출장보고서

제61차 OECD
경제정책위원회(EPC)
실무작업반(WP1) 회의
2010. 3. 11-12
프랑스 파리

거시금융경제연구부
부연구위원 이한규

회의 개요

1 회의 성격

○ OECD EPC Working Party1

2 회의 개요

○ 일시/장소 : **'10. 3. 11(목)~12(금)일, 파리 OECD**

3 참석자

○ 대 표 단 : KDI 이한규 부연구위원
이호승 과장(수석대표, 기획재정부)
백 산 사무관(기획재정부)
김동진 사무관(녹생성장위원회)

4 회의 의제

① Round 1 : 위기가 노동참가율 및 잠재수준에 미치는 영향
(Effects of the crisis on labour force participation and potential output)
- 1) 경기침체기에 노동참가율 변동
(The response of labor force participation to downturn
- 2) 위기가 잠재수준에 미치는 영향
(The impact of the economic crisis on potential output)

② Round 2,3 : 의료시스템 - 효율성과 정책과의 관계
(Health institutions and policies)

③ Round 4,5 : 경기안정화 정책(Counter-cyclical economic policy)

④ Round 6,7 : 녹색 성장(Green growth)
- 에너지 보조금 이슈(Energy subsidies)

2. 출장 일정

일 시		주 요 행 사	비 고
3.9(화)	14:00	· 인천 출발	
	18:00	· 파리 도착	
3.10(수)	09:00~18:00	· 회의 준비	· OECD 대표부
3.11(목)	09:30~11:00	· Round 1 - 위기가 노동참가율 및 잠재총생산 수준에 미치는 영향	· OECD · KDI 참석: Round 1, 4, 5
	11:00~12:30	· Round 2 - 의료시스템-효율성과 정책간 관계	
	14:30~15:30	· Round 3 - 의료시스템-효율성과 정책간 관계	
	15:30~17:00	· Round 4 - 경기안정화 정책	
	17:00~18:30	· Round 5 - 경기안정화 정책	
3.12(금)	09:30~11:00	· Round 6 - 녹색성장의 프레임웍	· OECD
	11:00~12:30	· Round 7 - 에너지 보조금의 제거	
	14:30~17:30	· 전문작성	· OECD 대표부
	20:35	· 파리 출발	
3.13(토)	15:25	· 인천 도착	

3. 대표단 명단

소 속	직 위(급)	성 명	분야	연락처
KDI	거시경제연구부 부연구위원 (Associate research fellow)	이한규 Lee, Han-Gyu	거시 경제, 노동	958-4041, hglee@kdi.re.kr
기획 재정부	종합정책과장 (Director)	이호승 Lee, Ho-Seung	수석 대표	2150-2710, hsl2020@mosf.go.kr
기획 재정부	사회정책과 사무관 (Deputy Director)	백산 Baek, San	총괄 행정	2150-2833, sanbaek@mosf.go.kr
녹색성장 기획단	녹색성장기획팀 사무관 (Deputy Director)	김동진 Kim, Dong-Jin	녹색 성장	735-2984, eastjkim@korea.kr

Round 1. The Impact on Potential Output
(잠재총생산 수준에 대한 경제위기의 영향)

의제 요약

1. 잠재총생산 수준에 영향을 미치는 경로

□ 경제 위기는 여러 경로를 통해 잠재총생산 수준에 영구적으로 부정적 영향을 미칠 수 있음

○ 위기 극복 이후의 GDP 경로는 위기 이전과 비교하여 영구적으로 낮은 수준을 나타낼 가능성

□ 경제 위기는 자본, 노동 및 총요소생산성의 수준을 변화시킴으로써 잠재총생산 수준에 영향을 미칠 수 있음.

○ 잠재총생산 수준에 영향을 미칠 수 있는 요소는 다음과 같이 표준적인 Cobb-Douglas 생산함수를 분해함으로써 식별될 수 있음.

$$y^* = (1 - \alpha)[k - (e^* + n^*)] + (e^* + pop + pr^* + \ln(1 - NAIRU))$$

- 노동요소는 보다 구체적으로 노동시장 참가율과 구조적 실업률의 변동으로 다시 분해

2. 위기로 인한 잠재총생산 수준 감소에 대한 선행 연구

□ 경제 위기로 인한 잠재총생산 수준 감소에 대한 다양한 선행연구가 존재

Table 1. Estimated output losses following banking crises from previous studies

Source	Episode coverage	Sample	Methodology	Impact of Crisis
Furceri and Mourougane (2009a)	Banking crises in OECD countries	1960-2007	Autoregressive panel growth equations on potential output	Permanent losses to potential output of 1½ to 2½ per cent on average, and 4% for severe crises
Cerra and Saxena (2008, 2005)	Banking and currency crises in 192 countries	1960-2001	Autoregressive panel growth equations on output	Persistent output loss of 12% on average
Bordo *et. al* (2009)	Currency and debt crises in 45 countries	1973-2003	Growth regressions augmented by financial crisis dummy	Permanent output loss of 1½ per cent on average
European Commission (2009)	Banking crises in EU and OECD	1970-2007	Autoregressive panel growth equations on potential output with banking crisis dummy	Permanent output loss of almost 2% on average
IMF (2009)	Banking crises in 88 countries	1970-2002	Comparison of medium-term output 7 years after crisis with pre-crisis trend	Average output losses of 10% relative to trend

Source: OECD.

3. 자본비용 상승으로 인한 효과

□ 중기(medium-term)적 관점에서의 잠재총생산 수준에 대한 부정적 효과는 자본집약도의 하락에서 기인하며, 그 정도는 대략 2% 수준인 것으로 추정됨.

○ 위기 이전과 비교하여 위기 이후 위험기피 성향이 강화될 수 있으며, 이는 다시 실질이자율의 상승을 초래

- 이에 따른 실질이자율의 상승폭은 150bp 수준인 것으로 추정됨

○ 실질이자율의 상승은 자본비용의 상승을 야기하여 자본-노동 비율을 하락시키고, 이는 다시 노동생산성의 하락을 야기

- 실질이자율 상승에 따른 자본-노동 비율의 하락폭은 6.5% 정도인 것으로 나타남.

○ 총자본량 감소의 일부는 위기 과정에서 투자 급락으로 이미 현실화되었으며, 2010년말까지도 감소 추세가 이어질 것으로 전망

4. 구조적 실업 증가로 인한 효과

□ 경제 위기는 노동시장에도 심각한 충격을 주어 실업률이 급증하였으며, 이는 이력효과 등을 통해 구조적 실업률의 증가로 이어질 가능성이 존재

○ OECD 국가의 실업률은 위기 이전의 5.5%에서 전후 가장 높은 수준인 9%까지 증가할 것으로 전망

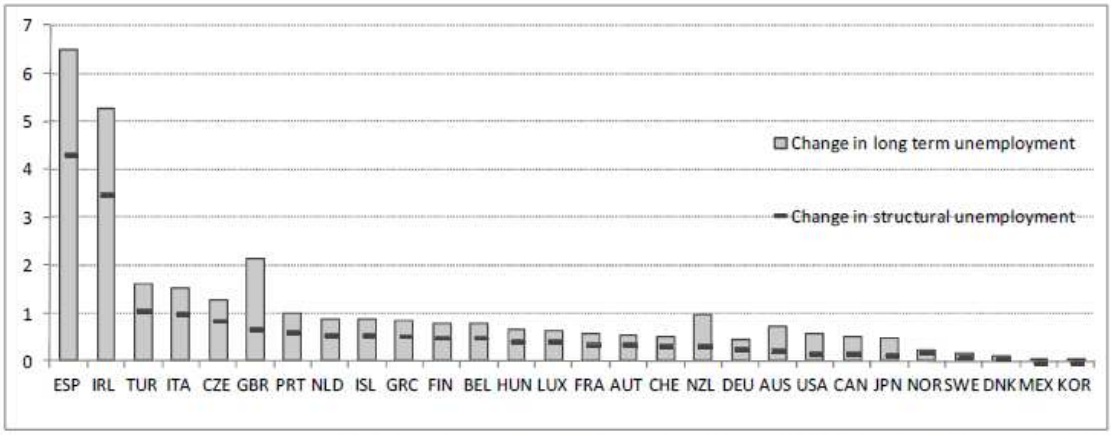
○ 심각한 경기침제에 따른 급격한 실업률 증가는 매우 오랜 기간 동안 지속되는 것으로 나타나고 있으며, 때로는 영구적인 증가로 이어질 수도 있음.

○ 이력 효과(hysteresis effect)를 통해 장기실업자의 증가가 구조적 실업률의 증가로 이어질 수 있음.

○ 이러한 이력 효과에 기인하는 구조적 실업률의 증가는 대략 0.5% 수준일 것으로 추정되나, 국가별로 차이가 큼.

Figure 3. Projected increase in the long-term and structural unemployment rate

Percentage point increase, 2007Q4 to peak



Note: Structural unemployment is expected to fall in Slovakia and Poland as a result of past structural reforms. The peak is 2012Q4 in all countries.

Source: OECD Medium-Term Baseline Database 86, OECD calculations.

□ 국가별로 상이한 구조적 실업률 증가의 원인은 일차적으로 위기로 인한 실업률의 증가폭이 상이하였다는 점에서 찾을 수 있음.

○ 독일을 비롯한 일부 국가의 경우 노동시장의 조정이 주로 노동시간을 통해 이루어져, 실업률 상승을 억제

○ 미국의 경우, 노동시간과 고용 조정이 동시에 발생

○ 반면, 스페인이나 아일랜드의 경우에는 GDP 대비 비중이 높은 산업의 극심한 침체로 실업률이 크게 증가

5. 구조적 실업률 증가와 제도적 환경

□ 경제 위기로 인한 장기실업자의 증가 규모는 국가별 관련 제도의 차이에 따라 달라질 수 있음.

○ 경쟁 정도가 낮은 상품시장, 관대한 장기실업 혜택 등은 경기침체기에 장기실업자의 증가를 야기할 수 있는 요인으로 지목되고 있음.

□ 그간 OECD 국가들은 노동 및 상품 시장에서의 경쟁 및 유연성을 강화하고자 노력해 왔으며, 그 결과로 구조적 실업에 대한 취약성은 상당히 완화되었다고 평가됨.

○ 이러한 개혁으로 인해 추가 실업자가 장기 실업자로 전락할 확률이 대략 15~22%까지 감소한 것으로 나타남.

○ 이는 경제위기 이후 구조적 실업율의 증가가 0.5% 수준에 그칠 것으로 전망되는 이유이기도 함.

Table 2. Summary of the country's vulnerability to an increase in structural unemployment

		Relative magnitude of the unemployment shock		
		Small	Average	Large
Estimated relative sensitivity of structural unemployment to aggregate unemployment	Low	Korea	Canada Mexico	Denmark Iceland New Zealand Sweden United States
	Average	Australia Austria Germany Japan Norway	Finland France Hungary Luxembourg	**United Kingdom**
	High	Belgium Switzerland	**Greece** **Italy** **Netherlands** **Portugal**	**Czech Republic** **Ireland** **Turkey** **Spain**

□ 노동 및 상품 시장에서의 유연성은 경제의 회복 과정에서 이력 효과의 폭과 속도를 제한하는 방향으로 작용

○ 대체로 심각한 경기 침체 이후 5년이 경과하였을 때, 구조적 실업률은 최대를 기록

○ 그러나 노동시장의 유연성이 높은 국가의 경우, 경기 침체 이후

5년 안에 위기이전 수준으로 회귀하는 것으로 나타남.

□ 경기침체로 인한 실업률 증가폭이 크고, 노동시장 유연성이 낮은 것으로 평가되는 스페인과 아일랜드는 높은 구조적 실업률 증가를 경험할 것으로 예상됨.

□ 구조적 실업 증가에 따른 잠재총생산 수준의 감소는 대략 2013년까지 0.75% 수준일 것으로 전망되며, 2017년까지는0.5% 수준까지 하락폭이 감소할 것으로 예상

6. 노동시장 참가율 감소로 인한 효과

□ 경기 침체는 노동시장 참가율의 추세에도 장기간에 걸쳐 부정적 효과를 야기하는 것으로 보고되고 있음.

○ 이와 상반되는 경로도 존재하는 것으로 지적되고 있으나, 실증분석 결과는 실망실업자 효과가 지배적임을 시사

□ 경기 침체에 따른 노동시장 참가율의 하락은 청년층과 노년층에서 가장 뚜렷한 것으로 나타나고 있으나, 그 동인은 상이할 수 있음.

○ 청년층의 경우 교육이 주된 이유로 작용

○ 반면 노년층의 경우 해고나 조기은퇴가 주된 사유로 작용할 것으로 판단되나, 경기침체에 따른 소득 및 자산감소 효과가 클 경우 상반된 결과가 나타날 가능성도 존재

□ 경기 침체가 노동시장 참가율에 미치는 영향은 제도 및 정책 환경에 따라 국가별로 차이가 발생할 수 있음.

○ 엄격한 고용보호규정(EPL)은 경기 침체기에 실직을 제한하는데 도움이 될 수 있지만, 회복 과정에서의 고용증가에 부정적 요인으로 작용할 수 있음.

- 경기침체 이후 7~8년이 지난 시점에서, 고용보호규정이 엄격한 국가의 경우 노동참가율 하락폭이 0.5% 정도 높은 것으로 나타남.

○ 보다 관대한 실업급여가 제공될 경우 노동시장 참가율이 높게 유지될 것으로 예상되나, 실증연구는 이와 상반되는 결과를 제시

- 실업기간에 따라 실업급여가 감소하는 제도를 보유한 국가가 오히려 경기침체 후 노동시장 참가율이 크게 하락하는 것으로 나타남.

○ 노년층의 노동시장 참여율에 대한 경기침체의 효과는 은퇴의 경우와 노동지속 경우 사이에서의 금전적 차이에 의존

- 노인수당이나 연금 등의 혜택이 클수록 노동 지속에 대한 유인이 낮다고 할 수 있음.

- 은퇴에 따른 소득 감소가 낮은 국가의 경우(그리스), 그렇지 않은 경우(호주)에 비해, 경기침체 후에 노년층의 노동시장 참여율 감소가 1% 가량 큰 것으로 나타남.

○ 청년층의 노동시장 참여율에 대한 경기침체의 효과는 중등교육에 대한 접근가능성의 정도에 의존하는 것으로 나타남.

- 고등교육에 대한 접근이 용이할수록 경기침체 이후 청년층의 노동시장 참여율은 더욱 크게 하락하는 것으로 나타남.

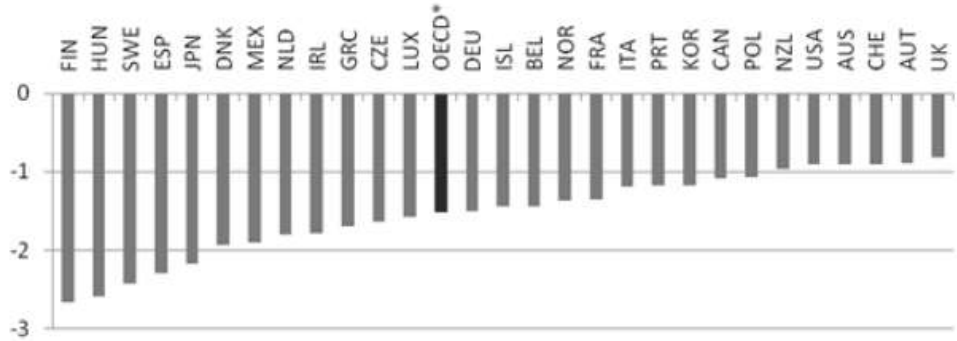
- 고등교육에 대한 접근성이 높은 국가(핀란드, 덴마크)일수록, 그렇지 않은 국가(멕시코)에 비해 경기침체에 따른 노동시장 참가율의 감소가 1.5% 가량 큰 것으로 추정됨.

□ 이상을 감안하여 금번 위기에 따른 노동시장 참여율의 감소를 추정해 보면, OECD 평균으로 1.5%에 달하는 것으로 나타남.

○ 국가별로 차이가 상당한 것으로 나타났으며, 미국은 약 1%인 반면 핀란드의 경우 거의 3%에 육박하는 것으로 추정됨.

Figure 5. The projected effect of the crisis on trend labour force participation

Difference relative to pre-crisis trend in 2017 (percentage points)



* Denotes a simple average of OECD countries.

Source: OECD calculations.

7. 이주노동자를 통한 효과

□ 경기 침체로 노동시장 상황이 악화될 경우, 이주노동자 유출입의 규모와 방향에도 영향을 미칠 수 있음.

○ 위기 발생 이전에 이주노동자 유입이 많았던 국가들의 경우, 이주노동자의 증감은 잠재총생산에 유의미한 차이를 발생시킬 수 있음.

○ 그러나 위기 이후 이주노동자의 이탈 규모는 이전의 유입 규모에 비해 크지 않은 것으로 판단됨.

8. 총요소생산성 변화로 인한 효과

□ 경제 위기의 총요소생산성(TFP)에 대한 효과는 여러 가지 경로가 복합적으로 작용하여 전체적으로는 모호한 것으로 평가됨.

□ 경제 위기는 자원의 비효율적 배분과 R&D 투자를

저하시킴으로써 총요소생산성에 부정적인 영향을 미칠 수 있음.

○ 위기에 따른 신용 경색으로 보다 효율적인 기업의 산업내 진입이 제한되는 등 자원의 비효율적 배분이 나타날 수 있음.

○ 경기 침체는 R&D 투자를 저하시키는 경향이 있으며, 그에 따라 기술진보가 지체될 수 있고, 따라서 생산성도 감소할 수 있음.

- 그러나 국가와 위기 사례에 따라 R&D 투자에 대한 영향은 매우 상이

- 한편 금번 위기에 대한 대응과정에서, 대다수의 OECD 국가들이 R&D투자에 대한 조세 감면 등을 통해 생산성 하락을 막고자 노력하였음.

○ 경기 침체에 따른 총요소생산성의 장기적 감소 규모는 0.75% 수준을 상회할 것으로 추정됨.

□ 반면 경기침체시 생산성이 낮은 기업일수록 퇴출될 가능성이 높아짐에 따라 전체 생산성이 증가할 가능성도 존재

○ 이러한 자원의 재분배를 통해 총요소생산성은 경기역행적으로 나타날 수도 있음.

○ 덧붙여, 경기침체기의 낮은 수요는 자원의 재배치를 통한 생산성 향상의 기회비용이 낮음을 의미하며, 따라서 기업의 구조개편 등을 위한 유인을 제공

□ 경제 위기가 총요소생산성에 미치는 영향은 상이한 경로의 상호작용으로 결정되므로 정확히 정량화하기 어려움.

○ 대체로 단기적으로는 위기 이후 총요소생산성은 감소하는 것으로

나타나고 있음.

○ 반면 중장기적 시점에서의 방향성은 분명치 않은 것으로 나타나고 있으며, 그 차이는 위기에 대한 정책 대응의 차이에서 기인하는 것으로 판단됨.

- 1990년대의 일본의 경험과 북유럽 은행 위기는 각각의 대표적인 사례라 할 것임.

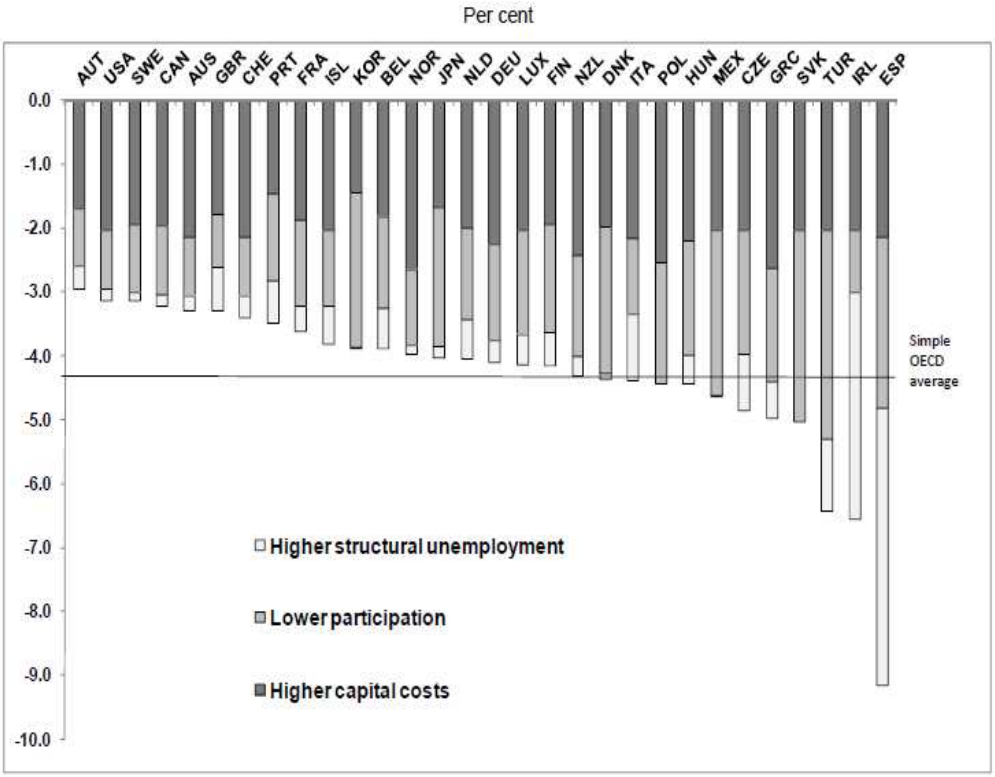
9. 경제 위기의 잠재총생산 수준에 대한 영향

□ 경제 위기에 따른 잠재총생산 수준의 감소 규모는 2013년까지 최대 4.5% 수준에 달할 것으로 전망됨.

○ 한편 이력효과가 어느 정도 완화될 것으로 기대되는 2017년에는 잠재총생산의 수준의 감소 규모는 대략 4% 으로 하락할 것으로 예상

○ 노동과 자본 감소가 각각 잠재총생산 감소의 절반 정도를 설명할 수 있을 것으로 평가되며, 국가간 차이를 야기하는 요인은 주로 노동인 것으로 분석됨.

Figure 6. Total estimated peak effect of the crisis on OECD potential output by country



Note: Estimates are derived as the sum of estimated effects of higher capital costs, increased structural unemployment rate and a lower participation rate. Changes in structural unemployment in Poland and Slovakia that are unrelated to the downturn have been omitted from these results. The unemployment effects were incorporated in the December 2009 *Economic Outlook*, the effects from participation are new estimates described in detail in ECO/CPE/WP1(2010)2.

의제에 대한 논평

<논평 요약>

① 위기의 잠재성장률에 대한 영향

② 한국 노동시장 참가율 하락의 특징

1. 위기의 잠재성장률에 대한 영향

□ 경제위기는 이력(hysteresis) 효과 등을 통해 잠재총생산 수준뿐만 아니라 잠재성장률에도 상당한 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상됨.

○ 경제 위기에 따른 단기에서의 잠재총생산 수준 변화에 대한 분석은 그 자체로 향후 통화정책 등 경기안정화 정책 수립 및 추진에 매우 유용할 것으로 판단됨.

○ 그러나 경제 위기는 R&D 투자 등을 변화시켜 경제의 전반적인 생산성 증가율에도 지속적으로 영향을 미칠 것으로 판단됨.

□ 잠재성장률의 변동은 중장기 거시경제 운용과 관련하여 매우 중요한 고려사항이라고 할 수 있으며, 따라서 금번 위기의 잠재성장률에 대한 영향도 분석될 필요

○ 이와 관련하여, 그간 다양한 국가의 경제 위기 극복 사례에 대한 비교 검토를 통해, 위기 과정에서 추진되었던 다양한 정책 방안을 잠재성장률에 대한 영향이라는 측면에서 평가해 보는 것도 유의미한 시도로 사료됨.

2. 한국 노동시장 참가율 하락의 특징

□ 한국의 경우 위기에 따른 노동시장 참여율 하락의 폭이 여타 OECD 국가에 비해 상대적으로 작은 것으로 추정되고 있음.

○ OECD의 추정결과에 의하면 금번 위기에 따른 한국의 노동시장 참여율 하락은 대략 1% 남짓인 것으로 나타남.

□ 한국의 노동시장 참여율 하락폭이 상대적으로 작았던 것은, 여러 가지 제도적 요인으로 인해 경기 침체가 청년층과 노년층의 노동시장 참여율에 미친 영향이 크지 않은 것에 기인한 것으로 평가됨.

○ 청년층의 경우, 높은 대학 진학률과 의무군복무 등으로 위기 이전에도 노동시장 참여율이 높지 않아, 경기 침체에도 불구하고 추가적인 하락이 나타나지 않았을 가능성

○ 노년층의 경우, 연금 등 노인복지 프로그램이 충분히 마련되지 않아, 조기은퇴에 대한 유인이 상대적으로 미미하여, 노동시장 참여율 하락폭이 상대적으로 낮게 나타났을 가능성

- 고용안정을 위해 추진된 공공부문의 단기 일자리 창출 정책도 노년층의 노동시장 참가율을 유지하는데 기여한 것으로 평가됨.

주요 토론 내용

□ 노동시장과 관련된 제도적 차이에 따라 위기가 노동시장 참가율에 미치는 중장기적 영향이 달라질 수 있다는 점에 대해 모든 대표들이 공감하였으며, 일부 대표들은 보고서에 인용된 요인에 더하여 함께 고려될 필요가 있는 다양한 요인을 지적

○ 우리나라 대표는 높은 대학 진학률과 노인복지제도의 부족 등을 한국의 청년 및 노년층 노동시장 참가율 변동이 상대적으로 작게 나타나게 된 원인으로 제시

○ 일부 대표들은 정규직과 비정규직 사이에 존재하는 고용보장 관련 규정의 차이가 노동시장 참가율 변화에 중요할 수 있음을 지적하였으며, 이와 관련하여 비정규직이 갖는 단기 및 중장기적 거시적 경제적 효과에 대해 다양한 의견이 개진

- 일본 대표는 90년대의 위기 과정에서 급격한 고용악화를 방지하기 위해 도입된 비정규직이 청년층 근로자의 생산성 악화의 주요 원인으로 작용하였음을 지적

- 그러나 비정규직이 갖는 단기 고용대책으로서 유용성은 IMF를 포함한 대다수 국가의 대표들이 인정하였음.

○ 프랑스 및 스페인 대표 등은 인구 구성상의 변화도 금번 위기에 따른 노동시장 참가율 변화에 대한 주요 결정 요인일 수 있음을 지적

- 프랑스 대표는 인구의 연령 및 성별 구조 변화를 중요 요인으로 강조하였음.

○ 일부 국가의 경우 이민노동자 존재가 중요 변수일 수 있음이 논의되었으며, 이민노동자의 인적자본 수준도 이와 관련하여 중요한 고려 사항임이 제시되었음.

□ 경제 위기가 총요소생산성 수준에 미치는 영향은 모호하다는 결과에 대해 일부 대표들은 이와 관련하여 추가적인 분석이 필요함을 지적

○ 경기 침체시 진학률 상승은 단기적으로 잠재총생산 수준을 하락시키는 요인일 수 있으나, 중장기적으로는 인적자본 축적을 통한 생산성 증가로 잠재총생산 수준 증가에 기여할 수 있는 상충관계가 존재함이 지적되었음.

- 스페인 및 아일랜드의 대표들은 실제로 금번 위기 이후 자국내 대학 진학률이 크게 증가하였음을 보고

○ 독일 대표는 산업구성(서비스 산업 비중 등)에 따라 경기변동에 따른 총요소생산성의 변화가 달라질 수 있음을 지적하였으며, 산업별 자료와 같은 보다 미시적 자료에 기초하여 분석이 진행될 필요가 있음을 지적

○ 경제 위기가 총요소생산성 수준에 미치는 영향 뿐만 아니라 총요소생산성의 증가율에 미치는 영향도 고려될 필요가 있다고 지적

□ 한편 일부 대표들은 분석상에 일부 모호한 측면이 존재함을 지적하였으며 이에 대한 명확한 설명이나 개선을 요구

○ 자본비용 증가를 통한 경로에 대해서는 여러 대표들이 분석 과정 및 결과에 대한 구체적인 설명이 부족하다고 지적하였으며, 일부 대표들은 분석상의 개선방향을 제시

- 호주 대표는 자본비용 증가를 통한 경로의 경우, 경기 침체가 은행위기(banking crisis)와 관련이 있는지의 여부에 따라 결과가 크게 달라질 수 있음을 지적

○ 일부 대표들은 장기 실업이 구조적 실업으로 이어지는 경로에 대한 분석과 설명이 충분치 않음을 지적하였으며, 이에 대한 개선을 요구

Round 4 and 5. Counter-Cyclical Economic Policy (경기안정화 정책)

의제 요약

1. 최근 경기변동의 주요 특징과 Great Moderation

□ 주요 국가에서의 경기 변동성이 완화되었으며, 확장국면과 수축국면간 지속성의 비대칭성이 확대

○ 전체 경기변동의 주기가 장기화되고 변동성은 완화되는 가운데, 확장국면에서의 지속성 확대가 두드러짐.

- 다만 확장 및 수축국면간 비대칭성은 경기변동의 정의 방식에 따라 다소 상이한 결과가 나타남.

○ 한편 주택을 포함한 자산 가격은 변동성과 변동주기가 모두 확대

□ 자산시장을 포함한 주요 거시변수의 경기동행성은 국가별로 상이한 것으로 나타났음.

○ 미국, 영국, 일본을 제외한 대부분의 국가에서 주택가격의 경기동행성은 상대적으로 낮은 것으로 나타났으나, 최근 자산시장의 전반적인 경기동행성은 크게 증가

□ 세계화의 진전으로 국가간 경기변동의 동조화 현상이 심화되었으며, 국제 자산시장의 동조화도 확대

○ 국가간 실물경제의 동조화는 북미 및 유럽 국가 등 특정 국가를 중심으로 두드러졌으며, 최근 동조화의 정도도 확대

○ 자산시장의 동조화는 주로 주식시장에서 두드러진 반면, 주택시

장의 동조화는 일부 국가에 국한되었으며 그 정도도 상대적으로 낮은 편이었던 것으로 나타남.

- 다만 주택시장의 동조화는 최근 위기 전후에서 상대적으로 크게 확대

□ 80년대 중반 이후 미국을 비롯한 주요 OECD 국가에서 GDP와 인플레이션의 변동성이 크게 완화(Great Moderation)되었으며, 그 원인에 대한 다양한 설명이 개진

○ 통화정책을 비롯한 적절한 거시경제정책이 Great Moderation의 주요 원인으로 작용하였다는 주장

○ 해당 기간 동안 국제유가 등 대규모 충격요인이 부재하였다는 점을 강조하는 주장

○ 이외에도 금융혁신, 세계화, 재고관리 개선 및 산업구조 변화 등이 Great Moderation을 야기한 주요 요인으로 지목

□ 장기간에 걸친 경기안정화의 결과로 경제주체의 위험추구 행위가 증가한 점은 Great Moderation의 부정적인 측면으로 지목

○ 금융기관 등 경제주체들의 지나친 위험추구행위는 위기 이전 과도한 신용창출과 그에 따른 자산시장의 버블을 야기

○ 이에 대한 통화 및 금융감독 당국의 대응은 적절치 못하였던 것으로 평가

2. 재정정책

□ 재정수지는 대체로 경기순응적이었던 것으로 나타나, 재정정책이 전반적으로 경기안정화에 기여하였음을 시사

○ 정부 수입은 경기순응적인 것으로 나타난 반면, 정부 지출은 경기 상황에 크게 영향을 받지 않는 것으로 드러남.

○ 그러나 자동안정화 요소를 제거한 재정수지는 경기변수와의 상관관계가 매우 낮은 것으로(acyclical) 나타나, 재량적 재정정책을 통한 경기안정화 효과는 크지 않았을 것으로 추론

- 재량적 재정정책을 통한 경기안정화 효과는 국가별로 매우 상이한 것으로 분석됨.

- 재량적 재정정책 추진의 여지는 정부 부채의 규모보다는 재정수지 규모에 더욱 영향을 받는 것으로 나타남.

□ 재정수지 중 일부는 자산가격의 변동에 영향을 받을 가능성이 존재하므로, 재정건정성 지표에 이를 감안할 필요성

○ 경기확장기의 자산가격 상승은 재정수지 개선의 착시효과(revenue buoyancy)를 야기하여 부적절한 감세 등으로 이어질 가능성

○ 재정수지는 주택 및 주식시장과 양의 상관관계를 나타내는 것으로 분석됨.

□ 한편 반대로 재정정책은 자동안정화 및 재량적 요소를 통해 경기에 영향을 미칠 수도 있음.

○ 수입 측면의 주요 자동안정화 요소는 조세구조라고 할 수 있으며, 지출 측면의 대표적인 자동안정화 요소로는 실업급여를 들

수 있음.

○ 재량적 재정정책을 통한 경기안정화에 대해서는 회의적인 견해가 지배적이었으나, 최근 경제위기를 계기로 재량적 재정정책의 효과에 대한 재평가가 이루어지고 있음.

□ 재량적 재정정책을 통한 경기부양의 가능성은 경기침체 직전 전반적인 재정건전성에 의존하며, 재정건전성이 양호할수록 경기부양의 여지는 큰 것으로 분석

○ 위기 이전까지 자료는 재정건전성 정도에 따른 경기부양 효과의 차이가 크지 않은 것으로 나타났으나, 금번 위기의 경우 그 차이가 두 배에 이른 것으로 분석

□ 재정준칙의 도입은 재정건전성 유지 및 유사시 재량적 재정정책을 통한 경기부양의 여지를 확보하는데 기여할 수 있을 것으로 판단됨.

○ 경기확장시 경기역행적 재정기조를 유지하여 재정 여력을 확보함으로써, 유사시 재량적 재정정책 추진의 여지를 확보하며, 경기침체 이후에는 조속한 재정건전성 회복에 기여

- 실제로 재정준칙의 도입이 재정정책의 경기안정화 효과를 제고시켰다는 실증분석도 제시되고 있음.(EMU 사례)

○ 또한 재정준칙은 재정정책의 투명성, 신뢰성 및 예측성을 제고하여 보다 효율적인 정책추진에 기여할 수 있음.

- 그러나 최근 위기 과정에서 상당수의 국가가 재정준칙의 적용을 완화시키거나 유보하여, 재정준칙의 신뢰성 문제가 대두될 가능성이 존재

□ 재정정책의 효과는 재정승수로 나타낼 수 있는데, 재정지출을 통

한 효과가 재정수입을 통한 효과에 비해 큰 것으로 나타남.

○ 재정지출과 감세의 재정승수는 대략 1과 0.5 정도로 추산되며, 전반적인 재정승수는 경제의 개방화 정도나 정책추진 이후의 시점에 따라 달라질 수 있음.

□ 또한 확장적 재정정책의 효과는 정책기조 변화에 대한 민간저축의 반응에 따라 상당부분 상쇄될 수 있는 것으로 나타남.

○ 재정적자 확대에 따른 단기 이자율 상승은 민간저축의 증가를 야기하여 재정정책의 효과를 상쇄

○ 보다 장기적인 관점으로는 Ricardian equivalence의 효과가 나타나 재정정책의 효과를 상당부분 상쇄할 수 있음.

○ 일부 연구결과에 따르면 민간저축 변화에 따른 상쇄효과는 재정정책 단기 효과의 40% 그리고 장기 효과의 75%에 달하는 것으로 추정됨.

□ 민간저축을 통한 상쇄효과는 정부 부채의 규모 및 금융시장의 발전 정도에도 의존

○ 정부 부채 규모가 클수록 그리고 금융시장의 발전 정도가 높을수록 상쇄효과는 큰 것으로 나타남.

3. 통화정책

□ 80년대 초반 이후 통화정책은 인플레이션 안정화에 크게 기여한 것으로 평가되고 있으며, Great Moderation의 주요 원인 중의 하나로 제시되고 있음.

○ 특히 통화정책이 인플레이션에 대한 강력한 대항기조로 변환되어, 기대 인플레이션 안정화에 크게 기여한 것으로 평가

○ 기대 인플레이션의 안정화는 이 기간 동안 통화정책의 성공적인 운용의 주요 요인으로 지목되고 있음.

- 덧붙여 통화당국은 인플레이션 안정화를 유지하는 범위 내에서 실물경제의 안정화도 도모한 것으로 평가

□ 통화정책은 경기변동에 민감하게 반응하는 것으로 나타나고 있으며, 통상 Taylor 준칙이 시사하는 바와 같이 인플레이션과 총생산갭(output gap)에 반응하는 것으로 나타남.

○ 통화정책은 현재의 경기상황 뿐만 아니라 미래의 경기상황에 에도 반응하는 것으로 나타나고 있어, 미래지향적인 운용이 이루어지고 있음을 시사

○ 그러나, 한편으로는 Taylor 준칙이 시사하는 금리 수준과의 상당한 괴리가 오랫동안 지속되는 경우도 발견됨.

- 2000년대 중반 미국과 캐나다의 경우 Taylor 준칙이 시사하는 금리보다 상당히 낮은 수준에게 기준 금리가 유지됨.

○ 대부분의 국가에서 Taylor 원칙이 성립하는 것으로 나타나고 있으며, 자산가격 변동이 통화정책에 미치는 영향은 미미한 것으로 평가됨.

□ 통화정책의 유효성은 다양한 요인들에 의해 영향을 받을 수 있음.

○ 통화정책의 투명성 및 신뢰성을 바탕으로 한 기대 인플레이션의 안정화는 효과적인 통화정책 운용의 근간임.

○ 기준 금리 조정에 따른 자산가격의 변동은 소비 및 투자에 영향을 미칠 수 있으므로, 통화당국은 다양한 자산 효과와 신용경로를 통해서도 실물경제에 영향을 미칠 수 있음.

○ 금융시장의 국제화가 진전됨에 따라, 환율경로 또한 중요한 변수로 인식되고 있으며, 개방화나 노동유연성 등 경제구조의 변화도 통화정책의 유효성에 영향을 미칠 수 있음.

○ 이러한 요인들의 상대적 중요성은 국가별로 혹은 시기별로 상이할 수 있으며, 이는 통화정책 운영의 어려움으로 작용

□ 통화정책의 안정적 운영과 관련하여 자산가격의 변동은 주요한 난점 중의 하나로 평가되고 있으며, 이와 관련하여 두 가지의 이슈가 제기되고 있음.

○ 현행 물가안정목표제(inflation targeting)의 기준 물가지수에가산가격이 보다 주요하게 고려될 필요가 있는가?

- 자산가격의 변동에는 미래 경제 상황에 대한 정보가 포함되어 있다고 볼 수 있겠으나, 그 관계의 안정성은 확실치 않다고 평가되고 있음.

- 다양한 방식으로 자산가격을 기준 물가지수에 반영할 수 있겠으나, 아직까지 신뢰할만한 구체적 방안이 제시된 것은 아님.

○ 자산시장의 버블을 방지하기 위해 자산가격의 안정화를 통화당국의 정책 목표로 포함시킬 필요가 있는가?

- 자산시장에서의 버블 형성 여부를 평가하고 통화당국의 적절한

개입 시점을 가늠할 수 있는 신뢰할 만한 판단기준이 뚜렷하게 제시되고 있지는 않음.

- 따라서 아직까지 통화당국이 적극적으로 자산시장의 안정화 추구하기에는 현실적인 제약이 상당한 것으로 판단됨.

4. 금융정책

□ 70년대 이후 지속적인 금융자유화의 결과로 금융시장의 규모가 크게 증가하였으며, 금융부문과 실물부문 사이의 연계성도 강화되었음.

○ 미국과 영국의 경우 금융시장의 규모가 GDP 대비 3-4배에 이르며, 다른 국가의 경우에도 대략 2.5배에 달함.

□ 70년대 이후 금융부문의 경기순응성이 점차 강화되고 있는 것으로 평가됨.

○ 은행부문의 경기순응성은 70년대 후반 이후 뚜렷해졌으며, 이전 시기에 비해 은행 위기가 빈번해진 것도 이 같은 점을 시사

○ 또한 다양한 실증연구가 자본시장에도 경기순응성이 존재함을 시사하고 있음.

□ 금융부문의 안정성 제고를 위해 도입된 다양한 금융규제에도 경기순응적 요소가 내재되어 있는 것으로 평가

은행에 대한 자본규제

□ Basel I에 의해 도입된 자본적정성비율(CAR) 규제의 경우, 위험평가 과정에 내재한 경기순응성에 기인하여 자본적정성비율의 경기순응성이 야기될 수 있음.

○ 자본적정성 비율의 경기순응성은 다시 은행대출의 경기순응성을 야기하여 경기안정화를 저해할 가능성

- 자본적정성 비율 규제가 1991년 미국의 경기후퇴를 악화시켰다는 지적도 있음.

○ 금번 위기 직전의 경우, 대부분의 국가가 자본적정성 비율은 충족시킨 것으로 나타났으나, 이를 초과하는 예비 자본의 규모는 많은 국가에서 대규모 충격에 대비하기에는 부족하였던 것으로 드러남.

□ Basel II의 도입도 위험 평가 과정에서의 경기순응성을 완전히 해결하였다고 보기는 어려우며, 그 결과로 은행 부문의 경기순응성이 유지될 수 있음.

○ Basel II의 도입으로 신용평가기관에 대한 의존성이 높아졌으나, 신용평가기관의 경기순응적 경향을 고려할 때, 위험 평가와 관련된 경기순응성은 여전히 문제일 수 있음.

○ 위험에 대한 평가를 특정 시점 기준이 아니라 전체 경기변동 과정에 걸쳐 평가할 경우, 경기순응성 문제를 어느 정도 완화시킬 수 있을 것임.

대손충당금 및 자금조달

□ 은행의 대손충당금 관련 규제도 은행부문의 경기순응성에 기여하는 것으로 평가됨.

○ 비재량적(non-discretionary) 대손충당금의 경우, 신용 위험에 대한 사후적 평가에 근거할 가능성이 높아, 그 자체로 은행의 자본 및 대출 등의 경기순응성을 강화할 가능성

○ 이외에도 은행의 지배구조 및 자금조달 방식에 따라 은행부문의 경기순응성이 달라질 수 있음.

□ 금융부문의 경기순응성을 완화하기 위한 미시·거시적 건전성 규제 강화 등 다양한 방안들이 검토되고 있음.

○ Basel II의 자본규제는 최소 자본적정성 비율을 상향조정하는 등 강화될 것으로 예상되며, 위험 평가의 경기순응성을 완화할 수 있는 다양한 방안을 모색

○ 현행 대손충당금 제도의 사후적 성격을 완화할 것으로 예상되는 동태적 대손충당금(dynamic loss provision) 제도의 도입 또한 제안되고 있음.

○ 이 밖에도 은행의 부채비율을 제한하거나 은행의 자본확충 필요시 주식으로 전환될 수 있는 부채를 도입하는 방식도 검토되고 있음.

□ 금융산업내 존재하는 고위험 행위에 대한 유인구조를 완화하는 방안도 다양하게 제기되고 있음.

○ 금융기관의 지나친 대형화를 막거나, 전통적인 은행산업과 고위험 금융산업을 엄격하게 구분하는 방안

- 그러나 이 경우 shadow banking system의 불안정성이 보다 확대될 수 있다는 지적이 제기

○ 단기성과에 대한 편향에 따른 고위험추구의 유인이 존재한다평가되고 있는 금융기관의 보수체계를 개선하고, 신용평가 기관에 대한 규제를 강화

□ 보다 강화된 거시적 건전성 규제가 요구되며, 미시적 건전성 규제와의 연계도 보다 체계화될 필요성

5. 기타 구조 정책(structural policy)

□ 구조정책의 추진 과정에서 경기변동과의 연관성은 주요 고려사항일 수 없으나, 거시경제정책과의 상호작용을 통해 경기변동에 영향을 미칠 수 있음.

○ 구조정책의 성격에 따라 경제충격 발생시 경제에 미치는 영향의 규모와 이후 조정 속도의 차이를 발생시킬 수 있음.

□ 노동 및 상품 시장에 대한 경쟁 정책 및 관련 제도에 따라 충격 발생시 경제의 회복력의 차이가 야기될 수 있음.

○ 노동 및 상품 시장에 대한 규제가 엄격할수록 그리고 개별임금교섭의 성격이 강할수록 충격발생시 충격시점의 영향은 완충될 수 있는 것으로 나타나고 있음.

○ 유럽국가의 경우, 영국이나 미국에 비해 충격시점의 영향은 작으나 영향의 지속성은 큰 것으로 나타남.

□ 일부 조세제도의 경우 차입에 우호적인 성격으로 인해 경기변동에 대한 취약성을 확대할 가능성이 있는 것으로 평가

○ 주택담보대출 이자에 대한 공제 혜택은 가계의 부채 규모를 늘릴 수 있으며, 이자부담에 대한 법인세 공제 규정 또한 기업 및 금융기관의 레버리지를 확대할 가능성

□ 대규모 혹은 장기간의 경기침체는 이력효과(hysteresis effect)를 통해 잠재경제규모 및 잠재성장률에 영향을 미칠 수 있음.

○ 노동시장에서의 이력효과는 잠재성장률 보다는 잠재경제규모에 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며, 최근 노동시장 개혁은 이력효과를 완화시킨 것으로 분석됨.

○ 경기침체는 R&D 부진 등을 야기하여 총생산성(TFP)에 대한 이력효과를 통해 잠재성장률을 하락시킬 수 있음.

6. 경제정책을 통한 경기안정화의 가능성 결정 요소

□ 경제정책을 통한 경기안정화의 가능성은 다양한 변수에 의해서 영향을 받을 수 있으며, 따라서 국가마다 상이할 수 있음.

○ 경기안정화의 필요성은 의문의 여지가 없으나, 경기안정화 추구의 정도와 관련하여서는 국가별로 차이가 존재할 수 있음.

- 경제구조, 주요 충격 요인, 주요 안정화 목표간 선호의 차이 및 경기안정화와 관련된 불확실성 등을 국가별 차이를 야기할 수 있는 주요 요인으로 제시

□ 금번 위기를 계기로 평상시 대규모 경제충격에 대비한 정책 여력(safety margins) 확보의 중요성이 부각되었음.

○ 유사시 재정정책을 통한 경기 부양을 위해서 평상시 재정건전성을 높게 유지할 필요

- 현재 재정건전성에 문제가 없는 경우에도, 인구구조 변화 등의 요인을 고려하여 재정건전성을 재평가해볼 필요가 있음.

○ 인플레이션 낮은 수준으로 유지하는 것은 그 자체로 장점이 존재하나, 대규모의 부정적 충격 발생시 통화정책의 여지를 크게 제한할 수 있음.

- 부정적인 충격 발생시 디플레이션이 발생할 가능성이 높으며, 명목금리도 제로 수준에 가까워져 통화정책의 여지를 크게 축소

○ 이에 일부에서는 인플레이션을 지금보다 높은 수준에서 관리할 필요가 있다는 주장이 제기

- 또한 인플레이션 대신 물가수준을 타겟팅하는 방안도 제시

□ 효과적인 경기안정화를 위해 정책의 신뢰성도 중요한 요소로 평가

되고 있음.

○ 정책의 신뢰성은 민간 경제 주체의 기대형성에 영향을 미침으로써 경기안정화에 기여할 수 있음.

○ 정책의 신뢰성은 과거 정책의 성과나 정책당국의 평판에 따라 달라질 수 있으며, 해당 정책당국의 독립성과 같은 제도적 요인에도 의존

○ 준칙에 기반하거나 혹은 정책 목표를 구체적으로 설정하는 것도 정책의 신뢰성을 제고시키는 방안일 수 있음.

- 다만, 대규모 충격 발생시 정책 대응의 유연성은 제약될 수 있음.

□ 그러나 경제를 둘러싼 근본적인 불확실성은 경제정책을 통한 경기안정화의 주요한 걸림돌로 작용

○ 정확한 경기 판단과 충격 요인 식별의 어려움은 이러한 불확실성을 야기하는 주요한 원인임.

의제에 대한 논평

<논평 요약>

① 효율적 경기안정화를 위한 정책조정 체제의 필요성
② 정책 여력의 확보와 정책 목표간 상충의 가능성
③ 자본유출입과 거시안정성
④ 국가별 특성에 맞는 금융 관련 제도 개편
⑤ 인플레이션 타깃팅의 유효성

1. 효율적 경기안정화를 위한 경제정책간 조정

□ 경기안정화를 위해서는 때때로 정책 수단의 적절한 조합이 요구될 수 있으며, 이때 각각의 경제정책간 조정(coordination)은 효율적인 경기안정화를 위해 중요할 수 있음.

○ 개별 경제정책 기조는 다른 경제정책의 효과를 상쇄하거나 확대하는 방향으로 영향을 미칠 수 있음.

○ 그러나 개별 정책 당국은 제도적인 독립성을 바탕으로 운영됨에 따라, 각각 독자적인 경기 판단을 바탕으로 정책을 추진할 가능성이 높음.

○ 이 경우, 각각의 정책당국간 적절한 협력체제가 구축되지 않을 경우, 정책기조의 상충이 발생하여 효율적인 경기안정화를 저해할 가능성

□ 특히, 거시건전성을 강화하는 방향으로 금융감독체제를 개편하고자 하는 최근의 움직임은, 통화정책과 금융정책간 정책공조의 필요성을 더욱 확대할 수 있는 요인임.

○ 금번 위기 과정에서, 기존의 금융감독체제의 경우, 거시건전성과 관련된 위험에 대한 대응이 크게 미흡하였다는 지적이 제기되었음.

- 이에 따라 향후 각국의 금융감독체제는 기존의 미시적 건전성 규제에 대한 강화뿐만아니라 거시건전성을 강조하는 방향으로 개편될 것으로 예상

○ 거시건전성을 강조하는 방향으로 금융감독체제를 개편할 경우, 경기변동에 대한 금융정책의 민감성이 제고될 수 있으며, 그 결과로 금융정책의 거시경제적 영향이 확대될 수 있음.

○ 이때, 통화정책과 금융정책간 체계적인 협력체제가 마련되지 않아, 경기판단 등과 관련하여 이견이 발생할 경우, 경제의 안정성을 크게 저해할 가능성

□ 이러한 측면에서, 효율적인 경기안정화를 위해서, 관련 정책당국간 경기판단 및 정책추진 등과 관련된 상시적이고 체계적인 협력체제가 마련될 필요가 있다고 판단됨.

○ 한국의 경우, 2009년 11월에 주요 관련 정책당국간 효율적인 정책 추진을 위한 정보 교환을 위해 양해각서(MOU)를 체결한 바 있음.

2. 정책 여력의 확보와 정책 목표간 상충 가능성

□ 대규모 충격에 대비한 정책 여력의 확보의 필요성은 의문의 여지가 없으나, 그 과정에서 기존의 정책 목표와의 상충이나 훼손의 가능성이 존재

□ 통화정책의 경우, 일부에서 물가안정 목표제(inflation targeting)의

목표 인플레이션 수준을 높이는 방안이 제시되고 있으나, 그 과정에서 물가 불안 문제가 대두될 가능성

○ 목표 인플레이션 수준을 높일 경우, 디플레이션 위험을 낮출 수 있을 뿐만 아니라 명목 금리 수준도 높아져 유사시 통화정책의 여력이 확보될 수 있을 것으로 기대

○ 그러나 목표 인플레이션 수준을 높일 경우, 인플레이션 변동성이 확대될 가능성이 존재하며, 이는 효율적인 통화정책 추진에 부정적인 영향을 미칠 가능성

- 목표 인플레이션 수준만 높이고 허용 변동폭(band)은 현행대로 유지할 경우, 이론적인 예상과는 달리 인플레이션 변동성이 확대될 가능성을 배제하기 어려움.

- 인플레이션 변동성이 확대될 경우, 기대 인플레이션 고정(anchoring)을 통한 인플레이션 안정화의 효과를 기대하기 어렵고, 이 경우 통화정책의 유효성을 제한할 가능성

□ 또한 국가별로 인플레이션 관리와 관련된 여건이 상이함을 고려하여, 상황에 맞는 목표 인플레이션 수준을 설정하고 이를 중심으로 인플레이션을 관리하는 것이 보다 바람직

○ 장기간에 걸친 안정적인 인플레이션 관리의 결과로 목표 인플레이션 수준이 낮은 선진국과 달리, 상당수의 개도국의 경우 여전히 높은 인플레이션은 여전히 문제일 수 있음.

○ 목표 인플레이션 수준을 높힘으로써 통화정책의 여력을 확보하고자 하는 시도의 유효성은 모든 국가에 타당한 것은 아니라고 사료됨.

□ 재정 여력의 확보와 관련하여서도, 재정건전성 제고 과정에서 재정정책의 전통적인 정책 목표와의 상충이 나타날 가능성이 존재하

므로, 이를 감안하여 다양한 정책 대안을 모색할 필요

○ 재정정책의 일차적 목표는 단기적인 경기안정화라기 보다는, 경제성장 잠재력 강화나 사회취약계층에 대한 지원등과 같은 중장기적 과제일 가능성이 높음.

- 따라서, 정책 여력 확보를 위한 재정건전성 제고 과정에서 장단기간 정책 목표간 상충 문제가 발생할 수 있으며, 그 결과로 다양한 정치과정 상의 어려움도 제기될 수 있음.

○ 또한 금융위기와 같은 대규모 충격에 따른 재정건전성 악화의 경우는 대부분 부실금융기관 정리 및 금융시스템 안정화를 위한 공적자금 투입에 따른 결과일 가능성이 높음.

- 이렇게 발생하는 재정부담의 경우, 일반 재정을 통해 대응하는 것은 수익자 부담의 원칙에 어긋날 뿐만 아니라 도덕적 해이의 문제도 악화시킬 수 있음.

○ 따라서, 재정건전성 제고라는 일반적 원칙뿐만 아니라, 재정건정성을 위협할 수 있는 잠재 요인을 식별하고, 그에 따라 책임자 부담의 원칙에 따른 비용 분담의 형평성도 반드시 고려될 필요

3. 자본유출입과 거시경제 안정성

□ 국가간 금융시장의 연계성이 확대됨에 따라, 급격한 자본유출입은 거시경제 안정성을 위협하는 주요 원인으로 대두되었음.

○ 특히 급격한 자본유입의 경우, 통화의 급속한 평가절상이나 국내 과잉유동성 문제 등을 야기하여 국내 거시안정성을 위협할 수 있는 주요 위험 요인으로 간주되어 왔음.

○ 덧붙여 자국통화의 국제화 정도가 낮은 신흥시장국이나 개도국의 경우, 급격한 자본유출입에 대응한 외환유동성 관리는 거시경제 및 금융시장 안정을 위한 주요 고려 사항임.

□ 급격한 자본유출입에 대응한 일국 수준의 정책 대응 여지는 매우 협소하다고 평가할 수 있으며, 이에 대한 국가간 국제공조는 여전히 미흡한 수준이라고 평가

○ 자본유출입에 대응하여, 외환시장에 대한 중화개입(sterilized intervention)이나 외환보유고를 통해 대응이 가능할 수 있으나, 대규모 자본유출입 발생시 통상의 정책수단으로 통한 일국적 대응에는 어려운 측면이 존재

○ 특히 외환보유고는 대규모 자본유출입에 대응한 자기보험으로서의 의미가 있음이 지적되고 있으며, 국가간 국제공조에 입각한 적절한 정책대응이 존재치 않을 경우, 일부 국가에서 과도한 외환보유고 보유로 이어질 가능성이 존재

- 일부 국가의 과도한 외환보유고 축적은 최근 세계 경제위기의 주요 원인 중의 하나로 지목되고 있는 글로벌 불균형 형성에 일정 정도 기여한 것으로 평가되고 있음.

- 이러한 측면에서, 급격한 자본유출입에 대응한 국제공조에 기반한 정책대응이 부재할 경우, 일부에서 과도한 외환보유고 축적이 나타날 가능성이 존재하며, 이는 다시 글로벌 불균형의 문제를 심화시킬 수 있음.

○ 따라서 급격한 자본유출입에 따른 거시경제 불안을 완화하기 위해서는 일정 수준 국제공조에 기반한 정책 대응이 요구된다고 할 수 있겠으나, 아직까지 구체적인 국제공조 방안이 마련되었다고 평가하기는 어려움.

□ 이러한 측면에서 국제금융시장에서의 급격한 자본유출입에 따른 거시경제적 불안에 적절히 대응할 수 있는 국제공조의 틀 마련에 보다 적극적으로 노력할 필요

4. 국가별 특성에 맞는 금융 관련 제도 개편

□ 국제금융위기 이후, 금융시스템 불안에 따른 부정적인 영향을 사전에 예방할 수 있도록, 금융감독체제 등을 보다 강화하고자 하는 국제적 움직임이 존재함.

□ 현재의 위기에서 드러난 바와 같이, 현재의 금융감독체제의 일정 부분 개선될 필요가 존재하나, 이는 모든 국가에서 현재보다 금융감독체제가 강화되어야함을 의미하는 것은 아님.

○ 미국을 비롯한 선진국의 경우, 금융시장의 급격한 변화에 감독당국이 적절하게 대응하지 못한 측면이 지적될 수 있겠으나, 대다수의 개도국의 경우에는 낙후된 금융시장에 따른 비효율성이 더 문제일 수 있음.

○ 이러한 측면에서, 금융부문 및 금융감독체제에 대한 개혁은 금융시장의 발전 정도와 같은 국가별 특수성을 고려하여 추진되는 것이 바람직하다고 판단됨.

5. 인플레이션 타깃팅의 유효성

□ 주요 국가에서 채택하여 운영중인 목표 인플레이션 제도의 이론적 근거는 90년대 후반 새케인지언(New Keynesian) 거시경제학의 이론적 성과에서 찾을 수 있음.

□ 그러나 새케인지언 거시경제학의 분석 대상이 주로 대외충격 요인의 영향이 상대적으로 미미한 대국 경제(large economy)라는 분석적 한계는 상대적으로 덜 알려지고 있음.

○ 미국이나 EU와 달리, 소규모 개방경제의 경우 대외충격에 대한 민감성이 상대적으로 높아, 통상적인 인플레이션 타깃팅의 유효성이 제한적일 수 있는 가능성이 존재

□ 이러한 측면에서 소규모 개방경제에 적합한 통화정책에 관해서는 추가적인 연구가 요구된다고 할 것임.

○ 최근에 발표된 일부 이론분석 결과에 따르면, 소규모 개방경제의 경우 단순한 인플레이션 관리 뿐만 아니라 명목환율 안정성도 최적 통화정책의 중요한 구성요소로 지적되고 있음.

주요 토론 내용

□ 대다수 대표들이 유사시에 대비한 정책 여력의 필요성에 대해서 공감하였으며, 어느 정도의 정책 여력이 확보되어야 하는가에 관해 논의가 진행되었음.

○ 일부 대표들은 정책 여력 확보 과정에서 나타날 수 있는 다양한 부정적 측면을 지적하였음.

- 우리나라 및 EU 대표는 목표 인플레이션 수준을 높일 경우 인플레이션 변동성이 확대될 수 있으며, 그에 따라 물가 불안이 심화되고 인플레이션 프리미엄 등이 상승하는 등 부정적인 효과가 나타날 수 있음을 지적

- 프랑스 대표는 유로존의 경우 목표 인플레이션 수준의 상향 조정은 국가별 인플레이션에 상이한 효과를 야기할 수 있으며, 이는 다시 역내 국가들의 실물경제에 비대칭적 효과로 이어질 수 있음을 지적

○ 한편 일본 등 일부 대표들은 유사시에 대비한 정책 여력의 규모를 어떻게 결정할 수 있는가에 대해 사무국의 의견을 요구

- 일본 대표는 금번과 같은 위기에 대응하기 위해서는 대규모의 정책 여력이 확보될 필요가 있겠으나, 그 과정에서 기존의 정책 목표와의 상충이 나타날 수 있음을 지적

- 슬로베니아 대표는 정책 여력 규모와 관련하여 후생 효과에 대한 비교 검토가 필요하다고 주장

- 사무국은 이에 대해 특정한 준칙 등을 통해 정량적으로 확정할 수는 없다고 답변

□ 재정정책의 경기 안정화 효과 및 재정건전성과 관련된 이슈에 관한 다양한 의견이 개진되었음.

○ 다수의 대표들이 재정정책의 경기안정화 효과와 관련하여 자동안정화 장치의 중요성을 지적하였으며, 유사시 재정정책의 여력 확보를 위해 재정건전성 유지의 필요성을 강조

- 스웨덴 대표는 자국의 경험을 바탕으로 재정건전성 유지와 관련하여 재정준칙의 유효성을 강조

○ 재정건전성과 관련하여 재정지표의 개선이 필요하다는 주장이 제기되었으며, 정치적 요인도 재정건전성과 관련된 중요 요인으로 지목되었음.

- 노르웨이 대표는 기존의 재정지표가 자산가격 변동 등에 따른 착시효과를 체계적으로 제거할 수 있는 방향으로 개선이 이루어질 필요가 있음을 주장

- 포르투갈 대표는 재정수지의 변화가 정치과정과 관련이 있을 수 있음을 지적하고, 정치과정에 따른 경기 변동을 중요한 고려 사항으로 제시하였으며, 관련하여 호주 대표는 정치적 의지(commitment)가 가장 중요한 변수임을 지적

○ 일부 대표들은 리카디안 항등성(equivalence)의 현실성에 대해 부정적인 견해를 피력하면서, 재정정책의 유효성이 과소추정되었을 가능성을 지적

- 프랑스 대표는 리카디안 항등성이 경제 주체의 합리성에 대한 지나친 가정에 입각하고 있다고 주장하였으며, 이를 감안하면 재정정책의 유효성이 보고된 추정치 보다 클 수 있다고 지적

○ 한편, 통화정책과 재정정책이 근본적으로 연계되어있음을 강조하며 양자를 동시에 분석할 필요가 있다는 주장도 제시

□ 통화정책을 통해 자산시장 버블 가능성에 적절하게 대응하는 것이 매우 어렵다는 점에 대해서 거의 모든 대표들이 공감을 표시하였으며, 이와 관련하여 다양한 의견이 교환되었음.

○ 통화당국이 금융부문 안정화를 위해 노력할 필요성에 대해서는 거의 모든 대표들이 동의하였으나, 현실적 가능성에 대해서는 의견이 다소 상이하게 나타났음.

- 미국 대표는 금리 조정만으로는 자산시장 버블에 대해 적극적으로 대응하기 어렵다는 점을 지적하면서, 금융시장 안정화를 위한 유일한 방안은 건전성 규제라고 주장

- 반면 EU 대표는 자산시장의 버블 붕괴와 관련된 사회적 비용이 매우 크므로, 통화당국이 보다 적극적으로 자산시장 안정화를 위해 노력할 필요가 있음을 주장

ㅇ 금융시장 안정화를 위해 금융정책이 거시건전성을 보다 강화하는 방향으로 개선될 필요가 있다는 점에 대해서도 대다수 대표들이 동의하였음.

- 우리나라 대표는 거시건전성을 강조하는 방향으로 금융정책이 개편될 경우, 특히 통화정책과 금융정책간 조정(coordination)의 문제가 중요한 이슈로 대두될 수 있음을 지적

ㅇ 이와 관련하여 금융 충격이 경제에 미치는 영향에 대해 보다 심층적인 분석이 이루어질 필요가 있다는 주장이 제기되었음.

- 브라질 대표는 아직까지 금융부문과 실물부문 사이의 관계에 대한 이해가 충분치 않다고 지적하면서, 경제학계 전반에 걸쳐 이에 대한 추가적인 연구가 필요하다고 주장

□ 한편 소규모 개방경제의 경우, 통화정책 운용과 관련된 어려움이 배가될 수 있다는 의견이 제시되었으며, 여러 대표들이 이에 대해 적극적인 공감을 표시

ㅇ 소규모 개방경제의 경우, 자본유출입에 따른 영향이 심각할 수 있으며, 이는 효율적인 통화정책 운용의 제약 요인으로 작용할 수 있다는 주장이 제기

- 우리나라 대표는 소규모 개방경제의 경우 대규모 자본유출입에 대응한 일국적인 정책 대응 여지는 매우 협소할 수 있으므로, 국제공조에 입각한 정책 대응을 필요성을 주장

- 뉴질랜드 대표는 자국 사례를 소개하면서, 금리 조정과 관련된 해외부문의 반응에 따라 통화정책의 유효성이 상당히 제한될 수 있음을 지적

ㅇ 급격한 자본유출입에 따른 국제 유동성 관리도 소규모 개방경제의 안정적 거시경제 운영과 관련되어 주요한 난점으로 제시

- 관련하여 일부 대표들 사이에서 자본통제에 관한 논의가 진행되었음.