

# IMF Fiscal Monitor October 2024

2024.11.



kipf

kipf 한국조세재정연구원  
재정지출분석센터

본 보고서는 2024년 10월 IMF에서 발표한  
“Fiscal Monitor October 2024”의 주요 내용을 요약함.  
보다 자세한 내용은 원문 보고서를 참고하기 바람.

**연구진**

김빛마로 재정지출분석센터장

장준희 선임연구원

# Contents

I	공공 채무 억제하기	1
	1. 서론	1
	2. 공공 채무 전망 위험은 어떻게 분포되어 있는가?	5
	3. 채무를 통제하기 위한 재정정책	20
	4. 요약 및 정책적 함의	35

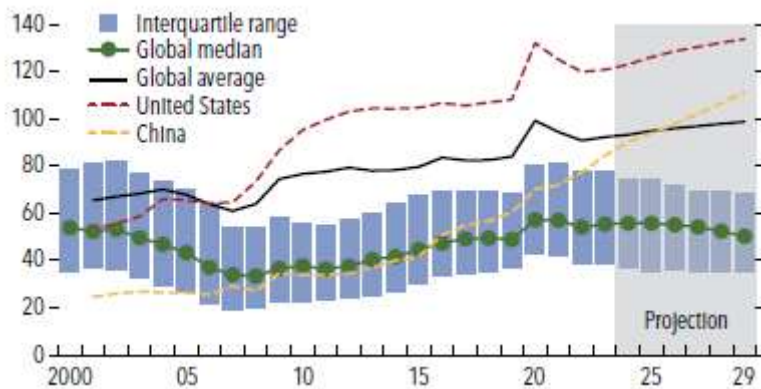
# I 공공 채무 억제하기

## 1. 서론

- 공공 채무 수준이 전 세계적으로 높아지고 있으며 2024년에는 100조달러를 초과할 것으로 예상됨
  - 세계 공공 채무는 2021~2022년에 감소한 후 2023년에 다시 약간 증가했고 2030년까지 GDP 대비 100%에 도달할 것으로 전망되며, 세계 최대 경제국인 중국과 미국이 이러한 증가를 주도하고 있음
  - 전 세계 국가의 약 2/3에서 채무가 2029년까지 안정화되거나 감소할 것으로 전망되지만, 여전히 팬데믹 이전보다 높음(그림 I-1)

[그림 I-1] GDP 대비 공공 채무 비율, 2000~2019년

(단위: GDP 대비 %)



출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.1.

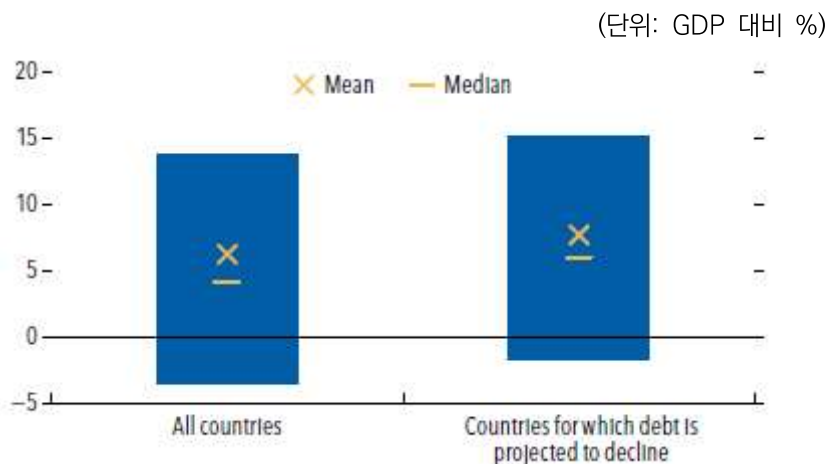
- 이 기준선 전망에 대한 뚜렷한 상방위험은 채무 수준이 현재 전망보다 더 높을 수 있음을 의미
  - 재정 문제에 대한 정치적 담론은 지난 30년 동안 정부지출 증가 방향으로 점점 더 기울어졌음(Cao, Dabla-Norris, and Di Gregorio 2024)
  - 재정정책 불확실성도 증가했음(Hong, Ke, and Nguyen 2024)

- 또한, 증가하는 지출 압력(예: 친환경 전환, 국방, 비용이 많이 드는 산업정책, 인구 고령화, 유엔의 지속가능 발전 목표(Sustainable Development Goals))은 현재 채무 전망에 완전히 반영되지 않아서 공공 채무가 더욱 증가할 가능성이 높음

○ 이미 채무 전망은 낙관적 편향의 영향을 받음

- 과거 경험에 따르면 채무 수준이 체계적으로 과소평가되는 경향이 있음
  - 3년 후 실현된 GDP 대비 채무 비율은 평균적으로 GDP 대비 6%p만큼 전망보다 높음(그림 1-2)
- 채무가 감소할 것으로 처음에 전망되는 경우 전망 오류가 더 커지는 경향이 있음(Estefania-Flores and others 2023)

[그림 1-2] 공공 채무 전망의 3년 예측 오차 1900~2021년



주: 예측 오차는 각 국가의 실현된 결과와 비교한 GDP 대비 예상 채무 비율로 정의.  
막대는 3년 시계에서의 사분위수 범위를 나타냄.

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.2.

○ 미확인 채무(unidentified debt), 즉 재정 적자, 이자율-성장률 차이, 환율 변동으로 설명되지 않는 정부 채무의 변화는 규모가 크고 종종 신흥시장 및 개발도상국 채무 증가의 주요 요인임

- 이미 높은 채무 수준에 대한 이러한 상방위험이 현실화되면 세계 여러 지역에서 중대한 우려를 야기할 수 있음

○ 높은 채무는 재정 여력과 경기 침체에 대응하는 정부의 능력을 감소시키고 성장을 촉진하는 데 필요한 투자를 구축하고 국가 위기(sov​er​eign distress) 위험을 높임(Brunnermeier and others, 2016; Brunnermeier and Reis, 2023; Mitchener and Tresbesch, 2023; Farhi and Tirole, 2018)

- 특히, 지속적인 채무 증가는 채무곤경(debt distress)이나 더 광범위한 금융 위기의 가능성을 높일 수 있음(Kose and others, 2021)
- 채무가 감소할 것으로 예상되는 국가에서도, 계획된 재정 조정은 불확실하며 공공 채무는 팬데믹 이전 수준을 크게 상회할 것으로 예상됨
- 또한 이러한 국가는 채무 증가와 시스템적으로 중요한 경제(systemically important economies)의 재정정책을 둘러싼 불확실성으로 인한 부정적인 실물, 금융 파급 효과에 노출되어 있음

○ 이러한 배경에서 이번 장에서는 다음 질문에 대한 답을 모색

- 1. 공공 채무에 대한 기준선 전망의 위험 분포는 어떠한가?
- 2. 공공 채무를 통제해야 하는 국가는 재정정책을 어떻게 수행해야 하는가? 산출량과 소득 분배에 미치는 부정적 영향을 제한하면서도 채무 지속가능성을 강화하기 위해 규모, 속도, 구성 측면에서 재정 조정을 어떻게 설계해야 하는가?
- 3. 정부는 미확인 채무를 어떻게 해결할 수 있을까?

○ 이 장에서는 이러한 질문에 답하기 위해 새로운 자료와 모형 기법을 사용했으며 주요 결과는 다음과 같음

- (공공 채무 기준선 전망에 대한 위험 분포)
  - 새로운 “debt-at-risk” 통합 체계를 사용하여 기준선 채무 전망을 둘러싼 위험과 국가 및 시간에 따른 위험 변화를 평가
  - 분석 결과, 경제, 금융 및 정치 상황의 변화가 미래 GDP 대비 채무 비율 분포를 바꿀 수 있음
    - 극도로 부정적인 시나리오에서의 미래 채무 수준으로 정의된 세계 debt-at-risk는 현재

세계 경제 전망 보고서(World Economic Outlook)의 전망보다 3년 뒤 GDP 대비 약 20%p 더 상승할 것으로 추정됨

- 현재 채무 수준이 높으면 경제 성장이 둔화되고 금융 여건이 긴축되어 debt-at-risk에 미치는 영향이 커짐
  - 미국 국채 수익률 변동성과 미국 재정 및 통화정책 불확실성과 상관관계가 있는 국제적 요인은 국가 간 정부 차입비용 변동을 더욱 야기
- 채무 전망의 또 다른 중요 위험 요소인 미확인 채무는 역사적으로 큰 규모로 연간 GDP 대비 약 1.0~1.5%에 달하며 금융 제도 스트레스가 발생하면 GDP 대비 7%p까지 상승
- 이는 우발 부채(contingent liabilities) 및 재정 위험의 실체화와 체납금(arrears)에서 비롯됨

#### ■ (채무를 통제하기 위한 재정정책)

- 분석 결과, 현재의 재정 조정 계획은 많은 국가에서 채무를 높은 확률로 안정화하거나 줄이는 데 필요한 수준에 미치지 못하는 것으로 나타났음
- 중기적으로 누적 재정 조정이 평균적으로 GDP 대비 3.0~4.5%가 되어야 채무를 높은 확률로 안정화(또는 감소)할 수 있음
  - 대부분 국가에서 필요한 재정 조정 규모는 현재 전망보다 크고, 역사적 기준으로 볼 때 많은 국가에서, 특히 채무가 안정화되지 않을 것으로 전망되는 국가에서 더 큼
- 본 분석은 재정 수단이 각 가계에 미치는 영향이 다르기 때문에 산출량과 불평등 간에 다양한 상충 관계가 있음을 강조
- 지출과 수입 조치 모두를 결합한 잘 설계된 조정은 산출량과 불평등에 미치는 부정적인 영향을 상당히 완화할 수 있으며 사회적으로 수용될 가능성이 더 높음
  - 잘 설계된 조정의 핵심 요소는 국가마다 다르지만, 조정 속도는 점진적이고 지속적이어야 재정 위험과 민간 수요 활력 사이의 균형을 이룰 수 있음
  - 채무 전망이 양호한 국가의 경우, 채무 지속가능성을 유지하면서 재정 여력을 최적화하는 것이 우선순위임
- 미확인 채무를 제한하기 위해 재정 거버넌스를 강화하는 것이 중요
- 건전 재정의 핵심 요소인 예산 투명성과 재정 준칙 준수는 금융 스트레스 기간 동안 미확인 채무의 징후를 상당히 완화하는 것으로 나타났음

## 2. 공공 채무 전망 위험은 어떻게 분포되어 있는가?

- 이 절에서는 채무 전망을 둘러싼 위험을 정량화하기 위한 통합 체계를 제시하고 채무 위험의 두 가지 중요한 요인인 국채 수익률(sov​er​eign bond yields)과 미확인 채무에 대해 자세히 설명
  - 다른 거시경제 전망과 마찬가지로 채무 전망은 일반적으로 국가의 미래 채무 경로에 대한 평균적인 추정치를 반영
  - 그러나 채무 동학을 둘러싼 불확실성을 이해하려면 전망에 대한 하방 및 상방위험을 정량화하고 시간 경과에 따른 변화를 관찰해야 함

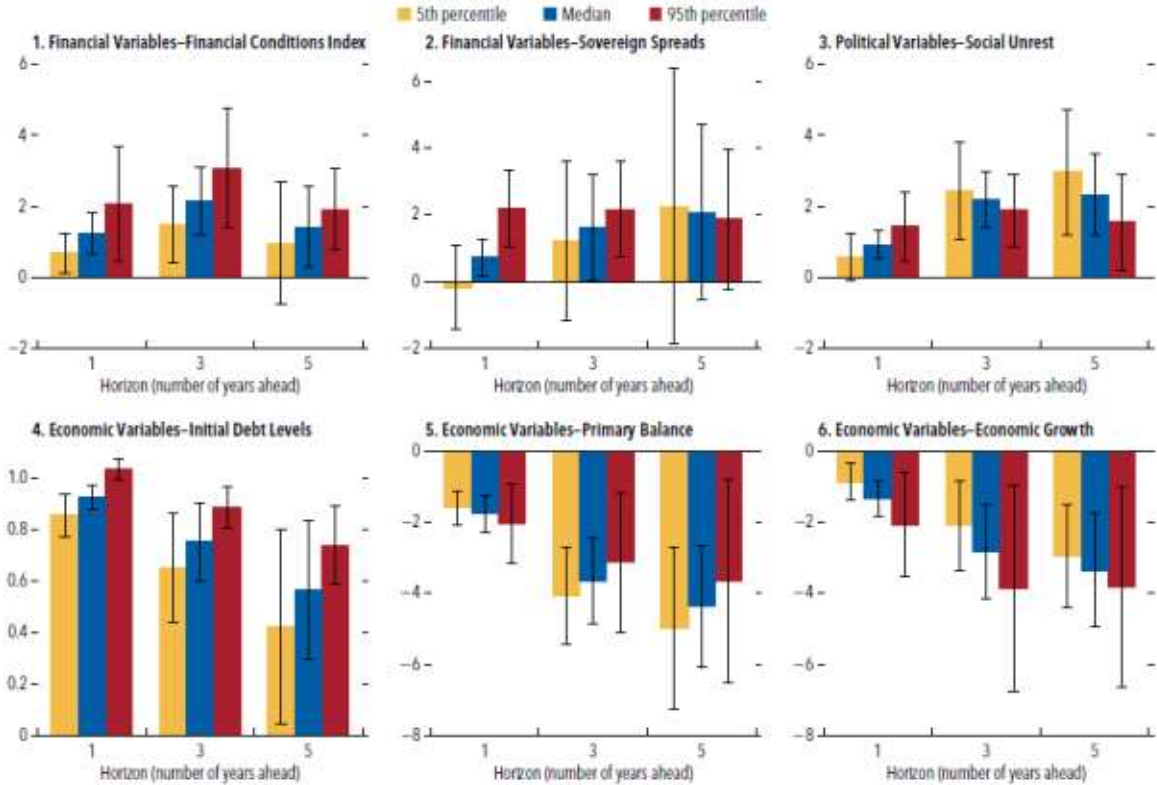
### 가. Debt-at-Risk 체계

- 이 절에서는 채무 동학을 주도하는 경제적, 재정적, 정치적 요인의 역할을 평가하기 위한 새로운 debt-at-risk 체계를 소개
  - 이 분석은 "growth-at-risk" 방법론(Adrian, Boyarchenko, and Giannone 2019; Adrian and others 2022)을 기반으로 발전시켜 1~5년의 전망 기간에 걸친 세계 채무 분포의 동학을 조사(온라인 부록 1.1)
    - 이 접근 방식은 먼저 채무의 표면적 동인(이자율-성장률 차이 및 기초재정수지)을 넘어 정부 채무와 그 표면적 동인에 영향을 미치는 금융 스트레스나 정책 불확실성 증가와 같은 중요한 기저 요인을 조사함으로써 채무 위험을 검토하기 위한 기존 방법론을 강화 및 보완
    - 둘째, 이러한 요인이 GDP 대비 채무의 미래 분포에 비대칭적 또는 비선형적 영향을 미치는지 평가
- 이 분석은 정책 입안자가 매우 부정적인 시나리오에서 채무가 어떻게 증가할지 측정하는데 도움이 되며 다음과 같은 통찰력을 제공
- 관찰 가능한 금융, 정치, 경제적 상황은 채무 위험을 예측하며, 그 영향은 시간에 따라 달라짐

- Debt-at-Risk 추정치(전망된 채무의 95백분위수로 정의)는 미래 GDP 대비 채무 비율의 패널 분위 회귀분석(panel quantile regressions)을 통해 산출(Machado and Santos Silva 2019; Adrian and other 2022)
  - 본 분석은 전 세계 정부 채무의 90% 이상을 차지하는 74개 선진국과 신흥시장 및 개발도상국의 표본에 기반
- 그림 I-3은 부정적인 금융 및 정치적 변화가 더 높은 채무 위험과 3년 후까지 지속적으로 관련이 있음을 보여줌
  - 특히 긴축된 금융 여건은 미래 채무 분포의 오른쪽 꼬리(그림 I-3, 패널 1의 빨간색 막대)에 불균형적으로(disproportionately) 영향을 미치며, 가장 강한 영향은 3년에 걸쳐 나타남
    - 예를 들어, 스페인이 2011년에 경험한 것과 같은 상당한 금융 여건 긴축은 3년 후 GDP 대비 약 3%p의 debt-at-risk 증가와 관련이 있음
  - 이는 주로 성장 분포의 왼쪽 꼬리에 대한 금융 여건 긴축 영향을 반영하는데, 부정적 금융 여건은 채무 불이행을 증가시키고 대출자의 위험 부담 능력을 감소시키기 때문임(2017년 10월 세계 금융 안정성 보고서(Global Financial Stability Report))

[그림 1-3] 분위 회귀 결과: GDP 대비 미래 채무 비율과 금융, 정치, 경제 변수

(단위: 예측 시계별 패널 분위 회귀의 조건부 변수에 대한 회귀 계수)



주: 그림은 2009~2023년 기간 동안 74개국의 금융, 정치, 경제 변수에 대한 패널 분위 회귀 분석을 기반으로 한 5번째, 50번째, 95번째 백분위수 추정 계수를 나타냄. 막대는 추정된 계수를 나타냄. 초기 채무를 제외한 모든 변수는 계수 간 비교를 위해 평균이 0이고 표준 편차가 1이 되도록 표준화. 각 막대의 수염 (whisker)은 추정 계수에 대한 90% 신뢰 구간을 나타냄(자세한 내용은 온라인 부록 1.1 참조).

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.3.

○ 또한 긴축된 금융 여건은 단기적으로 더 큰 "interest rate-at-risk"(이자율 분포의 95백분위수)와 관련이 있음

- 왜냐하면 더 높은 국채 수익률(sovereign yields)은 채무 상환 비용을 증가시켜 미래 채무 수준을 상승시키기 때문임(Lorenzoni and Werning 2019)
- 또한 국가 신용 스프레드(sovereign spreads)는 단기적으로(1~3년) 상방 채무 위험을 뚜렷이 전망
  - 예를 들어, 2022년 스리랑카에서 관찰된 것과 같은 국가 스프레드의 상승은 3년 후 GDP 대비 약 2%p의 debt-at-risk 증가와 관련이 있음
- 더 높은 국채 수익률은 growth-at-risk와 interest rate-at-risk 모두에 영향을 미침

- 이는 국가 신용 스프레드 상승이 가계와 기업 모두의 차입비용을 상승시켜 경제 활동을 침체시킨다는 문헌(Gourinchas, Phillippon, Vayanos 2016; Arellano, Bai, and Bocola 2017)과 국제 시장이 생산성 감소 등 채무 동학을 악화시키는 다른 요인을 가격에 반영했다는 증거와 일치

○ **더욱이 경제 및 정책 불확실성은 미래 채무 분포, 특히 왼쪽 꼬리에 큰 영향을 미침(온라인 부록 1.1; 2024년 10월 세계 금융 안정성 보고서)**

- 금융 변수 외에도, 미디어에 보도된 시위 빈도로 측정되는 사회적 불안과 같은 정치적 변수도 경제 및 정책 불확실성을 높이고 투자자 심리(Barrett, Boulton, and Nixon 2023)와 소비(Hadzi-Vaskov, Pienknagura, and Ricci 2021)에 영향을 미쳐 단기적으로 채무 위험을 높임

○ **경제적 요인은 채무 분포에 지속적이고 비대칭적인 영향을 미침**

- 분석 결과에 따르면 초기 채무 수준과 기초재정수지는 미래 채무 분포의 오른쪽 꼬리에 장기적이고 비대칭적인 영향을 미침
- 기초재정수지가 높을수록 채무 분포의 모든 분위에서 채무가 줄어들어 재정 조정이 채무 위험에 미치는 긍정적인 영향을 강조
- 게다가 물가상승률이 높을수록 단기 및 중기적으로 debt-at-risk가 감소(온라인 부록 1.1)

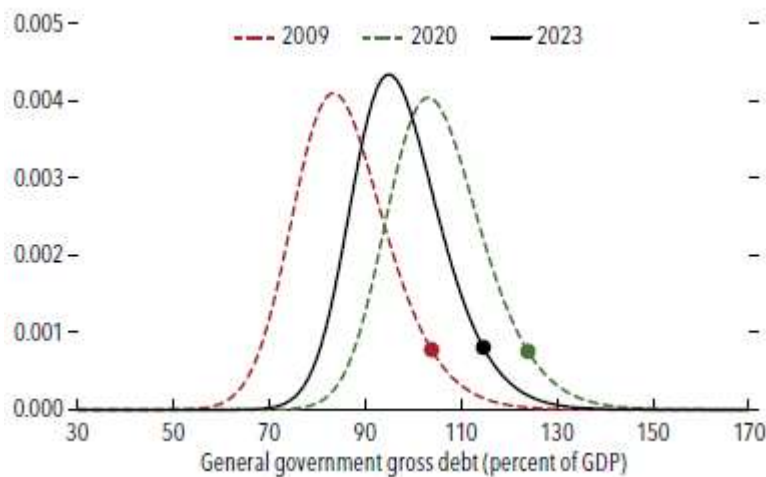
○ **현재 전 세계적으로 debt-at-risk가 높으며, 이는 부분적으로 높은 채무 수준에 기인**

- 앞 분석에서 추정된 내용이 세계 미래 채무에 대한 조건부 확률 분포를 구성하는 데 사용되며, 선진국과 신흥시장 및 개발도상국에 대한 개별 분포도 구성
- 세계 debt-at-risk는 3년 뒤 GDP 대비 115%로 추산되며, 현재 세계 경제 전망(World Economic Outlook)의 2026년 전망보다 GDP 대비 약 20%p 높음(그림 I-4)
- 세계 채무 분포는 오른쪽으로 치우쳐 있으며, 분포의 75백분위수에서도 상당한 위험이 있음(기준선 전망보다 7%p 높으며, 3년 뒤 GDP 대비 103%에 도달)
- 또한 debt-at-risk는 세계 금융 위기 때와 마찬가지로 오른쪽으로 치우쳐 있음

- 1) 2009년보다 현재 채무 수준이 더 높고, 2) 초기 채무 수준이 높을 때 금융 및 경제적 요인이 채무 위험에 더 큰 영향을 미친다는 두 가지 주요 요인을 반영
- 이는 채무 수준에 따라 채무 분포가 어떻게 달라지는지 설명하는 문헌과 일치하는 결과임(Mian, Straub and Sufi 2021)
  - 예를 들어, 채무가 GDP 대비 70%를 넘을 때 성장률이 1%p 증가하면 3년 후 채무 위험이 GDP 대비 약 1.3%p 감소하는 반면, 초기 채무가 이보다 낮을 때는 GDP 대비 약 0.5%p 영향을 주고 덜 정확하게 추정됨(그림 I-5)

[그림 I-4] 세계 Debt-at-Risk와 그 변화

(단위: 예측 시계별 패널 분위 회귀의 조건부 변수에 대한 회귀 계수)

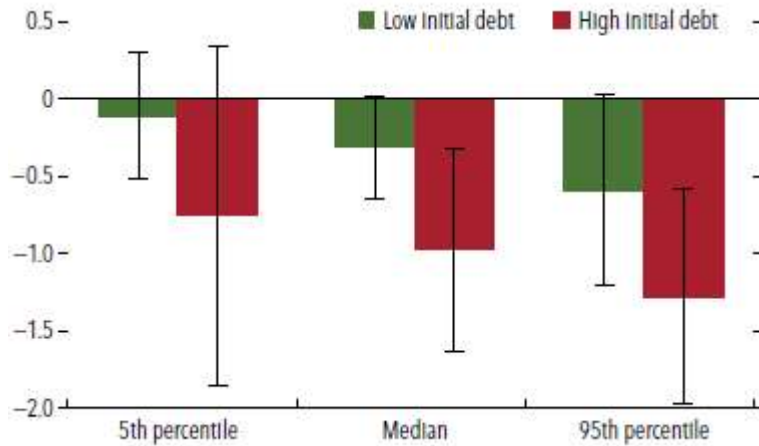


주: 확률 밀도 함수는 다양한 정치, 경제, 금융 변수에 대한 GDP 대비 채무 비율의 패널 분위 회귀를 사용하여 추정됨. 표본은 전 세계 채무의 90% 이상을 차지하는 74개국으로 구성되며, 2009~2023년 조건부 변수에 대한 자료를 이용할 수 있음. 분위수 추정치는 표본의 모든 연도에 대해 왜도가 있는(skewed) t 분포에 적합(자세한 내용은 온라인 부록 1.1 참조).

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.4.

### [그림 1-5] 초기 채무와 Debt-at-Risk

(단위: 3년 후 GDP 대비 채무 비율에 대한 패널 분위 회귀의 실질 GDP 성장률 회귀 계수)



주: 그림은 낮은 초기 채무(1사분위)와 높은 초기 채무(4사분위)로 구분된 실질 GDP 성장률에 대한 GDP 대비 채무 비율의 패널 분위 회귀를 기반으로 한 5분위, 50분위 및 95분위 백분위수에 대한 추정 계수를 나타냄. 막대는 추정 계수를 나타냄. 막대의 수염은 추정 계수에 대한 90% 신뢰 구간을 나타냄.

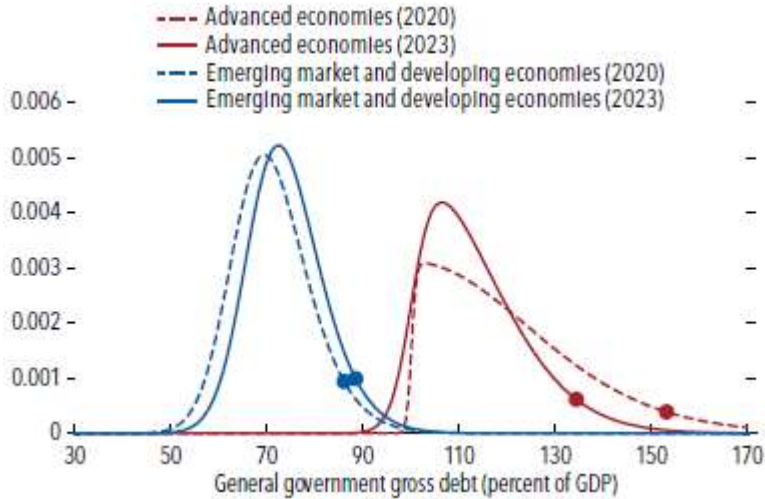
출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.5.

#### ○ 채무 위험은 국가 및 국가 그룹에 따라 상당히 다름

- 3년 후 debt-at-risk는 선진국의 경우 GDP 대비 약 134%, 신흥시장 및 개발도상국의 경우 88%로 추정되며(그림 1-6), 국가 간에 상당한 차이가 있음
- 미국(기초재정적자가 debt-at-risk의 가장 큰 요인)과 같이 시스템적으로 중요한 선진국의 경우, 3년 후 채무 위험은 GDP 대비 150%를 초과할 것으로 추정되며, 이는 2024년 10월 세계 경제 전망(World Economic Outlook, 온라인 부록 그림 1.1.4; 온라인 부록 표 1.1.2)의 기준선 채무 전망보다 20%p 높음

### [그림 1-6] 소득 그룹별 Debt-at-Risk

(단위: 3년 후 GDP 대비 정부 채무 비율의 확률 분포, 2023년)



주: 확률 밀도 함수는 2009~2023년의 다양한 정치, 경제, 금융 변수에 대한 GDP 대비 채무 비율의 패널 분위 회귀를 사용하여 추정됨. 분위 추정치는 표본의 모든 연도에 대해 왜도가 있는(skewed) t 분포에 적합. 점은 각 국가 그룹에 대한 GDP 대비 채무 비율의 95번째 분위를 나타냄.

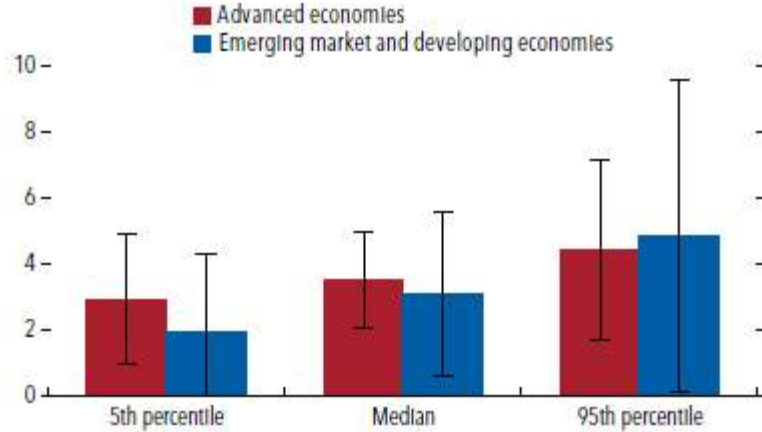
출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October*, 2024, Figure 1.6.

#### ○ 선진국의 debt-at-risk는 전반적으로 팬데믹 정점에서 감소한 반면, 신흥시장 및 개발도상국에서는 증가

- 두 국가 그룹 간의 채무 위험 차이는 선진국의 초기 채무 수준과 국가 그룹 간 요인의 이질적인 영향을 반영
  - 예를 들어, 금융 여건(금융 여건 지수와 국가 신용 스프레드로 측정), 사회적 불안, 세계 불확실성은 선진국보다 신흥시장 및 개발도상국에서 채무 위험에 더 큰 중기 영향을 미침
  - 신흥시장 및 개발도상국이 금융(Ahir and others 2023), 불확실성 충격(Ahir, Bloom, Furceri 2022)에 회복력이 약하다는 최근 실증 연구와 일치(그림 I-7)
- 또한 분석 결과, 기초재정수지가 높을수록 debt-at-risk가 낮아지는 것으로 나타났으며, 특히 국가에 재정 준칙이 있는 경우 잘 설계된 재정 준칙이 재정 불이행(fiscal slippages; 정부의 실제 재정 실적이 계획 또는 목표한 재정 목표에서 벗어나는 상황) 위험을 완화하기 때문임(그림 I-8)

**[그림 1-7] 소득 그룹별 금융 여건과 Debt-at-Risk**

(단위: 3년 후 GDP 대비 정부 채무 비율의 금융 여건 지수의 계수)

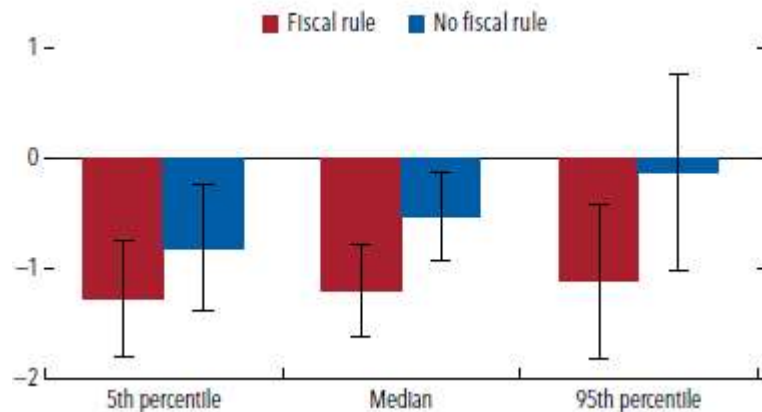


주: 그림은 선진국과 신흥시장 및 개발도상국의 금융 여건 지수에서 GDP 대비 채무 비율의 패널 분위 회귀를 기준으로 한 5번째, 50번째, 95번째 백분위수에 대한 추정 계수를 나타냄. 막대는 추정 계수를 나타냄. 막대의 수염은 추정 계수에 대한 90% 신뢰 구간을 나타냄.

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.7.

**[그림 1-8] 재정 준칙에 따른 기초재정수지와 Debt-at-Risk**

(단위: 3년 후 GDP 대비 정부 채무 비율의 기초재정수지의 계수)



주: 그림은 패널 분위 회귀(온라인 부록 1.1)를 기준으로 한 5번째, 50번째, 95번째 백분위수의 추정 계수를 나타냄. 재정 준칙이 시행된 국가-연도의 기초재정수지와 그렇지 않은 경우의 기초재정수지에 대한 결과를 나타냄. 막대의 수염은 추정 계수에 대한 90% 신뢰 구간을 나타냄.

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.8.

- 모형에서 추정된 debt-at-risk는 친환경 전환, 고령화 및 의료 관련 복지 지출, 국방, 에너지 안보에서 발생하는 지출 압력 증가를 완전히 반영하지 못하고 있으며, 이러한 요인들은 채무 전망에 대한 상방위험을 악화시킬 수 있음

- 예를 들어, 금세기 중반까지 탄소중립을 달성하려면 정부 채무가 기준선보다 GDP 대비 10~15%p 증가할 것으로 예상됨(Garcia-Macia, Lam, and Nguyen 2024)
- 신흥시장 경제와 저소득 개발도상국 정부는 개발 격차를 메우고 UN 지속가능발전목표(UN Sustainable Development Goals, 2023년 4월 재정감시보고서(Fiscal Monitor))를 충족하기 위해 연간 각각 GDP 대비 3%와 11%에 해당하는 대규모 투자를 해야 함
- 이러한 급증하는 지출 수요를 고려하면 향후 몇 년간 채무 위험 완화가 어려울 수 있음

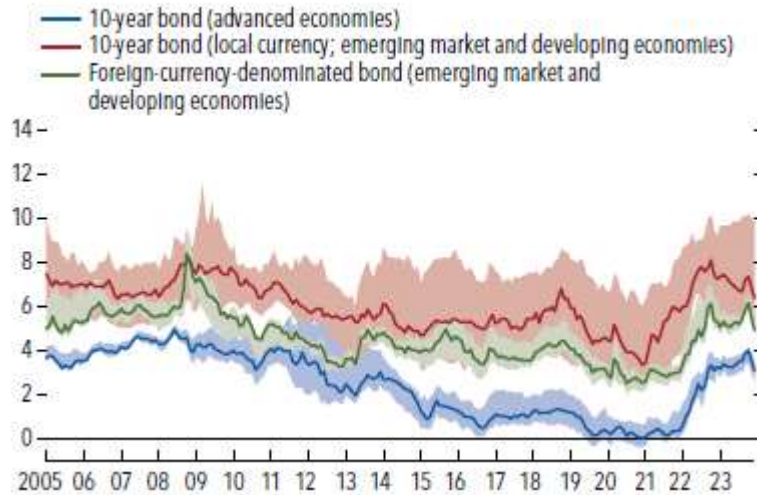
## 나. 국제 수익률의 변동과 국제적 요인의 역할

### ○ 국제 수익률은 채무 전망의 상방위험에 결정적으로 기여

- 그림 I-9에 나타난 개별 국가 국제 수익률에 대한 좁은 사분위수 범위에서 볼 수 있듯이, 국제 수익률의 변화는 국가 간 동조성이 두드러지고 강화되는 모습을 보임
- 실제로, 시간에 따라 변화하는 파라미터 및 확률적 변동성을 갖는 동적 요인 모형(dynamic factor model)을 기반으로 한 새로운 경험적 증거는 국제적 요인이 국제 수익률의 변동을 주도하는 데 중요한 역할을 한다는 것을 시사
- 이 모형에 따르면 국제적 요인은 지난 20년 동안 평균적으로 선진국의 국제 수익률과 신흥시장 및 개발도상국의 외화 표시 채권 수익률 변동의 50% 이상을 설명하고 있으며, 신흥시장 및 개발도상국의 자국 통화 표시 채권 수익률 변동도 30% 이상 설명(그림 I-10)
- 이러한 결과는 국제적 요인이 채권 수익률을 주도한다는 것을 시사하는 문헌과 일치하며(Diebold, Li, and Yue 2008; Gilchrist and others 2022) 국제 금융 순환의 존재를 입증(Miranda-Agrippino and Rey 2020)

### [그림 1-9] 국채 수익률의 강한 동조성

(단위: %)

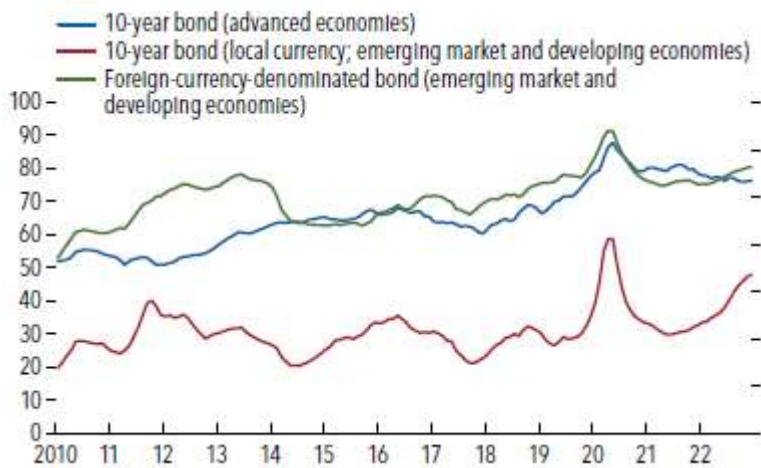


주: 그림은 27개 선진국의 10년 국채 수익률 중앙값, 18개 신흥시장 및 개발도상국의 10년 자국 통화 국채 수익률 중앙값, 13개 신흥시장 및 개발도상국의 외화 국채 수익률 중앙값을 나타냄. 음영 영역은 사분위수 범위를 나타냄.

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.9.

### [그림 1-10] 국채 수익률의 총 분산 중 국제적 요인에 의해 설명된 비율

(단위: 총 분산 대비 비율)



주: 그림은 국가 그룹별 국채 수익률의 시간에 따라 변화하는 분산에 대한 국제적 요인의 비가중 평균 기여도를 나타냄. 각 국가의 경우 국제적 요인의 기여도는 Gibbs-sampling 추출을 통해 얻은 국제적 요인 점유율 중앙값에 해당(온라인 부록 1.2 참조).

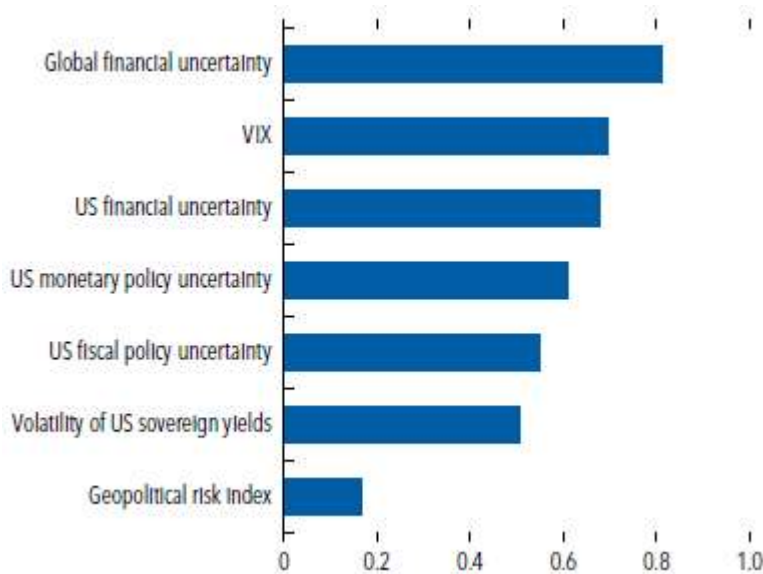
출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.10.

- 그러나 국제적 요인은 시기별로, 그리고 국가별로 국채 수익률의 변동을 설명하는 데 있어 상이한 역할을 함

- 첫째, 이 역할은 시간이 지남에 따라 증가했으며, 특히 팬데믹과 최근 세계 물가상승률 급등 기간 동안 그러했음
- 게다가 세계 국채 수익률의 변동성(즉, 국제적 요인이 설명하는 국채 수익률의 분산 부분)은 미국 국채 수익률의 변동성, 미국 재정 및 통화정책을 둘러싼 불확실성, 그리고 다소 덜하지만 지정학적 위험을 포함한 세계 및 미국 금융 변동성과 높은 상관관계를 보임(그림 I-11; 온라인 부록 1.2)
  - 높은 상관관계는 자본 시장이 점점 더 통합되고 있음을 시사하며, 국제 기관 투자자들이 중요한 역할을 하고 미국과 같이 시스템적으로 중요한 국가들로부터의 파급 효과도 존재함을 보여줌
- 이러한 결과는 시스템적으로 중요한 국가의 재정 및 통화정책을 둘러싼 불확실성이 다른 국가의 국채 수익률 변동성과 채무 위험을 증가시킬 수 있음을 시사

[그림 I-11] 관심 지표와 세계 국채 수익률 변동성 간 상관관계

(단위: 상관계수)



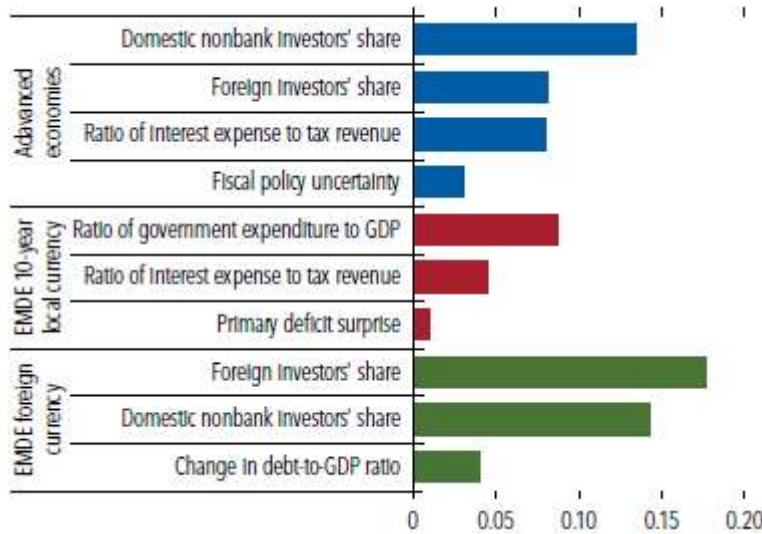
주: 그림은 여러 국가와 세계 국채 수익률 변동성 지수 간의 상관관계 계수를 나타냄. 지정학적 위험 지수에 대한 상관 계수는 5% 수준에서 통계적으로 유의하며, 다른 모든 상관 계수는 1% 수준에서 유의.  
출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.11.

- 재정 상태(fiscal positions) 차이, 정책 불확실성, 채무 구조는 국제적 요인의 기여도에서 국가 간 이질성을 설명하는 주요 결정 요인임(온라인 부록 1.2)

- 국제적 요인은 외국 및 비은행 투자자의 비중이 큰 국가에서 국채 수익률 변동에 더 큰 영향을 미침(그림 I-12)
  - 예를 들어, 선진국에서 비은행 투자자의 비중이 25백분위수에서 75백분위수로 증가하면 국제적 요인으로 설명되는 국채 수익률의 변동은 15% 증가
- 나아가 세수 대비 이자 부담 비율이 더 높을수록 자국 통화 표시 국채 수익률이 국제적 요인에 더 많이 노출됨
- 이러한 결과는 재정정책을 둘러싼 불확실성 완화와 건전한 공공 채무 관리를 통해 국제적 요인으로 인한 국채 수익률의 부정적인 변동과 파급 효과를 완화할 수 있음을 분명히 보여줌

**[그림 I-12] 세계 국채 수익률 변동성의 핵심 동인**

(단위: 관심 변수가 25백분위수에서 75백분위수로 바뀔 때 국제적 요인으로 설명되는 국채 수익률 변동성 효과)



주: 그림은 관심 변수가 25번째 백분위수에서 75번째 백분위수로 바뀔 때 국제적 요인에 의해 유발되는 국채 수익률의 분산에 미치는 차등 영향을 나타냄.

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October*, 2024, Figure 1.12.

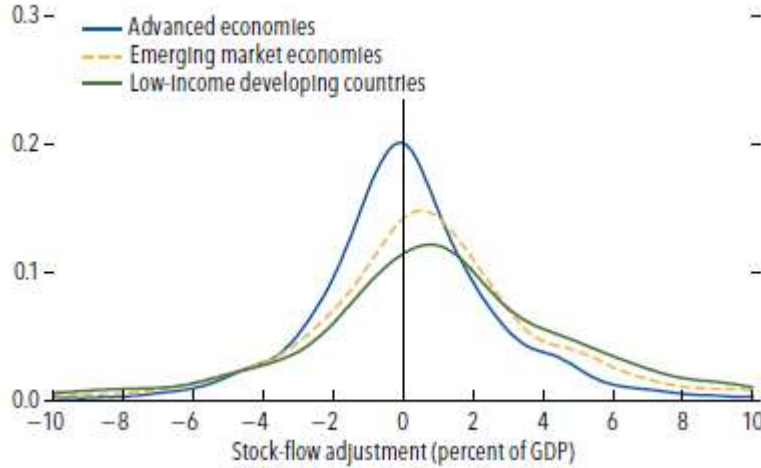
## 다. 미확인 채무

### ○ 미확인 채무는 채무 전망에 대한 또 다른 중요한 위험 요소임

- 역사적으로 미확인 채무는 신흥시장 및 개발도상국에서 연평균 GDP 대비 약 1~1.5%로 높았으며(그림 I-13) 이러한 채무의 실현으로 공공 채무가 상당히 증가했음(Afonso and Jalles 2020)

[그림 I-13] 환율 변동을 제외한 미확인 채무의 분포, 1991~2023년

(단위: 분포)



주: 양(음)의 저장-유량 조정은 GDP 대비 채무 비율을 높이는(낮추는) 데 기여. 이 장의 미확인 채무는 재정적자, 이자율-성장률 차이, 환율 변동으로 설명되지 않는 채무의 변화를 반영하는 저장-유량 조정을 의미.  
출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October*, 2024, Figure 1.13.

### ○ 미확인 채무의 원인과 동인의 중요성에도 불구하고 체계적인 분석은 거의 없었음

■ 이 소절에서는 두 가지 보완적인 분석을 통해 이 문제를 탐색

- 첫째, 2000~2023년(신흥시장 및 개발도상국 17개국에 대한 국가별 보고서(IMF Country Reports, 온라인 부록 1.3)를 검토하여 미확인 채무의 주요 원인을 식별하는 서술적 방식(narrative approach)을 사용
- 그런 다음 이러한 원인을 우발 부채 및 재정 위험, 체납금, 공공기관의 다양한 기금을 통한 예산 외 지출(extrabudgetary spending), 채무 범위(debt perimeter) 변화와 같은 제도적 변화, 미계상 채무(unaccounted debt), 그리고 통계적 불일치 등 여섯 가지 범주로 분류

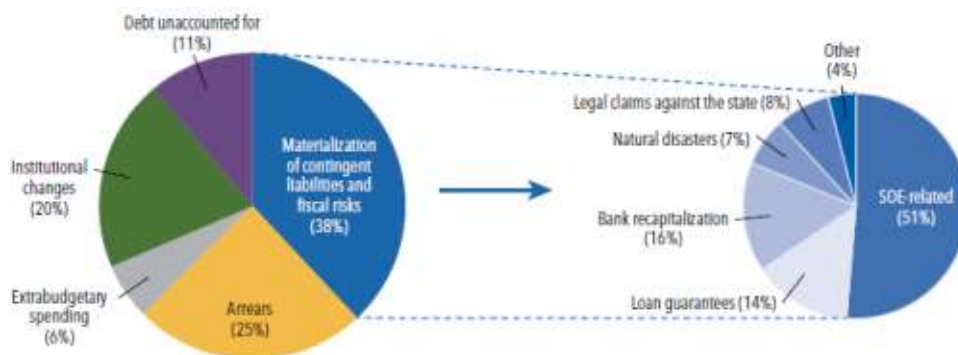
### ○ 분석 결과, 우발 부채와 재정 위험의 실현이 미확인 채무의 약 40%를 설명하는 것으로 나타났음

- 이러한 부채와 위험은 주로 공기업의 손실과 은행 위기 및 금융 스트레스 시기에 일반적으로 시행되는 은행 재자본화 및 대출 보증에서 비롯됨(그림 I-14; 온라인 부록 1.3)
- 다른 중요한 원인으로는 체납금, 정부 범위의 제도적 변화로 인한 채무 인식, 예산 외 지출이 있음

- 이는 체납금과 예산 외 활동을 감시하는 재정 기관의 미흡한 역량을 반영하며, 저소득 개발도상국이 평균적으로 가장 많은 미확인 채무를 갖는 이유를 설명할 수 있음
- 어떤 경우에는 정부가 공식 통계에서 채무와 적자를 과소 표현하려는 유인으로 인해 발생하기도 함

[그림 1-14] 미확인 채무의 구성, 2010~2023년

(단위: 전체 미확인 채무 대비 %, %p)



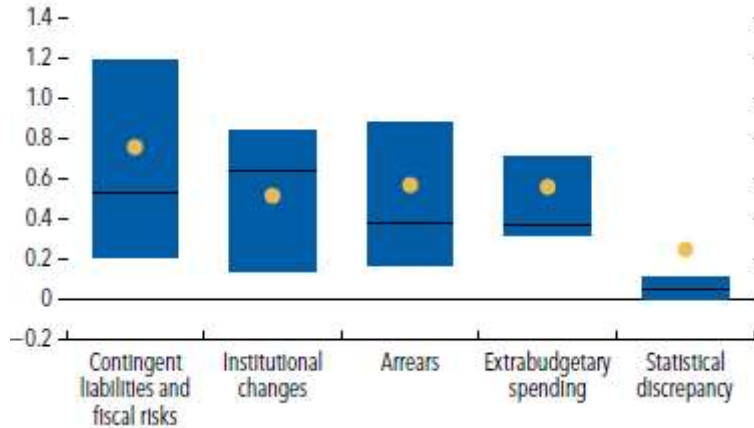
주: 구성 요소는 2010~2023년 미확인 채무가 많았던 33개국의 표본 내에서 식별된 17개 신흥시장 및 개발도상국에 대한 IMF 국가 보고서 검토를 기반으로 함.

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.14.

- 각 원인에 기인한 미확인 채무의 비중은 시간이 지남에 따라 대체로 안정적이었지만, 기저 원인은 국가 간에 상당한 이질성을 보임(그림 1-15)
  - 예를 들어, 온두라스에서는 부실 국유 전력 회사의 운영 손실로 인한 체납금 인식 지연과 2022년까지 신탁 기금을 통한 예산 외 지출이 주로 미확인 채무를 유발한 반면, 모잠비크에서는 취약한 거버넌스와 채무 관리가 주요 요인이었음

### [그림 I-15] 미확인 채무의 구성

(단위: 연간 GDP 대비 비율, 2010~2023년 평균)



주: 그림은 국가별 미확인 채무의 주요 구성 요소를 나타냄(온라인 부록 1.3). 노란색 점은 평균을 의미하며 파란색 막대는 각 측정값의 사분위수 범위이며 막대의 선은 중앙값을 나타냄.

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.15.

#### ○ 금융 제도 스트레스의 여파로 미확인 채무가 발생하는 경향이 있음

- 금융 스트레스 기간 이후의 변화 분석에 따르면 은행 위기는 위기 연도에 GDP 대비 7%, 그 다음 해에 GDP 대비 2%에 달하는 미확인 채무의 대량 실현을 초래
- 마찬가지로, 금융 스트레스의 증가는 1년 후 GDP 대비 2.5%에 해당하는 미확인 채무의 증가와 관련이 있음(그림 I-16; 온라인 부록 1.3)
- 전반적으로, 이러한 크고 뚜렷한 영향은 미확인 채무가 위기 발생시 종종 구체화되고 주로 은행 재자본화, 대출 보증 이행, 공기업의 손실 인식의 형태를 취한다는 것을 나타내는 서술적 증거와 일치(Dovis and Kirpalani 2020; Battersby and other 2022)

### [그림 I-16] 은행 위기와 금융 스트레스 후 미확인 채무 증가

(단위: GDP 대비 %)



주: 0년은 은행 위기(금융 스트레스 증가)가 발생한 해. 검은색 실선은 반응을 나타냄. 음영 영역은 90% 신뢰 구간을 나타냄. 결과는 온라인 부록 1.3에 설명된 분석을 기반으로 함.

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.16.

## 3. 채무를 통제하기 위한 재정정책

### ○ 재정정책은 거시경제 안정화 제공, 채무 지속가능성 보장, 분배 문제 해결, 장기 성장 지원 등 종종 여러 목표 사이에서 어려운 상충 관계에 직면

- 예를 들어, 한 국가의 거시경제 안정화와 채무 지속가능성 간의 적절한 균형은 공공 채무 수준과 구성(채무 만기와 채권자가 누구인지 측면 모두), 총 자금 조달 필요 규모, 경제 성장 경로에 따라 달라짐(온라인 부록 1.4; Bianchi and others 2024)
- 최근 몇 년 동안 이러한 요인 중 많은 부분이 악화되었고(그림 I-17) 채무 전망과 관련한 상방위험은 많은 국가가 재정 완충여력을 재건하고 채무 취약성을 억제하는 방향으로 재정정책을 조정해야 함을 시사
- 낮은 실업률과 통화정책 금리 완화는 유리한 환경을 제공
- 역사적으로 금융 억압(financial repression)은 채무 감소에 기여했지만, 국제적으로 통합된 자본 시장에서는 이자율 상한과 자본 계정 제한이 어렵기 때문에 실행 가능하거나 바람직하지 않음(Arslanalp and Eichengreen 2023; Chari, DAVIS and Kehoe 2020)

### [그림 1-17] 채무 취약성에 대한 핵심 지표

(단위: 각각 GDP 대비 %, %, GDP 대비 %)



출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.17.

#### ○ 재정 조정은 단호하고(decisive) 신중하며(deliberate) 잘 설계되어야 함

- 대부분 국가가 재정 완충여력이 고갈된 상황이므로 단호한 조치가 필요하며, 일부 국가는 잠재적으로 큰 조정이 필요할 수 있음
- 조정을 지연하는 것은 비용이 많이 들고 위협할 수 있음
  - 시장이 부정적으로 반응하거나 경제에 부정적인 충격이 가해지면 필요한 조정 규모는 더 커질 뿐이며 감당하기 어려워질 수 있음
- 재정 조정은 종종 단기적으로 산출량과 고용 감소를 초래할 수 있으므로 정부는 상충 관계의 균형을 맞추고 대중의 지지를 얻기 위해 신중한 계획이 필요
- 동시에 국가들은 빈곤과 불평등을 고착시키는 장기간의 저성장에 빠지지 않기 위해 신중하게 조정을 설계해야 하며(Georgieva 2024), 이는 조정 구성의 중요성을 강조

#### ○ 이 절은 세 가지 주요 차원에서 재정정책의 채무 위험 억제 역할에 초점을 맞춤

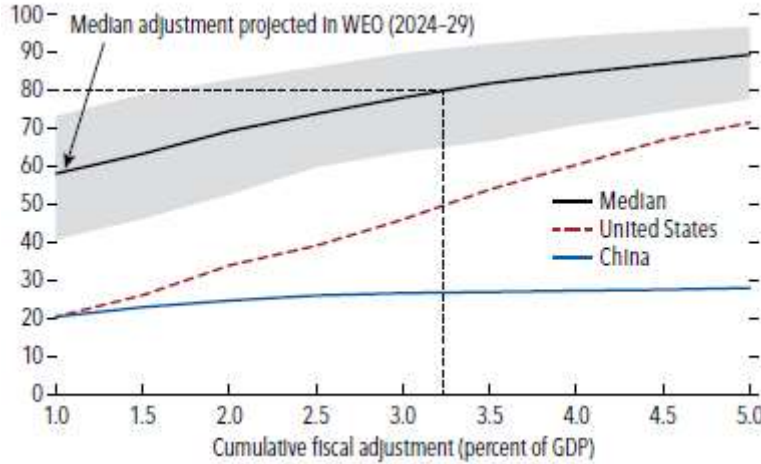
- 첫째, 채무를 안정화(또는 감소)할 가능성을 높이기 위해 필요한 재정 조정 규모를 정량화
- 둘째, 정부가 산출량과 불평등에 미치는 부정적 영향을 완화하고 사회적 수용성을 높이기 위해 재정 조정을 설계할 수 있는 방법을 조사
- 셋째, 신흥시장 및 개발도상국에서는 미확인 채무가 만연하다는 점을 감안하여, 금융 위기 기간을 포함하여 이들의 실현을 제한하기 위한 정책에 대해 논의

## 가. 채무 취약성을 억제하는 데 필요한 재정 조정 규모

- 앞서 언급한 것처럼 큰 규모의 기초재정수지 적자는 세계 채무 위험의 주요 원인 중 하나임
  - 이는 재정 조정이 채무 수준을 줄일 뿐만 아니라 채무 위험을 완화하여 채무가 안정화될 가능성을 높인다는 것을 의미
  - 필요한 조정 규모는 초기 채무 수준과 채무가 안정화될 가능성에 따라 달라지며, 이는 채무 전망을 둘러싼 상당한 불확실성과 상방위험이 있는 맥락에서 특히 중요
- 재정 조정이 어떻게 채무 전망에 대한 위험을 줄이고 채무를 안정화하거나 줄일 가능성을 높이는지 살펴보기 위해 IMF의 소버린 리스크(Sovereign Risk) 및 채무 지속가능성 체계(Debt Sustainability Framework)를 기반으로 하는 확률적 방법론을 적용
  - 이 방법론은 채무를 안정화하거나 높은 확률로 하향 경로에 두기 위한 "선제적(proactive)" 재정 조정의 규모를 정량화하며, 이는 2023~2029년 동안의 기초재정수지 개선 규모로 측정(온라인 부록 1.5)
  - 모형에 따르면 조정 규모가 클수록 이 확률이 증가하는 것으로 나타남
    - 예를 들어, 향후 5년 동안 GDP 대비 1%에 해당하는 누적 재정 조정(현 WEO 전망에서 중위 국가에 대한 전망 규모)은 2029년까지 국가 채무가 안정화되거나 감소할 확률이 60%임을 의미(그림 I-18)
    - 중위 국가의 이 확률을 80%로 높이려면(채무 안정화 가능성에서 의미 있지만 극단적이지는 않은 증가) 증기적으로 GDP 대비 3~3.5%의 누적 재정 조정이 필요

**[그림 I-18] 2029년까지 채무를 안정화 혹은 감축하기 위한 중위 재정 조정과 확률**

(단위: 중앙값 및 사분위수 범위에 대한 % 확률)



주: 세계경제전망(WEO)의 누적 재정 조정 중앙값은 6년(2023~2029년) 동안 GDP 대비 누적 약 1%p임. 추가 재정 조정은 모든 국가에서 동일하며 해당 국가의 기준선 예측에 적용됨. 한 국가의 채무 증가 방지 확률은 전체 채무 경로 수 대비 기준선 기초재정수지가 채무 안정화 기초재정수지보다 높거나 같은 채무 경로 수를 백분율로 계산(온라인 부록 1.5 참조).

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.18.

○ 추가 재정 조정이 채무 안정화 확률에 미치는 영향은 국가마다 현저히 다르며 예상 재정 적자와 이자율-성장률 차이에 따라 달라짐

- 예를 들어, 중국과 미국은 모두 2029년까지 채무가 안정화될 확률이 낮지만, 미국은 2029년 예상 적자가 채무 안정화 수준에 더 가깝기 때문에 중국에 비해 더 작은 조정이 필요
- 또한 채무가 적고 기초재정수지가 탄탄한 국가에서는 채무 안정화의 높은 확률을 달성하기 위해 더 작은 조정만으로 충분

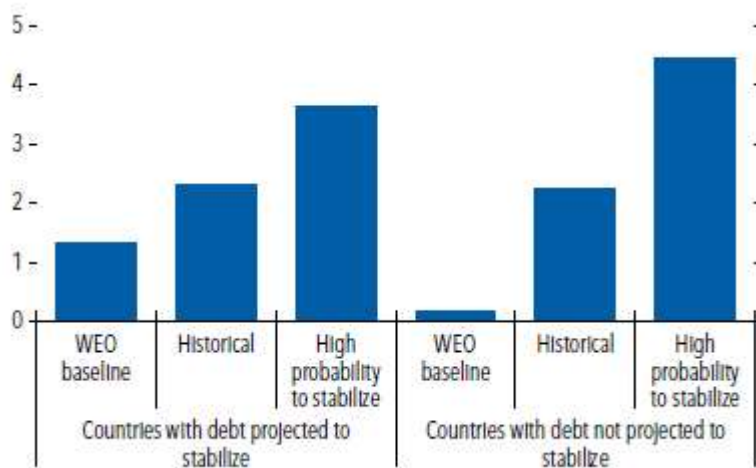
○ 이러한 추정치를 역사적 경험에 비취보면 정책 입안자가 직면한 과제를 알 수 있음

- GDP 대비 채무 비율이 상승하는 것을 80% 확률로 막으려면 대부분 국가가 과거에 달성한 것보다(GDP 대비 2.5%) 또는 대부분 국가가 현재 계획하고 있는 것보다 훨씬 큰 재정 조정이 필요(그림 I-19)
  - 이는 재정 조정을 미루고 현재 WEO 기준선 전망에서 채무가 안정화되지 않을 것으로 전망되는 국가의 경우 특히 그러함
  - 이러한 국가는 세계 채무의 약 60%를 차지

- 이러한 국가가 채무를 안정화할 확률을 높이려면 중기적으로 GDP 대비 4.5%(과거 조정 규모의 거의 두 배에 해당)를 조정해야 함
- 특히, 재정 조정을 미루면 비용이 증가하여 연간 GDP 대비 약 0.2%p를 추가로 조정해야 함
- 채무가 안정되거나 감소할 것으로 예상되는 국가의 중위 조정은 GDP 대비 3.6%로 낮지만, 여전히 이들 국가가 과거에 달성한 것보다 상당히 높음
- 재정 여력이 줄어들어 따라 정부는 재정건전화 목표 달성에 대한 공언(commitments)을 진지하게 고수해야 할 뿐만 아니라 채무 취약성을 높은 확률로 억제하기 위해 필요한 추가 조정을 해야 할 것임

[그림 1-19] 시나리오별 중위 재정 조정: 기준선, 역사적, 채무 안정화 확률

(단위: GDP 대비 %)



주: "역사적" 재정 조정은 6년 동안 기초재정수지를 양의 방향으로 변경하는 국가의 조정을 의미. "WEO 기준선" 조정은 세계경제전망(WEO)의 2023년과 2029년의 기초재정수지 전망 차이. "높은 확률로 채무를 안정화하기 위한" 조정은 채무를 안정화할 확률을 80%로 설정한 조정을 의미(온라인 부록 1.5 참조).

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.19.

## 나. 재정 조정 설계

### ○ 재정 조정은 필연적으로 어려운 산출량-불평등 상충 관계를 수반

- 재정 조정의 성공에 영향을 미치는 요인(시간, 속도, 구성을 포함)은 다양하지만, 주요 목표는 산출량과 불평등에 미치는 부정적 영향을 완화하는 것임

- 이는 정책 조합과 가계의 소득(소비)과 부의 분포에 따른 이질적인 영향을 고려해 설계를 잘 보정해야(calibrated) 함을 의미

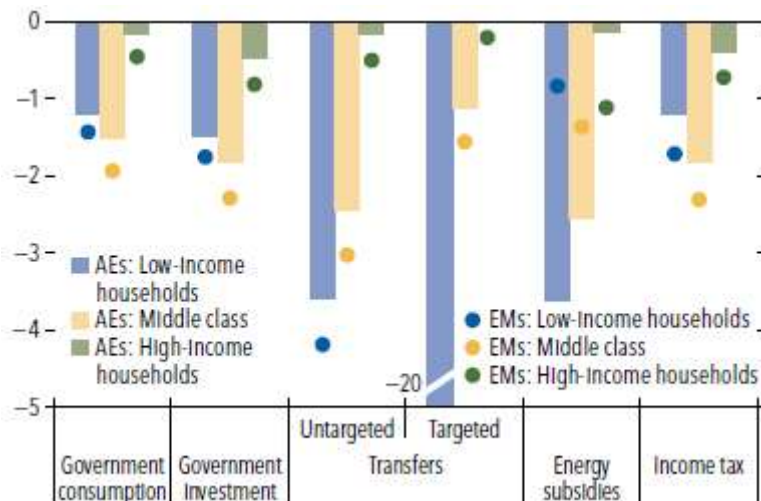
### 1) 가계의 이질성을 설명하는 모형 체계

- 이 소절에서는 다양한 재정 조치가 산출량과 불평등에 미치는 영향을 설명하는 이질적 경제 주체 신케인지안(Heterogeneous Agent New Keynesian model; HANK) 모형과 국가 간 차이를 설명하는 대안적 정책 패키지를 제시
  - 이 모형은 산출량과 소비 모두에서 재정 조치가 불평등에 영향을 미치는 방식을 형성하는 가계 소득과 부의 특성을 고려(온라인 부록 1.6)
  - 이 분석은 정부 소비, 공공 투자, 보조금, 이전지출(타깃 및 비타깃 모두), 누진적 소득세 등 다양한 재정 수단을 고려하여 Auclert, Rognlie, Straub(출간 예정) 모형을 확장
  - 재정 조치는 가처분 소득(임금 소득 및 이전을 통해), 이자율, 자산 재평가 등 여러 경로를 통해 가계 소비와 총산출에 영향을 미침
  - 이러한 경로 간의 상호 작용과 가계가 직면한 금융적 마찰(예: 필요할 때 유동성에 접근할 수 없음)로 인해 가계 간 소비 성향에 큰 차이가 발생하며, 총 경제적 효과가 증폭됨
- 재정 조정을 설계하는 데 있어 구조적 차이의 중요성을 설명하기 위해 이 모형은 대표적 선진국(미국)과 대표적 신흥국(페루)의 가계 소득 및 부의 분포에 대한 자료와 일치하도록 보정
  - 이 모형은 신흥시장 및 개발도상국의 가계가 경제적 어려움에 대비할 수 있는 능력이 더 제한적인 점과 국가 그룹 간 소득 충격에 대한 가계의 노출도, 변동성 및 지속성의 차이를 포착
  - 이 분석은 다양한 재정 수단과 전송 경로의 영향에 대한 중요한 통찰을 제공
- 다양한 지출 및 수입 조치는 가계에 미치는 영향이 다르므로 전체 경제에도 영향을 다르게 미침
  - 이전지출 감소는 가계 소비를 직접 감소시키고, 특히 저소득 가계를 대상으로 하는 이전지출 감소는 더욱 그러함(그림 I-20)

- 반면, 정부 소비 감소(예: 공무원 보수, 상품 및 서비스 구매)는 총수요를 직접 감소시키기 때문에 산출량에 상당한 영향을 미침
- 공공 투자 감소는 생산과 총공급을 저해하기 때문에 산출량에 더 큰 부정적 영향을 미침(그림 I-21)
- 세금이 누진적이라면, 고소득 가계는 자산 보유량이 더 많아 소비를 덜 줄이기 때문에(그림 I-21) 세금 인상은 정부 이전 감소보다 산출량 손실이 작음

[그림 I-20] 가계별 재정 조정의 분배 영향

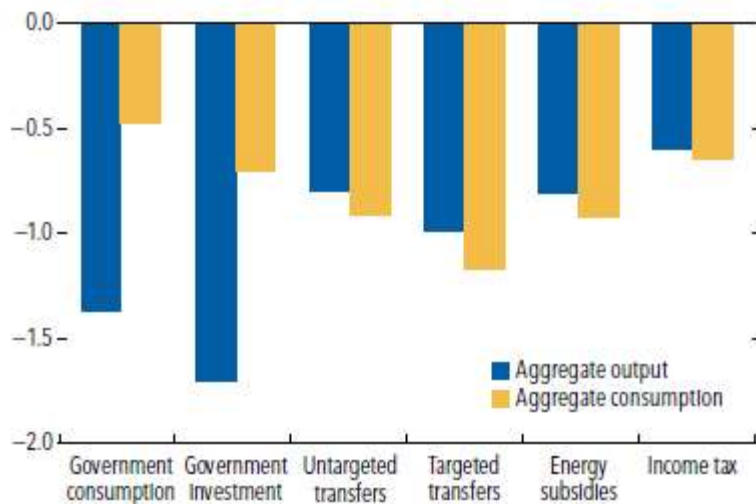
(단위: 초기 소비 대비 %)



주: 시뮬레이션 결과는 대표적인 선진국의 각 조치에 대해 균제 상태 생산량의 1%p를 일시적, 일회성 재정 조정한 것을 기반으로 함(온라인 부록 1.6 참조). 이전지출은 "비타겟"(모든 가구에 대해)과 "타겟"(저소득 가구에 대해: 소득 분포의 5백분위 이하)로 구분. 에너지 보조금은 가구별 에너지 소비를 기준으로 보정. 소득세는 누진세로 가정. 그림은 각 가구 유형에 대한 초기 소비로 측정된 각 재정 조치 유형(세금 인상 또는 지출 삭감)에 대한 영향을 나타냄. 막대는 대표적인 선진국(또는 신흥 경제)에 대한 영향을 나타냄.  
출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.20.

[그림 1-21] 총산출 및 소비에 대한 재정 조정의 영향

(단위: 균제 상태 GDP 대비 %)



주: 시뮬레이션 결과는 대표적인 선진국의 각 조치에 대해 균제 상태 생산량의 1%p를 일시적, 일회성 재정 조정한 것을 기반으로 함(온라인 부록 1.6 참조). 이전지출은 "비타깃"(모든 가구에 대해)과 "타깃"(저소득 가구에 대해: 소득 분포의 5백분위 이하)로 구분. 에너지 보조금은 가구별 에너지 소비를 기준으로 보정. 소득세는 누진세로 가정. 그림은 균제 상태 GDP로 측정된 재정 조치 유형별 영향을 나타냄.

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.21.

### ○ 산출량과 소비 감소 규모는 국가별 특성 차이로 인해 국가마다 상이

- 예를 들어, 에너지 보조금은 신흥시장 및 개발도상국에서는 역진적(즉, 부유한 가계가 불균형적으로 더 혜택)이지만(Coady and others, 2015), 주로 선진국에서는 중산층 가계에 혜택이 큼
- 따라서 에너지 보조금을 줄이는 것은 신흥시장 경제의 고소득 가계와 선진국의 저, 중소득 가계에 더 큰 영향을 미치는 경향이 있음

### ○ 전달 경로에 따라서도 영향이 상이

- 재정 조정은 주로 가처분 소득 경로(즉, 임금 또는 정부 이전 소득)를 통해 가계의 소비와 총산출에 영향을 미침
- 지출 삭감과 이에 따른 가처분 소득 감소는 저소득, 중소득 가계의 소비를 줄임
  - 이들은 부족한 소득을 보완할 수 있는 적절한 유동 금융 자산이 부족하기 때문임
- 조정은 일반적으로 이자율과 자산 평가 경로를 통해 미치는 영향이 적으며, 이러한

영향은 고소득 가구의 자산 보유를 감안할 때 주로 이들에 집중됨(온라인 부록 1.6)

- 그러나 이러한 경로의 상대적 강도는 다양하며, 신흥시장 및 개발도상국에 비해 선진국에서 중요성이 더 큼

## 2) 재정 조정 패키지 예시

### ○ 이러한 통찰을 염두에 두고, 이 절에서는 선진 경제와 신흥시장 경제를 대상으로 두 가지 대안적 재정 조정 패키지가 산출량과 불평등에 미치는 영향을 설명

- 첫 번째는 정부 소비보다는 공공 투자 삭감에 의존하고 대부분의 타기팅되지 않은 보조금을 유지하는 “바람직하지 않은(undesirable)” 조정 패키지임
  - 이는 정부가 과거에 종종 제시했던 유형의 조정임
- 두 번째는 산출량과 불평등에 미치는 부정적 영향을 완화하는 “선호되는(preferred)” 조정 패키지임
  - 이 패키지는 수입 및 지출 조치를 결합하고, 공공 투자를 보호하고, 타기팅된 이전지출을 통해 취약한 가계를 보호하고, 타기팅되지 않은 보조금을 단계적으로 폐지(그림 I-22)
  - 모형에 포함되지 않은 국가별 사회적 선호도와 정치적 실행 가능성 차이에 따라, 선호되는 재정 조치는 국가마다 다름

### ○ 조정 규모는 이전 절의 분석에 따라 6년 동안 GDP 대비 누적 3%(GDP 대비 연간 약 0.5%)로 두 시나리오 동일하게 설정됨

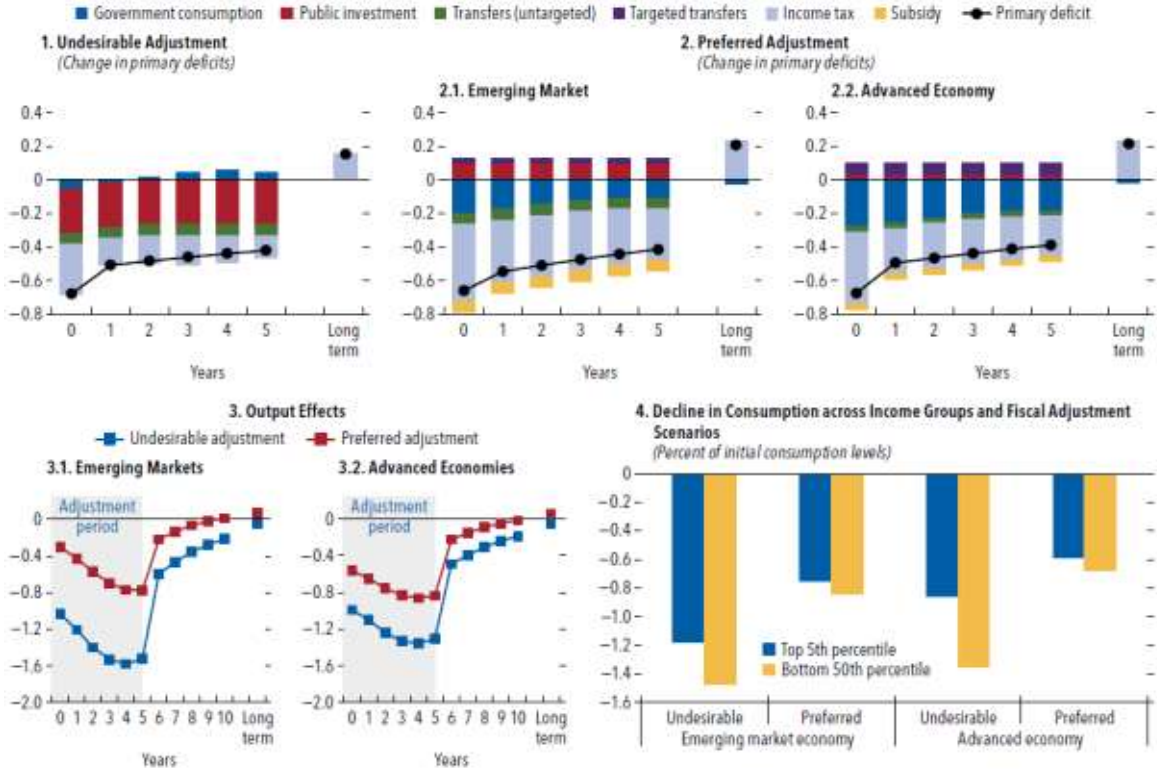
- 보정된 모형은 두 시나리오 모두에서 조정 기간이 끝날 때까지 GDP 대비 채무 비율이 약 4%p 감소하는 것을 보여줌(온라인 부록 1.6)

### ○ 모형 결과에 따르면 재정 조정은 단기적으로 경제 활동에 부담을 주고 불평등 수준을 높임(그림 I-22)

- 산출량은 감소하는데, 이는 재정 조정이 정부가 지출을 줄이고 세금을 더 많이 징수함에 따라 불가피하게 총수요를 감소시키기 때문임
- 그 결과 임금과 이전이 감소하면 가계 소득이 감소하고 이는 다시 소비를 억제하며, 특히 저소득 가계 소비에서 그 영향이 크게 나타남

[그림 I-22] 선진국과 신흥시장 간 선호되는 재정 조정 예시

(단위: 다른 표기가 없으면, 균제 상태 GDP 대비 %)



주: 시뮬레이션은 Auclert, Rognlie, Straub(출간 예정)의 모형을 확장한 것을 기반으로 함. 이 모형은 각각의 자료를 일치시켜 대표적인 선진 경제 및 신흥시장 경제에 맞게 보정(자세한 내용은 온라인 부록 1.6 참조). 재정 조정 규모는 비교를 위해 6년 동안 균제 상태 GDP 대비 누적 3%로 동일하게 설정되지만, 구성은 시나리오(바람직하지 않은, 선호되는)와 소득 그룹(선진 경제, 신흥시장 경제)에 따라 다름.

출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October*, 2024, Figure 1.22.

○ 그림에도 불구하고 “선호되는” 재정 조정은 “바람직하지 않은” 패키지과 비교했을 때 산출량과 소비에 미치는 부정적인 영향을 완화하고, 불평등 수준의 증가를 제한

- 예를 들어, 선호되는 재정 조정에서 산출량은 균제 상태의 GDP 대비 약 0.8% 감소하는 반면, 바람직하지 않은 패키지에서는 1.3~1.6% 감소(그림 I-22)
  - 이는 부분적으로, 선호되는 조정이 산출량에 큰 영향을 미치는 공공 투자를 보호하기 때문임(Ardanaz and Izquierdo 2022; Magud and Pienknagura 2024)
- 선호되는 재정 조정은 또한 저소득 및 중소득 계층에 미치는 부정적 영향을 완화
  - 하위 50%의 소비는 평균 0.7~0.8%p 감소하는데, 이는 바람직하지 않은 조정 패키지의 소비 감소 규모의 절반에 불과

■ 또한 선호되는 조정은 소비 불평등에 미치는 부정적 영향을 완화

- 소비 감소 규모는 가계 소득 계층 전체에서 거의 동일하지만, 바람직하지 않은 조정 시나리오에서 저소득 및 중소득 가구에 미치는 영향이 고소득 가구에 미치는 영향보다 훨씬 더 크기 때문임(그림 I-22, 패널 4)
  - 이는 임금 소득이 감소하는 조정 기간 동안 매우 취약한(hand-to-mouth) 가계를 보호하는 데 도움이 되는 선호 패키지의 타기팅된 이전지출 증가를 반영(Fabrizio and Flamini 2015)

○ 선호 재정 조정 시나리오는 선진 및 신흥시장 경제에 대해 다르게 설계되었음

- 두 경제 모두에서 바람직하지 않은 패키지의 동일한 조치들을 적용할 때, 산출량과 불평등에 대한 부정적인 영향은 신흥시장 경제에서 더 큼(그림 I-22, 패널 3 및 4)
  - 이는 신흥시장 경제에서 경제적 역경에 대비할 능력이 없는 가구의 비중이 더 크다는 것을 주로 반영하는데, 이는 신흥시장 경제의 가구에서 한계소비성향이 더 크다는 것을 발견한 Hong(2023)과 일치(온라인 부록 1.6)
  - 이는 신흥시장의 조정이 산출량에 미치는 영향을 제한하기 위한 공공 투자 보호와 취약한 가구를 보호하기 위한 타기팅된 이전지출을 강조해야 함을 의미

○ 이 모형이 이를 직접적으로 포착하지는 않지만 일부 국가(예: 브라질, 인도, 남아프리카 공화국)에서는 조정을 위해 예산 경직성을 해결하고 지출을 가장 필요한 곳으로 재배분하기 위한 개혁이 필요

- 에너지 보조금은 일반적으로 신흥시장 및 개발도상국의 부유층에게 이롭기 때문에(예: 사우디아라비아와 태국의 가격 상한선과 광범위한 에너지 보조금), 타기팅되지 않거나 역진적인 보조금을 단계적으로 폐지하면 정부 소비 감소를 제한하는 데 도움이 될 수 있음(예: 콩고 공화국과 토고)(Coady and others 2015; Black and others 2023)
- 신흥시장의 더 큰 세금 잠재력은 조치에 수입 동원(revenue mobilization)을 포함해야 함을 의미(Benitez and others, 2023)하는데, 이는 주어진 규모의 조정을 위한 지출 삭감의 필요성을 줄이고 필요한 공공 투자와 타기팅된 이전지출에 자금을 조달하는 데 도움이 될 수 있음

○ 조치는 경제의 세금 구조에 따라 다름

- 예를 들어, GDP 대비 세금 비율이 낮은 국가(예: 멕시코)는 특히 부가가치세와 개인소득세와 관련하여 기존 세율과 과세 기준을 종합적으로 평가해야 함
- 부가가치세율 인상(나이지리아, 태국), 상품 및 서비스세 재도입(말레이시아), 조세지출 또는 조세 면제 합리화(브라질, 이집트, 키르기스 공화국)는 개발 요구 사항과 빈곤 완화 프로그램에 자금을 조달하고 만성적인 수입 약화를 해결하기 위해 수입을 지속가능하게 동원하는 데 도움이 될 것임

### ○ 필요한 조정 패키지의 핵심 요소는 국가마다 다름

- 이미 세금 부담이 높은 선진국(예: 프랑스)의 조정은 정부지출을 전반적으로 삭감하는 범위 내에서 지출 우선순위를 재지정하는 데 더 많이 의존해야 함(예: 광범위한 지출 검토를 통해)
- 수급자격(entitlement) 개혁은 많은 선진국에서 핵심 우선순위인데, 수급에 대한 지출이 예산에서 크고 경직된 비중을 차지하기 때문임
- 수입을 늘릴 여지가 있는 국가(예: 영국과 미국)에서 채무를 안정화(또는 감소)하려면 지출과 수입 조치를 모두 시행해야 할 수 있음(그림 I-22)
  - 조치에는 간접세 인상과 점진적인 소득세 인상(미국), 조세 면제 폐지(예: 영국의 부가가치세 면제), 조세지출 효율성 개선(스페인)이 포함될 수 있음
- EU의 경우, 새로운 EU 경제 거버넌스 개혁에 필요한 재정 조정을 성공적으로 이행하려면 회원국의 지속적인 정치적 지원이 필요
  - 중기 재정 및 구조 계획은 양질의 조치를 갖춘 신뢰할 수 있는 재정 전략으로 뒷받침되어야 함
- 반면, 장기간의 건전 재정과 양호한 채무 전망을 가진 국가는 채무 지속가능성을 유지하고 하방위험에 대처해야 함(인도네시아, 스웨덴)

### ○ 분석은 또한 점진적이지만 지속적인 재정 조정의 장점을 강조

- 동일한 규모의 재정 조정을 절반의 시간(즉, 6년이 아닌 3년)에 공격적으로 시행하면 산출량이 감소하고 소비 불평등이 더 급격하게 증가할 것임(온라인 부록 1.6)
  - 이러한 빠른 조정에는 정치적으로 실행 불가능한 지출 삭감과 세율 인상이 필요

- 그럼에도 불구하고 경제의 채무 위기 가능성을 줄이기 위해 선제적 조정이 필요할 수 있으며, 특히 자금조달 압력이 심하고 시장 접근성을 잃은 경제에서 더욱 그러함
  - 그러나 적절한 설계는 산출량과 불평등에 대한 부정적인 영향을 완화하는 데 도움이 될 수 있음
  - 2022년 에너지 가격 급등에 대응한 재정 지원을 완전히 철회하지 않은 여러 국가도 선제적 재정 조정을 추진해야 함
- **모형 기반 분석에서 직접적으로 포착되지는 않았지만, 신뢰할 수 있는 재정 조정은 자금조달 비용을 낮추고 금융 안정성을 높이는 데 도움이 될 수 있음**
- 모형 분석은 산출량과 불평등에 대한 단기적 영향에 초점을 맞추고 있지만, 정부는 재정 완충여력을 보충하고 장기 성장에 영향을 미치는 장기적인 구조적 과제를 해결하기 위한 정책 여력을 확보하기 위해 재정 조정을 보정해야 함
  - 분석에 고려되지 않은 다른 중요한 측면, 예를 들어 정치 경제적 문제, 경제의 비공식성 정도, 사회 보호 시스템의 강도, 노동시장 특성도 재정 조정의 집계적 및 분배적 효과에 영향을 미침

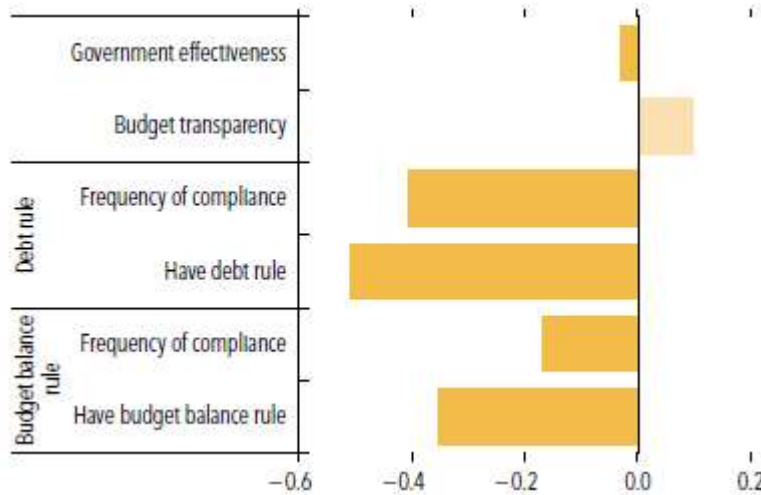
#### 다. 미확인 채무 해결

- **경험적 증거에 따르면 재정 거버넌스 지표와 미확인 채무는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났음(그림 1-23)**
- 재정 거버넌스가 강력한 국가는 평균적으로 미확인 채무가 적은 경향이 있음
  - 또한 재정 거버넌스의 특정 측면(예산 투명성 및 재정 준칙 준수)은 은행 위기 기간 동안 미확인 채무를 유의하게 줄이는 것으로 나타났음(그림 1-24)
  - 재정 거버넌스가 약한 국가에서는 은행 위기가 미확인 채무의 통계적으로 유의하고 상당한 증가(GDP 대비 10~15%p)와 관련이 있음
  - 반면, 은행 위기 동안 우발 부채와 재정 위험의 실현은 강력한 재정 거버넌스를 특징으로 하는 국가에서 더 적음
  - 이는 재정 거버넌스를 강화하는 것이 미확인 채무의 축적을 완화하고 금융 스트레스가

높은 기간과 그 외 시기에 채무 취약성을 억제하는 데 중요하다는 것을 시사

[그림 1-23] 재정 제도와 미확인 채무 간 상관관계

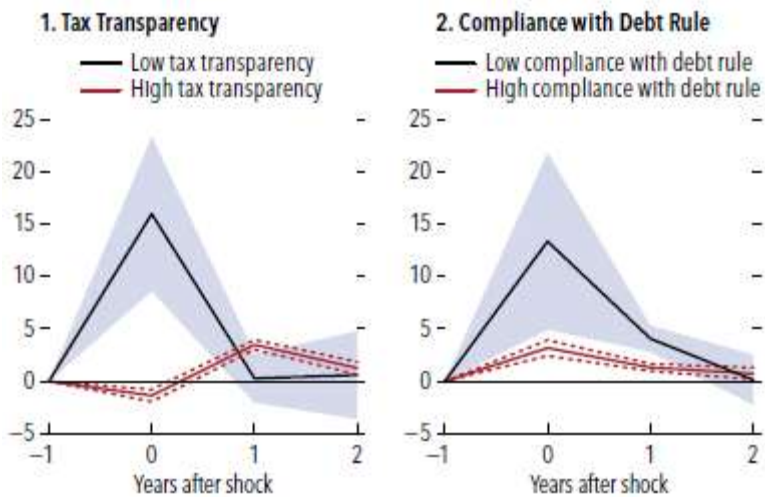
(단위: 상관계수)



주: 진한(밝은) 막대는 5% 수준에서 통계적으로 유의한(유의하지 않은) 상관계수를 나타냄.  
출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.23.

[그림 1-24] 예산 투명성, 재정준칙 준수, 미확인 채무 간 관계

(단위: GDP 대비 %)



주: "재정 준칙 준수"는 채무 준칙 준수 빈도를 의미. "세금 투명성"은 Open Budget Survey Index에서 확인할 수 있음. 0년은 은행 위기가 발생한 해. 검은색(빨간색) 실선은 은행 위기에 대한 반응을, 음영 영역은 90% 신뢰 구간을 나타냄. 자세한 내용은 온라인 부록 1.3을 참조 바람.  
출처: IMF, *Fiscal Monitor 2024 October, 2024*, Figure 1.24.

## ○ 정책 우선순위로 첫째, 우발 부채 평가 및 관리가 필요

- 정부는 공기업과 관련된 채무를 포함하여 우발 부채에 대한 평가 및 모니터링을 강화해야 함(Baum and others 2020)
  - 예를 들어, 모잠비크는 통합 회계를 발표하고 공기업의 재정 위험을 연간 출판 보고서에 통합
- 시기적절하고 신뢰할 수 있는 보고 및 공기업의 재무 건전성 스트레스 테스트와 같은 적절한 위험 완화 정책도 재정적 위험을 식별하고 감시하는 데 중요

## ○ 둘째, 제도적 적용 범위 확대가 필요

- 제도적 변화가 미확인 채무에 미치는 영향을 줄이려면 예산 집계에 대한 광범위한 적용 범위를 제정하고 공공 부문을 광범위하게 포함하기 위해 채무 관리에 대한 제도적 적용 범위를 확대해야 함
  - 여기에는 모든 차입(공공 보증이 있는 지방정부 및 공공기관 포함)을 예산 과정에 반영하고 채무 통계에 반영하는 것을 포함(Battersby and others 2022)
    - 예를 들어, 몽골은 2015년부터 개발은행의 부채를 공공 채무 보고서에 포함
- 더 광범위하게, 자산과 부채를 포괄하는 공공 부문 재무상태표를 준비하는 것은 채무 위험을 평가하는 데 유용
- 광범위한 적용 범위를 가진 재정 준칙은 채무 은폐를 제한할 수도 있음(Davoodi and others 2022)

## ○ 셋째, 핵심 지출 통제 기능 강화 및 재정 준칙 준수가 필요

- 지출 통제 강화(예산 신뢰성 개선, 과다지출 제한을 위한 효과적인 통제 적용, 현금 관리로의 전환)는 미확인 채무의 주요 원인으로 밝혀진 체납금 누적을 피하는 데 중요(그림 I-14)
- 기존 체납금을 관리하기 위해 정책 입안자는 체납금 추적 시스템을 구축하고, 청구된 체납금의 타당성을 보장하기 위한 정기 감사를 실시하고, 청산 전략을 수립해야 함
  - 예를 들어, 시에라리온은 2023년에 감사원이 확인한 과거 체납금 청산 전략과 체납금

연례 보고서, 기관 간 체납금 조정 결과를 발표했음

- 또한 잘 설계된 재정 준칙을 준수하면 지출을 준칙 한도 내로 유지할 수 있고(Caselli and others 2022) 위기 이후에도 미확인 채무가 지속적으로 증가하는 것을 방지할 수 있음(Azzimonti, Battaglini, and Coate 2016; Perrelli, Poplawski-Ribeiro, and Wei, forthcoming)

#### ○ 넷째, 재정 투명성 강화가 필요

- 정부는 주요 예산 문서에 대한 공개, 재정 문제에 대한 대중 참여, 독립적 재정 감독 강화를 포함하여 대중의 감시를 강화하기 위해 시기적절하고 양질의 예산 정보를 제공해야 함(IMF 2023; Vasquez and others 2024)
- 재정 결과의 저장-유량 조정(stock-flow adjustments)을 분석하고 발표하면 재정 투명성이 개선되고 미확인 채무에 대한 인식이 높아짐

#### ○ 은행 부문 재자본화에서 발생하는 것과 같은 우발 부채의 실현을 억제하기 위한 다른 지원 메커니즘도 필요

- 이 경우 국가는 은행 감독 및 규제를 강화하고 재정에 미치는 영향을 최소화하기 위한 해결 수단을 수립해야 함

## 4. 요약 및 정책적 함의

#### ○ 이 장에서는 재정정책이 나중이 아닌 지금, 채무 지속가능성을 우선시하고 재정 완충여력을 재건해야 함을 강하게 권고

- 세계 공공 채무는 중기적으로 증가할 것으로 예상됨
- GDP 대비 채무 비율이 안정화(또는 감소)될 것으로 전망되는 국가에서도 계획된 재정 조정은 불확실하고 채무 수준은 팬데믹 이전보다 높음

#### ○ 안주할 여지가 없음

- 채무 전망을 둘러싼 위험은 높아지고 상방으로 치우쳐 있음

- 세계 debt-at-risk는 3년 후 현재 전망보다 GDP 대비 약 20%p 더 높을 것으로 추산됨
  - 그리고 현재 채무 수준이 높아지면 성장 둔화나 금융 여건 긴축이 미래 채무 비율에 미치는 부정적 영향이 증폭됨
  - 신흥시장 및 개발도상국의 경우, 높은 채무 수준과 상당한 총 자금조달 필요가 결합되면 국가 위기 가능성이 높아질 수 있으며, 이러한 경제의 2/3 이상이 이미 채무 위기 위험이 높거나 채무 위기에 처해 있음(IMF 2024)
  - 선진국은 일반적으로 채무 감내력(debt tolerance)이 더 높지만, 중국, 미국과 같이 시스템적으로 중요한 국가의 높은 채무 수준과 재정정책을 둘러싼 불확실성은 다른 국가에서 더 높은 차입비용과 채무 관련 위험의 형태로 상당한 파급 효과를 낼 수 있음
- **채무를 높은 확률로 안정화(또는 감소)하려면 중기적으로 GDP 대비 3.0~4.5%의 누적 재정 조정이 필요**
- 이는 현재 전망 기준 또는 많은 국가의 역사적 기준에 따른 조정보다 높으며, 채무가 안정화되지 않을 것으로 전망되는 국가의 경우 더욱 그러함
  - 이 조정 규모는 저소득 개발도상국의 경우 총수입의 약 20%, 다른 국가그룹의 경우 총수입의 약 13%에 해당
  - 건전 재정을 장기간 유지하고 양호한 채무 전망을 가진 국가는 그렇게 큰 조정이 필요하지 않지만 채무 지속가능성을 유지하고 하방위험에 대처해야 함
- **지금 이 시의적절한 시점임**
- 주요 중앙은행이 올해 덜 긴축적인 기조로 전환하고 경제가 재정 긴축의 경제적 영향을 흡수할 수 있는 더 나은 위치에 있기 때문에 많은 국가에서 재정 완충여력을 재건하기 위한 결정적인 추진이 필요
- **조정을 미루면 비용이 많이 듭**
- 대부분 국가에서 채무 위험이 높아지고 대국(영국, 미국)에서 채무가 팬데믹 이전 몇 년보다 더 빠른 속도로 증가하고 있기 때문에 조정을 미루면 필요한 조정이 더 커질 뿐임
  - 더욱이 기다리는 것도 위험할 것임

- 국가별 경험에 따르면 채무가 많고 이를 처리할 수 있는 신뢰할 수 있는 계획이 미흡하면 부정적인 시장 반응이 유발되고 부정적인 충격에 직면했을 때 가용할 수 있는 재정 여력이 거의 없음
- **점진적이지만 지속적인 조정은 단기적으로 산출량과 불평등에 미치는 조정의 영향을 제한함으로써 채무 지속가능성 위험과 민간 수요 활력 사이에서 균형을 이룰 수 있음**
  - 이와 관련하여 재정 조정을 신중하게 설계하는 것이 중요
  - 그러나 채무 위기 위험이 높거나 시장 접근에 대한 극심한 압력을 받는 국가는 더 많은 선제적 조정(front-loaded adjustments)이 필요
- **필요한 조정 패키지의 핵심 요소는 국가마다 다름**
  - 선진국은 전반적인 지출 삭감 내에서 지출 우선순위를 조정해야 하며, 예산의 크고 경직적인 비중을 수반하는 수급자격지출에 대한 개혁에 특별한 주의를 기울여야 함
  - 세금이 상대적으로 적은 선진국에서는 간접세 인상과 소득세의 점진적 증가, 조세 감면 제거, 조세지출 합리화와 같은 수입 조치가 지출 조치를 보완해야 함
- **신흥시장 및 개발도상국은 수입을 늘릴 수 있는 잠재력이 크며 간접세 인상, 조세 감면 합리화, 과세 기반 확대를 포함한 수입 조치에 더 많이 의존해야 함**
  - 조치는 조세제도를 개선하고 조세 행정 역량을 강화하기 위한 수입 동원 전략 내에서 구성되어야 하며, 디지털 기술의 이점도 활용할 수 있음
  - 지출 측면에서는 정부 임금 지출을 합리화하고 사회 안전망의 분절화를 줄이며 비용이 많이 드는 연료 보조금을 단계적으로 폐지하려는 노력(이러한 조치는 포괄적 지출 검토에서 이루어지는 것이 바람직함)은 필요한 공공 투자와 취약 가계 보호를 위한 이전지출을 확대하는 데 사용할 수 있는 절감액을 창출할 것임
- **모든 국가의 정부는 조정 경로를 안착시키고 재정정책에 대한 불확실성을 줄이기 위해, 신뢰할 수 있고 잘 소통된 중기 재정 체계 내에서 구성된 신중한(deliberate) 재정 계획이 필요**
  - 강력한 독립적 재정 감독은 재정 계획이 효과적으로 실행되도록 보장함으로써 정부의 신뢰성을 강화할 수 있음

- **채무 취약성을 억제하기 위해 정부는 체납금과 우발 부채의 실현으로 인해 발생하는 미확인 채무를 완화해야 함**
  - 재정 거버넌스 강화가 핵심임
  - 정부는 공기업과 관련된 채무를 포함하여 우발 부채에 대한 평가 및 감시를 강화해야 함
  - 채권자 구성, 금융 상품(instruments), 위험 노출도 및 채무 보고서에 포함되는 정부 범위(perimeter)를 포함하여 채무에 대한 보다 세부적이고 투명하며 시기적절한 공개는 재정적 위험에 대한 보다 세부적인 평가를 가능케 하고, 보다 면밀한 조사를 유도하며, 미확인 채무의 축적을 완화할 것임
  
- **채무 위기에 처해 있거나 지속 불가능한 채무에 직면한 국가의 경우, 채무 지속가능성을 회복하기 위한 재정 조정과 함께 시기적절하고 적절한 채무조정(restructuring)이 필요(Patel and Peralta-Alva 2024)**
  - 채권자 협의회와 세계국가채무원탁회의(Global Sovereign Debt Roundtable)의 노력과 결합된 최근 IMF의 채무 및 대출 체계 개혁은 국가 채무조정(sovereign debt restructuring)을 간소화하고 채무조정 일정을 단축하는 데 도움이 되었음
  - 효율적인 채무조정을 촉진하기 위해 이러한 과정을 더욱 강화하는 것이 중요(Pazarbasioglu and Saavedra 2024)
  - 저소득 개발도상국의 과도한 재정 긴축을 피하기 위해 이들 국가에 양허성 자금을 지원하기 위한 더욱 긴밀한 협력이 필요
  
- **정부는 또한 채무 취약성을 해결하기 위한 보완적인 개혁을 시행해야 함**
  - 기업 규제 완화, 사회보호제도 강화, 노동 및 상품 시장 왜곡과 상품 및 서비스 무역 장벽 감소와 같은 구조 개혁은 장기 성장을 지원하고 GDP 대비 채무 비율을 지속적으로 감소시키는 재정 조정과 함께 이뤄져야 함(Aligishiev and others 2023; Budina and others 2023)
    - 이러한 개혁은 재정수입을 늘리고 차입비용을 낮추는 방식으로 가능