

보도자료

이 자료는 배포 즉시 취급하여 주십시오.

제 목 : 「2023년 BOK 국제컨퍼런스」 정책대담 주요 내용

- 한국은행 이창용 총재는 “팬데믹 이후의 정책과제(Policy Challenges After the Pandemic)”라는 주제로 6월 1일 열린 2023년 BOK 국제 컨퍼런스에서

Thomas Sargent 뉴욕대 교수(한국은행 고문, 2011년 노벨경제학상 수상자), Narayana Kocherlakota 로체스터대(기조연설자, 전 FRB-Minneapolis 총재) 교수와 같이 3인 정책대담을 가졌음

- 정책대담의 자세한 내용은 ‘붙임’ 참조

문의처 : 경제연구원 금융통화연구실 실장 강환구, 연구위원 박용민, 부연구위원 박광용, 부연구위원 이경태

Tel: (02) 759-5477, 5424, 5452, 5188 Fax: (02) 759-5420

공보관 : Tel (02) 759-4023, 4022

“한국은행 보도자료는 인터넷(<http://www.bok.or.kr>)에도 수록되어 있습니다.”



한국은행
BANK OF KOREA

(붙임)

2023년 BOK 국제컨퍼런스 정책대담 주요 내용*

* Kocherlakota 교수의 기조연설(“US inflation: Diagnosis and Treatment“)은 <참고> 기조연설 요약 ‘미국의 인플레이션: 진단과 처방’을 참조

□ (이창용 총재) Kocherlakota 교수님께서서는 기조연설 전반부에서 최근 미국의 높은 인플레이션은 완화적 통화·재정정책보다는 높아진 마크업(기업이윤)에 기인한다고 주장하셨습니다. 그런데 일각에서는 미국의 기업이윤이 2020년 이후 코로나19 위기에 대응하는 과정에서 시행된 초저금리와 대규모 정부 보조금 정책에 힘입어 크게 확대되었다고 주장하는데, 이에 대한 견해는?

→ (Kocherlakota 교수) 저는 기업의 마크업이 어떻게 결정되는지에 대해 아직은 우리가 충분히 알지 못한다고 생각합니다. 총재님께서 말씀하신 대로 완화적 재정·통화정책이 수요의 가격탄력성에 영향을 줌으로써 기업이 과거에 비해 높은 가격을 부과할 수 있다는 사실을 깨달았을 수 있다고 생각합니다. 그러나 초과수요의 작동방식이 과거에 우리가 알고 있던 것과 달리 기업의 생산비용뿐 아니라 기업이윤과 마크업이라는 새로운 경로를 통해 나타나고 있다는 점에서 정책당국자 입장에서는 모든 대안적 설명에 전향적인 자세를 취할 필요가 있다고 생각합니다.

□ (이창용 총재) 코로나19 이후 미국 노동시장의 상황이 특이했다는 점을 감안하면 Kocherlakota 교수님 견해에 동의하는 측면도 있습니다. 결론적으로 최근의 높은 인플레이션이 공급 측 요인에 의해 많이 영향을 받았다는 점에는 많은 분들이 동의하는 것 같습니다.

Sargent 교수님께 여쭙겠습니다. 1999년에 발간된 교수님의 저서, “미국 인플레이션의 정복(The Conquest of American Inflation)”을 통해 저도 합리적 기대이론을 포함하여 거시경제학에 대해 많은 것을 배웠습니다. 그 책은 1980년대와 90년대 초의 인플레이션 상황을 다루고 있습니다. 최근 높은 인플레이션 상황에서 필립스 곡선의 평탄화, 노동

시장의 변화 등 인플레이션 동학에 대한 다양한 논쟁이 진행되고 있는 상황에서 동 저서의 개정판을 발간하신다면 어떠한 내용을 새롭게 추가하고 싶으신지요?

→ (Sargent 교수) 동 저서의 개정판을 발간할 계획은 없습니다만, 아직 인플레이션 동학에 대하여 우리가 알지 못하고 있는 점이 적지 않다는 점을 이야기하고 싶습니다. 가령 Marvin Goodfriend와 Robert King의 연구에서 밝혀진 바와 같이 1980년대초 볼커 디스인플레이션 (Volcker's disinflation)은 합리적 기대 모형 하에서 설명하기 어렵습니다. 또한 우리가 활용하는 모형은 실제 데이터를 설명하기 위한 근사치에 가깝기 때문에 때때로 큰 편차가 발생할 수 있음에 유의해야 합니다.

□ (이창용 총재) Kocherlakota 교수님의 기조연설 후반부에서 실질금리가 경제성장률을 지속적으로 하회하고 대규모 정부부채가 누적되는 등 정부부채 거품(Public Debt Bubble)이 존재하는 상황에서는 거시경제 안정을 달성하는 데 있어서 통화정책에 비해 재정정책의 유효성이 높아질 수 있다고 하셨습니다. 그러나 신흥국의 경우 정부부채 거품이 존재하는 가운데 추가로 대규모 재정적자가 발생한다면 실질금리가 크게 상승하고 이로 인해 정부부채 위기가 초래될 가능성이 있습니다. 이러한 상황에서 신흥국 정책당국이 재정정책에 의존할 수 있다고 생각하십니까? 또한 한국과 중국을 포함한 일부 국가의 경우 급속한 고령화로 인해 구조적 장기침체에 직면할 가능성을 배제할 수 없는데, 이 때 재정정책을 활용하는 것이 바람직하다고 보십니까? 어제 열린 일본은행 컨퍼런스에서도 비슷한 논의가 있었습니다. 일부 참석자들은 일본경제가 다시 저성장과 저인플레이션 기조로 돌아간다면, 이는 구조적인 문제에 기인한 바 크므로, 통화·재정정책보다는 구조적인 해법을 모색하는 것이 바람직하다는 의견이 제기되었습니다.

→ (Kocherlakota 교수) 훌륭한 질문입니다만 저는 그 질문에 대해 충분히 깊게 생각해보지는 않았습니다. 제 논문은 일종의 차선(second best)의 정책에 관한 분석으로 이자율이 언제나 성장률보다 낮다는 점

을 가정해두고 이러한 정상상태에서 작은 충격이 발생했을 때 경제가 어떻게 반응하는지를 다루고 있는 새케인지언 분석에 가깝다고 볼 수 있습니다. 질문하신 내용은 이러한 차선택에 관한 분석에서 벗어나 이자율이 성장률보다 낮을 경우 정부의 재정정책이 재정위기를 초래하지 않기 위해서는 어떠한 해야 하는지에 관한 더 폭넓고 중요한 문제에 관한 것이라 생각합니다. 다만 이자율이 성장률보다 낮은 경우는 정부가 더 좋은 정책을 더 다양하게 펼칠 기회가 될 수 있다고 생각합니다.

□ (이창용 총재) Sargent 교수님께서 2015년에 IMF의 ‘Richard Goode 기념 강연회’에서 ‘미국 정부부채 상한의 역사’라는 제목으로 강연하셨을 때 제가 청중의 한 사람이었습니다. 오늘 컨퍼런스의 제1세션 발표논문도 발표자인 George Hall 교수님과 공동으로 작성하시는 등 미국 정부부채 및 그 한도와 관련한 많은 연구를 하신 바 있습니다. 한국도 국회에서 정부의 재정준칙 도입을 위한 법제도 마련과 관련한 토론이 진행되고 있습니다. 미국의 재정정책과 관련한 연구 및 경험을 바탕으로 재정준칙 법제화의 유효성에 대한 견해를 말씀해 주시면 감사하겠습니다. 또한 재정준칙 법제화의 성공을 위한 필수 요인은 무엇이라고 생각하십니까?

→ (Sargent 교수) 동태적으로 최적화된 준칙을 설계하더라도 시간이 경과하면서 법과 제도가 진화함에 따라 현실적으로는 준칙의 유효성이 지속되기가 어렵습니다. 또한 정책당국자들이 재정준칙에 대해 가지고 있는 생각도 중요합니다. 예를 들어 과거에는 세입과 세출이 균형을 이루는 균형예산이 바람직하다는 것에 대하여 공감대가 형성되어 있었으나 현재는 매우 다릅니다. 금융부문에서도 유사한 사례가 발견됩니다. 예컨대 과거 Bagehot이 금융회사의 도덕적 해이를 초래한다고 비판하였던 중앙은행의 최종대부자로서의 역할은 오늘날 대부분 국가에서 금융시스템 안정을 위한 기능으로 널리 활용되고 있습니다. 이러한 점을 감안하면 준칙 설계뿐 아니라 법, 제도, 관습, 정책당국자의 태도가 모두 중요하다고 생각합니다.

□ (이창용 총재) Kocherlakota 교수님께서서는 기초연설 원문에서 긴축적 통화정책이 소득불평등을 악화시킬 수 있다고 언급하셨습니다. 중앙은행이 통화정책을 수행함에 있어 소득불평등 문제를 고려해야 한다고 보십니까?

→ (Kocherlakota 교수) 저는 개인적으로 중앙은행이 소득불평등과 같은 문제를 통화정책의 목표로 설정해야 한다는 유혹에서 벗어나야 한다고 생각합니다. 이는 민주주의 국가에서 선출직 공무원들이 맡아야 할 책무이며, 중앙은행은 이런 과정을 통해 주어진 책무를 달성하는 데 집중하는 것이 중요하다고 생각합니다. 예를 들어 캐나다 중앙은행은 재무부와 합의한 2% 인플레이션을 정책목표로 하고 있으며 영란은행은 2% 인플레이션과 금융 안정을 목표로 하고 있습니다. 하지만 미국의 경우는 다소 달랐습니다. 그동안 연준은 2%의 인플레이션과 낮은 실업률을 유지하는 것이 물가안정과 고용 극대화라는 양대 책무를 달성하는 방식이라고 해석해 왔습니다만, 2020년에는 소득불평등 문제를 고려하여 책무에 대한 해석을 달리하였습니다. 소득불평등은 통화정책의 관점에서 고려해야 할 중요한 이슈라고 생각하지만, 저는 중앙은행이 선출직 공무원들에 의해 주어진 책무를 달성하는 것이 바람직하다고 생각합니다.

□ (이창용 총재) 6월 13일과 14일로 예정된 미 연준의 FOMC 회의에서 연준이 어떠한 결정을 해야 한다고 생각하시는지?

→ (Kocherlakota 교수) 저는 연준이 금리를 인상해야 한다고 생각합니다. 제 학술논문에서는 재정정책에 더 의존해야 한다고 지적했습니다만 사람들이 인플레이션이 다시 2% 내외에서 안정될 것이라 믿게 만들기 위해서는 그냥 기다리기만 할 시점은 아니라 생각합니다. 따라서 현 시점에서 올바른 질문은 올릴지 말지가 아니라 25bp 인상인지, 50bp 인상인지가 되어야 한다고 생각합니다. 지금 중요한 것은 단순히 올리느냐 마느냐가 아니라 연준의 의도에 대한 신호를 보내는 것입니다. 만약 금리를 인상하지 않는다면 연준은 금융시장 불안에 대해 우려하고 있

다는 신호를 보내는 것이 될 것입니다. 그래서 저는 이 질문이 올리느냐 마느냐의 문제가 아니라, 25bp를 올릴 것인지 50bp를 올릴 것인지에 대한 것이 되어야 한다고 생각합니다.

→ (Sargent 교수) 저 역시 보다 큰 폭의 금리인상을 지지합니다. 21세기 들어 중앙은행은 최종대부자로서의 역할을 수행했을 뿐 아니라 과거에는 금기시되었던 자산매입을 정책수단으로 활용하고 있습니다. 앞으로는 경제적 충격에 대한 정책대응에 있어 정부, 중앙은행, 의회의 역할을 보다 명확히 할 필요가 있다고 생각합니다.

<참고>

기조연설 요약

미국의 인플레이션: 진단과 처방 (US Inflation: Diagnosis and Treatment)

Narayana Kocherlakota (University of Rochester and NBER)

- ◆ 지난 3년간 경험한 미국 인플레이션의 가파른 상승세는 코로나 위기 이후 완화적 통화 및 재정정책에서 비롯된 초과수요보다는 팬데믹과 우크라이나-러시아 전쟁으로 인한 공급비용 상승 및 기업 간 경쟁 완화에 따른 이윤 상승에 기인한 것으로 평가
- ◆ 한편, 정부 재정수지가 구조적인 적자를 보이는 가운데 실질금리가 성장률을 밑도는 상황에서 인플레이션을 완화하기 위해서는 긴축적인 통화정책에만 의존하기보다는 세입 확대나 이전지출 축소 등을 통한 긴축적 재정정책이 동반될 필요

- 최근 고인플레이션의 주요 원인으로 코로나 위기에 대응한 대규모 재정지출과 연준의 제로금리 정책으로 인한 초과수요가 지목되고 있으나 이들 완화적 정책이 초과수요를 발생시켰다는 증거는 제한적임
 - 팬데믹 전후 실업률과 실질임금이 큰 차이가 없었다는 점을 감안할 때 완화적 거시정책으로 초과수요가 발생한 것으로 판단하기 어려우며, 통화증가가 인플레이션으로 연결되는 정도를 포착하는 장기 기대 인플레이션도 코로나 이전보다 0.5%p 상승한 데 그침
- 최근 높은 인플레이션은 주로 코로나 위기와 우크라이나-러시아 전쟁에 따른 공급차질로 인한 비용 상승과 기업 간 경쟁 완화에 의한 이윤 상승에 기인한 것으로 평가
 - 공급부족으로 인한 생산비용 상승에도 불구하고 코로나 확산으로 인한 봉쇄조치 등에 따른 기업 간 경쟁 완화로 미국 내 기업 이윤이 코로나 위기 이전과 비교해 20% 이상 상승하면서 높은 가격이 유지될 수 있었음

□ 한편 새로운 거시경제모형을 통한 이론적 분석을 수행*한 결과, 인플레이션을 바람직한 수준으로 낮추기 위해서는 통화 긴축에만 의존하기보다는 긴축적 재정정책을 펼치는 것이 더 바람직할 것으로 판단

* Kocherlakota (2022), "Stabilization with Fiscal Policy," *Journal of Monetary Economics*, 131, 1-14.

○ 거시경제 안정화가 재정정책보다는 통화정책에 의해 주로 이루어져야 한다는 전통적 견해에 대해 정부부채 거품*이 존재하는 이질적 경제주체 거시모형을 통해 재고찰

* 정부부채 거품은 ①실질금리가 경제성장률보다 영구적으로 낮고, ②기초재정수지가 지속적으로 적자를 보이는 경우 발생한다고 가정

○ 고인플레이션에 대해 긴축적 통화정책으로 대응하는 경우, 일차적으로는 기간 간 대체효과를 통해 현재 시점의 수요를 축소시키고 인플레이션을 낮추는 효과가 있으나, 한편으로는 가계가 보유하고 있는 정부채권의 이자수익이 증가하면서 오히려 미래 수요를 자극하고 인플레이션을 상승시킬 가능성

○ 반면, 고인플레이션에 대해 이전지출 축소 등 긴축재정으로 대응할 경우, 가처분소득 감소를 통해 현재 소비와 인플레이션을 낮출 수 있을 뿐 아니라 이를 통한 정부부채 축소가 미래 가계의 이자수익을 동시에 감소시키면서 미래 수요도 축소하며 인플레이션을 억제하는 효과

□ 종합하면, 최근 고인플레이션은 완화적 통화-재정정책에 따른 초과수요에 기인했다기보다는 공급차질로 인한 생산비용 상승과 시장 경쟁 축소에 의한 이윤율 상승에 기인한 것으로 평가

○ 이에 대응하기 위해서는 공급망 개선을 통한 생산비용 감축 및 기업 간 경쟁제고를 통한 공급확대 방안이 우선적으로 필요

○ 또한 지난 30여년 간 주요국이 경험한 바와 같이 실질금리가 성장률을 하회하는 상황에서는 물가안정 등 거시경제 안정화를 위해 통화정책에만 의존하기보다는 재정정책도 활용할 필요가 있음을 시사