

글로벌 금융위기의 정책적 교훈*

I. 도입



홍범교
한국조세재정연구원
선임연구위원
(hong@kipf.re.kr)

2003년 거시경제학의 대가인 미국 시카고 대학의 로버트 루카스(Robert Lucas) 교수가 전미경제학회 회장에 취임하면서 경기변동에 대한 고민은 끝났다고 선언한 지, 채 5년이 지나지 않아 미국에서 금융위기가 발생하였다. 2007년에 서브프라임 모기지(sub-prime mortgage) 사태로 시작된 금융위기는 리먼 브라더스(Lehman Brothers)의 파산으로 이어지면서 1930년대 대공황의 재현이 아닌가 할 만큼 심각한 경기침체를 가져왔다.

대불황(Great Recession)으로 불릴 만큼 심각한 경기 침체를 맞아 미국, 유럽, 일본 등 선진국 정책당국은 통화팽창과 재정책대 정책을 통하여 이에 대응하였다. 그러나 금리인하라는 전통적인 수단을 통한 금융완화정책의 효과가 기대에 못 미치자, 양적완화(Quantitative Easing)와 마이너스 금리정책(Negative Interest Rate Policy)이라는 비전통적인 정책수단을 동원하기에 이르렀다. 재정정책 측면에서도 위기를 맞이하여 단기적으로 확장적 재정정책을 취하였으나, 미국을 비롯한 많은 선진국들의 국가채무가 이미 GDP의 100%를 초과하고 있는 상황에서 확장적 재정정책의 여유를 찾기 힘든 형편이라고 할 수 있다. 특히 유로존에서는 단일 통화의 사용으로 인하여 국가별 고유 정책수단을 상실한 가운데, 중앙집권적인 재정정책의 실시를 위한 인프라 구축의 필요성이 다시 대두되고 있다. 그러나 엄연히 국가와 민족이 존재하고 있는 현실에서 유럽합중국이라는 이상을 실현하기 위해서는 아직 넘어야 할 산이 너무 많은 실정이다.

본고에서는 2008년의 금융위기 이후 위기의 수습과 경기 회복을 위하여

* 본고는 저자가 공동연구로 수행한 '홍범교·오종현, 『글로벌 금융위기 이후 통화·재정정책의 변화와 향후 정책 방향』, 한국조세재정연구원, 2016'의 일부를 발췌·보완한 것이다.

사용된 비전통적인 경제정책 수단들을 살펴보고, 그 경험을 통하여 정책적 교훈과 시사점을 찾아보고자 한다. 1930년대 미국 대공황을 극복하는 과정에서 케인스가 새로운 거시정책이론을 제시한 이래 다양한 경제이론들이 전개되었고, 1980년대 이후 금융위기가 발발하기 이전까지의 안정기인 Great Moderation 시대를 거치면서 극심한 경기 변동은 이제 지나간 일이라는 경제학계의 자신감은 앞서 루카스 교수의 취임연설에서 최고조에 달하였다고 볼 수 있다. 그러나 2008년의 금융위기 이후, 시장 안정화와 경기 회복을 위한 거시경제정책수단, 특히 통화정책에서 사용되어 오던 전통적인 정책수단들이 그 효과를 제대로 발휘하지 못함으로써, 그 바탕이 되는 경제이론에 대해서도 대대적인 반성과 토론이 국제적으로 진행되어 왔다. 이론적으로 무엇이 잘못되었고, 이제 정책적으로 어떻게 해야 하는지에 대한 해답을 찾고자 한다면 아직도 더 많은 시간이 필요할 것으로 보인다. 그것은 명망 있는 학자들과 정책담당자들 사이에서도 여러 정책 이슈에 대하여 서로 다른 진단과 해법을 제시하고 있기 때문이다. 따라서 본고에서는 이러한 문제점에 대한 궁극적인 해답을 제시하기보다는 현재까지 금융위기를 통하여 부각된 특징적인 정책 이슈들을 살펴보고 이를 통하여 그 시사점을 살펴보고자 한다.

“
**본고에서는 현재까지
 금융위기를 통하여 부각된
 특징적인 정책 이슈들을 살펴보고
 이를 통하여 그 시사점을
 살펴보고자 한다.**
 ”

II. 금융위기의 전개와 비전통적 정책수단

이번 금융위기를 맞아 가장 주목을 받았던 정책은 비전통적 정책수단인 양적완화와 마이너스 금리 정책이었다. 물론 경기침체에 대응하여 금융완화정책과 함께 확장적 재정정책도 시행하였으나, 이 두 가지 정책은 그동안 사용하지 않았던 비전통적인 정책수단이라는 점에서 주목을 받았다.

1. 양적완화¹⁾

금융위기를 맞아 미국은 정책금리를 2007년 초반 5%대에서 동년 9월 4.75%로 내린 이후 9차례에 걸쳐 추가 인하하여, 2008년 12월부터 0~0.25%의 제로금리를 지속적으로 유지하였다. 그러나 금융위기 초반에 유동성공급 및 정책금리 인하에도 금융시장의 불안이 계속되자, 미국은 비전통적 통화정책 수단인 양적완화 정책을 3차례에 걸쳐 시행하기에 이르렀다. 1차 양적완화 정책(QE1)은 2008년 12월에 6,000억달러 규모의 자산매입 계획으로 시작되어, 2009년 3월에는 1조 7,500억달러 규모의 채권매입 결정으로 이어졌다. 1차 양적완화로 미국 경기회복의 기미가 보이기

1) 금융위기 이후 주요국의 양적완화정책과 유럽중앙은행의 대응에 대해서는 강유덕(2014), 이승호·강현주(2016) 등에서 잘 정리하고 있다. 이하는 주로 이들 내용을 참고하여 작성하였다.

“
**이번 금융위기를 맞아
 가장 주목을 받았던 정책은
 비전통적 정책수단인
 양적완화와
 마이너스 금리 정책이었다.**
 ”

시작함에 따라 양적완화 정책에 대한 출구전략 관련 논의가 시작되었으나, 경기가 다시 살아났다고 판단하기 어려웠기 때문에 양적완화 정책은 쉽게 종료되지 않았다.

2010년 11월에는 연방공개시장위원회(FOMC)가 2011년 6월까지 8개월 동안 6,000억달러 규모의 장기국채를 매입하고, 현재 연방준비위원회(이하 연준) 자산의 만기 회수분에 대해서는 재투자를 계속하기로 결정함으로써 2차 양적완화 정책(QE2)이 시작되었다. 그러나 2차 양적완화 이후에도 경기 회복이 더디게 진행됨에 따라 단기국채를 장기국채로 대체하는 만기연장프로그램(Operation Twist)을 통하여 장기금리의 인하를 시도하였다.

3차 양적완화 정책(QE3)은 2012년 9월에 미국 연방준비위원회가 고용상황이 충분히 개선될 때까지 계속해서 매달 400억달러 규모의 주택저당증권(Mortgage Backed Securities)을 매입하겠다고 발표함에 따라 시작되었다. 제로금리는 2015년 중반까지 유지하기로 하고 이어 동년 12월에는 주택저당증권 외 장기국채를 추가적으로 매달 450억달러씩 매입하기로 하였다. 미국에서 고용상황 등 경제지표가 개선됨에 따라 연준은 2013년 12월에 양적완화 규모를 점진적으로 줄이겠다는 내용의 테이퍼링(QE tapering)을 발표하였다. FOMC에서 매월 850억달러의 자산매입 규모를 2014년 1월

부터 750억달러로 감소시킨다는 결정을 내리고, 이어서 2014년 1월이 되자 양적완화 규모를 다시 100억달러 축소하겠다고 발표함에 따라 자산매입 규모는 동년 2월부터 주택저당증권 300억달러, 국채 350억달러로 축소되었다. 2014년 10월에 연준은 2012년 9월부터 시행한 자산매입을 마침내 중지한다고 발표함으로써 양적완화를 종료하였다.

유럽의 경우에도 당시 미국의 모기지채권에 직·간접적으로 많이 투자하고 있던 유럽 은행들은 막대한 손실을 기록하며 정부의 구제금융에 의존하게 되었고, 부동산 시장 버블의 급속한 붕괴로 잠재되어 있던 민간부문의 과도한 부채로 부실대출이 급증하였다. 신흥국의 통화가치 하락과 외환보유고 부족으로 유럽 주요국의 수출 급감현상도 발생함으로써 유럽은 2008년 2/4분기 이래 지속적으로 경기가 수축되어 2009년에는 -4.4% 성장이라는 전후 최대의 경기침체를 기록하게 되었다.

이에 따라 유럽중앙은행(European Central Bank; ECB)은 2008년 10월 이후 2009년 5월까지 일곱 차례에 걸쳐 기준금리를 총 3.25%p 인하하여 1%까지 낮추었다.([그림 1] 참조) 또한 미국에서와 마찬가지로 금리인하만으로 위기 대응이 불충분하다는 판단하에 다양한 비전통적 통화정책 수단을 사용하였다.

ECB의 다양한 정책수단에 의하여 2009년부터 금융시장은 점차적으로 안정 국면을 보이기 시작함에 따라 ECB는 불필요한 비전통적 조치들을 단계적으로 중단하기로 하였다. 그 이유는 비전통적 조치들과 낮은 금리가 과도하게 오래 지속되는 경우 은행과 가계가 지나친 위험을 감수할 수 있고, 전반적인 경제성장, 자산 가치 안전성, 그리고 나아가 물가 안정에도 역효과를 낼 수 있다고 판단하였기 때문이다.

[그림 1] 글로벌 금융위기 기간중 ECB의 기준금리



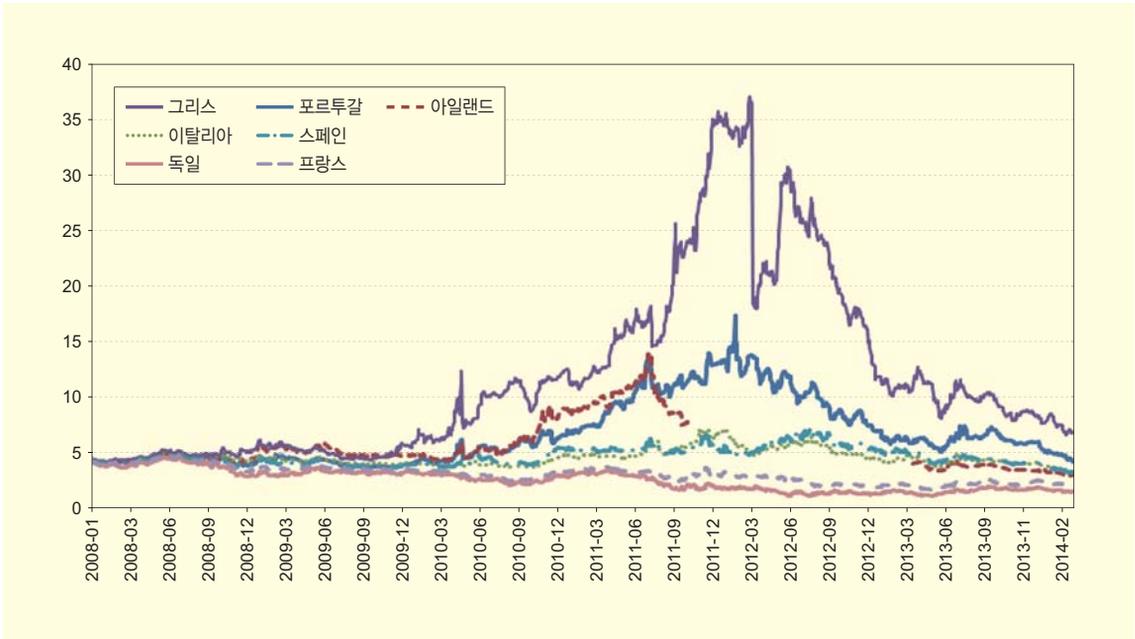
출처: 강유덕(2014), P. 41.

그러나 2010년 초에 유로지역 일부 국가들의 재정악화와 지속가능성에 대한 불확실성이 커짐에 따라 국채시장에 긴장감이 다시 조성되었으며, 2011년 말부터는 유럽의 여러 국가들로 위기가 확산되었다. [그림 2]는 그리스, 포르투갈, 이탈리아, 스페인 등의 남유럽국가들과 아일랜드의 국채금리를 독일의 국채금리와 비교한 그림으로 이들 나라의 재정위기상황을 반영하고 있다. 결국 그리스 구제금융(2010년 1~5월)에 이어 아일랜드와 포르투갈의 구제금융(2010년 11월~2011년 4월)이 실시되고, 재정상황이 불안한 이탈리아와 스페인의 국채금리가 급등하였으며(2011년 7~12월) 경기 침체는 다시 확산되었다.

“
 2010년 초에 유로지역 일부 국가들의 재정악화와 지속가능성에 대한 불확실성이 커짐에 따라 국채시장에 긴장감이 다시 조성되었으며, 2011년 말부터는 유럽의 여러 국가들로 위기가 확산되었다.
 ”

[그림 2] 유로존 회원국의 국채금리 변화

(단위: 10년 만기, 연간 %)



출처: 강유덕(2014), p. 82.

유럽의 재정위기가 대두된 가운데 ECB는 국채 매입프로그램(Securities Markets Programme; SMP)의 착수와 함께 금융위기 안정화에 따라 중단되었던 비전통적 통화정책을 재가동하여 장기 대출프로그램(Long-Term Refinancing Operation; LTRO), 무제한 국채매입 프로그램(Outright Monetary Transaction; OMT) 등을 발표하였다.

국채매입프로그램 조치로 인해, 일시적으로 하락한 이탈리아와 스페인의 국채금리가 다시 급등하고 유럽 여러 국가의 금융부실 우려로 인한 자금시장 경색 기미가 보이자, ECB는 2011년 12월과 2012년 2월 2차례에 걸쳐 대대적인 장기대출 프로그램을 실행하였다. 2011년 12월에 LTRO를 통해 4,890억유로를 공급하였다. 3년 만기 1% 금리 LTRO에 총 523개의 유로존 금융기관이 신청하였

고, 이탈리아와 스페인은행에는 각각 1,100억유로와 800억유로가 대출되었다. 2012년 2월에는 800여개의 시중은행을 대상으로 총 5,295억유로 규모의 2차 LTRO가 실행되었다. LTRO와 함께 ECB는 시중은행들에 대한 지급준비금 비율을 기존 2%에서 1%로 낮추어 유동성 확보를 지원하였다.

장기대출프로그램으로 인해 유로존 국채 및 주식시장은 빠른 회복세를 보였으나, 여러 국가의 재정위기와 긴축으로 인해 유로존은 다시 경기침체 국면으로 접어들자 2012년 9월에 무제한 국채매입프로그램(OMT)을 발표하였다. OMT는 유로존 위기 발생 시 ECB가 위기국의 국채를 무제한 매입하는 것을 골자로 한다. ECB의 발표에 따르면 OMT는 SMP와 마찬가지로 통화정책의 전달경로 복원과 유로존 국채시장의 단일성 유지를 목표로

한다.²⁾ OMT가 SMP와 차별화되는 특징으로는 매입 대상 국채를 구제금융을 받는 국가의 국채와 잔여만기 1~3년물로 제한하고, 기한 제한 없이 무제한 매입이 가능하며, 구제금융 시 엄격한 구제금융 조건을 부과한다는 점 등에 있다. OMT는 미연준의 양적완화와 외형상 유사하나, 불태화 조치를 병행하여 물가상승 압력을 억제한다는 것과 매입 대상 국채를 잔여만기 1~3년물로 한정하여 재정의 화폐화 가능성을 약화시킨다는 점에서 차별화된다.

유로지역의 경기부진과 디플레이션 우려가 고조되자 ECB는 경기회복(2% 인플레이션 목표)을 목표로 마이너스 금리 및 추가 자산매입프로그램(Asset Purchase Programme; APP) 등의 조치를 2014년부터 순차적으로 도입하였다. 2014년 6월 11일부터 금융기관이 중앙은행에 예치하는 예금 금리(deposit facility rate)를 -0.1%로 적용하기로 하였다.³⁾ 2014년 10월에는 향후 2년간 자산담보증권 매입프로그램(Asset-Backed Securities Purchase Programme)과 유로표시 커버드본드 매입프로그램(Covered-Bond Purchase Programme)을 실행하였다.⁴⁾ 2015년 1월에는 기존 APP를 확대하여 유로지역 중앙은행과 관련 기관들이 발행한 채권을 매입 대상에 추가로 포함시키고 2016년 9월까지 매달 600억유로에 이르는 자산을 매입하기로 하였다.⁵⁾ 2016년 3월에는 기존

APP에 2016년 2/4분기부터 비금융기업의 사채를 매입대상으로 하는 추가 매입 프로그램(corporate sector purchase programme)을 도입하였고, 매달 매입 자산 금액도 800억유로로 상향 조정하였다.⁶⁾

2. 마이너스 금리 정책(NIRP)

덴마크, 스웨덴, 스위스 등 유로지역 주변 국가에는 ECB의 양적완화 정책에 따른 유로화 가치하락으로 자국통화의 평가상승 압력 및 디플레이션에 대한 우려가 존재하였다.⁷⁾ 이들 유로지역 주변국들은 유로지역과 경제적으로 밀접한 관계를 가지지만 유로화를 사용하지 않기 때문에 유로화 가치 변화에 따라 자국통화 가치가 큰 영향을 받는 소규모 개방경제의 특징을 가지고 있다. 덴마크는 유로화 대비 고정환율제 특성, 스웨덴은 북유럽 경제 강국 특성, 스위스는 안전자산 특성 등으로 인해 급격한 외화유입에 따른 자국 통화 가치 상승을 경험하였다. 이들 나라는 각각 이러한 이유로 덴마크(2012년 7월)를 시작으로, 스웨덴(2014년 7월), 스위스(2014년 12월)가 순차적으로 마이너스 금리 정책을 도입하였다.⁸⁾ 특히 스웨덴과 스위스는 ECB가 2014년 6월부터 마이너스 금리를 도입함에 따른 대응 성격이 강하다고 하겠다.

2) ECB press release, 6 September 2014.
(https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)

3) ECB press release, 5 June 2014.
(https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_3.en.html)

4) ECB press release, 2 October 2014.
(https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html)

5) ECB press release, 22 January 2015.
(https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html)

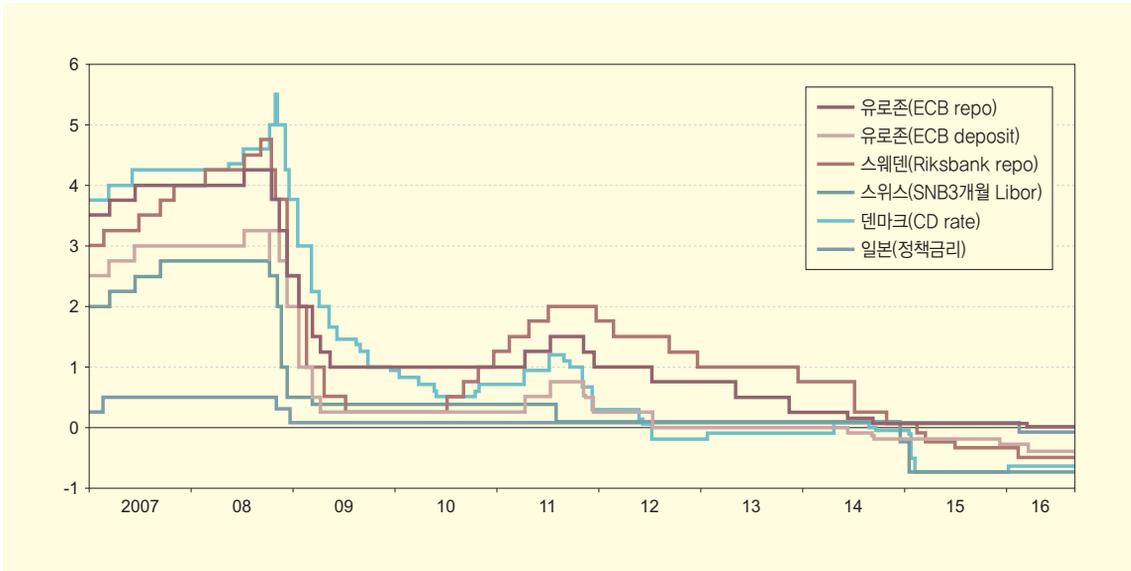
6) ECB press release, 10 March 2016.
(https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_2.en.html)

7) 임형석(2016), pp. 3~4.

8) World Bank(2015), pp. 13~14.

[그림 3] 마이너스 정책금리 도입 현황

(단위: %)



원자료: Thomson Reuters Dalastream

출처: <https://www.ft.com/content/44051924-6f9f-11e6-a0c9-1365ce54b926>

ECB와 유럽 국가 이외에 일본도 마이너스 금리 정책을 2016년 2월부터 채택하였다. 아베노믹스는 경기부양을 목적으로 하는 유동성 확대정책으로 다양한 양적·질적 통화완화 정책을 사용하였지만, 기대 만큼의 효과를 보지 못함에 따라 추가적으로 마이너스 금리정책을 도입하였다. 이는 일본 은행이 국채매입을 통해 신규 공급한 자금을 금융기관이 일본중앙은행에 예치하는 금액 중 초과지급준비금에 대해서 -0.1%로 인하된 금리를 적용하는 것이다.

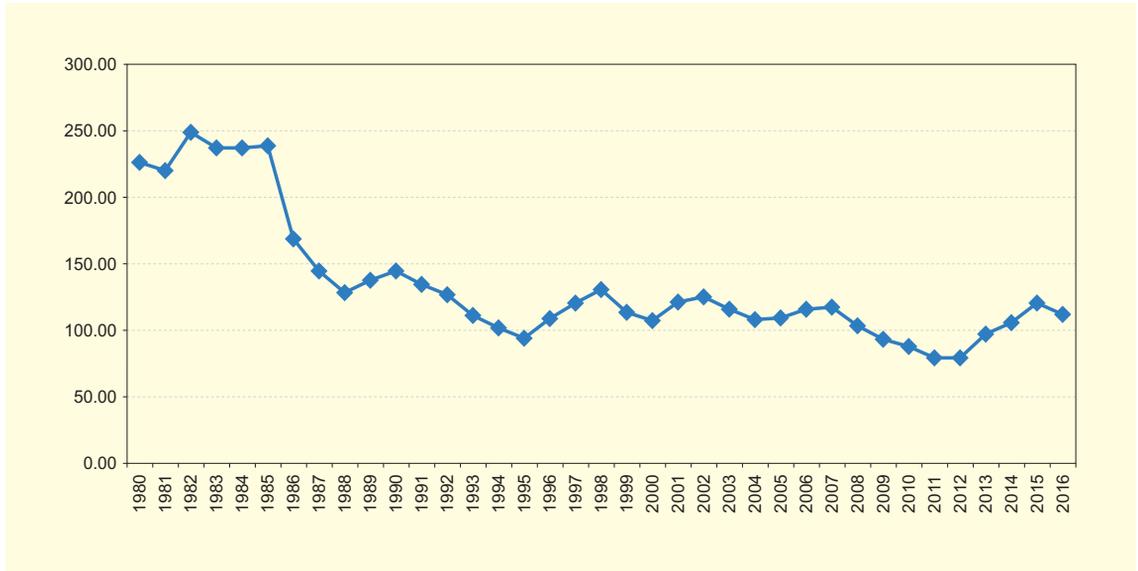
일본은 마이너스 기준금리 도입을 통해 디플레이션 위험을 축소하고, 엔화가치 평가절하를 유도하여 수출 경쟁력을 제고하며, 소비와 투자를 증대 시킴으로써 경기부양 및 성장률 제고를 도모하고자 하였다. 즉 마이너스 금리정책의 목표는 금리를 인하하여 기업과 소비자가 쉽게 대출받을 수 있도

록 유도하여 실물경기를 활성화시키고, 자국 통화 가치 절하를 통하여 주가 상승, 기업 실적향상 및 고용 증가와 임금 상승 등 물가상승효과를 기대하는 것이다.

실제 2016년 2월 마이너스 금리 도입 이후 일본의 장단기 채권금리는 일제히 급락하였다. 그러나 마이너스 금리정책을 발표한 이후 엔화가치는 오히려 강세를 보이고 주가가 하락하는 이상 현상을 보였다.([그림 4] 참조) 이러한 현상은 사전에 예측하지 못한 현상인바, 상대적으로 안전통화로서 엔화에 대한 수요가 늘어났기 때문이라고 보는 견해가 우세하다.

[그림 4] 엔/달러 환율 추이

(단위: 엔)



주: 연간 평균 환율임. 2016년은 4월까지 수치임
출처: 일본 통계청(<http://www.e-stat.go.jp>)

3. 정책효과

금융위기 발발 이후 양적완화와 같은 비전통적 정책을 포함한 주요국들의 대응정책은 경기회복을 궁극적 목표로 하고 있으며, 물가안정목표제(Inflation Targeting)를 통하여 2% 인플레이션 달성 과 고용 증대를 구체적 목표로 하고 있다.

미국의 GDP 성장률은 2008년에 발생한 금융 위기로 인해 2009년에는 -2.78%까지 하락했으나, 금리인하 및 양적완화 정책 등의 경기부양책에 따라 2010년 2.53% 성장으로 회복하고 최근에는 2%대에서 등락을 거듭하고 있다.

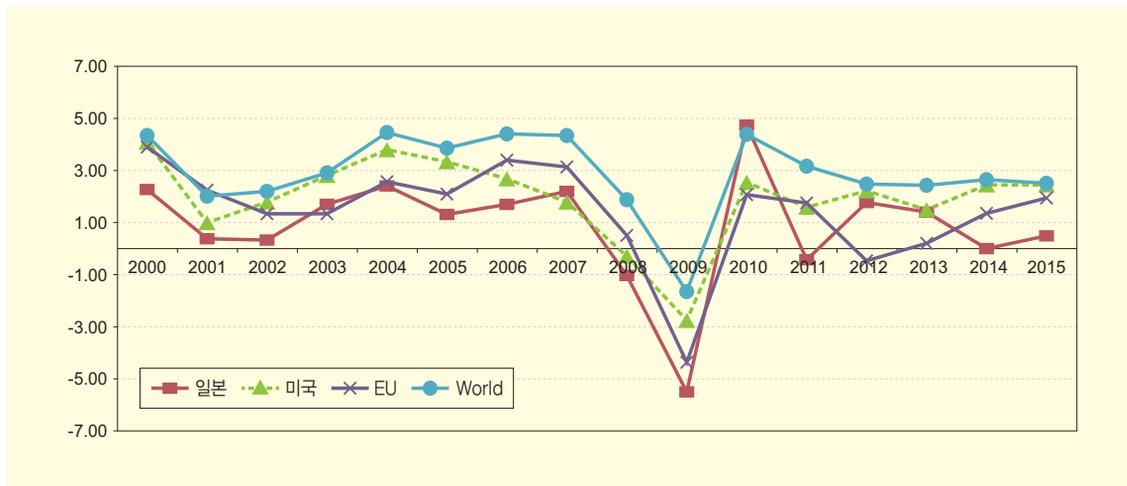
유럽연합(EU)은 2008년 이전에는 2~3%대 성장률에서 등락을 거듭하였으나 2008년 이후 급격히 하락해 2009년에 -4.39%까지 떨어졌다. 이후 반등에 성공했으나 2012년에 다시 한 번 마이너스

성장이 되풀이되는 Double Dip에 빠졌고 최근 회복세에 있는 것으로 보인다.

일본의 경우, 금융위기로 인한 성장률 하락의 골이 가장 깊었고 2010년에 급격하게 회복하였으나 2011년 동일본 대지진으로 인하여 다시 마이너스 성장을 기록한 이래 반등하고 있지만 주요국 가운데 가장 지지부진한 성장세를 보이고 있다.

[그림 5] 주요국의 경제성장률

(단위: %)



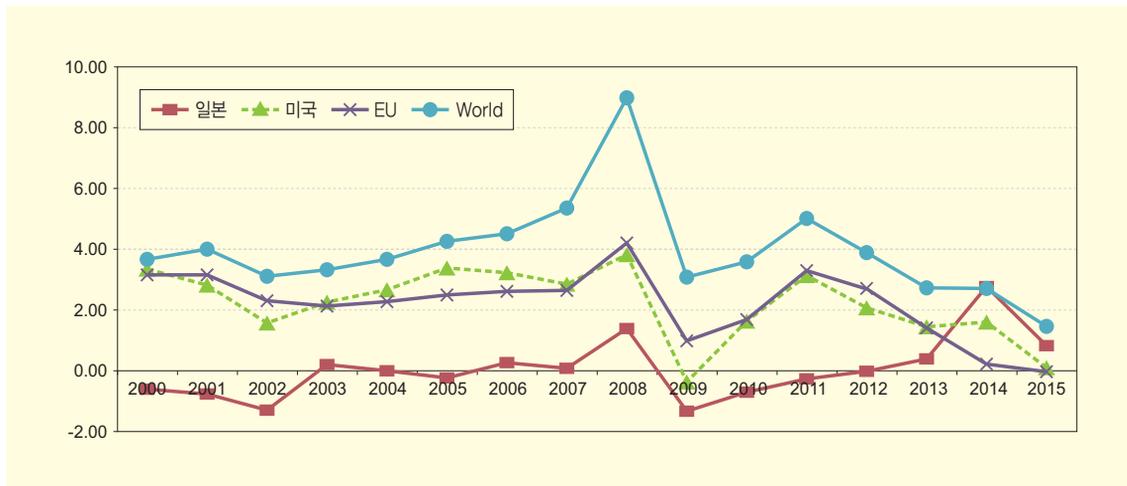
출처: <http://databank.worldbank.org/data/>

물가상승률 2%라는 목표의 달성 여부에 대하여 살펴보면, 미국과 유럽은 2011~12년에 걸쳐 동 목표를 잠시 달성하였으나 최근 다시 물가상승률이 감소하고 있다. 2014~2015년에는 오히려 일본

의 물가상승률이 다소 높은 것으로 나타나기도 하였으나, 2016년 들어 일본의 물가상승률은 다시 마이너스로 떨어졌다.

[그림 6] 주요국의 소비자물가상승률

(단위: %)



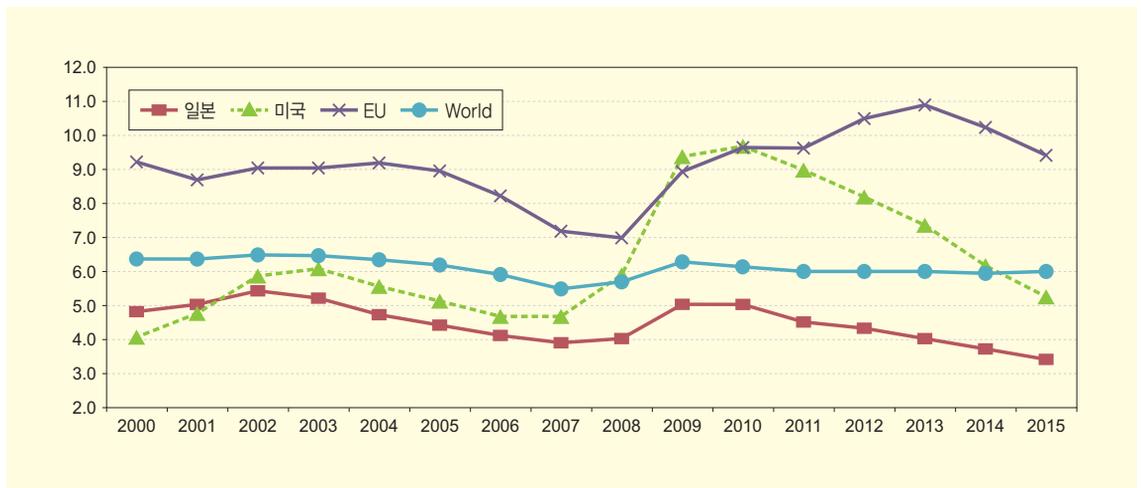
출처: <http://databank.worldbank.org/data/>

실업률 변화 추이를 살펴보면, 전 세계 평균은 6%대에서 큰 변동 없는 수준을 보이고 있으나 조사대상국에 따라 많은 편차를 보이고 있다. 미국은 금융위기 이후 9.7%까지 높아졌으나, 경기부양 정책 등에 힘입어 2015년 기준 5.3%까지 실업률이 하락하였다. EU 전체 평균 실업률을 살펴보면, 2000년대 들어 대략 9%대의 실업률을 보였으나 2008년 6.97%까지 낮아진 이후 최근까지 계속해서 높아져 2013년에는 실업률이 11%에 육박하였다. 그 후에 하락세를 보여 2015년에 9.4%를 기록하였다. 일본은 금융위기 이전부터도 상대적으로 낮은 실업률을 보여왔는데, 2015년말 기준 실업률은 3.4% 수준으로 나타났다.

기본적으로 미국, 유럽, 일본 모두 금융완화정책과 확장재정정책으로 금융위기에 대응하였다. 물론 국가별로 세부적인 정책의 내용과 기간이 다르고, 경제 환경이 다르기 때문에 정책의 영향(impact)이 달리 나타났을 것이다. 미국의 경우에는 보다 집약적인 정책적 노력이 효과를 보았다고 평가할 수 있는 반면, 유럽의 경우에는 2010년에 재정위기가 겹치면서 회복이 지연되었다. 그뿐 아니라, 유럽 연합의 경우에는 국가 간의 연합체이면서 동시에 각국이 주권을 보유하고 있는 정치체제 하에서 국가별 차이를 극복하면서 공통적인 효과를 볼 수 있는 정책을 시행한다는 것이 어렵기 때문에 효과 측면에서도 미국보다 부진한 결과를 가져온 것으로 해석할 수 있다. 난민 위기 등 최근에 불거진 경제 외적인 사건도 회원국 간의 불협화음을 키움으로써 정책 효과를 감소시키는 원인으로 작용했을 것이다. 일본의 경우에는 저출산·고령화의 인구구조가 경제의 활력을 되찾는데 가장 큰 장애요인으로 작용한 것으로 추정된다.

[그림 7] 주요국의 실업률

(단위: %)



출처: <http://databank.worldbank.org/data/>

“
 부시 행정부 마지막 재무장관인 폴슨과
 연준 의장 버냉키도
 거시적인 관점에서 대체로
 가이트너의 입장에 동조하면서
 구제금융이 실시되고, 금융기관에 대한
 감독 강화가 이루어졌다.
 ”

Ⅲ. 글로벌 금융위기와 정책 이슈

금융위기로 인하여 제기된 정책관련 이슈들을 살펴보면, 이미 오래전부터 다루어왔던 이슈들과 함께 전통적인 정책수단이 더 이상 작동하지 않은 상황에 처하게 되어 발생한 문제들이 다양하게 포함되어 있다. 따라서 이러한 전통적인 정책수단의 이론적 토대에 대해서도 의문이 제기됨에 따라 정책담당자들은 상당히 어려운 국면에 처했으며, 위기를 헤쳐나가기 위하여 제기된 이슈들에 대한 국제적 논의가 IMF 등을 중심으로 활발하게 진행되었다.

여기서는 금융위기의 발원지였던 미국, 그리고 유럽에서 최고 정책결정자들이 금융위기를 극복하는 과정에서 어떠한 정책적 논쟁이 있었고, 해결책을 찾는 과정은 어떠한지에 대하여 살펴봄으로써 관련 이슈들을 짚어보고자 한다.

1. Geithner vs Bair: 대마불사

금융위기의 수습과정에서 첨예하게 대립했던 미국 최고 정책담당자의 대표적인 사례로 티모시 가이트너(Timothy Geithner)와 실라 베어(Sheila Bair)의 예를 들 수 있다. 가이트너는 부시 행정부 말기에 미국 뉴욕연방은행장을 지냈고, 오바마 행정부가 들어서면서 40대의 나이에 제1기 내각 재무장관을 지냈다. 베어는 부시 행정부 시절부터 미국 예금보험공사(FDIC) 의장을 맡고 있었다. 두 사람은 금융위기의 수습과정에서 미국 경제정책을 지휘했던 최상위 정책결정자 그룹의 일원임에도 불구하고, 대마불사 vs 도덕적 해이 문제로 대립하였다.⁹⁾

가이트너는 비록 금융기관들이 금융위기를 초래한 측면이 있지만 대형금융기관을 파산하도록 둘 경우에 초래되는 시스템 위험을 감안하여 적극적으로 구제금융을 실시하지는 의견이고, 베어는 도덕적 해이를 막기 위해서라도 가능한 금융기관에 책임을 묻자는 의견이었다. 대형금융기관의 부실이 순차적으로 드러남에 따라 그 처리 방안에 대하여 두 사람 사이에 많은 충돌이 있었으나, 부시 행정부 마지막 재무장관인 폴슨과 연준 의장 버냉키도 거시적인 관점에서 대체로 가이트너의 입장에 동조하면서 구제금융이 실시되고, 금융기관에 대한 감독 강화가 이루어졌다.¹⁰⁾

대마불사와 관련하여 최근 미네애플리스(Minneapolis) 연방은행장 닐 카시카리(Neel Kashkari)는 새로운 대안을 제시하였다.¹¹⁾ 대형은행이

9) Geithner(2014)와 Bair(2012) 모두 금융위기의 극복과정을 회고하는 자서전을 썼다. 특히 Bair(2012)는 금융위기에 대응하는 정책 결정과정과 그 과정에서 서로간의 의견 충돌에 대하여 솔직하게 언급하고 있다.

10) 금융기관의 감독강화를 위한 대표적인 법안이 2010년에 성안된 Dodd-Frank 법이다. 대형금융기관(Systemically Important Financial Institution)의 자본금 확충과 다양한 위기 시나리오에 따른 은행의 파산 가능성을 예측하여 보강조치를 취하게 하는 stress test 제도 등이 도입되었다.

11) President's speech at the Brookings Institution, *Lessons from the Crisis: Ending Too Big To Fail*, Feb. 16, 2016, The Federal Reserve Bank of Minneapolis.

파산할 경우, 경제에 미치는 영향이 막대하기 때문에 정부에서 구제금융을 실시할 수밖에 없었던 지금까지의 관행을 깨기 위하여 대형은행으로 하여금 공기업(utility)과 같이 자본금을 대폭적으로 확대하도록 하고, ¹²⁾ 동시에 원자력 발전소 수준으로 규제를 강화하여 아예 파산할 수 없도록 만들자는 제안이다. [그림 8]과 [그림 9]는 각각 은행과 공기업의 배당 수익률과 자기자본 이익률을 나타내는 바, 최근 그 추세가 서로 접근하는 경향을 보이고 있다. 규제수준, 주식가치, 수익성, 배당금 등에 있어서 은행과 공기업의 지표들을 보면 이러한 주장이 그렇게 무리한 제안은 아닐 수 있다는 것을 보

여준다. 물론 이러한 제안은 아직 초기 단계로서 앞으로 보다 많은 논의가 필요할 것으로 보이지만, 그동안 시스템 안정을 위하여 불가피한 것으로 간주되어 왔던 대마불사 문제 해결을 위한 흥미로운 제안의 하나임에는 틀림없다. ¹³⁾

[그림 8] 은행과 공기업의 배당 수익률 추이

(단위: %)



원자료: Thomson Reuters Datastream

출처: *Financial Times*, "Banks: Too dull to fail?," Sep. 6, 2016.

12) 금융기관의 자기자본 대폭 확대에 대해서는 Bair(2012), Romer(2014) 등도 같은 의견이다.

13) 이익을 추구하는 은행의 입장에서는 이러한 주장은 터무니 없는 것으로 치부한다. JPMorgan의 Jamie Dimon 행장은 은행은 위험에 대하여 상시적으로 판단하고 가격을 결정해야 하며, 동시에 고객 유치를 위하여 경쟁해야 하기 때문에 공기업과는 성격이 판이하다고 주장한다(*Financial Times*, "Banks: Too dull to fail?," Sep. 6, 2016.).

[그림 9] 은행과 공기업의 자기자본 이익률 추이

(단위: %)



원자료: Thomson Reuters Datastream

출처: *Financial Times*, "Banks: Too dull to fail?," Sep. 6, 2016.

2. Bernanke vs Hoenig: 금리논쟁과 마이 너스 금리

벤 버냉키(Ben Bernanke)는 금융위기사 미국 연준 의장(2006~2014)이었고, 토마스 호니그(Thomas Hoenig)는 미국 캔사스시티 연방은행장(1991~2011)이었다. 금융위기 발생 이후 연준이 지속적으로 정책금리(federal funds rate)를 인하하기로 결정하는 과정에서 호니그는 일관성 있게 금리인하에 반대하는 투표를 해 왔다.¹⁴⁾ 그는 Great Moderation 시대 이래로 저금리가 너무 오랜 기간 지속되어, 이러한 기초가 경제 상황 변화에 따른 급격한 금리 인상을 가져올 가능성에 대하여 염려한 것이다.¹⁵⁾ 호니그는 이러한 염려는 특히

최근 미국 연준의 금리 인상과 더불어 더욱 공감을 얻어가는 중이다.

버냉키는 금리 인하만으로는 경기 회복이 불가능하다고 보아 비전통적 특단의 정책수단인 양적 완화를 시행하기도 한 반면, 호니그로 대표되는 매 파(hawks)는 금리 인하 자체에 대하여 반대함으로써 통화정책결정과과정에서의 대표적인 대립상을 보여준다. 물론 동일한 경제분석 자료에 기초해서도 위원 개인별로 경제를 전망하는 판단이 다를 수 있겠지만, 위기사에, 이렇게 상반되는 의견이 나온다는 것은 정책결정의 어려움을 대변하는 실례라고 할 수 있다. 동시에 매파 위원들이라고 개인적으로 무분별한 완고함에서 반대하는 것이 아니라라는 점을 감안한다면, 과연 정책결정이 기반하

14) Bernanke(2015)는 그의 자서전에서 호니그의 반대는 항상 고정표로서 예상할 수 있었음을 회고한다.

15) *The Kansas City Star*, "KC Fed President Tom Hoenig: 'I hope I'm wrong'," Jan. 23, 2011.

는 이론적 근거가 있는가 하는 의구심을 자아내기 충분하다. 다른 사람도 아닌 앨런 그린스펀(Alan Greenspan)조차 연준의 통화정책 메커니즘이 정확히 어떻게 작동하는지 모른다고 고백하였다.¹⁶⁾

그린스펀이 연준 의장(1987~2006년)이던 20년간 연준은 금융완화정책을 통하여 간헐적인 하강기에도 불구하고 전반적인 경기 호황을 지속시킴으로써 경기변동에 대한 자신감을 갖게 되었다. 그러나 막상 2008년 금융위기가 발생하고 나자, 그동안 지나치게 오랜 기간 동안 금융완화정책을 시행한 결과 그 부작용이 축적되어 버블이 붕괴한 것이 2008년의 금융위기라는 해석이 우세하였다. 이러한 경험에 비추어 볼 때, 금융위기 이후 Great Moderation 시대보다 훨씬 규모가 큰 다양한 금융완화정책에 대한 우려가 금리인하정책에 대한 반대 의견으로 나타났을 것으로 짐작할 수 있다.

1930년대의 대공황 극복을 위한 경제적 이론을 제시한 것은 유효수요를 강조한 케인스였다. 1929년 주식시장 폭락 당시의 후버(Hoover) 대통령은 균형재정을 강조하여 줄어든 정부 수입을 증대하고자 각종 세금을 인상하였으며, 스무트-홀리(Smoot-Hawley) 관세법을 통과시켜 보호무역주의를 강화하였다. 결과적으로 경제는 더욱 위축되었고, 통화정책에 있어서도 금리를 인상함으로써 경제 상황은 악화일로로 걷게 되었다.¹⁷⁾ 1932년 후버를 누르고 당선된 루즈벨트(Roosevelt) 대통령은 케인스의 이론에 근거하여 유효수요를 증가시키는 다양한 부양책을 시행하였다. 그러나 실제로 유효수요가 증가함으로써 대공황을 극복하게 된 결정적인 계기는 제2차 세계대전의 발발이라고

“
그동안의 경험에 비추어 볼 때
금융위기 이후
Great Moderation 시대보다
훨씬 규모가 큰 다양한 금융완화정책에 대한
우려가 금리인하정책에 대한
반대 의견으로 나타났을 것으로
짐작할 수 있다.
”

보기도 한다. 1930년대의 대공황에 버금가는 금융위기를 맞이한 정책당국은 당시의 정책 실패를 되풀이하지 않기 위하여 가용한 모든 수요 진작책을 동원해야 한다는 것이 비둘기파(doves)의 논리일 것이다.

정책금리와 관련하여 양적완화에 이어 마이너스 금리정책까지 일부 국가에서 시행하고 있다. 국가에 따라 직접적인 목적은 환율 조정 등 다소 다를 수 있지만 궁극적으로 대출 증대를 통하여 소비를 진작시키기 위한 목적이었다. 그러나 현실적으로는 마이너스 금리정책이 오히려 미래에 대한 불안감을 증폭시켜 저축이 증가하는 이상 현상이 발생하고 있다. 또한 제로금리 내지 마이너스 금리로 이미 금리가 충분히 낮은 상황에서 더 이상 통화정책의 효과가 있겠는가 하는 회의적인 시각이 우세한 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 정책당국이 마이너스 금리 정책을 고수하는 것은 크게 두 가지 이유라고 본다. 하나는 심리적인 요인이다. 정부가 양적완화와 마이너스 금리를 통하여 경기진작을 위한 환경을 계속 유지할 것이라는 의지를 시

16) "The bottom line is that we really do not know how this system works." Mallaby(2016)

17) Friedman and Schwartz(1963)는 미국 연준이 불필요하게 금리를 인상하여 경제활동을 위축시킨 대표적인 예로서 1920년 1월~6월, 1931년 10월, 1936년 7월~1937년 1월의 세 시기를 들고 있다. 대공황의 시작기인 1931년 10월에 연준이 재할인율을 1.5%에서 3.5%로 인상함에 따라 통화량이 급격히 줄어들고, 산업생산이 24%나 줄어들었다(pp. 688~689).

“
**로렌스 서머즈는 지금과 같은
 저금리시대에 통화정책의 효과를 더 이상
 기대하기 어려운 만큼,
 확대 재정정책을 통하여 경기회복에
 나서야 한다고 주장한다.**
 ”

장에 전달하고자 하는 것이다. 둘째는 Friedman and Schwartz(1963)가 지적한바, 대공황의 경험에서 선불리 금리를 조기에 인상함으로써 경기회복에 타격을 가할 가능성에 대하여 정책당국이 극도로 조심하는 것이라 볼 수 있다.¹⁸⁾

금리정책에 대한 시각을 선진국 vs 신흥국의 프레임에서 보는 이견도 존재한다. 시카고 대학 교수 출신으로 인도 중앙은행 총재를 역임한 라구람 라잔(Raghuram Rajan)은 선진국의 중앙은행이 단기적인 경기진작에만 몰두하는 것을 비판하였다.¹⁹⁾ 세계경제의 회복을 돕기 위해서는 선진국 중앙은행들이 금리를 인상하기 시작하는 것이 중요하다고 강조하였다. 당장은 자국 경기회복에 지장을 받을지 모르지만 점진적인 금리인상을 통하여 신흥국들이 안정적으로 적응할 시간을 줌으로써, 신흥국의 수요가 살아나고 세계경제가 회복되면 선진국들도 궁극적으로 혜택을 받게 된다는 논리이다. 선진국들이 금리 인상을 늦추다가 갑자기 올리게 되면 급격한 자본이동을 초래하여 신흥국의 위기를 불러올 수 있다. Rey(2014)는 자유로운 자본이동의 이점에 대한 실증적인 근거는 예상외

로 약하는 점을 밝혔고, Fischer(2011)는 단기적인 자본이동이 필요한가에 대한 근본적 의문을 제기하였다. 우리나라의 OECD 가입 당시 자본이동 자유화 규약에 대하여 많은 유보 조항을 달면서 상당한 부담감을 느껴야 했던 기억과 1997년의 외환위기 당시를 생각한다면, 글로벌 정책이라는 것은 강대국의 처지에 따라 좌우된다는 것을 새삼스럽게 느끼게 된다.

3. Summers vs Osborne: 재정건전성

재정정책상의 논쟁은 비전통적인 정책수단에 대한 것이라기보다는 기존 논쟁의 연장선이라고 하겠다. 단기적인 경기 대응 수단으로서 통화정책이 재정정책보다 우위에 있다는 것이 기존의 학설이지만, 대형 금융위기를 맞이하여 두 가지 정책을 가릴 여유가 없었다. 그러나 일단 위기가 어느 정도 진정되고 난 후 정책당국은 아직도 미진한 경기회복과 재정건전성 사이의 선택지를 앞에 두고 있다. 과도한 국가채무가 위협하다는 것에 대해서는 대다수가 동의하지만, 재정건전성을 위하여 확장적 재정정책을 긴축재정정책으로 전환할 적절한 타이밍과 속도에 대하여 의견이 분분한 상황이다.

로렌스 서머즈(Lawrence Summers)는 지금과 같은 저금리시대에 통화정책의 효과를 더 이상 기대하기 어려운 만큼, 확대 재정정책을 통하여 경기회복에 나서야 한다고 주장한다.²⁰⁾ Roubini(2014)도 제로금리정책하에서는 재정승수가 더 커진다는 연구결과가 늘어나고 있음을 지적함으로써 간접적

18) 최근에는 지하경제대책과는 별개로 마이너스 금리정책의 효과를 제대로 구현하기 위하여 현금을 없애야 한다는 현금 없는 사회(cashless society)에 대한 논의가 이루어지고 있다.(김성훈(2016), Rogoff(2014) 등) 그러나 민경국(2016)은 현금 없는 경제를 국가권력과 자유라는 새로운 시각에서 보는 견해를 제시하고 있다.

19) *Financial Times*, "India's central bank has 'momentum'," Sep. 5, 2016.

20) 2016 Homer Jones Memorial Lecture, "Secular Stagnation and Monetary Policy," YouTube, 2016. 8. 5. 방문

으로 재정정책을 통한 경기회복을 주장한다.

반면 브렉시트(Brexit) 투표결과에 책임을 지고 물러난 카메론(Cameron) 내각에서 재무장관을 역임한 조지 오스본(George Osborne)은 재정건전화를 위하여 긴축재정을 주장하였다. 오스본은 Reinhart and Rogoff(2010)의 연구를 언급하면서²¹⁾ 정부채무를 줄이기 위한 긴축재정의 중요성을 강조하였다. Reinhart and Rogoff는 실증분석을 통하여 국가채무가 GDP의 90%를 넘게 되면 경제성장에 부정적인 영향을 미침을 밝힘으로써 재정건전성을 강조하였다.²²⁾ 그들은 서문 첫 페이지에서 역사적으로 수많은 국가의 수세기에 걸친 위기에서 끄집어 낼 수 있는 하나의 교훈은 과도한 부채의 축적이 모든 위기의 근원이라는 것이다. 부채의 주체가 정부, 은행, 기업, 소비자를 불문하고 호황기에는 별 문제 없는 듯 보일지라도 과도한 부채는 반복되는 위기의 공통점임을 지적하고 있다.

4. Draghi vs Schäuble: 정치와 경제

정책은 정치의 산물이기 때문에 정치적인 영향을 떠난 순수 경제정책은 생각하기 힘들다. 미국이든 우리나라든 경제정책을 결정함에 있어 정치적인 영향을 배제하기 힘들지만, 유럽의 경우에는 특히 그러하다. 그것은 유럽연합과 유로존이라는 지역 내 국가간의 결합체 및 공동화폐지역이 존재하고, 그러한 결합체가 하나의 국가만큼의 결속력을 가진 것이 아니라 소속 국가의 주권을 그대로 인정하면서 공통적인 정책을 시행하려고 하기 때문이

“
정책은 정치의 산물이기 때문에
정치적인 영향을 떠난
순수 경제정책은 생각하기 힘들다.
미국이든 우리나라든 경제정책을
결정함에 있어 정치적인 영향을
배제하기 힘들지만,
유럽의 경우에는 특히 그러하다.
”

다. 유럽이 미국보다 금융위기 이후에 회복 속도가 늦은 것은 이러한 영향에 기인하는 바가 크다고 본다.

마리오 Дра기(Mario Draghi)는 이탈리아 중앙은행장을 지낸 ECB의 총재(2011~)이고, 볼프강 쇼이블레(Wolfgang Schäuble)는 EU의 ‘최대주주’라고 할 수 있는 독일의 재무장관(2009~)이다. 유럽의 재정위기를 수습하는 과정에서 Дра기는 무제한적인 양적완화 정책을 선언하였고, 쇼이블레는 이에 반대하였다.²³⁾ 독일은 제1차 세계대전이 끝난 후 전쟁에 대한 책임을 배상하는 과정에서 하이퍼인플레이션을 직접 경험하였다. 이러한 경험은 독일 국민들에게 깊이 각인되어, 독일 중앙은행(Bundesbank)은 세계 어느 나라의 중앙은행보다 인플레이션에 대한 경계심을 드러내고 있다. 또한 독일은 유럽의 주요 국가 가운데 가장 양호한 국가채무 비율을 보이고 있음에도 불구하고 재정 측면에서 지나친 확장정책에 대하여 반대하는 입장을 견지하고 있다.

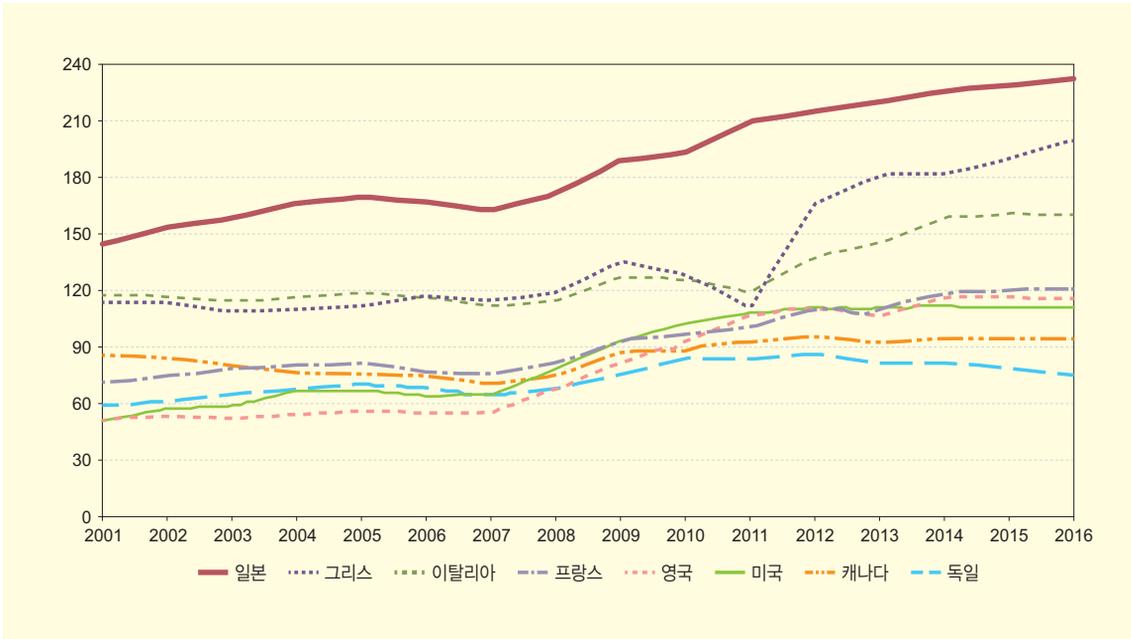
21) *The Guardian*, "The error that could subvert George Osborne's austerity programme," April 18, 2013.

22) University of Massachusetts Amherst 대학원생이 Reinhart and Rogoff가 사용한 데이터의 문제점을 발견하고, 재검증한 결과 국가채무비율이 90%를 넘은 국가의 GDP 성장률이 -0.1%가 아니라 2.2%로 나왔다. 이에 대하여 Reinhart and Rogoff는 데이터상의 문제점을 시인하였으나 전체적인 결론에는 지장이 없다고 주장하였다.

23) 실제로 ECB 이사회에서 양적완화 결정에 반대표를 던진 사람은 ECB 이사회 멤버이자 독일연방은행(Bundesbank) 총재인 옌스 바이트만(Jens Weidmann)이다. 그러나 여기서는 독일과 EU의 대립 구도에서 독일을 대표하는 경제 수장으로서 쇼이블레라고 적었다.

[그림 10] 주요국의 GDP 대비 국가채무비율

(단위: %)



출처: 일본 재무성(http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/007.htm)

독일의 메르켈(Merkel) 총리가 정치적인 책임을 지는 것은 선거를 통하여 독일국민에게 지는 것이 아니라, 유럽연합내의 다른 나라에 책임을 지는 것이 아니다. 따라서 유럽 내에서 국가들의 경제력 차이에 따른 정책 효과의 불일치는 이러한 시스템이 가지고 있는 피할 수 없는 약점이라고 하겠다. 지역 내의 재정정책을 총괄할 수 있는 유럽 재무부의 설립이 이루어지기까지는 유럽 전역을 아우르는 일관성 있는 정책을 기대하기 어려울 것이다.²⁴⁾

유로존 국가들의 경제력 차이에서 오는 정책적인 갈등의 예는 그리스 재정위기에서도 찾아볼 수

있다. 야니스 바루파키스(Yanis Varoufakis)는 그리스 재무장관(2015.1~2015.7)으로서 트로이카(Troika)²⁵⁾와 그리스 구제금융 협상을 주도하였다. 2010년부터 시작된 그리스의 재정위기는 EU의 조건부 구제금융을 받았으나, 근본적인 해결책이 될 수 없었다. 또한 부수 조건은 그리스 경제를 더욱 어렵게 만드는 측면이 있었기에 그리스의 채무 재조정을 위한 협상이 진행되었다. 그 과정에서 그리스의 부채 탕감과 EU로부터 보다 관대한 양보를 끌어내기 위하여 국민투표를 실시하였고, 투표 결과 그리스 국민들은 트로이카의 구제금융조건에

24) 중세 프랑크 왕국의 전성기였던 카롤루스 대제(Carolus Magnus) 사후, 프랑크 왕국은 독일, 프랑스, 이탈리아로 나누어졌다. 유럽인들은 유럽통합의 기원을 하나의 문화와 하나의 종교를 통한 유럽 제국에 두었던 카롤루스 대제의 프랑크 왕국에서 찾고 있다. 1978년의 European Monetary System의 탄생, 1992년의 Maastricht 조약, 1999년의 유로화 도입은 유럽합중국으로 가기 위한 과정이라고 볼 수 있다.

25) 트로이카는 그리스 구제금융의 주도적인 역할을 담당한 EU, ECB, IMF를 가리킨다.

대하여 반대하였다. 그러나 당시 치프라스(Tsipras) 수상은 투표결과에 반하여 최종 협상안을 수용하였다. 트로이카의 논리는 1997년의 아시아 외환위기 당시와 유사하게 위기에 빠진 국가에 대하여 구제금융을 제공하면서 긴축재정 등의 조건을 부과하는 것이었다. 그러나 두 차례의 세계대전을 통하여 전쟁 배상금의 부담을 짊어진 독일에 대하여 연합국이 부채를 탕감하여준 사례에서 보듯이 취약한 상태의 국가가 막대한 규모의 배상금이나 대출을 갚을 능력은 여건상 희박한 것이 일반적이다.²⁶⁾ Varoufakis(2016)는 구제금융이 결국 유럽 대형은행의 구제금융에 쓰이게 되어 그리스 국민 입장에서는 채무만 늘어나게 되는 셈이라고 주장하였다. 그리스 사례도 EU 회원국 안에서 각국의 경제력과 정치적인 입장의 차이에서 발생하는 정치와 경제 간 갈등의 또 다른 예라고 할 수 있다.

IV. 정책적 교훈과 시사점

Reinhart and Rogoff(2010)는 경제위기를 세분화하여 정부 채무위기, 은행위기, 인플레이위기, 외환위기 등으로 구분하였다. 이러한 위기는 그 규모와 경제에 미치는 영향에 있어 차이가 있겠지만, 예외적이라기보다는 오히려 주기적으로 발생하는 것임을 보여주었다. Romer(2014)도 과거 역사를 볼 때 금융위기는 예외적인 것이 아니라 일상적인 것이었음을 지적하고 있다.²⁷⁾ 2008년의 금융위기는 1930년대의 대공황에 비견될 만큼 그 충격이 컸기 때문에 현재 진행되고 있는 다양한 정책적 논의에서 의미있는 결과가 도출되기를 기대하지만,

“
금리의 정책수단으로서의
유용성에 대한 신뢰가 금융위기를 계기로
흔들리게 되면서,
이에 대한 대안으로서 복수의 정책수단과
복수의 정책목표를 설정하는
문제가 논의되고 있다.
”

그 해결책을 찾기까지는 아직 시간이 더 필요할 것으로 본다.

현 단계에서 지금까지의 국제논의를 통하여 도출된 몇 가지 시사점을 살펴보면, 우선 통화정책의 메커니즘에 대한 재검토를 가장 먼저 꼽을 수 있다. 지금까지 중앙은행이 정책금리라는 수단을 가지고 인플레이율이라는 중간정책목표의 달성을 통하여 경기를 조절하는 것이 통화정책의 전형적인 모습이었다. 그러나 금리의 정책수단으로서의 유용성에 대한 신뢰가 금융위기를 계기로 흔들리게 되면서, 이에 대한 대안으로서 복수의 정책수단과 복수의 정책목표를 설정하는 문제가 논의되고 있다. 이 문제는 완전히 새로운 이슈는 아닐지라도, 금융위기를 맞아 실제로 금리조정과 경기순환 간의 관계가 미약해졌음을 직접 경험하고, 마이너스 금리라는 초유의 실험결과가 나오기 시작하는 단계에서 훨씬 무겁게 다가오는 이슈이다. 이 문제는 재정정책과의 정책혼합(policy mix)이라는 관점에서 중앙은행의 독립성에 이르기까지 광범위한 주제로 연결되기 때문에 앞으로 상당기간 학계와 정책당국이 함께 고민하고 풀어야 할 문제이다. 또한 다른 나라의 사례를 볼 때 마이너스 금리 정책이 당

26) Reinhart and Rogoff(2010)는 국가(nation-state)가 성립된 이래 수많은 국가부도가 일어났음을 보여주고 있다. 프랑스는 대외채무에 대하여 8번 부도를 냈으며, 스페인은 1800년 이전에 6번, 이후에 7번의 부도를 낸 바 있음을 지적하고 있다.

27) 미국의 지난 30년만을 보아도 6번의 금융위기가 있었다.

“
**우리나라 은행이 국제적으로
 메가뱅크가 될 가능성은 적다고 보는 만큼,
 규모를 키우는 데 힘을 쏟을 것이 아니라
 은행별로 틈새시장을 발굴하여
 특화된 금융서비스를 제공하는 방안이 보다
 나은 대안이 될 수 있지 않을까 생각한다.**
 ”

초 의도한 결과를 가져오지 못할 수 있다는 점도 참고할 만하다. 일본과 같이 고령화된 인구구조를 가지고 있는 국가의 경우, 마이너스 금리의 도입은 소비를 증가시키는 것이 아니라 미래에 대한 불안감을 확산시켜 오히려 저축을 증가시키는 현상은, 비슷한 길을 따라가고 있는 우리에게도 시사점을 준다.²⁸⁾

이번 금융위기를 통하여 부각된 또 하나의 이슈는 대마불사의 문제이다. 이 문제 역시 이미 오래 전부터 알고 있었으나, 금융안정을 위하여 불가피한 선택으로 취급되어 왔다. 금융위기의 수습과정에서 최고 정책담당자 간 많은 이견을 보였던 문제도 바로 이 문제이다. 일단 금융안정을 위하여 자본금 규정을 강화하자는 데에는 의견일치를 보았으나, 그 다음 단계로 대마불사의 해결책은 없겠는가 하는 질문에 대하여 몇 가지 대안이 제시되었다. 크게 보아 하나는 주요 대형금융기관을 100% 자본금을 가진 공기업화하면서 규제를 강화하는 방안이고, 다른 하나는 대형금융기관을 분할하는 방안이다. 첫 번째 제안은 공감할 수 있는 방안이지만, 민간금융기관의 반발과 아직 논의의 초기단계라는 점에서 실현 가능성에 대하여 예단하기는

힘든 상황이다. 둘째 방안이 현재로서는 실현가능성 측면에서 보다 현실성 있는 제안이라고 본다. 물론 이 방안에 대해서도 많은 반론이 제기되고 있는 만큼, 더 나은 해결책은 없는지에 대한 꾸준한 연구가 필요하다. 우리나라의 은행들도 국제경쟁력을 이유로 자본금을 늘리면서 자의든 타의든 은행의 규모를 키우는 데 주력해 왔다. 그러나 금융위기의 경험에서 볼 때 대형화할수록 은행의 입장에서는 구제금융을 받을 확률을 높일 수 있겠지만, 정리기관의 입장에서 본다면 그만큼 순조롭게 정리하기 어려워진다. 현실적으로 우리나라 은행이 국제적으로 메가뱅크가 될 가능성은 적다고 보는 만큼, 규모를 키우는 데 힘을 쏟을 것이 아니라 은행별로 틈새시장을 발굴하여 특화된 금융서비스를 제공하는 방안이 금융안정 측면에서나 금융기관의 수익성 측면에서 보다 나은 대안이 될 수 있지 않을까 생각한다.

급격한 자본이동에 대한 대비 수단으로 자본통제(capital control) 방식을 추가하는 것에 대한 본격적인 준비가 필요하다는 것도 금융위기가 주는 시사점의 하나이다. 과거에는 자본통제는 언제 어디서든 사용해서는 안 될 수단으로 여겨졌다. 그러나 금융위기 이후 자본통제에 대한 인식이 완전히 달라졌다고 할 수 있다. IMF에서도 급격한 자본이동에 대한 대비책으로서 자본통제의 유효성을 인정하고 있다. 그러나 자본통제를 실제 정책수단으로 사용하기 위해서는 가격을 통한 통제와 수량을 직접 통제하는 방식의 장단점 비교, 여타 건전성 정책과의 대체 가능성 등에 대한 구체적인 연구가 필요할 것으로 보인다. 또한 단기자본을 장기자본으로 가장하여 통제를 피할 가능성에 대한 대책 등

28) 일본뿐 아니라 마이너스 금리의 적용을 받는 독일, 덴마크, 스웨덴, 스위스 등의 국가에서도 저축률이 1995년 이래 가장 높아진 것으로 나타났다.(The Wall Street Journal, "Are Negative Rates Backfiring? Here's Some Early Evidence," Aug. 8, 2016.)

도 종합적으로 고려하여 사전적인 대비책을 마련할 필요가 있다. 우리가 이미 갖추고 있는 거시건전성 3중 세트와 주변국과의 통화스와프²⁹⁾ 이외에 ‘영세율 2단계 토빈세’와 같은 외환거래세의 도입도 진지하게 검토할 필요가 있다.³⁰⁾

Eiji(2016)에 따르면 일본의 잃어버린 20년의 시작은 버블의 붕괴로 인한 임금삭감과 수요 부족이었고, 그 이후 이러한 요인에 의한 디플레이의 악순환이 지속되면서 불황을 벗어나지 못하고 있다고 진단한다. 디플레이션의 지속되면서 정부는 재정지출의 확대를 통하여 SOC에 투자하였으나, 저출산·고령화의 인구구조 변화는 수요를 확대시키지 못하였다. 뿐만 아니라 고령화와 실업 증가에 따른 복지비용의 증가가 정부지출의 큰 부분을 차지하게 되면서, 일본은 국가채무/GDP 비율이 200%를 상회하는 세계에서 가장 높은 나라가 되었다. 이러한 과정에서 가계와 정부의 부채는 늘어나고, 기업만 총저축이 늘어나는 현상이 나타났다.³¹⁾

우리나라도 가계, 기업, 정부의 대차대조표가 일본과 유사하게 나타나고 있으며, 저출산·고령화로 나타나는 인구구조의 변화는 오히려 일본보다 빠른 속도로 진행되고 있음을 감안할 때, 재정운용에 보다 신중을 기해야 할 것으로 판단된다. 다른 나라의 경험에서 보더라도 장기적으로 적자재정에 계속 의존할 수는 없기 때문이다. 2016년 말에 정부는 재정건전화법안을 국회에 제출하였다. 동법은 국가채무를 GDP의 45%, 관리재정수지 적

“
우리나라도 가계, 기업, 정부의 대차대조표가 일본과 유사하게 나타나고 있으며, 저출산·고령화로 나타나는 인구구조의 변화는 오히려 일본보다 빠른 속도로 진행되고 있음을 감안할 때, 재정운용에 보다 신중을 기해야 할 것으로 판단된다.
”

자를 GDP의 3%로 한정하고, 재정부담을 수반하는 법률안을 제출할 경우에는 비용추계서와 재원조달 방안을 첨부하게 하는 Pay-go제도 도입 등의 내용을 담고 있다. 그러나 한편으로는 경기침체 및 대량실업이 발생할 경우 준칙 적용을 배제하는 예외 조항도 두고 있다. 현재와 같은 5년 단임제 정부하에서는 단기적인 성과가 중장기적인 성과보다 중요시될 수밖에 없기 때문에 이러한 예외조항의 남용 방지 등 법을 집행하는 과정에서 법 제정의 목적과 현실을 어떻게 조화시키는가가 매우 중요한 이슈로 부각될 것으로 예상된다. 어느 정도의 국가채무비율을 감당할 수 있는가, 얼마나 빨리 국가채무를 감축해야 하는가 하는 거시재정정책의 핵심적인 문제는 이러한 법률의 기초를 구성하는 동시에 현실적으로 매우 긴요한 문제인 만큼 지속적인 연구가 요구된다.

금융부문의 과잉(excess)에 대한 조치도 필요하다고 본다. 영국의 Big Bang으로 상징되는 금융규

29) 통화스와프는 자본유출 비상시 완충역할을 해 줄 수 있다. 그러나 최근 일본 및 중국과의 스와프에서 보듯이 정치적인 이유로 인하여 영향을 받을 수 있기 때문에 추가적인 보완장치로서 필요시 바로 적용할 수 있는 외환거래세의 틀을 미리 준비하자는 것이다.

30) 영세율 2단계 토빈세는 정상시에는 외환거래에 대하여 낮은 세율로 과세하고, 자본의 급격한 유출입으로 인하여 환율이 급격하게 변하는 비상시에는 세율을 높이는 탄력세율 구조의 외환거래세의 한 종류이다. 여기서 낮은 세율을 0으로 하지는 것이 영세율 2단계 토빈세이다. 영세율 2단계 토빈세의 보다 자세한 구조에 대해서는 홍병교·이상엽(2012)을 참조하기 바란다.

31) 기업 총저축(corporate gross savings)의 GDP 대비 비율을 보면 일본의 경우 2014년 기준으로 20%를 상회하여 다른 구미 국가들에 비하여 거의 2배에 달하는 것으로 나타났다.

“
**금융 충격이 실물경제에 부과하는
 비용을 고려할 때,
 금융활동이나 금융구조의
 부정적 외부효과에 대하여
 어떠한 형태든 교정세를 부과하는 것도
 고려함직하다.**
 ”

제완화의 움직임은 금융위기가 발생할 때까지 이어졌고, 그러한 과정에서 금융부문의 과잉이 쌓인 것으로 판단된다. 이제는 금융이 실물경제를 뒷받침하는 것이 아니라 금융부문 자체가 훨씬 더 큰 규모로 스스로 작동하고 있다. 금융부문이 비대해짐에 따라 주기적으로 찾아오는 금융위기 시 금융부문이 실물경제에 미치는 외부성이 너무 크기 때문에 이에 대한 적절한 대응이 필요하다고 본다. 2011년 미국에서 있었던 ‘Occupy the Wall Street’ 운동이라든가, 최근 미국을 비롯한 세계 각국의 정치 보수화 경향은 위기로 인한 소득 양극화의 결과와 무관치 않은 것으로 보인다.

Akerlof(2014)는 1870년부터 2008년까지 14개 선진국의 경기변동을 조사한 Jorda et al.(2011)을 인용하여 불황을 금융형 불황(financial recession)과 일반 불황(normal recession)으로 분류할 때 금융형 불황이 상대적으로 불황의 정도가 더 심하고 길었을 뿐 아니라, 불황 직전의 신용/GDP 비율이 클수록 회복의 속도가 느리다는

것을 지적하였다.³²⁾ Romer(2014)도 금융부문이 역사적으로 볼 때 지속적으로 충격을 가져오는 원천이라고 보았고, 금융이 실물경제에 부과하는 비용에 비하여 금융혁신의 혜택은 크지 않다는 것을 지적하였다.³³⁾ Archand et al.(2012)은 민간부문에 대한 신용의 GDP 대비 비율로 측정한 금융의 심도(depth)를 금융과잉의 대리변수로 보고, 금융과잉과 경제성장과의 실증적 관계를 분석한 결과 그 비율이 80~100%를 넘게 되면 성장에 미치는 효과가 마이너스가 된다는 것을 보였으며, 우리나라도 금융과잉이 100%를 넘어서는 국가의 하나로 지목하였다.³⁴⁾ 그렇기 때문에 금융과잉의 문제는 결코 선진국에만 국한되는 얘기가 아니다. 금융 충격이 실물경제에 부과하는 비용을 고려할 때, 금융활동이나 금융구조의 부정적 외부효과에 대하여 어떠한 형태든 교정세(Pigouvian Tax)를 부과하는 것도 고려함직하다.

끝으로 정책은 정치의 산물이다. 특히 조세와 재정정책은 정치적인 협상의 결과라고 보는 것이 오히려 현실적이라고 할 수 있다. 미국 정치에서도 양당 간의 타협이 점차 실종되어 가는 분위기에서 전 재무장관 Paulson(2013)은 경제정책을 좌지우지하는 정치적 과정의 개선이 반드시 필요하다고 주장하고 있다.³⁵⁾ 이는 비단 미국에 국한된 문제가 아니며, 우리나라에서도 정치적 과정이 정책결정에 중요한 영향을 미치기 때문에 보다 효율적인 정책결정 시스템을 만들기 위한 각고의 노력이 필요하다. KIPF

32) Jorda et al.(2011)은 신용(credit)을 어떻게 측정할 것인가에 따라 다른 결과가 나타남을 지적하고 있다. 신용을 민간부문에 대한 은행 대출로 정의하면 최근 금융위기 이후 미국의 경기 회복은 평균적인 회복보다 GDP의 1% 정도 높고, 만일 신용을 측정함에 있어서 그림자 금융 시스템으로부터의 대출까지 포함한다면 회복의 중앙값(median)보다 4% 정도 높다는 결과를 도출하였다.(Akerlof(2014), p. 318.)

33) Volcker는 지난 40년간 최대의 금융혁신은 ATM이라고 일갈한 바 있다.

34) 금융과잉의 정도와 성장과의 관계를 연구한 다양한 선행연구들에 대해서는 Archand et al.(2012)을 참고하기 바란다.

35) "I am not sure what the solutions for this ever more troubling political dysfunction, but it is certain that we must find a way to improve the collective decision-making process in Washington. The stakes are simply too high not to."(p. 439.)

〈참고문헌〉

- 강유덕, 『유럽 재정위기에 대한 유럽중앙은행의 대응과 역할변화』, 대외경제정책연구원 지역경제시리즈, 14-01, 2014.12.22.
- 김성훈, 「현금없는 경제: 의미와 가능성」, KERI Brief 16-28, 한국경제연구원, 2016.9.12.
- 민경국, 「현금없는 경제?」, 『한국경제신문』, 다산칼럼, 2016.9.28.
- 이승호·강현주, 『양적완화 정책에 대한 고찰 및 시사점』, 자본시장연구원, 2016.1.
- 임형석, 『중앙은행 마이너스 금리정책 평가와 전망』, 한국금융연구원, 2016.4.
- 홍범교·이상엽, 『금융거래세 도입방안 연구』, 연구보고서 12-03, 한국조세연구원, 2012.11.
- Akerlof, George, “The Cat in the Tree and Further Observations: Rethinking Macroeconomic Policy II,” in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis* ed. by Akerlof, George et al., Cambridge, The MIT Press: 2014, pp. 317~326.
- Archand, Jean-Louis, Enrico Berkes and Ugo Panizza, “Too Much Finance?,” IMF Working Paper, WP/12/161, June 2012.
- Bair, Sheila, *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*, New York: Simon & Schuster, 2012.
- Bernanke, Ben, *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, New York: W.W.Norton, 2015.
- Eiji Tajika, “Japanese economy and Public Finance: What is the Root Cause of the Mounting Public Debt and What to Do about It?” 제11회 세종열린대화 발표자료, June 2016.
- Fischer, Stanley, Central Bank Lessons from the Global Crisis, Dinner Lecture by Professor Stanley Fischer at the Bank of Israel Conference on “Lessons of the Global Crisis,” Jerusalem, 31 March 2011.
- Friedman, Milton and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1857-1960*, Princeton: Princeton University Press, 1963.
- Geithner, Timothy, *Stress Test: Reflections on Financial Crises*, New York: Broadway Books, 2014.
- Jorda, Oscar, Moritz Schularick and Alan Taylor, “When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles and Crises,” NBER Working Paper No. 17621, November 2011.
- Mallaby, Sebastian, *The Man Who Knew: The Life and Times of Alan Greenspan*, New York: Bloomsbury, 2016.
- Paulson, Henry, *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, New York: Business Plus, 2013.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton

- University Press, 2010.
- Rey, Helene, "Capital Account Management," in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 307~313.
- Rogoff, Kenneth, "Costs and Benefits to Phasing Out Paper Currency," NBER Working Paper No. 20126, 2014.
- Romer, David, "Preventing the Next Catastrophe: Where Do We Stand?" in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 327~333.
- Roubini, Nouriel, "Fiscal Policy," in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 209~222.
- Varoufakis, Yanis., *And the Weak Suffer What They Must*, New York: Nation Books, 2016.
- World Bank, *Global Economic Prospects*, June 2015.