

(Session II) Rethinking the Macroeconomic Policy (거시경제정책의 재고)

- 1980년대 이후 경기 변동폭의 감소로 거시경제학자와 정책 당국은 경제정책운용 능력을 스스로 높이 평가하였으나, 경제위기 이후 거시경제정책 운용 능력에 대한 논란이 확산되고 있음.
 - 본보고서는 기존 정책을 검토하여 문제점을 도출하는 한편, 새로운 거시 경제정책의 발전 방향을 제시하고자 함.

- 정책금리를 활용한 통화정책은 물가 안정에 집중된 반면, 재정정책은 부수적인 정책으로 여겨졌으며 금융규제는 기존 거시경제정책 체계에서 거의 고려되지 않음.
 - 안정적이고 낮은 인플레이션이 중앙은행의 기본적 과제로 제시되었으나, 실제로 대부분의 중앙은행들은 ‘유연한 물가안정 목표제’를 시행하였음.
 - 인플레이션이 안정적일 뿐 아니라 매우 낮아야 한다는데도 의견이 일치하였고, 기준 금리가 낮아짐에 따라 발생할 수 있는 향후 통화정책의 여지 감소(유동성 함정)에 대한 우려는 적었음.
 - 통화정책은 단기 정책금리라는 한 가지 수단에만 의존해 왔음.
 - 이는 통화정책의 실질적 효과가 총통화량이 아닌 금리와 자산 가격에 의해서 발생하고, 자산 가격이 차익거래에 의해 결정됨에 따라 현재와 미래의 예상 단기금리가 그 밖의 금리를 결정한다는 가정을 전제로 한 것임.
 - 이러한 가정 하에서는 정부가 금융기관에 대해 개입할 여지가 없으나, 예외적으로 은행의 경우 은행 대출의 특수성으로 인해 규제·감독이 시행되었음.
 - 재정정책은 통화정책에 비해 주목을 받지 못하였음.
 - 재정정책의 실효성에 대한 회의, 성공적 통화정책에 의한 재정정책 시행의 불필요성, 선진국의 경우 정부부채 감소 시도, 신흥국의 경우 채권시장의 미성숙으로 인한 경기조정적 정책의 한계, 재정정책의 시차 문제 등에 기인
 - 금융 규제와 감독은 거시 경제적 상황보다는 개별적 금융기관과 시장에 맞춰 시행되었으며, 금융부문의 탈규제화에 대한 요구가 커지며 경기조절을 목적으로 한 보수적인 규제는 시장발전에 부적절한 것으로 인식되어 왔음.
 - 대안경기(Great Moderation)의 시작 시기와 정책적 기여도에 대해서는 모호함이 존재하지만, 고유가 현상 등을 비롯한 주요 사건에 대한 정책적 대응이 경제의 충격을 완화하는 데 주요한 역할을 수행한 것으로 평가되고 있음.

□ 그러나, 금번 경제위기를 통해 기존의 거시경제 정책과 우리의 인식에 오류가 있음이 발견되고 있음.

- 인플레이션이 안정적일지라도 산출갭(output gap)의 변동성이 클 수 있고, 인플레이션과 산출물 갭이 모두 안정적이더라도 일부 자산 가격과 신용대출의 행태가 불안하게 나타나 차후 거시경제적 조정의 계기가 될 수 있음.
- 과도하게 낮은 인플레이션과 이에 상응하는 정도로 명목이자율이 낮게 형성되어 있는 상황에서는, 경기침체에 활용될 수 있는 통화정책의 범위가 오히려 제한될 수 있음.
- 중앙은행이 자산의 담보화나 직접적인 매입을 통해 금융시장에 적극적으로 개입하는 등 정책금리가 더 이상 정책적 수단으로서 충분하지 않게 되었으며, 자산버블에 대한 사전적 대비가 중요해지고 있음.
- 통화정책의 한계가 존재하고 경제가 회복하는데 오랜 시간이 소요될 것으로 예상되면서 경기 조정적 재정정책의 중요성이 다시 주목받음.
- 금융규제는 개별 금융기관에 집중하면서 거시 경제적으로는 중립적이지 않았음.
 - 은행들은 건전성 규제를 회피하기 위해 부외 계정에 속하는 금융상품의 거래를 확대하였고, 특정 수준에서 고정된 적정자본비율들은 시가평가제도하에서 위기시 급매와 부채청산을 촉진하는 등 오히려 시스템의 안정을 저해
- 대안정기(Great Moderation)에는 거시 경제적 리스크를 평가 절하하고, 발생가능성이 낮으나 부정적 영향이 큰 위험(tail risk)을 과도하게 무시하였고, 차입과 외환에 대한 위험 노출을 유인하는 경향이 있었음.

□ 새로운 거시경제체제를 설계하고 문제점을 해결하는 것은 매우 어려운 일이지만 다음과 같은 측면에서 접근해야 할 것임.

- 인플레이션 목표치의 상향 조정은 그 편익과 비용을 분석해야 하며, 경제의 구조적 변화를 가져올 수 있는 위험이 수반됨.
- 이자율은 총통화량과 인플레이션을 관리하는 데 주로 사용하는 한편, 과도한 레버리지와 위험 추구, 자산버블 등 리스크를 관리하는 등 미시적인 사안에 대해서는 자본비율에 대한 규제를 통해 통제하는 정책적 조합이 효과적임.
 - 즉, 전통적 자본건전성 감독체계에 거시 경제적 관점을 적용해야 하며, 중앙은행이 책임을 담당하도록 하는 것이 바람직
- 개방경제 소국의 중앙은행의 경우 근본적으로는 물가 안정에 집중하되, 단기적으로는 환율 안정을 정책목표로 고려하는 것을 인정해야 함.
 - 환율의 변동 폭에 따라 자본이동의 변동이 심하기 때문에, 적어도 단기적으로

로는 중앙은행에 외환보유고 관리와 불태화 정책 기능을 부여하여 자본이동의 변동성이 경제에 주는 충격에 대비할 수 있도록 해야 함.

- 정부가 민간부문에 유동성 공급을 확대하는 것은 민간의 채무불이행 위험을 정부에 이전하고 구제금융 가능성을 높이며, 만기의 변화와 포트폴리오의 유동성 감소를 초래할 수 있다는 면에서 도덕적 해이를 발생시킨다는 비판을 받아옴.
 - － 이러한 문제점은 담보 자산과 유동성 위험에 대한 규제와 감독을 시행함으로써 부분적으로 해결할 수 있음.
- 한편, 향후 10~20년간 GDP대비 부채비율을 위기 이전보다 낮은 수준으로 줄이는 긴축정책을 시행해 재정 여력을 확보해야 함.
 - － 중기적 재정정책, 장기적 세수 예측에 따른 지출정책 등을 마련해야하고 공공부문의 운영과 예산 심의 절차가 투명하게 확보되어야 함.
- 한편, 순수한 자동안정화장치보다는 경기주기에 따라 미리 확정된 조건에 의해 작동하는 자동안정화장치가 재정 승수가 큰 과세와 지출항목에 직접 적용될 수 있기 때문에 상대적으로 우월함.
 - － 이러한 자동안정화장치 작동의 기준이 되는 거시경제지표를 정의하고 과세와 이전지출의 항목을 적절하게 선정하는 것이 필요