



## 재정 긴축을 놓고 충돌하는 세계

2013.05.07 | 이수연 새사연 연구원 | soo@saesayon.org

경기침체기에는 정부 부채가 늘어나도 문제가 되지 않는다.

VS

경기침체기라고 해서 정부 부채의 수준을 무시해서는 안되며,  
특히 신흥국은 부채에서 외환이 차지하는 비중이 높을 경우 위험하다

### 세계 경제 정책의 향방을 놓고 벌어지는 대토론

재정 긴축이냐, 아니면 성장이냐? 빚을 먼저 줄어야 하느냐, 아니면 경기부양부터 해야 하느냐? 2008년 금융위기로 온 세계가 침체에 빠진 후 지금까지 세계 경제 정책의 향방을 놓고 제기되는 주요 화두이다. 특히 요즘 다시 그 논쟁이 치열해지고 있다. 현실 정치와 학계에서 모두 재정 긴축을 주장하는 이들과 반대하는 이들의 대결이 팽팽해지고 있다.

현실 정치에서는 특히 유럽 쪽에서 의견 대립이 나타나고 있다. 2012년 3월 유럽은 신 재정협약을 통해 재정 적자를 GDP 대비 3%로 줄이는 내용을 중심으로 하는 재정동맹을 맺었다. 하지만 최근 프랑스는 이를 지키기 힘들다는 의사를 표시하고, 프랑스 재무 장관은 지난 1년 동안 긴축정책으로 인해 성장이 저해되었다고 말하기도 했다. 그러나 독일은 재정 긴축이 먼저라는 입장을 고수하는 중이다. 유럽연합의 경제 정책에 관한 입장 차이가 어떻게 귀결될지 궁금해지는 상황이다.

학계의 경우 미국 메릴랜드 대학의 라인하트(Carmen Reinhart) 교수와 하버드 대학의

승자독식의 신자유주의에서 벗어나 신뢰와 협동으로 함께 살아가는 사회, 새사연이 그리는 미래입니다.

더 큰 걸음으로 움직이고 성장하는 새사연, 이제 여러분이 회원이 되어 함께해주세요.



로고프(Kenneth Rogoff) 교수가 재정긴축의 이론적 근거를 제공한 대표적 학자였다. 하지만 최근 이들의 논문에 오류가 있었음이 밝혀지는 큰 사건이 있었다.<sup>1)</sup> 긴축을 반대하는 학자로는 노벨상 수상자 폴 크루그먼(Paul Krugman) 교수가 대표적이며 그 외에 클린턴 행정부 출신의 브래드포드 드롱(Brandford DeLong), 래리 서머스(Larry Summers), 로라 타이슨(Laura Tyson) 등의 석학들과 파이낸셜타임스(Financial Times)의 마틴 울프(Martin Wolf)도 같은 입장을 강력히 피력해왔다.

학계의 논쟁은 현실 정치와도 밀접하게 이어진다. 유럽과 미국에서 재정 긴축을 주장했던 많은 정치가들이 라인하트와 로고프의 도움을 많이 받아왔기 때문이다. 이들의 논문이 오류였다는 것이 밝혀지면서 재정 긴축을 철회하라는 정치가들의 목소리가 커지고 있다.

### 라인하트와 로고프 논문의 오류를 두고 나타난 상반된 견해

과연 무엇이 답일까? 답이 있다면 모든 국가에게 적절한 것일까? 나아가 이 논쟁을 통해서 우리가 되돌아봐야 할 것은 무엇일까? 이런 질문에 도움이 될 수 있는 두 편의 글을 소개하고자 한다. 하루 차이를 두고 발표된 두 글은 상반된 주장을 하고 있어 함께 읽기에 흥미로울 것이다.

첫 번째는 미국 클린턴 정부에서 재무장관 차관보를 지냈고 미국경제연구소(NBER, National Bureau of Economic Research) 연구원이며 캘리포니아대학교의 경제학과 교수인 브래드포드 드롱의 글이다. 우선 그는 라인하트와 로고프의 논문을 비판한다. 정부 부채가 늘어나면 성장률이 줄어드는 경향이 존재하기는 하지만, 라인하트와 로고프의 주장대로 GDP 대비 90%가 중요한 기점이 되지는 않는다는 것이다. 또한 지금과 같은 경기침체기에는 정부 부채가 늘어나도 아무런 위험도 가져오지 않는다고 주장한다. 따라서 금리가 높아지지 않고, 인플레이션이 높아지지 않고, 주식 시장이 하락하지 않는 한 부채가 늘어나도 상관없다는 것이다.

두 번째는 베네수엘라의 전 개발계획부 장관이자 미주개발은행(IDB, Inter-American Development Bank)의 수석 연구원이며, 하버드 대학교의 국제개발센터 교수인 리카르도 하우스만(Ricardo Hausmann)의 글이다. 그는 라인하트와 로고프의 논문에 실수가 있었을지 몰라도, 그 논문이 담고 있는 핵심 내용은 변하지 않는다고 옹호한다. 또한 경기침체기라고 해서 정부 부채의 수준을 무시해서는 안되며, 특히 신흥국의 경우 부채에서 외환이 차지하는 비중이 높을 경우 심각한 위기를 맞을 수 있다고 주장한다.

1) 여경훈(2013), 전 세계를 속인 엑셀 불황, 새로운사회를여는연구원



그러면서 재정 긴축자들의 주장은 지금의 미국 현실에서는 맞는 이야기일지 몰라도 그 외 대부분의 국가에는 해당되지 않는 이야기라고 비판한다.

### 정부 부채는 언제 위험해지는가? (When Is Government Debt Risky?)

2013년 4월 29일

프로젝트 신디케이트(Project Syndicate)

브래드포드 드롱(J. Bradford DeLong)

지출을 감당할 만큼의 세금을 거둬들이지 못하는 정부는 결국 부채로 인해 문제를 겪을 수밖에 없다. 그 국가의 명목 이자율은 올라가고, 채권 투자자들이 두려워하는 인플레이션이 발생할 것이다. 기업가들은 법인세가 올라가는 것을 두려워하며, 몸을 낮춘 채 기업의 부를 빼돌릴 궁리를 하게 될 것이다.

게다가 정책 불확실성은 심해지고, 사회적으로 비생산적인 투자가 일어나면서 실질 이자율도 올라갈 것이다. 인플레이션이 확실해지면, 노동 분업이 위축될 것이다. 예전에는 가벼운 금전관계로 연결되어 있던 거대한 관계들이 개인적 신뢰나 사회적 계약 등에 의해 연결된 작은 네트워크로 세분화될 것이다. 노동 분업의 범위가 작아지는 것은 생산성이 낮아짐을 의미한다.

정부가 지출을 감당할 수 있는 세입을 확보하지 못하면, 위와 같은 일들은 필연적으로 일어난다. 하지만 금리가 낮게 유지되고, 주식시장이 상승세를 보이고, 인플레이션이 발생하지 않을 때도 그러할까? 나와 다른 경제학자들 - 래리 서머스와 로라 타이슨, 폴 크루그먼 등 - 은 그렇지 않다고 생각한다.

주식시장이 활황이라면, 기업가들은 정책의 불확실성이나 세금 인상을 두려워하지 않는다. 금리가 낮다면, 공공부문 투자를 감축해야 한다는 압박도 줄어든다. 인플레이션이 발생하지 않는다면 정부의 과도한 부채는 디레버리징을 돕고 통화의 유통속도를 높여서 가치의 축적을 가져오고, 예금자들이 밤잠을 편하게 잘 수 있도록 도와주며, 경제가 되살아나도록 한다.

간략히 말해 경제학자들은 단지 수량, 즉 정부 부채의 양에만 집중해서는 안되며 그것의 가격(역주 : 부채가 발생할 때 감수해야 할 비용)도 살펴야 한다. 채권 거래는 사람들이 상품, 현금, 주식을 구하는 과정의 바탕이 되기 때문에, 정부 부채의 가격은 인플레이션을, 명목 이자율, 주식시장의 수준이 된다. 이 세 가지 요인들은 현재 모두 좋은

승자독식의 신자유주의에서 벗어나 신뢰와 협동으로 함께 살아가는 사회, 새사연이 그리는 미래입니다.

더 큰 걸음으로 움직이고 성장하는 새사연, 이제 여러분이 회원이 되어 함께 해주세요.



상태로, 시장은 더 빠른 속도로 성장할 수 있도록 도와주는 정부 부채를 바라고 있다.

라인하트와 로고프는 “부채 시기의 성장(Growth in a Time of Debt)” 이라는 그들의 유명한 연구에서 다음과 같은 질문을 던졌다. “막대한 재정적자와 거대 은행에 대한 구제금융은 침체를 막기 위해 필요할 수 있다. 하지만 높은 정부 부채가 장기적으로 거시경제에 미치는 영향은 무엇일까? 특히 고령화가 진행되고, 사회 보험 지출이 증가하는 상황에서 말이다.” 라인하트와 로고프는 “GDP의 90%가 공공 부채의 문턱” 이라고 표현하며, 그 문턱을 넘으면 “선진국과 신흥국 모두에서 성장률이 떨어진다.” 고 보았다.

라인하트와 로고프가 그들의 분석에서 저지른 주된 실수는 ‘문턱’ 이라는 단어를 사용한 것이다. 문턱이라는 언어의 선택은 그들이 제시한 그래프와 함께 많은 혼란을 가져왔다. 워싱턴 포스트(Washington Post)는 (역주 : 재정 긴축 반대자들의 주장에 대해) 미국의 예산 적자와 정부부채를 두고 “걱정하지 말고, 기뻐해라(Don't worry, be happy)” 는 태도를 취하고 있다고 비난했다. 그 배경에는 “지속가능한 경제적 성장으로 가기 위해서는 경제학자들이 문턱이라고 말한 90%를 지켜야 한다” 는 내용이 깔려 있다.

하지만 연구에 의하면 2000년대 이후부터 그들의 주장을 뒷받침할 수 있는 실증적 근거가 없다. “부채 시기의 성장” 의 내용은 유럽위원회의 올리 렌(Olli Rehn)과 많은 이들이 “정부 부채가 GDP의 80~90%에 도달하면 구축 효과가 발생한다” 는 잘못된 주장을 하도록 만들었다. 라인하트와 로고프의 연구는 많은 이들이 믿는 것처럼 GDP 대비 부채가 90% 이하이면 경제가 안전하지만, 90%를 넘게 되면 성장은 위험에 빠진다는 것을 보여준다.

하지만 문턱은 존재하지 않는다. 라인하트와 로고프가 모수에 근거하지 않은 방식으로 만들어낸 결과일 뿐이다. 90%가 하위 그룹에 속하도록 데이터를 4개로 구분하였다. (역주 : 드롱은 부채 비율에 따라 50% 미만, 50~100%, 100~150%, 150~200%의 그룹으로 나누어 재분석하였다.<sup>2)</sup> 라인하트와 로고프의 논문은 부채 비율 30%에서 90%까지만을 4개 그룹으로 나누어 분석하고 있다.) 그 결과 전체적으로 GDP 대비 부채가 증가할수록 성장률은 점차적으로 완만하게 줄어들었다. 80%와 100%의 차이는 매우 미미했다.

라인하트와 로고프는 높은 부채와 낮은 성장 사이의 상관관계가 있다는 사실은 부채가 위험이 되는지 그렇지 않은지를 조사해야 하는 신호라고 말한다. 어떤 경우는 그럴 수

2) 자세한 내용은 브래드포드 드롱의 “부채의 위험 : 라인하트와 로고프의 연구에서 진짜 문제는?(risks of Debt : The Real Flaw in Reinhart-Rogoff?)”에 나와 있다.

<http://www.project-syndicate.org/blog/risks-of-debt--the-real-flaw-in-reinhart-rogoff>

승자독식의 신자유주의에서 벗어나 신뢰와 협동으로 함께 살아가는 사회, 새사연이 그리는 미래입니다.

더 큰 걸음으로 움직이고 성장하는 새사연, 이제 여러분이 회원이 되어 함께 해주세요.





있다. 부채와 성장 사이의 높은 상관관계를 보이는 국가들 중 일부는 이자율이 높아지고 주식시장이 하락 중인 상황이었다. 이들은 GDP 대비 부채가 높았으며 실제로 낮은 성장률을 보였다.

인플레이션이 높은 국가 중 정부 부채가 높은 경우도 성장률이 하락하는 상관관계를 보인다. 하지만 이런 국가들은 이미 성장이 정체된 상황이었으며, 래리 서머스가 계속 주장하듯이 GDP 대비 부채가 높아지는 것은 분자(부채)의 문제가 아니라 분모(GDP)의 문제로부터 나온 결과이다. (역주 : 성장이 정체되어 GDP가 낮아지면서 분모가 줄어들어 전에 비해 부채 비중이 높아졌다는 뜻이다.)

그렇다면, 금리가 낮고, 인플레이션도 없고, 주가가 상승 중이며, 이전까지 건강한 성장을 해온 국가들의 경우 부채와 경제성장 사이의 관계를 어떻게 설명할 수 있을까?

설명의 여지는 그렇게 많지 않다. 적어도 미국에서는 그렇다. 이자율과 인플레이션율이 정상 수준보다 높아지고, 주식시장이 하락하기 전까지는 정부 부채가 조금 더 축적되어도 전혀 위험이 되지 않는다. 우리는 경험을 통해 알고 있다. 그리고 이를 통해 바로 지금 미국이 직면하고 있는 현실의 문제들 - 낮은 고용과 약해진 경제력 -을 해결할 수 있는 거대한 잠재적 가능성이 존재한다.

\* 원문 게재 사이트:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-impact-of-public-debt-on-economic-growth-by-j--bradford-delong>

### 누가 거대한 나쁜 부채를 두려워하는가? (Who's Afraid of the Big Bad Debt?)

2013년 4월 30일  
프로젝트 신디케이트(Project Syndicate)  
리카르도 하우스만(Ricardo Housmann)

얼마 전 주요 언론을 통해 전해진 경제학자들 사이의 논쟁이 많은 관심을 끌었다. 논쟁의 한 편에는 카르멘 라인하트와 케네스 로고프가 있고, 다른 한 편에는 폴 크루그먼이 있었다. 최근의 일들은 텔레비전 코메디 쇼에 사용되기에 부족하지 않았다.

로고프와 라인하트가 2010년에 발표한 유명한 논문이 문제였는데, 높은 공공 부채는

승자독식의 신자유주의에서 벗어나 신뢰와 협동으로 함께 살아가는 사회, 새사연이 그리는 미래입니다.

더 큰 걸음으로 움직이고 성장하는 새사연, 이제 여러분이 회원이 되어 함께 해주세요.



장기적으로 경제성장을 저해한다는 내용을 담고 있다. 애머스트의 매사추세츠 대학의 대학원생 토마스 헌던(Thomas Hordon)과 그의 교수인 마이클 애쉬(Michael Ash), 로버트 폴린(Robert Pollin)은 논문을 통해서 로고프와 라인하트의 주장에 의문을 던졌고, 폴 크루그먼이 이를 유명하게 만들어줬다.

헌던, 애쉬, 폴린은 라인하트와 로고프가 얻어낸 결과가 코딩 에러와 미심쩍은 방법론에 의한 것이라고 주장한다. 하지만 이같은 트집을 받아들인다고 해도, 그들의 주장은 라인하트와 로고프의 논문 내용을 완전히 반박하지는 못한다. 대체 왜 이렇게 소란들인지 이해할 수 없다.

이 논쟁은 매우 중요한 내용을 담고 있다. 왜냐하면 지금 우리가 직면한 적자 축소와 경기부양 사이에서의 선택에 있어서 많은 의미를 제공해주고 있기 때문이다. 하지만 단지 그것에 그치지 않는다. 이 논쟁은 케인즈주의자와 (크루그먼의 표현에 의하면) “긴축주의자(Austerians)”, 즉 정부 부채를 막기 위해 재정 긴축을 주장하는 이들 사이의 논쟁이라는 점을 이해해야 한다.

케인즈주의자들의 처방은 간단하다. 경제가 침체되면 재정 정책을 통해 경기를 부양해야 하고, 경제가 과열되면 지출을 줄이고 세금을 올려서 경기를 가라앉혀야 한다. 공공 부채의 수준은 올라갈 수도 있고 떨어질 수도 있으니, 정책가들이 여기에 너무 많은 신경을 쓸 필요가 없다. 특히 미국과 영국을 보면 그렇다. 높은 재정 적자와 부채에도 불구하고 인플레이션은 억제되고 있으며 장기 금리는 역사적으로 낮은 추세이다. 경기를 부양하고 미래에 투자하는 게 당연하다는 주장이다.

흥미롭게도 라인하트와 로고프도 위와 같은 제안에 광범위하게 동의했다. 적어도 미국에 대해서만은 그랬다. 그들은 심지어 주택담보대출을 상각하고 인플레이션을 높이기 위한 이단적 정책을 주장하기도 했다. 하지만 그들의 논문은 전혀 다른 주제를 다루고 있다. 높은 수준의 공공 부채가 장기적으로 미치는 영향에 관해 다루고 있으며, 결론적으로 성장을 저해한다고 주장하고 있다.

이러한 결론은 정부 부채 수준은 신경쓸 필요가 없다는 크루그먼의 주장이 잘못되었음을 의미한다. 크루그먼은 경제가 침체상태라면, 부채가 증가해도 금리는 낮게 유지될 것이라고 주장한다. 소위 “채권 자경단(bond vigilantes)” 불리는 이들에 의한 투기적 공격에 대한 두려움은 잘못된 것이라 주장한다.

라인하트와 로고프의 논문은 높은 공공 부채가 문제가 될 수 있다는 관점을 담고 있으며, 전 세계를 포괄하는 증거를 제공하고 있다. 부채가 높은 국가들은 취약한 위치에 놓여 있다는 것을 깨달아야 한다. 하지만 지금의 논쟁은 경제 침체기에는 정책가들이

승자독식의 신자유주의에서 벗어나 신뢰와 협동으로 함께 살아가는 사회, 새사연이 그리는 미래입니다.

더 큰 걸음으로 움직이고 성장하는 새사연, 이제 여러분이 회원이 되어 함께해주세요.



부채 수준을 고려하지 않아도 되는지에 관해서는 잘 이야기하지 않고 있다. 실제로 거대한 나쁜 부채가 존재한다. 그러한 사례는 세계에 널려 있다. 이 부채는 늑대 같아서 언제 굴에서 나와서 혼란을 만들지 알 수 없다.

스페인을 생각해보라. 2008년 위기가 터졌을 때, G20은 그해 11월에 각 국 정상들을 소집하였고 케인즈주의자들의 처방을 따르기로 합의했다. 모든 국가들이 재정 확대를 하여 경제를 부양시켜서 침체를 뚫고 가기로 합의했다. 당시 스페인의 재정장관인 페드로 솔베스(Pedro Solbes)는 재빨리 공공 부문의 투자와 지출을 늘렸다.

하지만 2009년 봄이 되자 솔베스는 정반대의 길로 돌아섰다. 세수가 급감하고 지출이 팽창되자, 정부는 거대한 적자를 떠안게 되었고, 국채 가격은 급락했으며, 금리는 치솟았다. 정부는 적자를 감당할 수 없는 상황이 되었다.

금융의 역사는 이와 비슷한 사례로 가득 차 있다. 1994년 멕시코, 1998년 러시아, 1999년 에콰도르, 2001년 아르헨티나, 2002년 우르과이, 2003년 도미니크 공화국, 1976년 미국. 모두 경기 침체와 실업율과의 싸움이었으며, 재정 적자에 빠져 어려움을 겪었다. 사실 한 국가가 이러한 위기에 빠졌을 때, 재정을 축소하는 것은 재정건정성을 강화하고 금리를 낮춤으로써 결국은 경기 확장으로 이어지게 된다.

크루그먼이 라인하트와 로고프의 논문에 대해 말하는 것 같은, 긴축주의자들과 케인즈주의자 사이의 논쟁은 미국 이외의 국가에 대해서는 적절성이 떨어진다. 크루그먼은 재정 정책을 결정할 때 고려해야 할 중요한 내용을 말하지 않았다.

정부 부채의 수준은 중요하다. 특히 부채의 통화 구성이 어떻게 되어 있는지가 중요하다. 미국은 자체 통화로 부채를 감당할 수 있다는 점에서 다른 국가들이 부러워할 만한 위치에 있다. 연방준비은행은 정부 부채를 감당할 수 있는 만큼의 달러를 찍어낼 수 있다. 게다가 달러는 세계의 기축통화로 매우 특수한 위치에 있다.

일본도 마찬가지로 적자를 감당할 수 있다. 엄청난 공공 부채에도 불구하고 일본의 기관 투자자들로부터 충분히 엔화를 빌릴 수 있기 때문이다.

반대로 스페인의 부채는 유로화이다. 스페인은 유로화를 찍어낼 수 없으며, 그나마 대부분은 외국인들이 갖고 있다. 많은 신흥국들이 비슷한 처지이다. 제네바 대학교의 개발학 대학원(Graduate Institute of Development Studies)의 우고 파니자(Ugo Panizza)는 최근 논문을 통해서 2008년 이후 크루그먼이 신봉하는 케인즈주의적 경기 역행적 정책을 펼친 신흥국가들은 낮은 수준의 외환 부채를 갖고 있다고 밝혔다. 위기 이전에 긴축적 정책을 펼쳐왔기 때문에 위기 이후에 케인즈주의적 정책을 펼 여력이 있

승자독식의 신자유주의에서 벗어나 신뢰와 협동으로 함께 살아가는 사회, 새사연이 그리는 미래입니다.

더 큰 걸음으로 움직이고 성장하는 새사연, 이제 여러분이 회원이 되어 함께 해주세요.



었던 것이다.

라인하트와 로고프의 논문에서 찾아낸 약점이 무엇이던 간에 상관없이, 경기침체 시의 국가들이 언제나 적자나 부채 수준에 신경 쓰지 않고 경기부양에만 집중해도 되는 것은 아니다. 오늘날 미국의 상황에는 맞는 말일지 몰라도 그 외의 대부분의 국가들에게는 완전히 잘못된 정책이다

\* 원문 게재 사이트:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-limited-relevance-of-the-austerity-debate-by-ricardo-hausmann>



## 2013년 새사연의 '세계의 시선' 목록

2013년 5월 7일 현재

아젠다	발간일	제목	작성자
세계의 시선	1/11	세계 경제 침체에 가려져 놓쳐서는 안 될 문제들	이수연
세계의 시선	1/28	금융위기와 가계부채, 그리고 신용 협동조합	김병권
세계의 시선	1/25	경제위기와 보건의료정책, 그리고 건강	이은경
세계의 시선	1/27	루비니 교수가 말하는 2013년 경제의 5대 위험	김병권
세계의 시선	2/1	국제노동기구가 제시하는 공정한 성장을 위한 길	김수현
세계의 시선	2/12	소득 불평등에 대한 미국 보수의 반격?	여경훈
세계의 시선	2/14	세계적 불황에 누가 가장 취약한가?	최정은
세계의 시선	2/19	주민들의 건물 공동소유로 높은 임대료 극복하기	이수연
세계의 시선	3/9	브라질 전 대통령 룰라가 평가하는 차베스	김병권
세계의 시선	3/12	단기 자본 수익에서 벗어나는 것이 창조경제	이수연
세계의 시선	3/21	싱가포르가 저출산에 대처하는 방법	최정은
세계의 시선	3/26	EU, 심각한 청년고용문제 해결에 나서	김수현
세계의 시선	3/29	뱅크런과 구제금융 ABC	여경훈
세계의 시선	4/5	노후소득보장을 위한 백년만의 영국 연금개혁	이은경
세계의 시선	4/9	영국 아빠들이 '출산휴가' 를 거부하는 이유	최정은
세계의 시선	4/16	아베가 쏘아 올린 세 가지 화살	여경훈
세계의 시선	4/23	고용 회복 위해서는 새로운 국제 정책 필요	김수현
세계의 시선	4/30	자신의 국민과 싸운 '철의 여인' 대처	김병권

승자독식의 신자유주의에서 벗어나 신뢰와 협동으로 함께 살아가는 사회, 새사연이 그리는 미래입니다.

더 큰 걸음으로 움직이고 성장하는 새사연, 이제 여러분이 회원이 되어 함께 해주세요.