조정을 선택
  - 그러나 이 장에서는 부채 감소에 도움이 되는 모든 정책은 처음부터 고려되어야 함을 시사
    - 자메이카는 현금흐름 완화를 통해 시행된 초기의, 깊이 있는 채무재조정으로 부채비율이 크게 감소한 사례를 제공
    - 대조적으로, 벨리즈의 경우 조기에 대응하더라도 충분한 채무재조정이 시행되지 않으면 부채가 높은 수준을 유지할 수 있음을 시사
  
- **채무재조정은 부채 감축을 위한 다른 여타 정책과는 전혀 다른 과정이며, 항상 복잡하고, 시간이 소요되며, 채권자와 채무자 간 상호 합의와 다양한 당사자 간의 부담 분담이 필요**
  - 채권자와 채무자 간의 조정과 신뢰를 촉진하는 메커니즘이 필요하며, G20 채무재조정 기본원칙(G20 Common Framework) 개선을 통한 예측가능성 확대, 공식 및 민간채권자의 조기참여, 협상 중 채무상환 중단 등이 도움이 됨

- 그럼에도 각국은 위험 관리를 위해 부채 관리와 투명성에 우선순위를 두고 채무재조정 필요성을 줄여야 하며, 이는 채무자와 채권자 모두에게 이익
- 이 장에서는 부채비율을 줄이기 위한 물가상승의 중요성을 설명하고 있지만, 높은 물가상승률이 바람직한 도구임을 시사하지는 않음
  - 높은 물가상승률은 예상치 못한 경우라도 높은 기대 물가상승률과 통화 가치 하락을 고착화하고, 미래 부채발행 부담을 높이며, 통화불안정을 야기하여 평판 훼손으로 이어지고 결국 중앙은행을 포함한 기관의 신뢰도에 영향을 미칠 수 있음
- 궁극적으로, 지속적인 부채 감축을 위해서는 강력한 제도적 뒷받침이 필수
  - 강건한 재정 및 통화 관리체계는 부채 감축 노력을 저해하는 운영을 방지하고, 국가가 자연이자율이 낮아짐으로 인해 발생하는 이익을 얻는데 도움이 됨
  - 신뢰할 수 있는 중기 재정 관리체계 개발은 재정여력 회복을 위한 재정조정을 이행함으로써 높은 수준의 부채 관리에 도움이 됨
  - 마지막으로, 중기 부채관리 전략은 정부가 재원조달 방법과 관련된 비용 및 위험을 평가할 수 있도록 구조화된 접근방식을 제공

## IV

# 지경학적 분절화와 외국인직접투자

## 1. 서론

- 4장에서는 지경학적 분절화(geoeconomic fragmentation)가 외국인직접투자(Foreign Direct Investment: FDI)를 어떻게 재배치하고, FDI 분절화가 세계 경제에 어떤 영향을 미칠 수 있는지에 대해 연구함
- 지정학적 긴장감 고조와 세계화로 인한 이익의 불균등한 분배는 다자주의에 대한 회의론을 증가시키고 대내지향적 정책의 매력도를 높이는 데 기여함
  - 브렉시트, 미중 무역 갈등, 러시아의 우크라이나 침공은 국제관계에 도전하며 정책적으로 세계 경제의 통합에 역행하는데, 이러한 과정을 지경학적 분절화라 일컫음
  - 지경학적 분절화는 무역, 자본 이동, 이민 등 다양한 경우를 포함하나, 본 연구에서는 외국인 투자자들이 국내 기업에 안정적이고 지속적인 영향력을 확립하는 FDI에 초점을 맞춤
  - 국제 금융위기 이후 세계무역의 둔화가 새로운 현상도 아니고 FDI의 감소는 특히 두드러졌지만, 지정학적 요인에 의한 자본흐름의 분절화 및 지정학적 블록의 잠재적 등장은 세계 경제에 큰 부정적인 파급효과를 미칠 수 있는 새로운 요인
- 기업과 정책입안자들은 지정학적 긴장감에 대응하기 위해 정치적으로 신뢰할 수 있는 국가로 생산 프로세스를 옮기는 전략을 모색하고 있음
  - 다국적 기업의 수익 통화 보고서에 대한 텍스트 마이닝 분석 결과, 국가 간 지정학적 거리가 증가하기 시작하면서 리쇼어링(reshoring)과 프렌드쇼어링(friend-shoring)에 대한 기업 관심이 급증([그림 IV-1])
  - (미국) 재닛 옐런 미국 재무장관은 미국이 지정학적 긴장상태에 있는 국가에 의존하기보다는 신뢰할 수 있는 국가에 공급망을 프렌드쇼어링하는 방향으로 나아가야 한다고 주장

### [그림 IV-1] 지정학적 긴장고조와 FDI의 분절화

(단위: 지수, 빈도)

Recent years have seen increasing geopolitical risk and companies' interest in reshoring and friend-shoring.



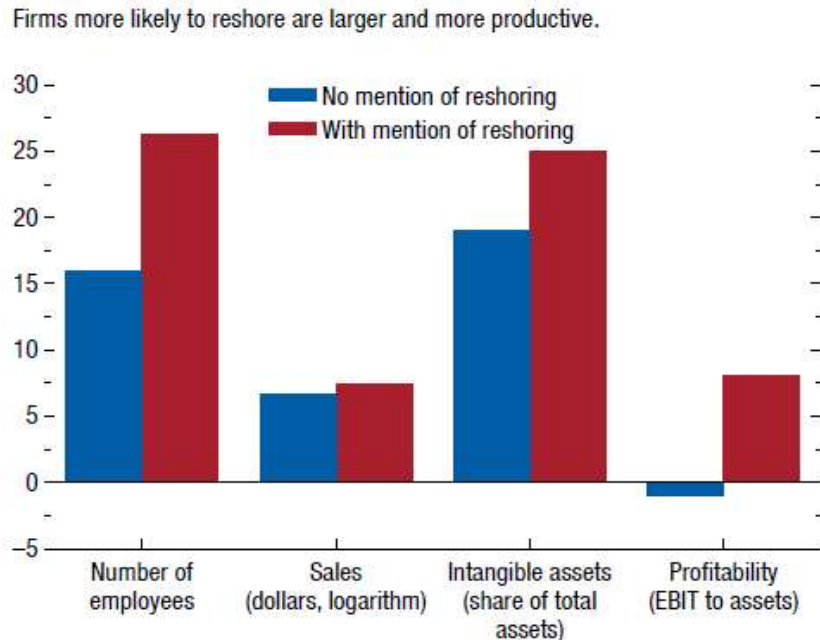
주: 리쇼어링에 대한 관심은 기업 실적발표에서의 리쇼어링 및 프렌드쇼어링에 대한 언급 빈도로 측정  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 4.1

- (유럽) 프랑스 정부는 미국의 인플레이션 감축법(Inflation Reduction Act)에 대응하기 위하여 생산 목표를 가속화하고, EU의 국가보조규범(state aid rule)을 완화하며, “메이드인유럽” 전략을 개발할 것을 촉구
  - (중국) 중국 정부는 지정학적 경쟁자에 대한 의존도를 줄이기 위해 수입 기술을 국내 기술로 대체하는 것을 목표로 함
- 프렌드쇼어링의 중요성은 단순한 선언 수준을 넘어 국가 안보 목적에 따른 투자 선별 조치로 해석되며, 최근 주요 국가들이 국내 전략적 제조업 부문을 강화하기 위해 시행한 대규모 정책들은 국가 간 자본 흐름을 전환시킬 것임을 시사함
- 미-중 무역 긴장이 고조되는 상황에서 채택된 미국의 반도체지원법(Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors), 과학법(Science Act), 인플레이션감축법(Inflation Reduction Act)과 유럽판 칩스법(European Chips Act) 등이 채택되었음

- 이는 다국적 기업의 생산과 구매전략(sourcing strategies)에 영향을 미칠 수 있으며, 공급망 재편에 대한 노력을 촉구함
- 리쇼어링 및 프렌드쇼어링은 다양성을 감소시키고 거시경제 충격에 더욱 취약하게 만들 가능성이 높음
  - 공급망의 재편은 잠재적으로 국내 안보를 강화하고, 기술적 우위를 유지하는 데 도움이 될 수 있으며, 투입재가 몇몇 국가에 집중되어 있는 경우 국내 또는 가까운 국가부터의 구매는 다양성을 증가시킬 수 있음
  - 하지만 대부분 국가들의 투입재 구매가 자국에 심하게 편중되어 있기 때문에 대부분의 경우 리쇼어링이나 기존 파트너로의 프렌드쇼어링은 다양성을 감소시킬 가능성이 높음
- 본 장에서는 FDI의 지리적 발자국 변화를 통해 지경학적 분절화가 세계 경제에 어떻게 영향을 미치는지에 대해 연구함
  - FDI는 전세계적으로 자국 자본의 상당부분(평균 약 12%)을 차지하며, 일반적으로 국내 기업으로의 지식 이전 및 경제 성장과 관련
  - 리쇼어링과 프렌드쇼어링에 관심을 보이는 기업들은 규모가 평균적으로 더 크고, 더 수익성이 높으며, 보다 지식집약적인 경향을 보임([그림 IV-2])
  - 따라서, FDI를 투자원천국(source countries)에 더 가깝게 이전하면 자본 축적 및 기술 심화를 낮춰 현재의 투자유치국(host countries)에 직접적으로 부정적인 영향을 미칠 수 있음

### [그림 IV-2] 리쇼어링에 대한 관심과 기업 특성

(단위: 명, 달러, %, 수익성)



주: 리쇼어링 언급 여부에 대한 기업의 단순 평균을 나타냄. EBIT는 'earning before interest and taxes' 약자임.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 4.3

#### ○ 지정학적 분절화와 FDI에 대한 분석 과정은 아래와 같음

- 우선, 2003년부터 2022년 말까지 FDI에 대한 상세한 양자 간 투자 데이터를 사용하여 FDI 분절화의 초기 징후를 찾고자 아래 두 가지 질문을 조사함
  - 분절화를 의미하는 국가 간 FDI의 재분배(reallocation)에 대한 증거가 있는가?
  - 지정학적 요인이 양국 간 FDI 흐름 변화에 기여하여, 우호적 국가 사이의 통합을 강화하고 적대적 국가에 대한 의존도를 감소시키는가?
- 투자원천국과 투자유치국 간의 지정학적 거리, 전체 FDI 유입에서 전략부문 투자가 차지하는 비율, 투자유치국의 시장 지배력 정보를 결합하여 FDI 이전에 대한 국가 취약성 정도를 나타내는 다차원 지수를 개발함
- 다음으로, FDI 분절화에 따른 잠재적 비용과 이익의 국가 간 분포를 정량화 하고, FDI 파급 효과를 거시적 수준과 미시적 수준에서 모두 실증분석함

- 수평적 FDI와 수직적 FDI를 구분하여 GDP 성장과 FDI의 관계를 국가 차원에서 분석함
  - 수직적 FDI가 지정학적 분절화에 더 큰 영향을 받을 가능성이 높음
- 이어지는 기업 수준의 분석을 통해 공급망에 있는 부문간 또는 부문내 기업의 노동생산성에 대한 파급효과를 식별함
- FDI 분절화가 장기적으로 경제에 미치는 영향을 파악하기 위해 DSGE 모델을 사용하여 가상 시나리오를 분석함
  - 분절화는 중국과 미국을 중심으로 한 지정학적 블록 간에 투자 장벽이 영구적으로 상승하고 비동맹 입장을 추구하는 국가는 잠재적으로 높은 불확실성에 직면하는 것으로 모형화

#### ○ 지정학적 분절화와 FDI에 대한 분석의 주요 결과는 아래와 같음

- 지정학적 긴장감이 고조되면 FDI는 우호국 블록 내에 집중될 가능성이 높기 때문에, 다자간의 대화로 FDI 분절화의 증가를 방지하는 노력 필요
- 평균적으로 선진국보다 신흥국과 개발도상국이 FDI 재배치(relocation)에 더 취약
  - 이는 대부분의 신흥국과 개발도상국이 지정학적으로 비동맹 국가의 FDI에 의존하고 있기 때문
- FDI의 위축과 재배치는 낮은 자본 축적과 기술 심화를 통해 투자유치국에 부정적 영향을 미칠 가능성이 높음
  - 특히 지식집약적인 특성으로 인해 경제 성장과 관련이 있는 수직적 FDI가 정책적으로 FDI 분절화의 표적이 될 가능성이 더 높음
- 생산 손실을 고려할 때 FDI 분절화의 전략적 동기와 경제적 비용 간의 균형을 이루는 것이 매우 중요
  - 투자재 수입에 대한 블록 간 장벽이 영구적으로 증가할 경우 전 세계 생산량은 장기적으로 약 2% 감소할 수 있음
  - 선진국에 대한 접근성이 감소한 신흥국과 개발도상국은 더 큰 영향을 받을 것으로 예상되며 이는 경제적 손실이 국가 간 불균등하게 발생할 가능성을 시사함
  - 어떤 국가는 이득을 얻겠지만 이러한 이득은 대외 수요 감소로 상쇄될 수 있음

- 비동맹주의국들의 경우 지정학적 블록과 비교하여 협상력을 높일 수 있으나 동맹에 대한 불확실성으로 투자 유치는 제약

## 2. 외국인직접투자(FDI) 분절화의 초기 징후

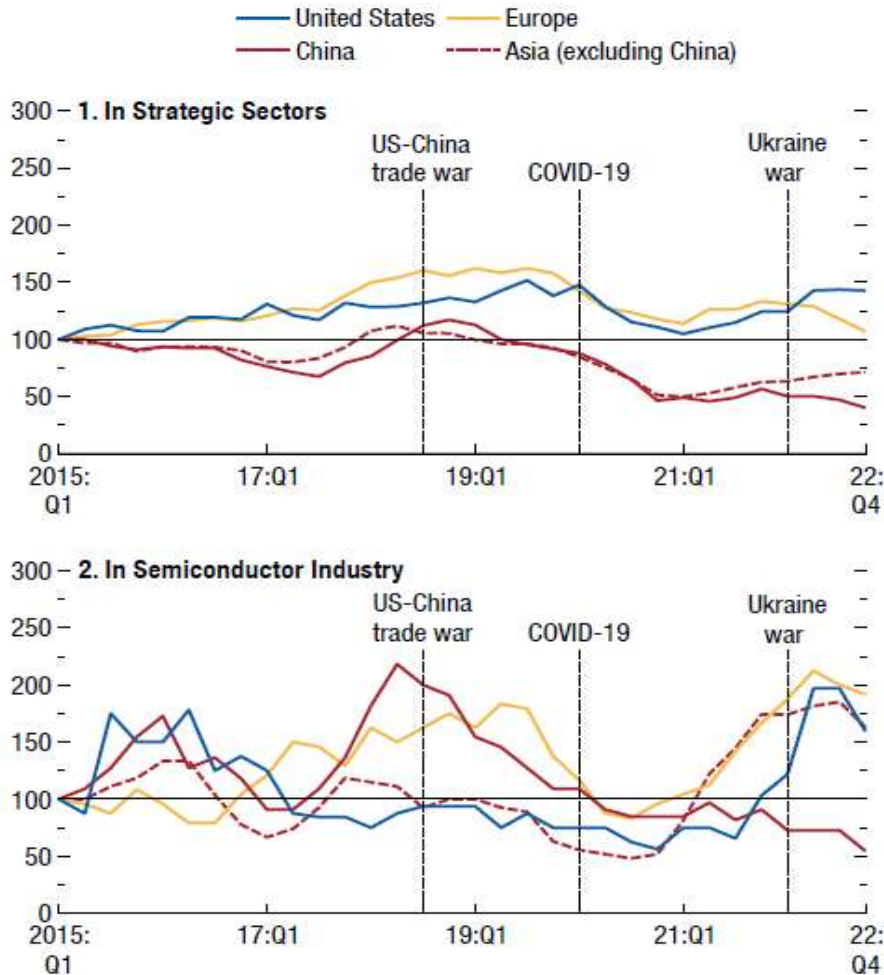
### 가. 현황

- 본 장에서는 2003년 1분기부터 2022년 4분기까지 약 30만건의 투자 데이터를 제공하는 fDi markets의 신규 그린필드형 외국인직접투자<sup>18)</sup> 데이터를 분석함
  - 본 장에서 FDI는 그린필드형 FDI의 개수로 측정함
- 최근에는 지정학적 긴장과 대내지향적 정책의 중요성이 FDI 분절화의 요인이 됨
  - 팬데믹 이전에는 자동화, 기술 발전 등 다양한 요인이 FDI 둔화에 기여함
  - 아시아 국가로의 전략적 FDI 유입은 2019년에 감소하기 시작해서 최근 소폭 회복하는데 그침
  - 반면, 미국과 유럽의 전략적 FDI는 아시아보다 더욱 큰 회복력이 있음이 증명됨
  - 그 결과, 2022년 4분기까지 미국과 유럽의 전략적 FDI와 아시아 국가의 전략적 FDI 사이에 약 2배의 격차를 보임([그림 IV-3])
  - 이러한 현상은 특히 R&D 및 반도체와 같은 전략산업에서 더욱 두드러짐
    - 이는 미국과 EU 모두 국내 생산을 강화하고 비동맹국 공급업체에 대한 취약성을 줄이기 위한 정책적 목표로 삼은 산업임

18) 그린필드(green field)형 FDI는 외국인직접투자의 한 형태로, 외국인이 자본을 들여와 국내에서 공장이나 사업장을 신설하는 투자를 의미함

[그림 IV-3] 외국인직접투자의 분절화

(단위: 투자 건 수)



주: 2015년 1분기를 기준(100)으로 함. 수직선은 각각 미중 무역전쟁, 코로나19 팬데믹, 우크라이나 전쟁의 시작을 의미함

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 4.4

○ 팬데믹 이후(2020년 2분기부터 2022년 4분기까지) FDI는 글로벌 금융위기 이후부터 팬데믹 이전까지의 평균과 비교하여 약 20% 감소

- 이러한 감소는 지역에 따라 매우 불균형적으로 나타나, 투자원천국과 투자유치국 모두에서 상대적인 승자와 패자가 등장함(그림 IV-4)
- 특히 중국의 경우 FDI의 감소가 투자원천국과 투자유치국으로서 모두 다른 아시아국가에 비해 훨씬 두드러짐

- 미국과 신흥 유럽에서는 그린필드형 FDI가 비교적 덜 감소했고, 오히려 신흥 유럽국으로의 FDI와 같이 일부 경우에는 증가함
- 미국의 OFDI(Outward-FDI)를 보면 중국으로의 FDI가 세계 평균 감소보다 훨씬 더 많이 감소하였으며, 다른 지역(특히 신흥 유럽)에 대한 FDI는 회복세를 보여줌
- 미국 OFDI 구성 변화에 따른 상대적 승자인 캐나다와 한국은 상대적 패자인 중국과 베트남보다 미국과 정치적 우호적 관계를 맺고 있음(그림 IV-5)
- 이는 최근 지정학적 요인이 외국인직접투자의 흐름 변화를 주도했음을 의미

[그림 IV-4] 지역에 따른 FDI 재배치

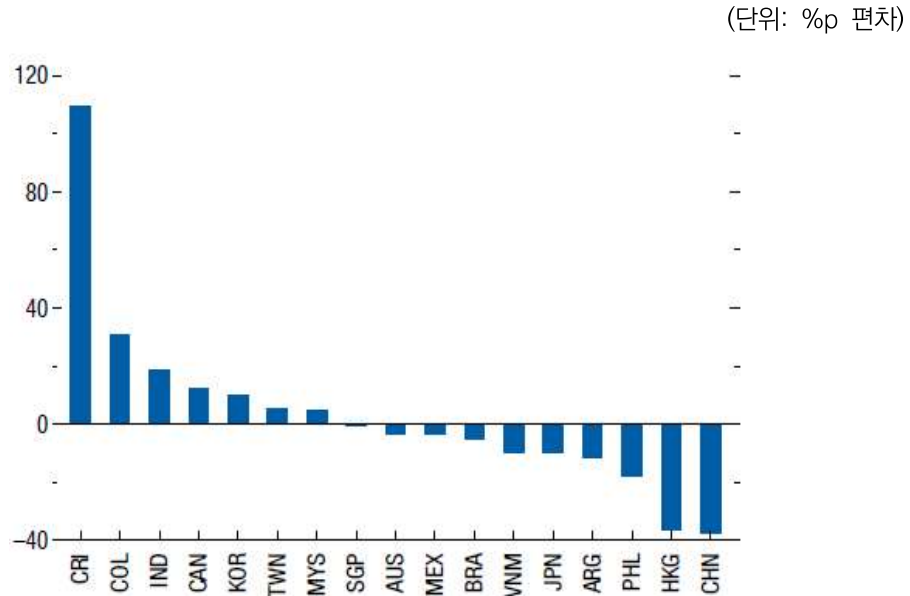
(단위: %p 편차)

Source regions	United States	Americas excl. US	Advanced Europe	Emerging Europe	Asia excl. China	China	Rest of the world
Rest of the world	26.4	7.1	5.3	11.4	-3.7	-24.7	18.6
China	-22.1	-6.9	-17.8	-31.3	-44.3		-31.9
Asia excl. China	-3.2	-8.7	-11.7	-2.4	-23.7	-49.2	-4.4
Emerging Europe	27.6	2.9	9.9	18.1	-22.3	13.9	-11.5
Advanced Europe	7.5	-11.7	9.3	-0.9	-9.8	-19.7	8.6
Americas excl. US	18.6	27.3	14.9	34.0	5.9	-13.3	27.6
United States		9.2	0.6	19.4	2.3	-40.6	21.6

주: 총 변화량(19.5% 감소)과 지역별 FDI 변화량의 편차를 나타내며 녹색은 양수, 적색은 음수를 의미함. 변화량은 2020년 2분기부터 2022년 4분기 사이의 그린필드형 FDI 개수와 2015년 1분기부터 2020년 1분기까지의 평균 개수를 사용하여 계산됨

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 4.5

[그림 IV-5] 미국의 해외직접투자(OFDI)의 변화



주: 2015년 1분기부터 2020년 1분기 사이의 변화에 대한 2020년 2분기부터 2022년 4분기 사이의 변화의 백분율 포인트 편차를 나타냄. 가로축은 ISO 국가코드를 사용함  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 4.6

## 나. 지정학적 요인에 더욱 민감해진 FDI

- 유사한 지정학적 입장을 가진 국가들 간의 FDI가 점점 집중되고 있으며, 이는 지정학적 긴장 고조가 FDI 분절화의 핵심 요인임을 시사함
  - 지정학적 동맹국 간의 FDI 비율이 지리적으로 가까운 국가보다 더 크므로 지정학적 우호관계가 FDI의 핵심 원동력임을 의미
  - 특히 전략산업 부문 경우, 지정학적 동맹의 중요성이 지난 10년 동안 훨씬 가파르게 증가함
- 지정학적 동맹의 역할은 신흥국과 개발도상국에 특히 중요하며, 경제적으로도 의미 있음
  - 기준선 분석에서 지정학적 거리가 예를 들어 캐나다-일본의 거리에서 캐나다-요르단의 거리로 증가할 경우 두 국가 간 FDI는 약 17% 감소하며, 그 평균적인 영향은 투자원천국이나 투자유치국과 관계없이 신흥국 및 개발도상국에서 더 큼

- 2018년 이후 미-중 무역 긴장이 고조되면서 지정학적 요인이 FDI 흐름에 보다 영향을 미치게 됐고, 이는 특히 전략부문에 대한 투자에 더욱 중요해 짐
- 분절화의 위험은 FDI에만 국한된 것이 아니라, 금융 분절화의 위험도 급증했으며, 이로 인해 지정학적 긴장 고조는 전 세계적 자본의 상당한 재배치를 촉발시킬 수 있음

### 3. FDI 재배치에 취약한 투자유치국

- 지정학적 분절화에 대한 취약성을 평가하기 위해 다음의 3가지 요소에 대한 하위 지수를 결합한 다차원지수를 개발
  - (지정학적 지수) 투자원천국과 투자유치국간의 지정학적 거리
  - (시장지배력 지수) FDI를 받는 각 산업에서 투자유치국이 갖는 시장지배력
  - (전략적 지수) FDI의 전략적 구성
- 지정학적 지수는 투자유치국을 기준으로 각 투자원천국의 투자 비중에 지정학적 거리를 곱하여 측정([그림 IV-6])
  - 이는 투자원천국과 투자유치국 간의 지정학적 거리가 멀수록 프렌드쇼어링에 대한 취약성이 크다는 것을 반영함
  - 대부분의 국가들이 선진국으로부터 많은 FDI를 받고 있으며, 선진국간의 지정학적 거리는 선진국과 신흥국 및 개발도상국간의 거리보다 서로 가까움
  - 따라서 선진국보다 신흥국과 개발도상국이 지정학적으로 더 취약함
- 시장지배력 지수는 투자유치국이 특정 부문에서 상위 10개 수출국에 포함될 경우 그 부문의 FDI는 덜 취약하며, 포함되지 못할 경우 완전 취약하다고 간주([그림 IV-6])
  - 특정 부문에서 시장점유율이 높은 국가는 외국인 투자자가 투자를 이전할 가능성이 보다 낮기 때문에 해당 부문의 FDI는 이탈에 덜 취약할 수 있음

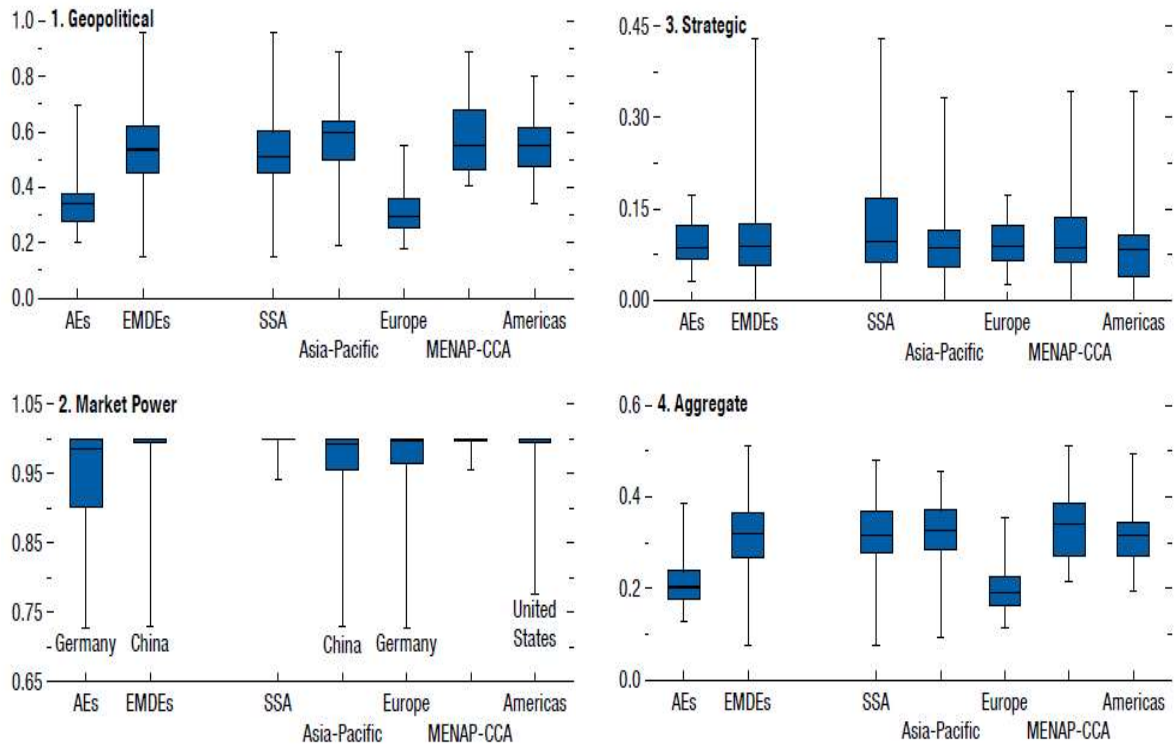
- 대부분의 국가는 시장지배력으로 인한 FDI의 보호 수준이 낮지만, 중국, 독일, 그리고 미국과 같은 대규모 경제는 많은 부문에서 대규모 수출국이기 때문에 FDI가 높은 수준의 보호를 받고 있음

○ 전략적 지수는 전략적 부문에서 FDI 유입의 비율로 측정([그림 IV-6])

- 이 부문의 취약성은 선진국과 신흥국 및 개발도상국 간에 상당히 유사

[그림 IV-6] 취약성 지수

(단위: 지수)

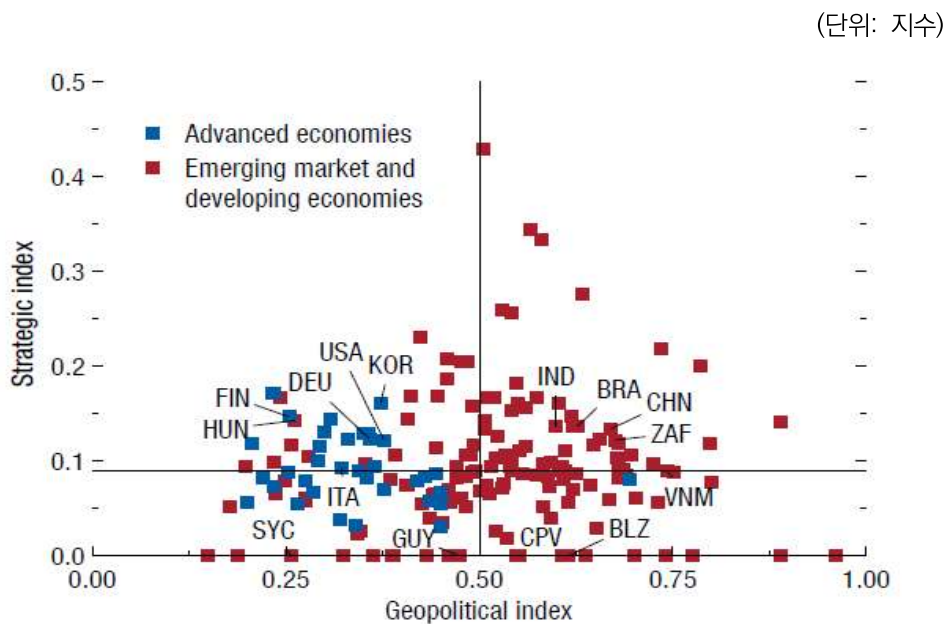


주: 2009년 이후의 FDI 흐름을 기준으로, 소득 및 지역별 취약성 지수 분포를 나타냄. AEs=선진국, EMDEs=신흥국 및 개발도상국, MENAP-CCA=중동·북아프리카·아프가니스탄·파키스탄·코카서스·중앙아시아, SSA=사하라 이남 아프리카

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 4.9

- 지정학적 지수와 전략적 지수는 상관관계가 낮아 두 지수가 지경학적 분절화에 대한 취약성의 서로 다른 측면을 포착함([그림 IV-7])
  - 지정학적 취약성은 신흥국과 개발도상국에 집중되어 있는 반면, 미국, 독일, 한국 등 많은 선진국이 전략적 취약성이 높은 상위 50%에 포함
  - 브라질, 중국 및 인도와 같은 일부 대형 신흥국을 비롯한 다른 여러 신흥국은 두 측면 모두에서 취약성을 보여 FDI 분절화가 많은 국가에 문제가 될 수 있음을 시사함
- 세 지수를 종합하면, 국가 간 편차가 크지만 전체적으로 선진국보다 신흥국과 개발도상국이 FDI 분절화에 더 취약
  - 지역별로는 유럽의 취약성이 낮으며, 다른 지역의 취약성은 더 높거나 서로 유사

[그림 IV-7] 지정학적 지수와 전략적 지수



주: 2009년 이후의 FDI 흐름을 기반으로, 가로선은 전략적 지수의 중간값(0.09)을 나타내고 세로선은 지정학적 지수의 중간값(0.5)을 나타냄.

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 4.10

- **종합 취약성 지수는 기존의 자본 이전에 대한 취약성을 설명하기 위한 것이며, 정책적 조치는 향후 취약성을 낮추도록 도움**
  - 협력을 위한 다자간 노력 외에도 국내 정책은 지정학적 긴장감이 높아진 상태에서도 경제적 위험을 완화하는 데 도움을 줄 수 있음
  - 규제에 대한 질을 향상시킬 경우 FDI 재배치에 대한 취약성이 감소하고, 또한 재배치 압박으로부터 보호할 수 있는 수출이 증가함

#### 4. 투자유치국에 대한 FDI 파급효과

- **FDI 파급효과에 대해 (1) 수평적 FDI와 수직적 FDI, 그리고 (2) 산업 내와 산업 간 파급효과로 구별하여 분석**
  - IFDI(Inward-FDI)는 고용 창출과 자본 형성에 대한 직접적인 영향뿐만 아니라 기술 확산, 후방 및 전방 연계(backward and forward linkages), 심화된 경쟁에 따른 생산성 향상을 통해 국내 기업에 영향을 미침
  - 하지만 실증분석 결과들에는 그 효과가 혼재되어 있으며 국가마다 그리고 투자유치국의 인적 자본, 제도의 질, 금융 발전 정도에 따라 달라짐
  - 이러한 비일관적 결과들은 FDI의 이질성으로 인한 것일 수 있어, 보다 구체적인 유형의 FDI와 공급망에 따른 파급효과를 살펴보는 것이 더 많은 정보를 제공

##### 가. 수평적 FDI와 수직적 FDI

- **수직적 FDI가 수평적 FDI보다 FDI 분절화 위험에 노출될 가능성이 더 높음**
  - 수평적 FDI는 외국기업이 현지 시장에 직접 제품 및 서비스를 제공하기 위하여 그 나라에 진출하는 것을 의미
  - 수직적 FDI는 외국기업이 관계기업에 공급될 투입재를 생산하기 위해 국가에 진입하는 것을 의미

- 무역 장벽이 높아지면 무역을 대체하는 수평적 FDI의 매력도가 높아지고 수직적 FDI의 매력도는 낮아짐
- 수직적 FDI는 첨단 기술을 사용한 투입재 생산에 중심을 두고 있으므로 전략적 생산을 리쇼어링하기 위한 정책의 대상이 될 가능성이 높음
- 수직적 FDI는 보다 정교하고 숙련집약적인 기술을 다루는 중간재 생산자에 집중되어 있어 경제성장에 긍정적인 영향을 미침
  - 수평적 FDI의 경우 최종 생산재에 집중된 경향이 있는데, 이는 단순하고 노동집약적인 기술을 이전하기 때문에 경제성장에 긍정적인 영향을 미치지 않음

#### 나. 산업 내와 산업 간 파급효과

- 다국적 기업의 진입이 국내 기업에 미치는 영향은 해당 기업이 같은 산업인지 다른 산업인지에 따라 다름
  - 예를 들어, 도시바가 중국에 반도체 제조 공장을 설립한다면,
    - (산업 내 파급 효과) 중국 반도체 제조업체들은 도시바의 진출에 직접적인 영향을 받음
      - 경쟁이 심화되면 현지 기업들이 혁신을 통해 생산성을 향상시킬 수도 있고, 혹은 도시바가 시장 점유율을 빼앗아 현지 기업들을 밀어낼 수도 있기 때문
    - (산업 간 파급 효과) 중국 실리콘 생산업체 또한 반도체 제조업의 공급업체이므로 도시바의 중국 진출에 영향을 받으며, 자동차 산업에 종사하는 중국 기업들도 영향을 받음
  - 2006년부터 2021년까지 150개국 12만개 이상의 기업을 대상으로 한 세계은행 기업조사 자료를 분석한 결과, 동일 산업 내 국내 기업에는 긍정적 파급 효과를 줌
    - 산업 내 긍정적 파급 효과는 기업이 다국적 기업과의 경쟁에 대응하면서 노동생산성이 향상되는 선진국에 국한됨
  - 산업 간 파급 효과의 경우, 외국기업에 공급하여 공급망 상류에 있는 국내기업의 경우 긍정적 효과를 얻음

- 외국기업이 국내에서 투입재를 조달받아 국내기업이 생산한 투입재의 수요가 증가하기 때문
- 또한, 현지 공급업체는 더 나은 기술을 가진 외국 구매자와 직접 접촉함으로써 학습의 이점을 가질 수 있음
- 이러한 공급업체에 대한 긍정적 파급 효과는 신흥국과 개발도상국의 FDI에서 두드러짐
- 대조적으로, 신흥국과 개발도상국에서 조차 공급망 하류에 있는 국내 사용자에게 미치는 긍정적 파급 효과는 입증된 바 없음
- 이는 외국기업 대부분의 제품이 해외에 판매되기 때문이며, 이는 긍정적 파급효과의 범위가 제한적임을 암시

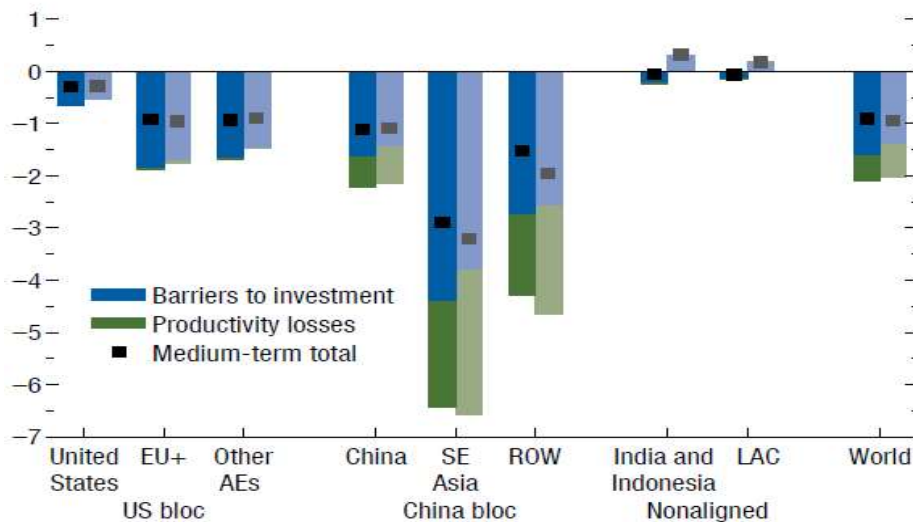
## 5. FDI 분절화에 대한 비용 산정

- FDI의 핵심적인 2가지 역할을 중심으로 다국가 DSGE 모형을 이용하여 잠재적인 FDI 분절화로 인한 장기적인 효과를 분석함
  - (1) FDI는 투자유치국의 자본 형성에 기여
  - (2) 선진국에서 신흥국과 개발도상국으로 기술 및 생산성 강화 경영 관행을 이전
  - 한편, 모형은 미국, 중국, EU+(EU+스위스), 중남미, 인도와 인도네시아, 기타 동남아시아, 기타 선진국, 기타 국가 등 8개 지역으로 구성
- 기준 시나리오에서는 미국 진영, 중국 진영, 그리고 비동맹국으로 구분
  - 이상점 거리(ideal point distance)에 대한 최근 자료를 기준으로 미국과 중국과의 상대적 거리에 따라 진영을 결정하며, 이에 인도와 인도네시아 및 중남미는 비동맹(중립) 상태를 유지한다고 가정
  - 이 시나리오에서는 분절화가 나타나지 않았을 때에 비해 5년 후 세계 생산량이 약 1% 하락하며 장기적으로는 2% 하락함([그림 IV-8])

- 신흥국이 대부분인 중국 진영의 경우 주요 투자원천국인 선진국에 대한 장벽이 높아져 생산 손실이 더 큼
- 그러나 미국 진영에 속한 국가들의 손실도 작지 않음
  - 이는 기타 선진국 지역의 일본과 한국, EU+ 지역의 독일 등 중국과 강하게 연결되어 있는 국가들 때문임
- 비동맹 국가의 경우, 2가지 상반된 영향의 크기에 따라 달라질 수 있음
  - 첫째, 세계 경제활동 감소로 대외 수요가 감소하여 수출과 투자에 부정적인 영향
  - 둘째, 투자 흐름의 전환으로 투자와 생산량 증가
  - 두 번째 경로의 중요성은 서로 다른 지역 간 투자의 대체탄력성에 따라 달라질 수 있는데, 이에 대한 기본 가정에서는 첫 번째 경로가 두 번째 경로를 지배해 생산이 소폭 감소(그림 IV-8의 짙은 막대)
  - 반면, 투자의 대체탄력성을 두 배로 가정할 경우에는 투자와 생산이 소폭 증가(그림 IV-8의 얇은 막대)

[그림 IV-8] 투자 흐름 장벽이 GDP에 미치는 영향

(단위: % 편차)



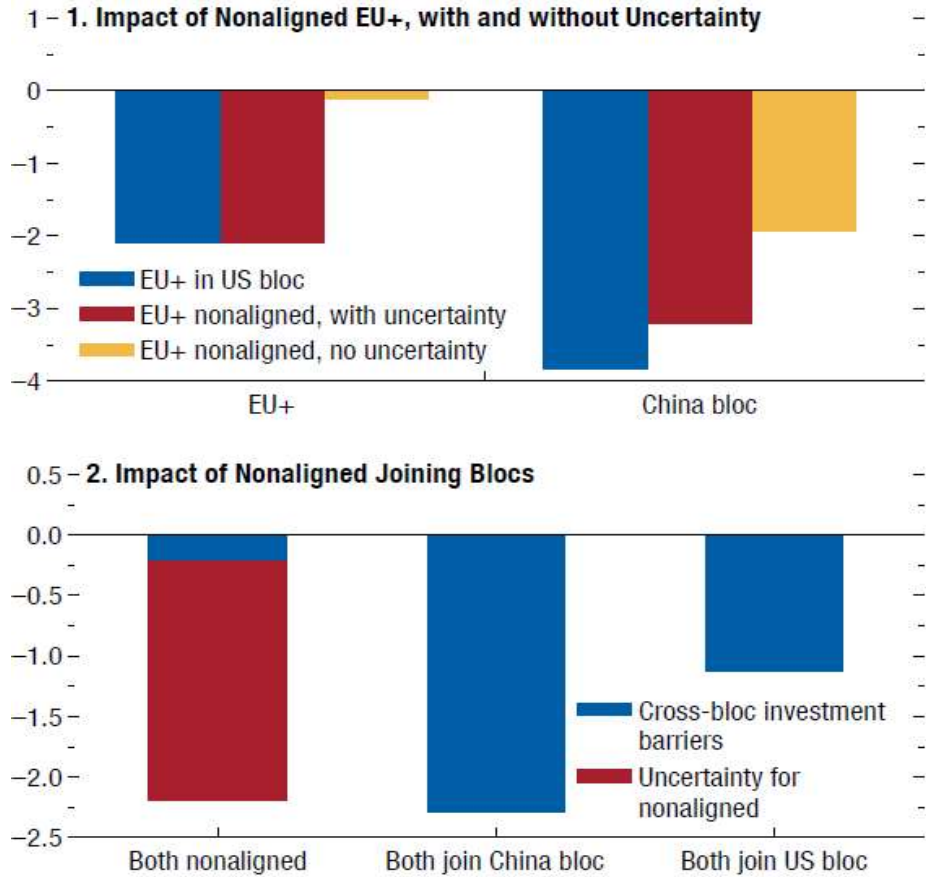
주: 분절화가 없을 때를 가정한 기준 시나리오에 대비한 백분율 편차를 나타냄. 어두운 막대는 해외투자 투입원 간의 대체탄력성(1.5)이 낮은 시나리오를 뜻하며, 밝은 막대는 대체탄력성(3.0)이 더 높을 때를 가정

출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 4.14

- **현실적으로 지경학적 분절화는 두 진영에 모두 열려있는 국가에게 상당한 정책적 불확실성을 수반시킴**
  - 이러한 국가는 두 진영의 압박에 입지가 좁아지고 어느 블록이던 관계가 악화될 위험이 존재해, 현재의 정책기조가 급변할 수 있다는 불확실성은 무역과 투자에 대한 경제적으로 유의미한 장벽으로 작용함
  
- **대안적인 동맹 설정은 결과에 중요한 영향을 미침**
  - 예를 들어, EU+ 지역이 비동맹 상태를 유지한다고 가정했을 때 중국 진영과 EU+ 지역 모두 상당한 비용 절감을 할 수 있으나, 이는 향후 동맹에 대한 더 큰 불확실성을 수반하여 EU+와 미국 사이의 장벽이 크게 높아질 경우 EU+ 지역은 오히려 막대한 비용에 직면하게 될 수 있음
  - 기준선 시나리오에서 두 개의 비동맹 지역이 어느 한 블록과 동맹관계에 놓일 때 상태는 더 악화되는 경향이 있으나, 만약 두 블록 중 하나를 선택해야한다면, 투자의 주요 원천이 선진국 중심의 미국 진영이라는 점을 고려할 때, 미국 블록화에 속하는 것이 더 유리함
  
- **블록들이 신흥국과 개발도상국을 끌어들이는 인센티브로 인해 비동맹국들이 협상권을 가질 수 있으나, 투자를 감소시킬 수 있는 상당한 불확실성도 발생할 수 있음**
  - 비동맹 국가가 특정 블록에 참여할 때 해당 블록에 있던 기존 국가들은 이익을 얻고, 상대 블록에 있는 국가들은 손해를 봄
  - 기존 국가들의 이익이 새롭게 참여한 국가들의 손실보다 크기 때문에 우호적인 무역 및 투자 여건 제공, 프렌드쇼어링을 장려하기 위한 재정 조치 등을 통해 이익을 이전할 수 있음

[그림 IV-9] 미국 또는 중국과의 동맹국 GDP에 미치는 영향

(단위: % 편차)



주: 그림 1은 EU+가 중립 상태일 경우, 불확실성의 유무에 따른 GDP 변화를, 그림 2는 비동맹국(인도·인도네시아와 라틴아메리카·카리브해 두 지역을 의미)이 중국 또는 미국 진영에 속할 경우 각각의 GDP 변화를 보여줌. EU+는 EU국가와 스위스를 의미.  
출처: IMF, *World Economic Outlook 2023 April*, Figure 4.16

## 6. 정책 시사점

- 많은 신흥국과 개발도상국은 FDI 분절화에 대해 취약하며, 선진국(특히 전략산업 부문에서 상당한 FDI를 보유한 국가)의 영향이 없는 것은 아님
  - 취약성은 비FDI로도 확장될 수 있기 때문에 정치적 긴장의 증가는 세계적으로 자본 흐름의 대규모 재분배를 촉발할 수 있으며, 특히 신흥국과 개발도상국에 현저한 영향을 끼칠 수 있음
  - 이러한 분석은 분절화로 세계 경제는 더 가난해질 수 있다는 것을 시사함
  - 분열에 따른 상대적 또는 절대적 승자가 있을 수 있지만, 이에 따른 이득은 상당히 불확실함
- 본 장은 국가 안보 강화 및 전략 산업에서의 기술적 우위와 같은 지경학적 분절화의 정책 목표에 대한 성공 정도를 추정하지 않았으며, 대신 이러한 목표 추구로 인해 수반되는 경제적 비용 추정에 중점을 둠
- 몇몇이 더 높은 장벽과 대내지향적 정책을 옹호하고 있는 현 상황에서, 전략적 분절화로 인해 발생하는 경제적 비용은 국제 통합의 근거를 제공함
  - 예를 들어, 공급원을 국내에서 벗어나 국제적으로 다양화시키면 세계 경제에 부담을 주지 않고도 공급망이 충격에 더 높은 회복력을 보일 수 있음
  - 동시에 현재의 규정에 근거한 다자간 체계는 변화하는 세계 경제에 적응해야 하며, 국제적 파급효과를 완화할 수 있는 신뢰성 있는 방어책 및 국제 통합으로 부정적인 영향을 받는 것에 대처하기 위한 국내 정책으로 보완되어야만 함
- 정책 불확실성은 분절화로 인한 손실을 키우기 때문에 이러한 불확실성을 최소화하기 위한 노력 필요
  - 다자간 대화를 통해 정보 공유를 개선하는 것이 이러한 목표를 달성하는데 도움
- 마지막으로 민간 부문 개발을 촉진하기 위한 정책과 규정을 시행함으로써 FDI 재배치에 대한 취약성을 줄일 수 있음

- 선진국이 FDI의 프렌드쇼어링을 촉진하기 위한 정책을 시행하여 세계가 더 분절화될 경우 일부 국가들에게는 새로운 FDI를 유치함으로써 투자 흐름의 전환으로부터 이익을 얻을 수 있는 기회가 될 수 있음
- 투자처로서의 국가 매력을 향상시키기 위한 조치로 구조개혁 시행, 정보 비대칭을 줄이고 행정절차를 간소화하는 투자촉진기관 설립, 인프라 개선 등이 있음