

금융위기 이후 물가안정목표제의 유효성을 둘러싼 논의*

연구위원 장정모

글로벌 금융위기 이후 통화정책에 대한 다양한 논의가 진행 중이다. 최근에는 중앙은행이 사전에 공표된 물가목표를 달성하기 위해 통화정책을 운영하는 물가안정목표제에 대한 논쟁이 다시 활기를 띄고 있다. 금융위기로 드러난 물가안정목표제의 문제점은 자산가격 버블의 유인 제공과 공급충격에 대한 대응체계 미비로 요약할 수 있다. 이에 대한 대안으로 프랑켈을 비롯한 일부 경제학자들은 명목GDP목표제를 제시하고 있다. 초기에는 물가에 비해 기대형성이 어려울 수 있다는 약점에도 불구하고 선진국들의 경우에 명목GDP목표제는 시도할 만한 가치가 있어 보인다. 다만 이를 뒷받침할 이론적인 거시경제모형이 아직까지 존재하지 않아 큰 지지를 끌어내지 못하고 있다.

최근 세계 주요기관들이 글로벌 경제에 대해 하향 조정된 전망치를 잇달아 내놓아 경기둔화를 경고하고 있다. 유럽의 재정위기와 미국 경기침체에 이어 중국경제마저 주춤하고 있어 상황이 악화될 가능성이 현저히 높아졌기 때문이다. 이에 IMF도 올해 국내경제의 성장률이 기존 예상보다 0.25%p 낮은 3.25%에 그칠 것으로 전망하고 있다.

하지만 경제성장을 되살리는 해법을 제시해야 할 거시경제학과 경제학자들에 대한 기대는 높지 않다. 시장의 효율성을 맹신한 결과 글로벌 금융위기와 유럽위기를 예측하지 못한데다가 복잡한 현실을 해결할 효과적인 대응책도 내놓지 못하고 있다는 것이다. 대표적인 예가 통화정책이다. 금융위기

이후 미국 등의 선진국에서는 양적완화와 같은 비 전통적 통화정책이 사용되고 있지만 그 효과에 대해서는 아직도 의견이 분분하다. 금융안정을 도모하려는 시도가 도리어 중앙은행의 독립성과 신뢰도에 부정적인 영향을 끼칠 수 있다는 우려도 높다.

더구나 통화정책의 주된 목표가 물가안정에서 고용증대로 옮겨가는 것에 대한 견해차도 좁혀지지 않고 있다. 다시 말해, 물가안정목표제에 있어 얼마만큼 재량이 허용되어야 하는 것이다. 전통적으로 선진국의 중앙은행은 물가상승률을 2%대로 낮게 설정하여 물가안정에 주력하여 왔다. 하지만 금융위기 이후 상황이 달라졌다. 물가는 전반적으로 안정된 반면 실업률은 떨어질 기미를 보이지 않아 경기부양에 대한 요구도 이전보다 높아졌다. 이에 따라 미국을 비롯한 주요 선진국의 물가안정목

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.



표치를 종래의 2% 수준에서 4%대로 상향 조정하는 방안도 일찍이 제시되었다.

이와는 별도로 물가안정목표제에 대한 또다른 비판도 등장하였다. 인플레이션 목표를 어느 수준으로 하는 문제와는 달리 과연 인플레이션을 목표 변수로 하는 것이 최적인가라는 의문이 제기된 것이다. 특히 최근 하버드 대학의 제프리 프랑켈 교수가 쓴 '물가안정목표제의 사망'이란 글이 발단이 되면서 논쟁이 더욱 활기를 띠게 되었다.¹⁾

물가안정목표제에 관한 논란

IT(Inflation Targeting)로 약칭되기도 하는 물가안정목표제는 중앙은행이 사전에 공표된 물가목표를 달성하기 위해 통화정책을 운영하는 방식이다.²⁾ 이를 위해 연간 소비자물가(CPI) 상승률의 관리 범위를 정하는데, 영란은행과 ECB는 각각 2%(±1%p)와 2%미만으로 설정하고 있다. 미국의 경우 물가와 고용을 동시에 고려한다고 되어 있어 명시적인 물가안정목표제로 보기는 어렵다. 그럼에도 불구하고 80년대 이후 미국의 실제 통화정책을 보면 암묵적으로 유연한(flexible) 물가안정목표제를 따랐다고 보아야 한다.³⁾

만약 통화당국이 물가에 대한 목표치를 밝히지 않는다면 잘못된 기대심리로 인해 기업들이 상품가격을 인상하거나 근로자들이 높은 명목임금 상

승률을 요구할 수 있다. 과도한 인플레이션은 물가에 대한 불확실성으로 이어져 투자 하락, 국제경쟁력 하락, 저축의 실질가치 하락 등을 초래하게 된다. 따라서 높은 인플레이션으로 인한 경기의 변동성을 최대한 줄이는 것이 물가안정목표제의 최종 목표라고도 할 수 있다.

글로벌 금융위기 이전까지 물가안정 목표제는 중앙은행의 신뢰를 뒷받침하는 최선의 통화정책 운영체제로 주목받았다.⁴⁾ 하지만 지금은 지난 25년간 지속된 대안정기(Great Moderation)에만 적합한 제도였다는 비판에 직면하고 있다. 프랑켈 교수도 지적하고 있듯이 물가안정목표제의 한계는 다음 두 가지 문제점을 근거로 하고 있다.

첫째, 물가안정목표제가 자산시장의 버블을 확대시키고 금융시스템의 불안정성을 심화시켰다는 것이다. 장기화된 물가안정은 금리경로를 예측 가능한 것으로 인식하게 하는 요소가 되었다. 이로 인해 금융시장 참여자들의 위험선호성향이 크게 증가하여 자산가격의 상승을 유발한 것이다. 이전까지 주요국의 중앙은행들은 이러한 자산가격 버블에 대한 정보를 소비자 물가에서 유추할 수 있다는 입장을 고수하였다. 소비자 물가가 크게 변화하지 않는 한 자산시장의 거품은 실물경제에 그리 영향을 미치지 않을 것이라는 잘못된 판단을 한 것이다. 또한 정책당국자들의 물가안정에 대한 집착은 금융시장의 혼란이 투자·소비의 위축에 미치는 영향을 간과하는 실수로 이어지기도 하였다.

1) Frrankel, Jeffrey. "The death of inflation targeting", Project-syndicate.org (May 16, 2012)
 2) 1990년 뉴질랜드에서 처음 채택된 이 제도는 이후 캐나다, 영국, 스웨덴, 브라질, 터키, 가나 등으로 확산되어 현재 한국을 포함한 26개국에서 운영 중이다.
 3) Thornton, L. Daniel, "How did we get to inflation targeting and where do we need to go to now? A perspective from the U.S. Experience", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Jan/Feb 2012.

4) 1990년대 잇단 외환위기를 거치며 환율안정 목표제가 붕괴되면서 물가안정목표제가 통화정책의 새로운 지렛대로 널리 받아들여지게 되었다. 고정환율제를 채택했던 여러 나라들이 투기세력의 공격으로 치명상을 입게 되면서 새로운 제도가 필요해진 것이다.

둘째, 공급충격이 과거와는 다른 양상으로 전개되었지만 이에 대한 대응체계가 미흡하였다는 것이다. 작년까지 국제 원자재 가격이 급격히 오르면서 각국의 물가상승률에 크게 영향을 미쳤다. 이렇게 '수입'된 인플레이션에 대응하기 위해 물가안정목표제는 금리 인상을 처방할 수밖에 없다. 하지만 이들 국가가 국제 원자재 시장에 차지하는 비중이 작기 때문에 금리 인상이 물가상승률에 미치는 영향은 미미하다.⁵⁾ 도리어 금융위기 직후 ECB의 경우에서 보았던 것처럼 금리 인상은 실물경제에 해만 끼치게 되는 것이다. 따라서 경기침체가 우려되는 상황에서도 무작정 물가안정목표제를 따라 금리를 인상하거나 유지하는 것은 전혀 도움이 되지 않는다.

대안으로서의 명목GDP목표제

이러한 물가안정목표제의 문제점을 인식하여 프랑켈 교수는 명목GDP목표제를 대안으로 제시하고 있다. 사실 명목GDP목표제는 이번에 새롭게 나온 대안이 아니다. 명목GDP목표제는 물가안정목표제에서는 달성하기 어려운 정책적 이점을 지니고 있다. 물가안정목표제에서 목표를 2%에서 4%로 바꾼다는 것은 장기적으로 중앙은행의 신뢰도를 떨어뜨리는 결과로 이어질 수 있다. 하지만 명목GDP목표제 하에서는 단기적인 물가상승률의 목표치 변화를 명시하지 않고 완화된 통화정책이 사용될 수 있다. 지난해에는 명목GDP목표제가 물가안정목표제보다 우수하다는 시뮬레이션 결과를 담

은 보고서도 나온 바 있다.⁶⁾ 그렇다면 왜 아직도 각국은 물가안정목표제를 고수하려고 하는 것인가?

간단히 말해 통화정책의 목적은 물가와 명목소득에 관한 경제주체들의 기대를 정책당국의 목적에 맞게 형성하려는 것이다. 일반 경제주체에게 있어 물가는 명목GDP에 비해 이해하기 쉬우며 지난 수십 년간 학습을 통해 익숙해진 개념이다. 명목GDP의 경우 집계도 자주 이뤄지지 않아 통계체계부터 새롭게 할 필요도 있다. 따라서 현실적으로 빠른 시일 내에 정착시키기 어렵다는 것이 명목GDP목표제의 문제점이라고 할 수 있다.⁷⁾

하지만 금번 금융위기는 물가안정목표제를 비롯한 기존 통화정책이 이전처럼 잘 기능하지 않을 수 있다는 사실을 알려주었다. 그런 의미에서 명목GDP목표제는 위에서 언급된 단점에도 불구하고 시도할 만한 가치가 있어 보인다.⁸⁾ 다만 프랑켈 교수 등의 일부를 제외한 대다수의 경제학자들은 선뜻 명목GDP목표제를 대안으로 제시하지 않고 있다. 이같은 배경에는 기존 거시경제 모형 하에서 물가안정목표제가 최적이라는 공감대가 이미 형성되어 있기 때문이다. 물론 기존 거시경제 모형은 금융위기를 통해 너무나 많은 약점이 드러났다. 그럼에도 불구하고 현재 우리에게 주어진 다른 도구는 없다. 어떻게 보면 명목GDP목표제의 가장 큰 문제는 이를 뒷받침할 이론적인 거시경제모형이 아직까지 존재하지 않는다는 것이다.

6) Hatzius, et al., "The Case for a nominal GDP level target", US Economic Analyst, Goldman Sachs (October 14, 2011)

7) 이와 관련된 논의는 Economist지의 "Changing target"(Aug 27, 2011)를 참조.

8) 우리나라와 같은 신흥국은 환율 및 정치적인 요소로 인해 선진국들과는 달라 위의 논리를 일방적으로 적용하기는 어렵다.

5) 보다 자세한 논의는 Stiglitz, E. Joseph, "The failure of inflation targeting", Project-syndicate.org (May 6, 2008) 참조.