

다시 부활한 Treasury view

2010.7.12 | 여경훈_새사연 연구원 | khyeo@saesayon.org

목 차

1. G-20 토론토 정상회의
2. Treasury View
3. Functional Finance
4. 긴축이나 자극이나?
5. 올바른 재정정책을 위한 새로운 시선



<http://saesayon.org>

요약

지난 달 캐나다 토론토에서 열린 G-20 정상회의에서 “선진국 경제는 2013년까지 재정적자를 적어도 절반 줄이고, 2016년까지 GDP 대비 국가부채 비율을 줄이거나 안정화시킬 재정계획을 공언”한다고 발표하였다. 금융위기를 예견하지도 아무런 대안도 내놓지 못하며 숨죽이고 있던 ‘신자유주의 경제학’이 ‘Sovereign-debt crisis (국가재정위기)’라는 용어를 빌려 화려하게 부활하고 있다.

정부의 재정정책이 한 나라의 경제적 활동과 실업에 아무런 영향을 미치지 못한다는 주장은 통상 Treasury view에서 그 이론적 뿌리를 찾는다. 1920년대 영국 재무성 관료들은 정부지출을 늘리면 그 만큼 민간 지출이나 투자가 줄어들기 때문에 경제적 활동에 아무런 효과가 없다고 주장한데서 비롯되었다. 정부의 권한을 줄이기 위해 감세, 민영화, 규제완화 등이 필요하다고 역설하며, 시장과 개인의 책임을 극단적으로 강조하는 신자유주의의 이론적 근거로 주류경제학은 이를 잘 활용하고 있다.

이에 비해 재정정책의 유효성은 대공황 이후 케인즈의 유효수요 원리로 잘 설명되고 있는데, 개념적으로는 미국의 경제학자 러너(Lerner)의 ‘기능적 재정(functional finance)’으로 설명할 수 있다. ‘기능적 재정’에서는 재정정책은 총수요가 부족한 현실 경제에 수요 창출이나 실업 극복 등 경제적으로 바람직한 수준을 유지하기 위해 실제 기능이나 효과를 지니고, 이와 관련해 정부의 역할이 필요하게 된다.

개별 국가에서 재정정책이 올바르게 집행되기 위해서는, 이에 필요한 국제적 환경을 구축하는 것이 무엇보다 필요하다. 현 시기 G20에 진정으로 필요한 국제적 공조다. 장기적으로는 달러체제를 극복해야 하며, 단기적으로는 특별인출권(SDR) 확대와 지역별 통화기금 체제를 만들어야 한다. 또한 금융시장의 안정을 위해 국제적 투기자본의 이동을 규제해야 한다.

다음으로, 기업의 막대한 이윤이 투자로 전환될 수 있는 시스템을 만들어야 한다. 미국과 영국에서 금융위기를 전후로 기업은 막대한 현금을 축적하고 있음에도 기업의 투자는 GDP의 10% 이하로 줄어들고 있다. 기업은 노동자를 해고하고 임금을 줄여 비용을 삭감하면서 이윤이 늘어나고 있지만 투자는 오히려 줄이고 있는 실정이다. 따라서 기업의 자본소득(capital gain)에 대한 과세를 강화하고 금융시장의 불확실성을 해소하기 위해 금융규제와 안정, 그리고 최저임금 인상 등의 조치가 실시되어야 한다.

또한 재정정책에서 ‘신뢰’를 강화할 필요가 있다. 정부의 재정적자는 결국 국민이 져야 할 부담이다. 침체기에 재정적자를 늘리더라도 회복기에 재정흑자를 통해 건전한 재정을 달성하는 것은 정치적 ‘신뢰’로서 중요한 의의를 가진다. 오늘의 ‘빛’이 내일의 ‘수익’으로서 비전을 제시해야 그 빛을 사회적으로 동의할 수 있다.

본
문

1. G20 토론토 정상회의

지난 6월 말 캐나다 토론토에서 개최된 G20 정상회의를 전후로, 다시금 더블딥(double-dip) 이슈가 대두되고 있다. 그리스 등 남유럽 재정위기는 라는 용어가 언론과 정치계의 주요 담론으로 회자되더니 또 다시 긴축재정(fiscal austerity)이 세계경제의 화두로 부상하였다. 경기회복과 무역적자 해소를 요구하는 미국의 ‘지출확대’와 정부적자 축소를 통한 금융시장의 신뢰회복을 요구하는 유럽의 ‘긴축재정’은 주로 양자의 이해관계의 차이로 해석되고 있다.

G20 정상회의에 앞서, “(경제적) 자극이 너무 빨리 철회되어 새로운 경제적 곤경과 침체를 초래했던 과거의 중대한 오류에서 교훈을 얻고, 부채정리의 속도를 조정함에 있어 유연해야 한다”고 강조하던 오바마 대통령이 사실상 패배했다고 평가하고 있다. 실제로 G-20을 전후로 정치 및 경제계의 날카로운 대립과 논쟁 끝에 G20 공동선언문에는 다음과 같이 명시하고 있다.

“선진국 경제는 2013년까지 재정적자를 적어도 절반 줄이고, 2016년까지 GDP 대비 국가부채 비율을 줄이거나 안정화시킬 재정계획을 공언한다.”

정치적으로는 국가 간 정치, 경제적 이해관계의 차이로 해석될 수 있지만, 좀 더 근원적으로 접근하면 이는 경제학계의 해묵은 논쟁의 부활이다. 그리고 금융위기를 예상하지도 아무런 대안도 내놓지 못하며 숨죽이고 있던 ‘신자유주의 경제학’이 ‘Sovereign-debt crisis (국가재정위기)’라는 용어를 빌려 화려하게 부활한 것이다. 현재 전개되고 있는 논쟁을 평가하기 위해, 먼저 재정의 역할과 기능에 대한 두 가지 상이한 접근법의 핵심 내용만 간략히 살펴보도록 하자.

2. Treasury view

정부의 재정정책은 한 나라의 경제적 활동과 실업에 아무런 영향을 미치지 못한다는 주장은 통상 Treasury view에서 그 이론적 뿌리를 찾는다. 1920년대에 영국의 케인즈는 재정정책을 통해 총수요를 늘려서 고용 문제를 해결해야 한다고 역설했다. 그러나 영국 재무성 관료들은 정부지출을 늘리면 그 만큼 민간 지출이나 투자가 줄어들기 때문에 경제적 활동에 아무런 효과가 없다고 반박하였다.

당시 영국 재무성 관료들의 주장은 현대 주류경제학에 세의 법칙(Say's law), 리카도 등가성정리(Ricardian equivalence), 정책무력성 명제(Policy Ineffectiveness Proposition) 등 다양한 이름으로 신자유주의 경제학의 근간을 형성하고 있다. 왜냐하면 이들 명제들은 모두 정부정책은 경제활동에 아무런 효과가 없고 비효율적임을

일관되게 주장하기 때문이다. 따라서 정부의 권한을 줄이기 위해 감세, 민영화, 규제완화 등이 필요하다고 역설하며, 시장과 개인의 책임을 극단적으로 강조하는 신자유주의의 이론적 근거로 주류경제학은 이를 잘 활용하고 있다. 이를 좀 더 구체적으로 설명하기 위해 아주 간단한 국민계정에 기초하여 회계 관계를 제시하는 것이 유용하다.

한 경제에서 생산된 총생산물은 가계의 소비, 기업의 투자, 정부의 지출, 그리고 해외부문의 순수출로 구성된다. 여기서 순수출이란 수출에서 수입을 뺀 것이다. 예를 들어 가계가 외국에서 생산된 자동차를 구입할 경우 이미 가계의 소비에 포함되므로 지출 측면에서 국민계정을 계산할 때 이를 제외해야 한다.(수입품은 국내에서 생산된 것이 아님을 기억하라.)

따라서, 국내총생산 = 가계소비 + 기업투자 + 정부지출 + 순수출

여기에서 양변에 세금을 빼면, 가처분소득 - 가계소비 - 민간투자 - 순수출 = 정부지출 - 세금

즉 재정적자 = 민간저축 - 민간투자(기계, 설비 구입, 재고 등) + 경상수지 적자
 경상수지 적자란 국내에서 판 물건보다 들여 온 물건이 많음을, 쉽게 말해 외상으로 물건을 구입한다는 의미이므로 해외에서 자금이 유입되므로 자본수지의 흑자와 대응한다.

재정적자 = 민간저축 - 민간투자 + 자본수지 유입

Treasury view란 본질적으로 경기를 부양하기 위한 정부의 재정지출 증가는 그만큼 민간투자를 위축(또는 구축; crowding out)시키기 때문에 생산이나 고용에 전혀 영향을 미칠 수 없다는 관점이다. 이는 위의 식을 아래와 같이 바꾸어 쓰면 좀 더 쉽게 이해할 수 있다.

민간저축 + 자본수지 유입 = 민간투자 + 재정적자

경제활동에 필요한 국내 외 자금 규모가 한정되어 있을 경우, 재정적자가 증가하면 정의상 민간투자는 줄어든다. 즉 좌변이 고정되어 있을 경우, 우변에서 재정적자가 증가하면 필연적으로 민간투자는 줄어든다. 물론 다양한 경로, 특히 ‘금리’ 변수를 통해 위의 과정이 전개된다고 해석한다. 예를 들어 재정지출에 필요한 자금의 수요 증가로 금리가 상승하거나, 채권시장에서 국채공급이 증가여 국채가격이 하락하면 금리가 상승하여 민간투자를 위축시킨다고 설명한다. 현대적 의미에서 해석하면, 재정적자 증가나 국채에 대한 시장의 ‘신뢰’ 상승은 디폴트 위험을 증가시켜 금리를 올린다고 설명할 수도 있다.

3. Functional finance¹⁾

정부의 재정정책의 유효성은 대공황 이후 케인즈의 유효수요 원리로 잘 설명되고

1) <http://k.web.umkc.edu/keltons/Papers/501/functional%20finance.pdf>

있는데, 개념적으로는 미국의 경제학자 러너(Lerner)의 ‘기능적 재정(functional finance)’으로 설명할 수 있다.

Treasury view가 주로 재정 건전성에 초점을 맞추었다면, ‘기능적 재정’에서는 재정정책은 총수요가 부족한 현실 경제에 수요 창출이나 실업 극복 등 경제적으로 바람직한 수준을 유지하기 위해 실제 기능이나 효과를 지닌다고 설명한다.

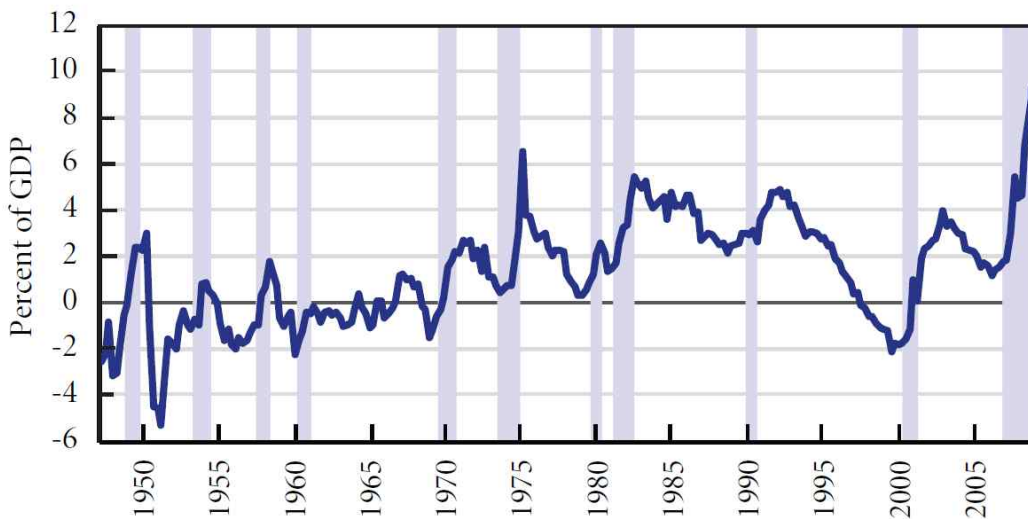
위의 식을 다시 옮기면, 민간저축 + 자본수지 유입 = 민간투자 + 재정적자

금융위기가 발생하여 미래가 불확실한 상황에서 가계는 소비와 부채를 줄이고, 기업은 재고와 신규투자를 줄이게 되므로 총수요가 부족하게 된다. 따라서 기업이 원하는 가격에 상품은 팔리지 않고 수많은 사람이 원하는 일자리를 구하지 못하고 있다고 가정하자. 이 때 정부가 공공투자를 통해 일자리를 창출하거나 저소득층에 대한 소득 지원을 통해 소비지출을 늘리면, 소득과 고용이 증가할 수 있다. 소득이 증가하면 민간의 저축이 늘어나서 위의 균형이 다시 회복된다. 다시 말해 총수요를 강조하는 입장에서, 경기침체에 정부의 지출을 늘리지 않으면 경제 전체의 규모가 작아져서 새로운 균형이 달성되고, 정부지출을 바람직한 수준으로 늘리면 경제 전체의 규모가 커져서 새로운 균형이 회복된다고 설명한다.

달리 말해, 가계의 소비와 기업의 투자 결정은 상이한 경제주체에 의해서 발생하므로, 가계의 소비가 줄고(저축 증가) 기업의 투자가 줄어들 경우, 정부는 재정지출을 통해 이 부족분을 채워야 바람직한 균형이 달성된다고 해석할 수도 있다.

그렇다면 정부의 재정적자는 어떻게 바람직한 수준으로 줄어들 수 있는가 반문할 수도 있다. 위의 식에서 가계의 소비가 늘거나 기업의 투자가 늘면, 혹은 경상수지 흑자가 증가하면 재정적자가 줄어든다. 실제로 경기변동에 따라, 경기가 바닥을 치고 회복되면 세수는 늘어나고, 침체에 자동적으로 지출되었던 실업급여 등 사회보장, 그리고 정부의 공공투자가 줄어들므로 재정적자는 줄어든다.

[그림 1] 미국의 GDP 대비 재정적자 비율 추세



위의 그림은 미국의 경기변동과 GDP 대비 재정적자 비율을 나타낸 것이다. 막대로

표시된 부분이 경기 침체를 나타내는데, 경기가 침체되면 재정적자 비율은 증가하고 회복되면 동 비율이 감소하거나 흑자로 전환되는 뚜렷한 경향을 보인다. 재정정책의 효과성은 물론, 만약 경기침체에 정부의 적극적 재정정책과 통화정책, 그리고 금융안정화 정책이 실시되지 않았다면 어떻게 되었을까를 생각해 보면 정부의 기능에 대해 어렵지 않게 평가할 수 있을 것이다.

4. 긴축이나 자극이나?

최근 재정긴축이나 지출지속이나 라는 국제적 논쟁 속에서 합의된 개념이 ‘성장-친화적’ 긴축재정 개념이다. 다시 위의 항등식을 다음과 같이 옮겨 쓰면 정책 합의를 끌어낼 수 있다. 경상수지 적자 = 민간 적자 + 재정 적자

최근 문제가 되고 있는 그리스를 예로 들면, GDP의 3% 수준으로 재정적자를 줄이겠다는 계획을 발표하였다. 현재 그리스의 경상수지 적자는 GDP의 10% 수준이다. 또한 정부의 재정 적자는 GDP의 13% 수준이다. 따라서 만약 GDP의 3% 수준으로 재정을 줄이기 위해서는 그에 상응되게 경상수지 적자가 줄어들거나 민간의 지출이 늘어나는 것이 필요하다. 그러나 유로화에 가입된 그리스는 통화정책에 개입할 여지가 없고, 환율 또한 평가 절하할 수도 없다. 유일하게 남은 옵션이 임금압박을 통한 물가 하락, 즉 내부 평가 절하 방식이다. 이는 그리스인의 엄청난 고통을 수반하게 되는데, 수출지상주의적 국가들은 임금압박을 통해 국민의 ‘내뺨’을 강요하기도 한다.

만약 경상수지의 변화가 단기간에 가능하지 않다면, 가계와 기업은 GDP의 7%에 달하는 적자를 운영할 필요가 있다. 다시 말해 경상수지가 흑자 포지션으로 전환하지 않으면, 민간부문의 부채축소는 정부부문의 부채증가가 수반되어야 국민소득의 누적적 감소를 방지할 수 있다. 정부의 재정문제가 심각한 나라들, 미국, 일본, 영국과 같은 나라들은 자국 통화와 통화정책 주권을 가지고 있기 때문에 대외부문과 국내수요 조정을 통해 재정문제를 해결할 공간이 있다. 이에 비해, 그리스를 비롯한 유럽 문제가 심각한 것은 이러한 메커니즘이 거의 없고, 올해도 마이너스 성장이 확실한 상황에서 긴축재정은 총수요를 줄여 적자 문제가 더욱 심해 질 수 있다는 점이다.

사실 유럽 재정문제가 표면적으로는 ‘Sovereign-debt crisis’이지만, 그 이면에는 금융기관의 부실채권 문제가 놓여 있다.

[표2] 주요 국가 은행의 그리스와 남유럽 자산 보유 현황[단위: 억 달러]

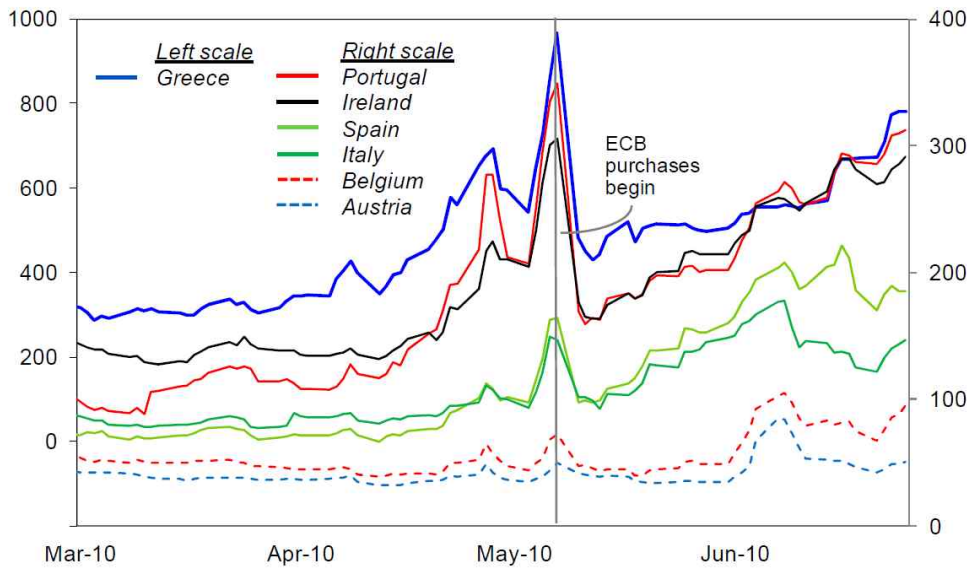
	프랑스	독일	미국
그리스 자산	788	450	166
그리스, 포르투갈, 스페인 자산	3349	3304	793

은행 자산 대비 비중	3.6%	3.7%	0.6%
은행 자본금 대비 비중	94.6%	80%	5.6%

* 자료: OECD Economic Outlook(2010)

위의 표에서 보는 것처럼, 프랑스 은행들은 780억 달러에 달하는 그리스 채권을 가지고 있으며, 그리스, 포르투갈, 스페인의 채권을 합하면 전체 은행 자본금에 육박한다. 이와 같이 막대한 부실채권을 유럽 은행들이 지니고 있기 때문에, 신용시장이 얼어붙어 은행 간 대출금리인 리보금리가 상승하고 있다. 따라서 금융시장을 안정시키기 위해 프랑스와 독일은 공적자금을 투입하여 자국 은행이 파산되는 것을 막을 수밖에 없다. 직접 은행에 자본금을 확충하거나, 남유럽 국가에 공적자금을 투입하여 채권 가격을 상승시켜야 한다. 90여 개 유럽 주요은행을 대상으로 하는 스트레스 테스트를 실시하는 것도 그런 연유다. 지난 해 미국에서 스트레스 테스트를 통해 하락한 채권가치를 끌어 올린 것처럼, 유럽에서도 ‘이벤트’를 통해 시장의 신뢰를 회복시켜 자산 가격을 올리려는 리플레이션(reflation) 정책의 일환이다.

Figure 2. Selected Euro Area Sovereign Spreads
(In basis points)



자료: IMF(2010), 금융안정보고서

그러나 위의 그림에서 보는 것처럼, 긴축재정이 희망하는 마술은 현실에서 펼쳐질 것으로 보이지 않는다. 지난 5월 유럽중앙은행이 부실채권을 매입하겠다는 계획을 발표한 이후, 채권가격이 일시적으로 상승했지만 최근 다시 하락하고 있다. 그리스의 경우 독일 국채 수익률(대략 3%)에 비해서 약 8% 정도 차이를 보이고 있다. 마이너스 성장률에 10%가 넘는 이자, 그리고 긴축재정... 결코 지속가능하지 않다. 그렇다고 해서 일본이나 미국의 전망이 희망적인 것도 아니다. 미국의 경우 달러가치 하락을 통해서 무역불균형을 회복하려고 하지만, 유로화 가치 하락은 미국 입장에서 결코 바람직하지 않기 때문이다. 물론 유럽의 긴축재정은 수출수요를 줄이고,

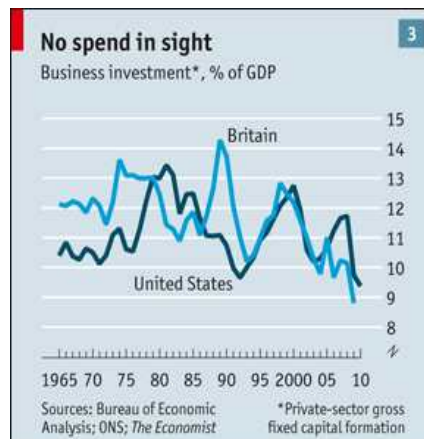
수출지향적인 환율과 국내물가 조정 또한 체계적인 디플레이션 압력을 발생시키게 된다. 대표적인 나라가 일본이다. 1990년대 부동산 버블 붕괴에 따라 일본경제의 현재 명목 GDP는 408조 엔으로 1993년 수준이다. 2004년 이후 지속적으로 디플레이션이 진행되고 있는데, 작년에도 GDP 디플레이터는 2.7%나 하락했다.

5. 올바른 재정정책을 위한 새로운 시선

자본주의 경제는 수요 부족에 따라 일하고 싶어도 일자리를 구하지 못하는 실업이라는 근본문제를 지니고 있다. 경제학의 근본 문제는 실업문제의 해결이고, 여기에 정부의 역할이 있다. 최근 ‘고용 없는 성장’ 추세는 정부의 역할에 더욱 매진할 것을 요구하고 있다.

2차 세계대전 이후 자본주의는 높은 경제성장률과 소득분배 완화에 따라 60년대까지 황금기를 달려왔다. 그러나 70년대 급격히 대두된 신자유주의는 소득분배 악화에 따라 수요부족을 심화시켰고, 이를 대체한 것이 금융시장 규제완화에 따른 ‘부채’와 자산 가격 상승에 따른 소비 창출이었다. 그리고 금융시장 불안정에 따라 달러를 축적할 국가적 필요성은 수출 주도 성장 정책을 촉진시켰고 이는 미국의 만성적인 경상수지 적자로 나타나고 있다. 남유럽 국가의 재정위기의 이면에도 독일의 지속적인 경상수지 확대가 자리 잡고 있다.

따라서 개별 국가에서 내수 확대를 통한 성장정책을 실시하기 위해서는 국제적 환경을 구축하는 것이 무엇보다 필요하다. 이것이 현 시기 G20에 진정으로 필요한 국제적 공조다. 이를 위해선 장기적으로 달러체제를 극복해야 하며, 단기적으로는 특별인출권(SDR) 확대와 지역별 통화기금 체제를 만들어야 한다. 또한 국제적 투기자본의 이동을 규제해야 한다. 최근 유로화 폭락과 남유럽 재정위기 부상은 국가채권의 디폴트에 베틀하는 CDS와 같은 파생상품은 만들지 못하도록 해야 한다는 것을 보여 주는 한 예이다.



다음으로, 기업의 막대한 이윤이 투자로 전환될 수 있는 시스템을 만들어야 한다. 위의 그림²⁾에서 보는 것처럼, 미국과 영국에서 기업은 막대한 현금을 축적하고 있음에도 기업의 투자는 GDP의 10% 이하로 줄어들고 있다. 기업은 노동자를 해고하고 임금을 줄여 비용을 삭감하면서 이윤을 늘리고 있지만 투자는 증가하지 않고 있다. 주주에 대한 배당금을 늘리거나 금융시장의 단기 금융상품에 투자하면서 경제학에서 말하는 ‘투자’는 극도로 억제하고 있다. 기업, 특히 금융기관의 부실을 정부의 공적자금 투입으로 살려냈다면, 정부가 재정적자를 줄이기 위해서는 기업의 적극적인 투자와 임금인상이 필요하다. 이를 위해서는 기업의 자본소득(capital gain)에 대한 과세를 강화하고 금융시장의 불확실성을 해소하기 위해 금융규제와 안정정책, 그리고 최저임금의 대폭적인 인상 등의 조치가 실시되어야 한다.

다음으로 재정정책에서 ‘신뢰’를 강화할 필요가 있다. 경기침체에 재정정책은 실업수당 등 사회안전망을 강화하고 단기 수요 창출을 위해 저소득층을 중심으로 타깃형 지원 정책이 이루어져야 한다. 또한 산업정책을 통해 새로운 성장 동력을 발굴하는 장기 공공투자에 집중되어야 한다. 정부의 재정적자는 결국 국민이 져야 할 부담이다. 침체에 재정적자를 늘리더라도 회복기에 재정흑자를 통해 건전한 재정을 달성하는 것은 정치적 ‘신뢰’로서 중요한 의의를 가진다. 또한 오늘의 ‘빛’이 내일의 ‘수익’으로서 비전을 제시해야 그 빛을 사회적으로 동의할 수 있다.

특히 우리나라의 경우, 소득세나 법인세 인하는 매몰 시점을 정하지 않은 항구적인 감세 성격을 지니고 있다. 이는 고령화-저출산 이라는 심각한 사회적 문제와 이에 수반되는 복지수요 해결에 큰 장애로 다가올 수밖에 없다. 또한 막대한 경제적, 사회적 비용이 수반되지만 사실상 편익을 찾기가 매우 곤란한 4대강 사업 등 대규모 토목산업은 국민적 요구에 따라 재검토해야 할 것이다.

유럽을 비롯한 긴축재정의 급격한 부상과 함께, 미국 또한 경기부양 효과가 2분기를 기점으로 거의 소진되고, 비용절감을 통한 기업의 이윤과 투자 정체, 가계의 지속적인 부채 축소 등은 하반기 세계경제에 대한 전망을 매우 어둡게 하고 있다. 우리 정부는 경제적 안정을 중심 기조로 하반기 각종 하방 리스크에 대비하여 사회경제적 환경과 경제정책의 지렛대를 미리부터 준비해야 할 것이다.

2) Economist(2010), Show us the money.