

외환위기 10년: 재정정책의 역할과 과제*

이 창 용**

논문초록

본고는 외환위기의 회복 과정에서 재정정책의 역할과 향후 과제를 분석하고 있다. 첫째, 본고는 공공기금과 공기업 재무제표 자료를 이용하여 이들 기관의 준재정 활동을 포함시켜 통합재정수지를 재측정한 후 재정기조의 변화를 비교하였다. 또한 재정정책의 경기조절 기능을 분석한 결과 위기직후 재정정책이 전통적인 승수효과 외에 금융중개기능 정상화를 통해 통화승수까지 확대시킴으로써 빠른 회복에 기여하였음을 주장하였다. 적극적인 재정정책 덕에 외환위기로부터 빠른 회복이 가능하였지만 그로 인한 후유증 또한 적지 않다. 막대한 공적자금을 투입한 결과 재정건전성이 훼손되었고 공적 신용보증 프로그램이 강화되어 우발채무가 증가하고 중소기업 구조조정이 지연되는 등 부작용이 나타나고 있다. 이에 앞으로는 재정정책의 거시적 효과와 함께 미시적 효율성을 높이려는 노력이 필요할 때다. 본고는 EU의 중소기업지원 정책을 예로 들어 재정정책의 효율성 제고 방안을 제시하였다.

핵심 주제어: 재정정책, 외환위기, 경기조절기능, 자본시장을 이용한 재정정책

경제학문헌목록 주제분류: E6, H0

* 본 연구는 재정경제부와 한국경제연구원의 재정적인 지원을 받아 서울대학교 국제대학원 국제통상 금융센터가 주관하였으며 재정적으로 지원해주신 두 기관에 감사의 뜻을 전한다. 본 논문은 집필과정에서 공저 논문을 인용하도록 허락해주신 이영, 성태운 교수, Ken Kang 박사과 여러 조언을 주신 박영철 교수, “외환위기 이후 10년” project에 참여한 연구진, 익명의 두 명의 논평자에게 감사드립니다. 저자는 서울대학교 경제학부 『2단계 BK21 국제적 경제학자 양성을 위한 교육연구사업단』 참여 교수임.

** 서울대학교 경제학부 교수, e-mail: rhee5@plaza.snu.ac.kr

I. 서론

올해는 한국경제가 외환위기를 경험한지 10년이 되는 해이다. 갑작스런 외환위기로 인해 과거 7%를 넘는 고도성장을 구가해왔던 한국경제는 1998년 경제 성장률이 -6.8%로 떨어지는 등 최악의 불황을 겪은 바 있다. 그러나 놀랍게도 외환위기를 경험한 다른 국가들과 달리 한국경제는 급속한 회복세를 보여 1999년 경제성장률이 9%를 넘게 된다. 하지만 2000년 이후 또 다시 대우사태, 가계부채 대란, 부동산 가격 폭등 등 위기가 반복되면서 연평균 경제성장률이 4%대에 머물고 있는 등 외환위기의 후유증이 사라지지 않고 있음을 시사하고 있다.

외환위기의 본질이 금융위기이기에 그간의 기존연구는 금융 및 기업부문 분석에 치중되어 왔다(Park and Rhee(1998), Radelet and Sachs(1998), 이종화·이창용(2000)). 그러나 외환위기로부터의 회복과정과 그로 인한 후유증을 이해하기 위해서는 금융부문 분석 못지않게 재정역의 역할을 이해할 필요가 있다. 외환위기의 극복과정에서 금융구조조정 및 사회안전망 구축을 위해 투입된 공적자금이 총 168조에 달하였고 이러한 대규모 공적자금의 투입이 없었다면 우리경제의 회복이 불가능했을지 모른다. 또한 공적자금 지출로 인한 재정 건전성 악화는 향후 우리경제의 진로에 시사하는 바가 크다. 따라서 본 연구는 외환위기의 회복과정에서 재정정책의 역할이 무엇이었으며 향후 한국경제의 발전을 위해 재정정책이 어떻게 변화해야 하는지 분석하고자 한다.

보다 구체적으로 본 연구는 다음과 같은 주제에 답하고자 한다. 첫째는 외환위기의 발발과정에서 재정정책의 기초 및 투명성에 대한 질문이다. 한국의 재정 건전성에 대해서는 두 가지 대립적인 시각이 존재한다. 첫 번째 견해는 한국정부가 재정을 건실하게 운용해 왔기 때문에 남미와 달리 방만한 재정운용을 외환위기의 원인으로 볼 수 없다는 견해이다. 이 견해에 따르면 재정상황이 건실하였기에 한국은 외환위기 이후 적극적 재정정책을 통해 위기를 빠르게 극복할 수 있었다고 평가한다(World Bank(1993)). 이에 반해 한국의 재정통계를 불신하는 견해도 있다. 한국의 재정은 공식적인 통합재정수지만 보면 건전했던 것처럼 보이나 통합재정수지에 포함되지 않은 정부투자기관, 기금 등의 준재정 활동 및 우발채무를 고려하면 실제로 재정이 건전하지 않았다는 주장이다(Burnside, Eichenbaum and Rebelo (2001), Cho and Rhee(1995), Nam and Jones(2003)).

이 문제에 답하기 위해 본 연구는 지난 30년간 55개 공공기금과 32개 공기업의 재무제표를 이용해 이들의 준재정적 활동을 포함시켜 새로이 재정수지를 측정한 후 통합재정수지와 비교하였다. 비교 결과 1972년부터 2003년까지 준재정 활동을 포함한 재정적자는 GDP 대비 평균 3.53%로 나타난 반면 통합재정수지 적자는 평균 1.26%이다. 즉, 공식 통합재정수지가 실제 재정적자를 과소평가한 점이 인정된다. 그러나 양자의 차이는 주로 1990년대 이전에 집중되었고 1990년대 이후에는 그 격차가 유의하지 않아 감춰진 재정적자가 외환위기의 주원인이라고 주장하기는 어려울 듯하다. 오히려 양자의 격차는 외환위기 이후 2000년까지 급증하는 모습을 보인다. 이러한 차이는 예금보험기금과 부실채권정리기금이 금융구조조정 과정에서 통합재정수지에 포함되지 않는 정부보증 채권을 대량으로 발행했기 때문이다. 따라서 한국의 통합재정수지 통계의 투명성은 외환위기 이전보다 위기 직후에 크게 악화되었음을 알 수 있다.¹⁾

두 번째 주제는 외환위기 회복과정에서 재정의 경기조절기능에 대한 질문이다. 외환위기 이전 재정정책은 경기조절 수단으로 사용되지 않은 편이었다. 자동안정장치(automatic stabilizer) 역할을 하는 사회복지 지출의 비중이 낮은 편이며 건전재정의 중요성에 대한 믿음이 강해 재정정책을 경기조절 수단으로 사용하지 않았기 때문이다.²⁾ 그러나 외환위기 직후 금융시장이 마비되어 통화정책의 유효성이 상실되자 경기조절 수단으로 재정정책에 의존하지 않을 수 없게 되었다. 흥미롭게도 외환위기 직후 재정정책은 승수효과가 일반적인 경우보다 클 수 있었다. 대부분의 재정지출이 부실은행에 대한 자본출자, 예금 대지급 등 금융구조조정에 사용됨으로써 은행의 신용창조 기능을 회복시키는 역할을 했기 때문이다. 즉, 재정정책이 기존의 승수효과 외에 금융중개기능의 정상화에 기여함으로써 통화승수까지 증가시켰다는 뜻이다.

그러나 재정의 경기조절 기능은 긍정적 효과만 가졌던 것은 아니다. 외환위기 이전에도 한국은 다른 OECD 국가들에 비해 재정지출 중 재정투융자 비중이 높은 편이었는데, 외환위기 이후 경기부양, 특히 중소기업을 지원하는 과정에서 정부보증

1) 최근 한국 정부는 국가채무와 국가보증채무를 구분하여 발표함으로써 재정통계의 투명성 문제를 상당부분 개선하였다.

2) OECD 국가들의 재정의 자동안정장치 기능에 대해서는 Delong and Summers(1986), Fatas and Mihov(2001), Lane(2003), Van den Noord(2000)을 참조하라.

프로그램의 비중이 늘어났다. 대우사태 이후 중소기업의 신용경색 해결을 위한 대출보증, Primary-CBO 보증, SOC 민간투자 사업 활성화를 위한 최소운용수입보장제도 등이 그 예이다. 이러한 정부보증 및 우발채무의 증가가 외환위기 이후 경기회복에 기여한 바가 크다는 것을 부정하기는 힘들다. 그러나 그 결과 중장기적으로 재정투명성이 악화되고 시장에서 퇴출되어야 할 중소기업의 구조조정이 지연되고 도덕적 해이문제가 심화되는 등 여러 부작용이 초래되고 있는 것도 사실이다.³⁾

세 번째 주제는 향후 재정정책의 과제에 대한 질문이다. 외환위기를 극복하는 과정에서 재정 건전성이 악화된 결과, 다시 위기가 찾아온다면 1997년과 같이 적극적인 재정정책을 통해 위기를 쉽게 벗어나기 힘든 상황이다. 더욱이 고령화 추세로 복지 지출 규모가 증가하지 않을 수 없고 선진경제가 되기 위해 상대적으로 소홀히 취급되었던 저소득층, 빈곤층에 대한 공적부조 역시 확대될 것으로 전망된다. 따라서 재정건전성을 악화시키지 않으면서 늘어나는 복지수요에 대비하기 위해 재정투융자 중심이었던 정부지출의 구성을 복지지출 위주로 전환할 필요가 있다.

이를 위해서는 무엇보다도 구조적으로 재정적자를 확대시키고 있는 연기금, 의료보험 등 사회보험의 개혁이 필요하다. 또한 재정투융자 지출이 축소될 경우 성장잠재력에 부정적 영향을 주지 않도록 재정투융자 제도의 효율성을 제고해야 한다. 이를 위해 재정투융자 사업에 민간자본의 참여를 유도해야 하는데 본고는 민간투자사업(public-private partnership)을 예로 들어 재정정책의 효율성 제고 방안을 제시하고 있다.

본고는 다음과 같이 구성되어 있다. 제 2장은 외환위기 이후 재정정책의 역할과 변화 과정을 분석하였다. 2장의 1절에서는 통합재정수지를 재추정하여 재정건전성 기조의 변화 과정을 분석하였으며 2절에서는 경기조절수단으로서 재정정책의 유효성에 대해 논의하였다. 제 3절은 외환위기 이후 급성장한 국채시장의 발전과정을 정리하여 재정정책과 금융정책의 연계 관계를 설명하였다. 제 3장은 향후 재정정책의 개선방안을 논의한다. 3장의 1절에서는 연기금 개혁의 중요성을 분석하며 2절에서는 민간자본을 활용한 재정정책의 효율성 제고의 예로 선진국 사례를 설명하고 있다.

3) 김현욱(2005)은 특히 경기가 위축될 때마다 중소기업의 수익성이 저하되는 현상이 반복되면서 중소기업에 대한 정책자금 지원이 중소기업의 정책의존도를 높이고 경쟁 및 혁신을 저해하는 요인이 되고 있다는 비판을 제기하고 있다.

II. 외환위기와 재정정책

2.1. 재정투명성 논쟁

외환위기와 관련해 한국의 재정기조에 대해서는 극단적인 두 견해가 상존한다. 방만한 재정기조가 외환위기의 주범이었던 남미와는 달리 한국의 재정은 건실하게 운용되었기에 외환위기의 원인이 아니었다는 견해가 지배적인 것이 사실이다. (World Bank (1993)) 그러나 한국의 통합재정수지 통계가 정부투자기관, 기금 등의 준재정 활동과 우발채무를 포함하지 않고 있어 재정기조를 판단하기 부적절하다는 견해도 존재한다(Burnside, Eichenbaum and Rebelo(2001), Cho and Rhee (1995), Nam and Jones(2003)).

한국의 통합재정수지 측정에 공공 금융부분이 포함되지 않는 것은 IMF가 제시하고 있는 국제적 기준에 어긋나지 않는 관행이지만, 정부출자기관, 정부투자기관, 각종 기금이 포함되지 않은 것은 국제기준과 다른 것이 사실이다.⁴⁾ 정부출자기관이나 정부투자기관의 예로는 한국도로공사, 한국전력공사 등을 들 수 있다. 이들 기관을 통합재정수지 측정에 포함시키지 않고 있는 것은 법률적인 면에서 정부소유 하에 있지 않기 때문이다. 그러나 한국의 경우 이들 기관의 활동을 순수 정부기관의 재정활동과 구별하기 쉽지 않은 것이 사실이다. 예를 들어, 정부가 재정투융자 계정을 통해 도로를 건설하면 통합재정수지에 포함되는 반면 한국도로공사가 공채를 발행하여 도로를 건설하면 통합재정수지에 포함되지 않는다. 이들 기관이 지난 30년간 사회간접자본 건설 등을 담당하여 왔기에 다른 나라에 비해 한국의 통합재정수지가 재정규모를 과소평가할 가능성이 있는 것은 사실이다.

또한 2002년 3월 기금관리기본법의 개정 전에는 기금의 조성재원이나 공공성 정도, 기금관리 주체에 따라 정부가 운영하는 기금을 공공기금과 기타기금 (또는 민간기금)으로 분류하여 왔다. 이중 공공기금은 통합재정수지 산정에 포함되었으나 기타기금은 통합재정수지 산정에서 제외되어 왔다. 2002년 이전 통합재정수지 산정에 기타기금 또는 민간기금을 포함시키지 않았던 것은 매우 자의적인 면이 많았다. 비록 이름은 기타 또는 민간기금이라고 되어있지만 사실상 이들과 공공기금의 구별

4) 통합재정수지를 중앙정부의 재정활동에 국한하는 척도로 사용하고 지방정부를 포함시키지 않는 것은 다른 나라에서도 찾아볼 수 있는 공통된 현상이다.

은 애매한 경우가 많았다. 기금의 조성 측면에서 보아도 이름만 민간기금이었지 사실상 정부 출연금에 비해 민간 출연금이 큰 비중을 차지하고 있지 않는 경우가 대부분이었으며, 민간출연금 역시 준조세적 성격을 띠고 있는 경우가 많았다. 기금의 지출 측면을 보아도 군인연금기금은 공공기금인데 반하여 공무원연금기금은 기타 기금인 예에서 알 수 있듯이 양 기금간의 구분기준이 불명확 했다. 이러한 문제점을 개선하고 기금으로 인한 재정투명성 훼손과 방만한 운용을 막기 위해 정부는 2002년 기금관리기본법을 개정하여 공공기금과 기타기금을 통폐합하고 금융성 기금을 제외한 모든 기금을 통합재정수지의 산정에 포함시키고 있다.

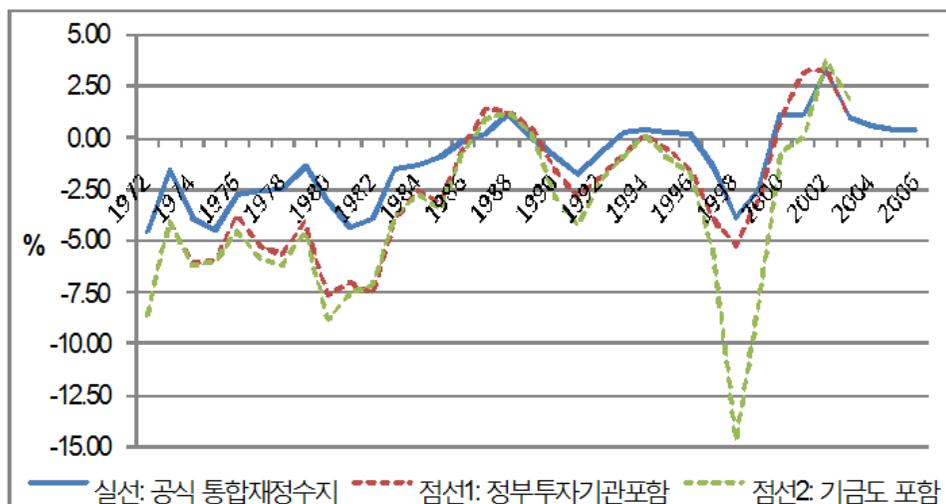
2002년 이후 이들 기금이 통합된 이후에도 금융성 기금이 통합재정수지 산출에서 제외되었기에 재정수지 해석에 주의할 필요가 있다. 금융성기금의 대표적인 예는 예금보험기금과 부실채권정리기금이다. 이들 기금은 외환위기 후 구조조정에 필요한 재정자금을 조달하기 위해 정부보증채를 발행하였다. 이들이 발행한 정부보증채는 국채가 아니라는 이유에서 통합재정수지 측정에 제외되고 있으나 부실채권 정리를 통해 회수되지 못한 부분은 궁극적으로 정부부채로 전환될 것이기 때문에 통합재정수지가 실제 국가부채를 과소평가할 가능성이 크다.

통합재정수지 통계에 대한 비판이 어느 정도 타당한지 평가하기 위해 Lee, Rhee, and Sung (2006)은 1970년부터 2004년까지 정부출자기관, 정부투자기관, 각종 기금 및 금융성기금의 재무제표를 이용하여 이들 기관의 준재정활동을 포함시켜 통합재정수지를 재구축하였다. <그림 1>는 Lee, Rhee, and Sung (2006)의 연구결과를 토대로 작성된 새로운 재정수지를 공식 통합재정수지와 비교하고 있다. 그림에서 실선은 공식 통합재정수지를 나타내며 점선 1은 정부투자기관을 포함한 경우, 점선 2는 정부투자기관과 각종 기금을 모두 포함한 경우의 재정수지를 나타낸다.

<그림 1>로부터 볼 수 있는 가장 두드러진 특징은 공식 통합재정수지에 비해 새로 측정된 통합재정수지의 적자폭이 크다는 사실이다. 분석기간 중 통합재정수지 적자는 GDP 대비 5% 이내의 범위에서 관리되어 왔으며 평균값은 -1.26%이었다. 이에 반해 정부투자기관을 포함하여 재정수지를 측정하면 평균 적자폭이 2.67%로 나타나며 최대치도 1972년 8.6%까지 크게 증가한다. 이에 반해 기금의 포함 여부는 외환위기 이전에는 상대적으로 영향이 미미하다. 이는 기금의 총규모는 큰 수준이었지만 운용면에서 수입에 맞추어 지출을 결정함으로써 적자폭이 작았음을 의미

한다. 그러나 외환위기 이후에는 기금의 포함 여부가 큰 영향을 미쳐 1998년에 새로 추정된 재정적자가 -15%까지 증가함을 볼 수 있다. 이는 외환위기의 수습과정에서 금융구조조정을 위해 정부보증채가 급격히 증가해서 나타난 결과이다.

〈그림 1〉 공식 통합재정수지와 재추정된 통합재정수지



통합재정수지와 새로이 추정된 재정수지 간에 차이가 난다고 해서 외환위기 이후 한국의 재정이 방만하게 운용되었다고 해석해서는 곤란하다. 이러한 격차가 나타난 원인을 찾아보면 외환위기 이전에는 공기업에 의한 사회간접자본시설 투용자가 큰 역할을 하였음을 알 수 있다. 예를 들어 통합재정수지와 격차는 70년대 후반에 가장 크게 증가하는데 이는 주로 한국전력공사, 한국도로공사 등 SOC 투자를 담당 한 기관의 대규모 적자에 기인한 바 크다. 또한 1980년대 중반 이후 정부주도 SOC 투자규모가 축소되고 정부투자기관의 민영화가 진척됨에 따라 통합재정수지와 새로 추정된 재정수지 차이의 격차가 크게 감소하였다. 즉 80년대 전까지 양 수지의 격차는 2.67%인 반면 80년도 이후 외환위기 전까지 두 수지의 격차는 0.91%로 거의 차이가 나지 않는다. 이를 보면 정부 범위를 확대하여 추정하더라도 재정건전성 문제를 1997년 외환위기의 주요 원인으로 파악할 수 없음을 알 수 있다.

그러나 〈그림 1〉은 정부의 우발채무를 포함하지 않고 있다는 점에서 제약이 있다. 예를 들어 공무원연금기금, 국민연금기금 등 적립성 기금은 분석기간 중 회계

상 흑자를 유지해 왔으나 미래의 지급 부담을 고려할 때 적자기관으로 볼 수 있다. 신용보증기금과 같은 보증기구 역시 회계 상에 잡히지 않은 우발채무가 클 것이다. 일반적으로 적립성 기금에 대해서는 다른 나라에서도 현재가치로 부채를 추정하지 않고 있으니 별도의 조정을 하지 않는 것이 관례이다. 그러나 보증, 융자사업의 경우에는 외환위기 이후 그 규모가 급증하였으므로 이로 인해 재정적자가 어느 정도 증가할지 추정해 볼 필요가 있다.

이를 위해 <표 1>은 정부보증사업을 주도해온 신용보증기금과 기술신용보증의 재무제표를 이용하여 우발채무의 규모를 추정해 보았다.⁵⁾ <표 1>의 자료는 1998년부터 2005년까지 신용보증기금과 기술신용보증기금의 보증잔액, 부도율, 순대위변제율 추이를 보여준다. 순대위변제율이란 보증사고로 인해 보증기금이 대위변제할 금액에서 구상권을 이용해 회수한 금액을 제외한 금액, 즉 보증기금이 보증사고 후 실제로 부담해야 하는 금액이 보증잔액에서 차지하는 비율을 의미한다.

<표 1> 신용보증기금과 기술신용보증기금의 중소기업 신용보증: 1998-2005

	신용보증기금			기술신용보증기금		
	보증잔액 (조 원)	부도율 (%)	순대위변제율 (%)	보증잔액 (조 원)	부도율 (%)	순대위변제율 (%)
1998	21.5	14.5	9.4	11.3	14.3	7.5
1999	19.6	3.3	5.7	11.3	3.6	4.6
2000	22.6	4.4	3.6	12.5	3.9	1.4
2001	25.5	4.2	3.5	16.2	4.7	3.1
2002	25.4	4.3	2.8	16.5	5.0	0.8
2003	28.2	6.3	4.9	16.7	10.2	3.4
2004	30.3	5.9	4.9	13.5	12.9	8.6
2005	29.0	5.9	5.0	11.5	10.1	5.5
Average	25.3	6.1	5.0	13.7	8.1	4.4

자료출처: 신용보증기금 2005년 연차보고서, 기술신용보증기금 2005년 연차보고서(2006년 7월).

1998년부터 2005년까지 두 보증기금의 중소기업 대출 보증잔액은 평균 39조원이

5) 2004년 기준으로 중소기업지원을 위해 제공된 정부가 제공한 보증규모는 GDP의 6.2%에 달한다. 또한 중소기업대출이 GDP에서 차지하는 비중은 약 30% 정도이며 중소기업 대출 중 20% 정도가 정부 보증기구의 보증을 받고 있다. IMF(2005)에 따르면 중소기업 지원 사업이 활발한 대만의 경우에도 정부보증 규모는 GDP의 1.5% 정도에 지나지 않는다.

다. 평균 사고율은 신용보증기금의 경우에는 6.1%, 기술신용보증기금에는 8.1%이며, 순대위변제율은 각각 5.0%, 4.4%로 나타났다. 대출보증잔액에 순대위변제율을 곱하여 연평균 우발채무 증가분을 계산해 보면 분석기간 중 연평균 1.87조원의 우발채무가 매년 발생하였다는 결과를 얻는다. 이는 통합재정수지를 0.21% point 증가시키는 규모이다. 이로부터 중소기업 보증사업이 재정건전성에 미치는 영향은 제한적임을 알 수 있다. 정부보증사업의 문제는 우발채무의 총량 증가보다는 정부보증으로 인해 한계 중소기업의 퇴출과 구조조정이 늦어지고 정크본드 시장 등 민간구조조정 시장의 발전이 제약되는데서 찾아야 할 것이다.

이상의 결과를 종합해 볼 때 통합재정수지가 한국의 재정기조를 제대로 반영하지 않았다는 비판은 외환위기 이전보다 직후에 더욱 타당한 지적이다. 또한 외환위기 이전 한국의 재정적자 수준은 국제적으로 볼 때 매우 낮은 수준이었으나 외환위기 이후 금융구조조정 과정에서 정부부채가 급증한 결과 한국은 더 이상 재정건전성이 뛰어난 국가라고 말할 수 없게 되었다.

2.2. 외환위기와 재정의 경기조절 기능

외환위기 이전 한국의 재정정책은 경기조절 수단으로 사용되지 않은 편이었다. 대부분의 재정지출이 재정투융자 성격을 가진 지출이었기에 재정정책은 경기조절보다 장기 경제발전을 위한 수단으로 강조되었다. 선진국과 달리 사회보장성 지출이 적은 것 또한 재정의 경기조절 기능을 제한하는 요인이었다. 정부 역시 재정적자 증가를 정치적으로 부담스러워 했었기 때문에 재정의 경기조절보다 건전재정 원칙을 우선시하여 왔다. 그 결과 대부분의 국제비교 연구에서 한국은 자동안정장치의 크기 및 재정의 경기조절 기능 면에서 OECD 국가 중 하위권을 형성해온 것으로 알려져 있다(박기백·박형수(2002), 김우철(2004), 성태윤·이영(2004)).

그러나 외환위기 이후 이러한 상황은 크게 변하게 된다. 외환위기 직후 금융시장의 마비로 통화정책의 유효성이 떨어질 수밖에 없었고, 경기 회복과정에서 환율이 중요 정책목표가 되다보니 통화정책을 독립적으로 운용할 수 없게 된다. 따라서 경기조절 수단으로서 재정정책에 대한 의존도가 커질 수밖에 없는 상황이 전개되었다. 외환위기 직후 재정정책의 특징을 이해하기 위해서는 IMF의 안정화 프로그램을 살펴볼 필요가 있다. IMF의 주도하에 추진된 재정정책에 대해서는 몇 가지 오

해가 존재한다. 한국정부는 IMF의 1997년 12월 IMF 조정 프로그램 합의안에 서명한 바 있다. IMF 조정 프로그램은 550억 달러의 IMF 조건부 대출(conditional loan)의 지급조건으로 약속되었으며, 프로그램의 주요 내용은 단기 총수요조절정책과 중장기 구조조정 정책으로 나누어 볼 수 있다. 1997년 12월에 발표된 조정 프로그램을 보면 1998년 경제성장률을 3%로 예상하고 있었으며 재정수지는 균형 또는 소폭 흑자를 유지하도록 작성되어 있다. 그 뒤 1998년 5월까지 경기침체가 예상 밖으로 심화되자 합의안은 1998년 경제성장률을 -1%까지 하향조정하였으며 GDP 대비 재정적자 폭도 -1.75%까지 늘인 바 있다. 하지만 이 정도의 재정적자는 과거와 비교해 보아도 큰 폭의 재정적자로 볼 수 없다. 이로 인해 IMF가 아시아 외환위기와 중남미 외환위기를 구별하지 못하고 긴축재정을 강조하는 남미형 처방을 한국에도 고집하여 오히려 경기침체를 가속시켰다는 비난이 고조되었다(Radelet and Sachs(1998), 정운찬(1998)).

IMF 조정 프로그램이 균형 또는 소폭의 적자재정을 강조한 논리를 정리하면 다음과 같다. 외환위기에 처한 국가들은 구조적 요인은 상이하지만, 모두 외환 고갈로 대외거래 정지 위협에 처했다는 점에서 공통적이다. 따라서 IMF는 우선 총수요조절정책을 통해 외환시장 안정을 도모한 뒤 중장기적으로 구조조정 문제를 추진하고자 하였다. 그런데 대외균형을 회복하고 해외투자자의 신뢰를 회복하기 위해서는 외환보유고를 확보할 필요가 있으며 이를 위해서는 일정 기간 경상수지 흑자를 발생시켜 외채상환 능력이 있음을 가시화해야 한다. 경상수지 흑자는 저축과 투자의 차이에 의해 결정되므로 경상수지 흑자를 달성하려면 저축이 증가하거나 투자가 감소해야 한다. 그런데 경기침체가 심화된 상태에서 민간저축을 늘리기는 쉽지 않으므로 정부저축을 늘리기 위해 단기적으로 긴축적인 재정정책을 실시해야 한다는 논리이다.

IMF 프로그램이 적극적으로 팽창적인 재정정책을 추구하지 않은 것은 사실이나 이를 긴축적이라고 표현하는 것은 잘못된 일이다. 이러한 오해는 앞 절에서 설명한 바와 같이 통합재정수지 계산 방식이 국제적으로 인정되는 측정 방식과 다른데서 기인한다. 외환위기 이후 금융과 기업 구조조정을 위해 정부는 예금보험공사와 자산관리공사를 통해 막대한 공적자금을 투입한 바 있다. 1998년에만 해도 두 기관이 발행한 정부보증채는 39조원에 달하는데 이는 그해 발행된 국채의 두 배, 예산의 55%에 해당하는 금액이다. 1998년부터 2000년 사이에 발행된 정부보증채의 규모

는 102조원 규모인데, 이들 공적자금 지출액은 IMF 프로그램에 나타난 통합재정수지에 포함되어 있지 않다. 만일 금융구조조정에 투입된 공적자금 조달액을 모두 포함시켜 통합재정수지 적자규모를 재추정해 보면 1998년 재정적자 규모는 4%가 아니라 15%에 이르게 된다. 이렇게 급팽창한 재정규모를 두고 IMF 프로그램의 재정기조가 긴축적이었다고 주장하기는 힘들다.

계량분석의 결과도 외환위기 이후 재정정책이 경기조절수단으로 적극적으로 사용되었음을 보여준다. Lee, Rhee, and Sung(2006)은 경기변동에 대한 재정흑자의 반응도를 분석하기 위해 다음의 식 (1)을 국제비교를 한 바 있다.

$$[Z_{it} - (a_2t^2 + a_1t + a_0)] = \alpha [\ln(GDP_{it}) - (b_2t^2 + b_1t + b_0)], \quad (1)$$

식 (1)에서 Z_{it} 는 i 국의 t 기의 재정흑자를 나타낸다. GDP와 재정흑자 변수에서 추세치를 제거하고 경기변동 부분만을 추정하기 위해 식 (1)은 두 변수의 추세치를 시간 변수를 이용해 추정하였다. 변수의 안정성을 고려하여 위 식을 1차 차분하고 연도 효과를 더하면 식 (2)를 구할 수 있다.

$$\Delta Z = \alpha_1 \Delta \ln(GDP) + \beta t + \sum_i r_i D_i + \sum_t \delta_t T_t + \epsilon_{it}, \quad (2)$$

식 (2)에서 D_i 는 i 국의 국가더미변수이고, T_t 는 t 기의 연도더미변수이다. α_1 은 재정정책이 경기변동에 대응한 민감도를 나타낸다.⁶⁾ 경기변동이 재정정책에 영향을 줄 뿐 아니라 재정정책 또한 경기변동에 영향을 주기 때문에 발생하는 편이(bias)를 조정하기 위해서는 도구변수를 사용할 필요가 있다. 성태윤·이영(2005)은 도구변수로서 국가 간 거리의 역수로 가장 평균한 인접국의 평균 GDP 성장률을 사용하였다. 데이터를 보면 인접국들의 GDP 성장률은 특정 국가의 재정정책에 영향을 받지 않는 것으로 나타나나, 인접국가 간에 GDP 성장률 상관도는 높기 때문이다. 22개 OECD국가의 1970년부터 1998년까지의 재정과 GDP자료를 분석한 성태윤·이영(2005)의 결과를 보면, 한국 재정정책의 경기 민감도는 22개국 가운데

6) 본 분석은 재정수지를 계량적 수치와 경직적 수치로 구분하지 않고 분석한다는 한계를 가지고 있다.

16위로 나타났다.

동일한 방법으로 외환위기 이후 반응도가 변했는지를 살펴보기 위해 1973-1996년 기간과 1973-2000년 기간을 나누어 분석할 필요가 있다. 재정흑자 자료로는 세 가지 다른 정의를 사용하였다. 첫째는 공식적인 통합재정수지이고, 둘째는 공기업 을 포함하여 재추정한 재정수지이며, 셋째는 공기업과 공공 기금을 모두 포함시켜 재추정한 재정수지이다. 도구변수를 이용한 회귀분석의 결과는 <표 2>에 요약되어 있다. 예상한 것과 같이 α_1 이 양수로 나타나 재정정책이 경기상황에 대응하는 것으로 나타난다. 특히 외환위기 이후의 기간과 공공기금이 분석에 더해졌을 때 재정흑자의 반응도가 가장 크게 나타난 것을 볼 수 있다. 이러한 결과는 자산관리공사와 예금보험공사를 통해 조성된 공적기금이 구조조정에 투입되면서 외환위기 이후 재정정책이 더욱 경기 대응적으로 변화하였음을 보여준다.

<표 2> 도구변수를 이용한 재정의 경기변동에 대한 반응도 분석결과

	표본기간 1973-1996	표본기간 1973-2000
A: 공식적인 통합재정수지	0.227 (0.098)*	0.262 (0.076)*
B: A+공기업 포함	0.348 (0.139)*	0.319 (0.110)*
C: B+공공기금 포함	0.308 (0.156)*	0.586 (0.146)*

외환위기 이후 경기조절적 재정정책의 성과에 대해서는 이견이 분분하다. 재정정책의 긍정적 효과를 강조하는 견해는 대규모 공적자금이 투입되었기 때문에 소비, 투자가 활성화되어 1998년 -6.8%로 떨어졌던 경제성장률이 1년 만에 10%가 넘는 수준으로 회복될 수 있었다고 믿는다. 특히 통화정책이 무력화된 상황에서 성장률 회복을 위해 적극적인 재정정책이 불가피하였다는 주장이다. 이론적으로도 외환위기 직후 재정지출은 부실은행에 대한 자본출자, 예금 대지급 등 금융구조정에 사용됨으로써 은행의 신용창조 제약을 완화시키는 역할을 함으로써 승수효과를 배가시키는 효과를 가졌다. 즉, 재정지출 증가가 전통적인 승수효과를 통해 유효수요를 증가시키는 동시에 신용경색 완화를 통해 통화승수까지 증가시킴으로써 승수효과를

배가 시켰다는 뜻이다.

외환위기 이후 추진된 재정정책은 경기회복에 긍정적인 역할을 하였으나, 이에 못지않게 많은 부작용을 수반하였다. 첫째, 외환위기 이후 재정의 경기조절 기능이 강조되면서 국가채무가 크게 증가하였다. 외환위기 이전 6%를 넘지 않았던 GDP 대비 국가채무 비중은 2006년 현재 33%로 증가하였다. 이에 국가보증채무, 즉 예금보험공사채권과 부실채권정리기금채권까지 합산하면 그 비중이 GDP 대비 37%에 달하게 되었다. 그럼에도 불구하고 국가채무가 GDP에서 차지하는 비중은 아직 OECD 국가의 평균 수준인 76%보다 낮은 수준이라고 주장할 수 있다. 하지만 통합재정수지를 재측정한 것과 마찬가지로 정부 관리 하에 운용되고 있는 각종 기금의 부채를 포함하면 국가채무의 규모가 크게 달라진다. 박재완(2006)에 따르면 통합재정수지 계산에 포함되고 있으며 정부가 관리주체인 57개 기금에서 정부가 발표한 국가채무에 이미 산입된 3개 기금을 제외한 54개 기금의 부채를 합산할 경우 국가채무는 2002년 224조원에서 2005년 464조원으로 급증하는 모습을 보인다. 이는 GDP대비 비율로 2002년 32.8%, 2005년 57.5%로서 OECD 평균 규모의 3/4에 이르는 수치이다. 특히 선진국들이 현재 한국의 국민소득 수준인 1.6만 달러에 도달할 당시 시점에서 국가부채 규모를 비교해보면 박재완(2006)은 2005년 한국의 국가채무 규모가 국제적으로 볼 때도 낮은 수준이 아니라고 주장한다.

둘째, 경기조절 기능의 강조가 남긴 두 번째 부작용은 국가보증채와 우발채무가 늘어남에 따라 재정투명성이 크게 저하되었다는 사실이다. 외환위기 직후 한국정부가 국채가 아닌 정부보증채를 사용하여 공적자금을 조달한 데에는 여러 이유가 있었다. 우선 국채가 아닌 정부보증채를 발행함으로써 정부는 자산관리공사와 예금보험공사에게 적극적으로 공적자금을 회수할 유인을 제공하고자 하였다. 처음부터 국채로 공적자금을 조성하면 상환 의무를 납세자로 확정하는 효과를 갖기 때문에 바람직하지 않다고 판단했기 때문이다. 이러한 장점에도 불구하고 정부보증채의 발행은 재정의 투명성을 낮추고 국채 발행에 비해 발행비용도 높아 재정 부담을 가중시킨 문제점을 낳았다.

정부 보증채 발행 외에도 대우사태 이후 신용경색이 심화되자 중소기업 지원을 위한 보증 프로그램이 강화되었다. 그 결과 우발채무가 증가하고 중소기업 구조조정 등이 지연되는 부작용이 발생하게 된다. 외환위기의 회복과정에서 추진된 재정투융자 및 정부 보증 사업의 성과와 개선방안에 대해서는 본고의 마지막 장에서 보

다 자세히 논의하기로 하자.

2.3. 재정정책의 금융 인프라: 국채시장의 발전

외환위기로 인해 부득이하게 늘어난 재정적자는 경기부양 효과와 함께 국채시장 발전이라는 부산물을 가져다주었다. 국채시장은 재정정책 집행을 위한 기초 인프라이기 때문에 국채시장 발전은 외환위기 이후 재정분야의 변화를 논할 때 빠질 수 없는 주제 중 하나이다. 특히 앞으로 한국의 재정정책은 거시적 성과뿐만 아니라 재정자금 조달비용의 최소화, 국가부채의 위험관리 등 미시적 효율성에도 관심을 두어야하기 때문에 재정과 금융의 연계 고리인 국채시장에 대한 이해가 필수적이다.

외환위기 이전 한국의 국채시장은 양적, 질적인 면에서 보잘 것 없는 시장이었다. 건전재정을 강조해 왔기에 국채 발행량이 적어 유통시장이 발전할 수 없었을 뿐 아니라, 실세 금리 이하로 국채를 강제 인수시켰던 관행으로 인해 시장 하부구조 또한 발전하지 못했다. 그 결과 국채가 자본시장 발전의 중추 역할을 해 온 선진국과 달리 우리나라에서는 국채가 아닌 3년 만기 회사채가 지표물로 인식되어 온 것이 사실이다. 그러나 외환위기 이후 이러한 사정은 크게 변화하였다. 금융구조조정 자금을 조달하는 과정에서 국채 발행량이 크게 늘어났으며, 그 과정에서 국채 발행 비용을 줄이기 위해 국채시장 인프라 개선을 위한 다양한 제도가 도입되었다.⁷⁾

그 결과 외환위기 이전인 1996년 말 25조원이었던 국채 잔액은 2006년 말 현재 257.7조원이 되었고, 국채 발행량 또한 1996년에 약 8.8조원이었던 것이 2006년에는 71조원으로 8배 정도 증가하였다. 국채 유동성 역시 향상되어 국채의 회전율이 회사채 회전율의 약 10.3배가 되었고, 국채시장의 성장에 힘입어 국채 선물의 거래량도 급증하였으며, 국고채 수익률이 3년 만기 회사채 수익률을 대신해 지표금리로서 자리매김을 하였다. 이러한 양적·질적 성장의 결과, 현재 우리나라 국채시장은 아시아에서 가장 활성화된 채권시장으로 인정받고 있으며, 단기간에 국채시장을 성

7) 이 기간 중 도입된 국채시장 활성화와 관련된 주요 제도상의 변화로는 국채전문딜리제도의 시행, 국채통합발행제도 도입, DVP 결제제도의 도입, 단일금리결정방식으로 국채입찰방식변경, 국채전자거래 시스템 도입 및 장내거래 의무화, STRIP 제도 도입 등을 들 수 있다. 이러한 제도 도입 효과에 대한 분석은 Kang, Kim and Rhee (2005)를 참조하라.

공적으로 활성화시킨 사례로서 아시아 각국 정부의 주목을 받고 있다.

고령화가 지속되고 복지지출에 대한 수요가 늘어남에 따라 앞으로도 국채 발행량은 지속적으로 늘어날 전망이다. 또한 국채 발행잔액이 이미 GDP의 30%를 넘어섰기 때문에 이제는 국채 발행비용의 절감을 위해서도 유통시장 발전을 통해 국채의 유동성을 늘리기 위해 노력할 때가 되었다. 이를 위해 선진국의 사례를 참조하여 민간 금융전문가를 포함하여 정부 내에 국가부채관리부서(public debt management office)를 별도로 신설하여 국채시장의 전문화, 국제화 등을 추진할 필요가 있다.

Ⅲ. 재정지출 구조 변화와 재정정책의 과제

외환위기를 회복하는 과정에서 한국의 재정건전성은 상당히 훼손되었다. 더욱이 고령화 추세를 고려할 때 중장기적으로 재정건전성 확보가 쉬운 과제가 아님을 짐작할 수 있다. 따라서 외환위기 직후 적극적 재정정책을 통해 경기회복에 힘썼던 과거와는 달리 앞으로는 재정건전성을 악화시키지 않으면서 한국 경제의 발전을 위해 재정정책이 어떻게 변화해야 하는지 연구할 필요가 있다. 이를 위해 이 장에서는 재정건전성 확보를 위해 절대적으로 필요한 연기금 제도 개혁 방안을 논의한 후, 재정투융자 지출의 축소 등 정부지출 구조 변화가 성장잠재력에 부작용을 초래하지 않도록 민간자본시장을 이용한 재정정책의 효율성 제고 방안을 논의하기로 하자.

3.1. 재정건전성과 복지정책: 연기금 개혁의 중요성

복지지출의 증가로 인해 재정건전성이 위협 받고 있다고 하나 모든 복지지출을 하나로 묶어 재정건전성과 연계시켜서는 곤란하다. 장애인지원, 빈곤 노인층 지원과 같은 공공부조, 사회복지 서비스 지출은 비록 사업 수가 다양하고 빠르게 증가하는 문제점이 있으나, 사회보험 제도에 비해 상대적으로 재정에 주는 부담은 크지 않은 편이다. 복지지출의 80% 이상이 사회보험과 관련된 경직성 지출이며 20%만이 재량적 지출인 공공부조와 사회복지 서비스 지출이기 때문이다.

재정건전성과 관련해서는 국민연금, 의료보험 등과 같은 사회보험제도에 초점을

맞출 필요가 있다. 이들 제도는 제도 도입 초기부터 보험료보다 급여수준을 높게 책정했던 선심성 구조에다 인구고령화 문제까지 겹쳐있어 장기적으로 기금이 고갈될 위험에 처해있다.⁸⁾ 고령화의 추이가 유지된다면 국민연금기금에는 하루 800억 원의 잠재부채가 쌓이고 있으며 수년 내 사회보험 적자로 인해 재정적자가 크게 증가할 전망이다. 이렇게 되면 재정부족으로 인해 어려운 계층을 지원할 공공부조, 사회복지 서비스 지출이 줄어들 수밖에 없으며 재정고갈을 막기 위해 세율이 크게 높아지지 않을 수 없다.

따라서 무엇보다도 시급한 것이 점진적으로 보험료를 높이고 급여수준을 낮추는 연금개혁을 통해 기금의 재정안정을 빠른 시간 내에 확보하는 일이다. 더욱이 앞으로 시간이 지날수록 연금수령 노령인구가 늘어나면 연금개혁은 더욱 어려워 질 수 있기 때문에 시간적 여유가 많지 않은 것이 사실이다. 현재 정부는 연금제도를 5년마다 재검토하여 재정건전성 유지를 위해 노력하고 있다. 그러나 이해당사자의 저항을 이유로 연금제도의 개혁이 쉽지 않은 것이 현실이다.

국민연금기금은 장기적으로 고갈될 위험에 처해 있지만 역설적이게도 단기적으로는 기금규모가 매우 빠르게 적립되고 있다. 국민연금의 적용대상이 크게 확대되어 가입자가 노령화되기 이전까지 매년 20조원이 넘는 연금보험료가 추가로 유입되고 있기 때문이다. 그 결과 GDP 대비 국민연금기금의 적립규모가 2006년 약 20%에서 2015년 약 40%로 증가될 것으로 전망된다. 이렇게 되면 국민연금기금이 금융시장 및 거시경제에서 차지하는 지배력이 커져 여러 부작용이 초래될 수 있다.

이창용·권은지·김이경(2005)에 따르면 국민연금기금의 시장 지배력을 추정한 결과, 국민연금기금이 국내 자본시장에서 차지하는 지배적 지위는 다른 나라와 비교가 되지 않을 정도로 큰 것으로 나타났다. 더욱 심각한 문제는 향후 국민연금기금의 적립규모가 급속히 늘어남에 따라 시장 지배력도 같이 증가할 것이라는 사실이다. 일례로 현재의 채권 투자비율을 유지할 경우 국민연금기금이 우리나라 전체 채권시장에서 차지하는 비중은 채권발행잔액을 기준으로 볼 때 2004년 13%에서 2015년 22%로 증가할 것으로 추정되었다.⁹⁾ 국민연금의 투자 대상을 다변화해도

8) 최준욱·전병목(2003)의 전망결과에 따르면 우리나라 국민연금은 2026년부터 지출이 보험료 수입보다 많아지고, 2036년부터는 자산운용수입을 포함한 총수입보다 총지출이 커져 연금자산 규모가 감소하여 2047년 중에 완전 고갈될 것으로 전망된다.

9) 일본의 연금자금운용기금의 채권투자가 일본 채권시장에서 차지하는 비중은 약 3%에 지나지

적립금 규모가 워낙 커서 시장 지배력 증가 문제를 상당기간 완화하기 어려울 것으로 전망된다.

이와 같이 자본시장에서 국민연금기금의 지배적 지위가 급증하면 다음과 같은 부작용이 우려된다. 첫째, 국민연금이 지배적 지위를 유지하면 향후 주식 및 채권을 매각하는 과정에서 가격선도자로서 투자 손실을 감수해야 한다. 연기금의 보유자산 매각으로 인한 금융자산 가격 하락 가능성(financial asset meltdown hypothesis)은 고령화를 먼저 경험하고 있는 선진국에서도 우려되고 있는 문제이다(OECD, 2003).

둘째, 현재와 같이 국민연금기금이 안전자산 위주로만 투자할 경우 국민경제의 성장 동력을 저해하며, 대기업에게만 집중적으로 자본공급을 할 위험이 있다. 국민연금기금의 투자가 안전자산에 집중되는 것은 국민의 선호를 반영한 현상이며 미시적으로 볼 때 노후 대책을 위한 합리적 선택으로 볼 수 있다. 그러나 거시적으로는 다른 결과가 나타날 수 있다. 국민연금기금이 민간저축을 흡수해 민간보다 위험 기피적인 투자만 고집한다면 국민경제 전체의 자산배분 비율이 왜곡되어 중소기업과 신성장산업은 자금조달에 어려움을 겪을 것이다. 그 결과 경제성장률이 하락하고 청년 실업률이 높아지면 노인층을 보호하기가 더 어려워질 수 있다. 셋째, 국민연금기금이 국내시장에서 지배적 지위를 갖게 되면 중앙은행이 아닌 국민연금이 지표금리를 실질적으로 결정하는 역할을 하게 된다. 이와 함께 주식시장에서의 지배력이 높아지면 투자기업의 기업지배구조가 문제될 수 있다.

대규모의 연금기금이 하나의 공적기관에 집중되어 국민경제 전체의 자산배분 비율을 왜곡시키는 문제를 해결하기 위해서는 개개인이 연금보험료 중 일부에 대해 투자결정을 하고 실현된 수익률에 따라 급여를 받도록 제도 개선이 필요하다. 이창용·권은지·김이경(2005)은 국민연금 중 소득재분배 부분은 현재와 같이 확정급여형으로 운영하지만 소득비례 부분은 확정기여형으로 전환한 후 이에 대한 자산배분을 개개인이 결정하자는 개선안을 제시하고 있다. 투자의사결정을 부분적으로나마 개개인에게 허용함으로써 단일기관의 투자결정으로 인한 자본시장 왜곡 현상을 완화시키자는 주장이다. 이렇게 되면 국민연금의 자산배분이 제도적으로 시장중립

않는다. 또한 미국의 가장 큰 채권형 펀드인 PIMCO의 Total Return Fund가 자산 전체(2004년 9월말 기준 약 774억 달러)를 미국 채권시장에만 투자한다고 가정하여도 미국 채권 시장에서 PIMCO가 차지하는 비중은 약 0.2%에 불과하다.

포트폴리오와 유사하게 되는 장점이 있다. 또한 부분적으로 확정기여형 제도가 도입됨으로써 국민연금기금의 장기 재정 건전성 문제도 상당히 개선될 수 있다. 그러나 현행 제도 하에서 이러한 제도개선은 불가능하다. 현행 제도가 유지되는 한 연금가입자는 어떠한 위험자산에 투자한 것보다 높은 수익률을 보장받고 있는데 구태여 자산운용 수익률을 높이려 노력할 필요가 없기 때문이다. 연금개혁이 재정건전성 확보뿐만 아니라 기금의 효율적 운용을 위해서도 선결되어야 할 과제인 것도 바로 이 때문이다.

3.2. 재정투융자 지출의 효율성 제고: EU 중소기업지원 정책의 시사점

세수 증가를 통해 복지지출 재원을 마련하기에는 한계가 있기 때문에 재정건전성을 악화시키지 않으면서 급속히 증가할 복지수요에 대비하기 위해서는 재정투융자 중심으로 유지되어 왔던 정부지출의 구성을 복지지출 위주로 전환할 필요가 있다. 예를 들어 2001년 OECD 국가들의 평균 순자본지출 규모는 GDP 대비 2.8%임에 비해 우리나라의 경우는 약 8.3%를 차지하고 있다. 이에 반해 소득이전 지출은 OECD 평균인 12.8%보다 크게 작은 3.6%에 불과하다. 따라서 앞으로는 투융자 지출의 상당부분을 복지지출로 전환함으로써 재정건전성을 해치지 않으면서 복지지출을 늘리는 방안을 마련하는 것이 불가피할 전망이다.

그러나 재정투융자 지출은 중소기업 지원과 사회간접자본 투자 등에 사용되어 왔기 때문에 이의 축소는 경제성장에 부정적인 영향을 줄 우려가 있다. 따라서 중소기업 지원과 SOC 투자에 대한 정부지출이 줄어드는 만큼 동 분야에 민간자본의 참여가 더욱 필요한 상황이다. 민간자본시장의 참여가 중요한 이유는 단순히 정부지출의 규모 축소를 보완하기 위한 것만은 아니다. 재정 건전성 문제를 거론하지 않더라도, 현행 재정투융자 제도의 문제점을 분석해 보면 민간자본의 참여가 중요한 이유를 알 수 있다. 정부재원만으로 행해지는 투융자 사업은 지원대상의 선정 제도가 효율성을 보장하지 못하는 문제가 최근 들어 두드러지게 나타나고 있다. 예를 들어, 중소기업 신용보증정책은 주로 지원대상 기업을 정부가 직접 선정하는 방식이었다. 그러나 최근 SOC 투자사례 및 P-CBO의 부실 사례에서 볼 수 있듯이 정부의 직접적인 신용보증 지원은 도덕적 해이 및 역선택 문제를 초래하여 사후적으로 재정부담을 가중시키는 부작용을 노출하고 있다. 정부가 대상 기업 및 투자 사

업을 효율적으로 선정할 전문성이 있는가도 문제가 되나, 더욱 큰 문제는 선정 후 이들 기업의 활동을 지속적으로 monitor할 인센티브를 갖기 어렵다는 점이다.

정부에 의한 직접 재정투융자 방식은 과거 금융시장이 발전하지 못하고 투명성이 낮았던 시기에 적합한 지원 방식이었다. 그러나 자본시장이 어느 정도 발전한 현재 상황을 고려하면, 정부의 투융자 제도는 대상기업에 대한 정부의 직접적인 지원 방식에서 민간자본을 이용한 지원 방식으로 전환될 필요가 있다. 중소기업 지원정책도 경제의 발전단계에 따라 변모해야 하며 정부 중심의 지원정책을 시장중심적 정책으로 전환함으로써 정책 집행의 효율성을 높인 예로서 최근 EU의 중소기업 지원 사례를 참조할 만하다.

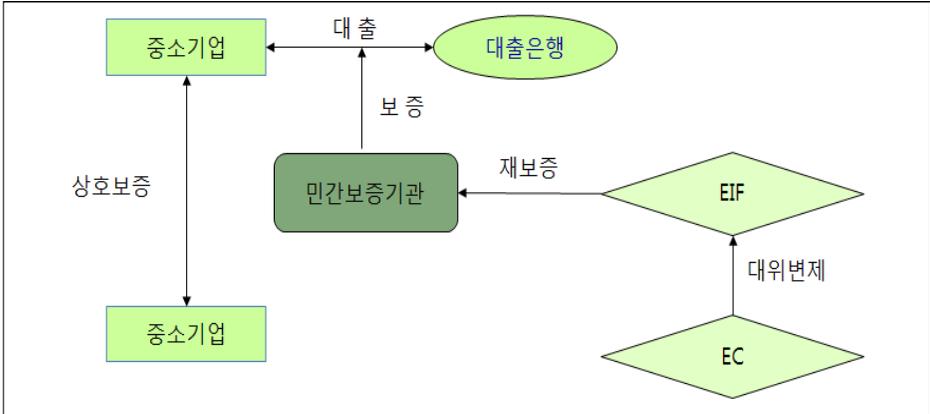
EU는 고용을 강조한 전통적인 중소기업 지원 정책의 시행에도 불구하고 미국과의 경제격차가 확대되고 EU의 위상이 위축되자 지식기반사회의 도래, IT의 급속한 발전 속에서 유럽 사회전반을 혁신적으로 개조하기 위해 2000년에 중장기 발전전략인 '리스본 전략'을 채택한 바 있다. 리스본 전략을 실현시키기 위한 EU의 예산안이 '다년간중소기업지원프로그램(MAP)'으로 대변되는데, 세부정책수단은 이전과 크게 차이가 없으나 정책 목표가 '고용창출'에서 '혁신(innovation)'으로 전환된 것이 가장 중요한 차이점이다. 고용은 성장과 혁신에서 유발되는 것이기에 직접적인 정책 목표로 삼으면 오히려 부작용이 크다는 것을 인식한 결과이다. 또한 MAP의 중소기업지원 정책 중 금융지원은 두 가지 중요한 원칙을 견지하고 있으며 이를 지켜가기 위해 정교한 집행절차와 모니터링 시스템을 구축하고 있다는 점에서 배울 점이 많다.

첫째 원칙은 정부지원으로 인한 역선택 및 도덕적 해이를 최소화하고자 노력한다. 이를 위해 유럽공동체(EC)는 중소기업 금융지원 정책을 시행함에 있어 다단계 전략을 추구하고 있다. 즉, 정책과 예산 배정은 유럽공동체(EC)가 담당하며, 정책 집행의 중간 과정은 공적 금융기관인 EIF(European Investment Fund)가 책임을 맡고, 실제 정책집행은 민간 금융기관이 담당하는 구조를 취한다. 정책을 담당하는 EC는 예산 배정을 통해 정책 목표 달성에 노력하며 이 과정에서 예산의 집행을 EIF에 위임하는 동시에 지원 대상 기업 선정 원칙 등 정책 집행의 시행세칙(guideline)을 EIF에게 제시하고 이러한 원칙이 준수되는지 모니터링을 하게 된다. EIF는 실제 사업집행을 담당하게 되고 EC에게 프로그램 집행 상황에 대한 보고서를 제공한다. EIF의 금융지원으로는 민간 보증기구에 대한 재보증, 중소기업 투자

를 전문으로 하는 민간 Fund of Funds에의 지분투자 등을 들 수 있다. 즉, 민간 금융기관과 공동으로 중소기업을 지원하는 방식을 취하고 있다. 이 과정에서 EIF는 개별 기업을 직접 접촉하지 않으며 다만 사업의 성과 평가, 민간 금융기관의 사업 준수 현황 등을 파악하기 위해서만 개별기업을 방문한다. 정책 집행의 일선에서 지원 대상을 직접 선별하는 일은 민간 금융기관(상호보증기관, 민간 보증기구, 상업은행 등)이 책임을 진다. 민간 금융기관이 대출 대상을 선정하고 대출에 대해 지급 보증을 하고난 뒤 그 중 일부를 EIF와 재보증 계약을 체결하는 방식이다. <그림 2>는 이상의 과정을 그림으로 도식화한 것이다.

EC가 정책 집행에 있어 다단계 전략을 추구하는 이유는 정책 집행 과정에 있어 지원 대상이 되는 개별 중소기업의 도덕적 해이를 막기 위해서이다. 자금 제공 및 보증 과정을 직접 정부 주도하에 집행하면 개별 중소기업은 정부의 지원을 받고 있음을 알기에 이를 반드시 상환할 필요가 없다고 생각하기 쉽다. 기업의 도산 가능성이 커져 정부가 자금을 회수하고자 할 때 이들은 “어려울 때 정부가 우산을 빼앗는다”고 정치적으로 비난할 수 있기 때문이다. 이러한 가능성은 이들 기업으로 하여금 정부 자금은 항상 만기 연장이 가능한 것으로 생각하게 하여 한계 기업의 구조 조정을 어렵게 만드는 원인이 되기 쉽다.

<그림 2> MAP의 금융지원 사업



또한 EC의 다단계 전략은 민간금융기관의 전문성을 이용해 지원 대상 기업 선정 과정에서 효율성을 극대화하려는 의도도 가지고 있다. 정부가 직접 대상기업을 선

별하게 되면 기술평가 등에 전문성을 가져야 하는데 경제구조가 복잡해질수록 정부의 전문성에 제약이 따르기 마련이다. 이에 반해 정부는 선별원칙에 대한 시행세칙(guideline)만을 제시한 후 대상기업 선정은 민간금융기관에 위탁하면 민간의 전문성을 활용하여 선별기능의 효율성을 제고할 수 있다.

MAP 금융지원 사업의 두 번째 특징은 부분보증 원칙이다. EC와 EIF는 중소기업 금융지원에서 최대 50%의 손실만을 부담하며 나머지는 민간 보증기구나 민간금융기관이 부담하는 것을 원칙으로 하고 있다. 부분 보증 50% 상한 원칙 외에도 손실 절대 금액에 상한액(cap)을 부과하여 사전에 손실 규모를 통제하고 있다. 절대 손실 금액이 일정규모 이상이 되면 더 이상의 대출을 금지하도록 의무화한다는 것이다. 이러한 부분 보증제도를 통해 재정부담을 분산하고 있을 뿐 아니라 재정지원의 레버리지 효과를 극대화하려고 노력한다. 그 결과 1유로를 투자하면 민간의 공동 지원을 통해 실제로 50유로를 투자하는 것과 같은 효과를 얻을 수 있도록 정책을 설계하고 있으며, 실제 레버리지 비율은 이를 넘어서 1:72 정도가 된다고 한다.

MAP 금융지원 사업의 이러한 원칙은 EC 차원에서 뿐만 아니라 개별국가에서도 지켜지고 있다. 독일의 중소기업 금융지원업무를 주로 담당하는 부흥금융기구(KfW)가 좋은 예이다. KfW는 1948년 독일에서 설립된 개발은행으로 KfW의 중소기업 지원정책을 보면 MAP의 중소기업 지원정책과 마찬가지로 다단계 전략을 추구하고 있음을 볼 수 있다.

KfW는 채권발행을 통해 낮은 금리로 장기 자금을 조달한 후 이를 중소기업 여신을 취급하는 민간 금융기관에 전대(on-lending)한다. 민간금융기관은 부분 또는 전체 위험을 부담하는 조건으로 지원 대상 기업을 선별하며 KfW는 선정된 중소기업이 정책 목표에 부합하는지를 심사한다. 대출을 받는 기업은 KfW를 직접 접촉할 이유가 없다.

2005년 이전에는 중소기업 대출 이자율을 지원 대상 기업의 신용등급과 관련 없이 전대(on-lending) 이자율보다 1% 이상 넘지 못하도록 규제한 바 있다. 이자율 상한선을 부과하는 대신 대출의 신용위험을 KfW와 민간 대출기관이 각각 50%씩 부담하는 방식을 취하였다. 그러나 이러한 제도는 민간 은행으로 하여금 위험을 줄이기 위해 가급적 신용등급이 우수하고 담보가 충분한 중소기업들에게만 대출을 하게 만드는 문제점이 있었다. 이러한 상황에서 Basel II 도입에 따라 향후 중소기업 대출이 더욱 축소될 것을 우려하여 KfW는 2005년 4월부터 위험조정가격시스템

(RAP: Risk Adjusted Pricing) 을 도입하였다. 위험조정가격시스템이란 대출 이자율을 신용위험에 따라 전대 이자율보다 1% 이상 받을 수 있게 허용한 제도이다. 즉, 신용등급이 낮은 기업에게는 1% 이상의 금리 마진을 부가하는 것을 허용한 것이다. 그 결과 RAP 시스템 이전에는 최하 BBB- 등급까지의 중소기업에 대해서만 대출이 이루어졌던 반면, RAP 시스템이 실시된 이후부터는 B+ 등급까지의 중소기업에 대해서도 대출이 이루어짐으로써 중소기업에 대한 대출이 보다 활성화되었다고 한다. 이는 시장 친화적 중소기업 지원정책의 좋은 예라 할 수 있다.

KfW의 중소기업지원 정책의 또 다른 특징은 자본시장을 적극적으로 이용해 민간 금융기관의 참여를 높이고 있다는 점이다. 신용파생상품을 이용한 KfW의 중소기업 대출 유동화(securitization) 사업이 대표적 예이다. 유동화란 대출자산을 집합한 후 이를 기초자산으로 다양한 증권을 발행함으로써 대출자산의 유동성을 높이는 금융 기법을 뜻한다. 1990년대부터 유럽의 대출은행들은 대출자산을 증권화하여 유동성을 확보하였다. 이러한 유동화 방식은 자금조달을 용이하게 하는 장점은 가지고 있으나 증권화를 통해 재 유입된 자금이 다시 중소기업 대출로 사용되기 때문에 신용 위험을 감소시킬 수 없는 한계가 대두되었다. 신BIS 제도가 도입되어 중소기업대출의 위험가중치가 높아지면 대출은행은 중소기업대출에 대한 신용위험 노출을 줄이고자 할 텐데 유동화 방식은 이에 대한 답이 될 수 없었다. 이러한 문제를 해결하기 위해 독일의 KfW는 합성 대출유동화증권 프로그램(PROMISE)이라는 구조화된 플랫폼을 이용해 대출자산 유동화 과정을 표준화하고 CDS(Credit Default Swap)을 이용해 대출자산 위험을 자본시장으로 이전시키는 방안을 개발하여 제공하고 있다.

이 방식에 따르면 KfW는 신용파생상품의 일종인 CDS 계약을 중소기업대출 취급은행과 체결하여 대출에 내재된 신용위험을 인수한 후, 인수한 신용위험을 다시 선·후순위 구조로 재구성하여 유동화함으로써 신용위험을 투자자에게 이전시킨다. 전통적 유동화 방식은 대출채권 자체를 유동화하기 때문에 대출기관에 채권 매각 대금이 지급된다. 이에 반해 신용파생상품을 이용한 방식은 대출금융기관이 대출채권은 보유한 채 신용위험만 분리해 매각한다. 따라서 매각대금이 재유입되지 않아 채투자 위험에 대해 고려할 필요가 없다. 또한 KfW가 중소기업대출의 신용위험을 일차적으로 인수해주기 때문에 은행의 자산건전성이 크게 개선된다. KfW 역시 신용위험을 그대로 보유하는 것이 아니라 자본시장을 통해 신용위험을 이전하기 때문에 별도의 위험을 지지 않는다.

EU와 KfW의 중소기업 지원정책으로부터 얻을 수 있는 시사점을 정리하면 다음과 같다. 첫째, EU는 시행착오를 통해 중소기업 지원정책이 복지정책과 차별되어야 하며 고용창출을 위해서는 한계기업이 아니라 혁신 중소기업의 경쟁력 제고에 노력해야 함을 깨달았다. 한국의 경우에도 중소기업 지원정책 대상을 우량 중소기업으로 전환하여 재정부담을 줄이고 경쟁력 강화를 통해 고용을 증가시키는 선순환 구조를 만들어 낼 필요가 있다.

둘째, EU 중소기업정책의 가장 중요한 수단은 금융지원이며 금융지원의 대원칙은 도덕적 해이(Moral Hazard)와 역선택(Adverse Selection) 문제를 최소화하는 것이다. 이를 위해 EU는 전대(on-lending) 방식으로 자금 조달을 지원하되 지원 대상 기업의 선정은 민간 금융기관에게 위임하고 위험을 공유하는 다단계 방식을 취하고 있다. 다단계 방식은 최종수혜자가 정부지원을 인지하기 어렵게 만들고 다중의 감시체계를 구축함으로써 정부지원의 효율성을 높이는 기능을 한다. 한국의 경우에도 정부기관이 중소기업을 직접 대면하지 않는 다단계 방식으로 제도를 개선할 필요가 있다. 또한 민간참여를 의무화하고 부분보증 제도를 강화하여 민간과의 위험분담을 강조해야 한다.

그러나 이러한 제도 개선의 방향은 이미 오래전부터 논의되어 왔으나 실제로 실행되고 있지 못하다는데 문제가 있다. 제도개선 방향이 기존의 정부기관의 이해와 충돌하기 때문이다. 정부에 의한 직접지원제도를 수행하는 과정에서 이들 기관들은 이미 방대한 조직을 가지게 되었다. 중소기업 지원정책이 간접적이고 다단계 방식으로 전환된다면 이들 기관은 소수의 금융전문가를 제외하고는 조직이 대폭 축소될 수밖에 없다. 이들 기관 스스로가 제도 개선을 추진하기 어려운 유인구조를 가지고 있는 셈이다. 따라서 앞으로 중소기업지원 정책의 효율성 제고를 위해서는 중앙정부 차원에서 장기 목표와 시한을 가지고 중소기업지원 체제의 변화와 함께 정부지원기관의 구조조정을 점진적으로 추진할 필요가 있다.

셋째, EU의 중소기업 지원정책은 금융지원 정책을 수행함에 있어 가능한 한 시장왜곡을 최소한으로 줄이고자 대상기업의 위험이 시장에서 적절히 가격에 반영될 수 있도록 제도를 개선하고 있다. 또한 중소기업의 신용위험을 효율적으로 자본시장에 전가하기 위해 다양한 파생금융상품이 활용된다. 한국도 신용파생상품의 개발과 활성화를 통해 중소기업 금융지원수단 다양화를 도모할 필요성이 있다. 이는 향후 재정정책의 효율성 제고를 위해서 재정정책과 금융정책이 연계되어 추진되어야

함을 시사하는 대목이다.

IV. 결 론

우리는 항상 위기로부터 교훈을 얻을 수 있다고 한다. 그러나 외환위기로 인해 한국경제가 크게 변화한 탓에 위기의 원인을 제공했던 상황들이 이제는 당연한 현실과 정 반대인 경우도 다수 존재한다. 예를 들어 외환위기가 발생했던 1997년 말에는 외환보유고의 고갈이 초미의 관심사였지만 지금은 과도한 외환보유고의 운용 문제가 현안으로 대두되고 있다. 재정정책 역시 위기 전과 후가 질적으로 달라진 대표적인 예라 할 수 있다.

외환위기 이전 우리나라의 재정정책은 경기조절 수단으로 사용되기 보다는 재정투융자 중심의 경제성장 수단으로 널리 사용되었다. 재정건전성에 대한 믿음이 강해 재정적자 규모도 크지 않았다. 그러나 외환위기 이후 이러한 상황은 크게 변화하지 않을 수 없었다. 외환위기 직후 금융시장이 마비되어 통화정책의 유효성이 상실되자 정부는 경기조절 수단으로 재정정책에 의존하지 않을 수 없게 되었다. 또한 당연한 금융구조조정과 사회안전망 형성을 위해 대규모의 공적자금이 집행되었다. 돌이켜 보면 한국경제가 외환위기로부터 급속히 회복할 수 있었던 것은 과거 재정건전성을 유지해 왔기 때문에 위기 직후 대규모의 재정자금을 구조조정과 경기회복을 위해 집행할 수 있었기 때문이다. 이 기간에 추진된 재정정책은 부실은행에 대한 자본출자, 예금 대지급 등 금융구조조정에 사용됨으로써 은행의 신용창조 제약을 완화시키는 역할을 했다. 즉, 재정정책이 기존의 승수효과 외에 금융중개기능의 정상화에 기여함으로써 통화승수까지 증가시키는 효과를 가져 경기회복에 매우 효과적이었다는 뜻이다.

외환위기 직후 추진된 적극적 재정정책은 경기회복에는 기여하였지만 여러 가지 부작용을 수반한 것 또한 사실이다. 공적자금을 조성하는 과정에서 통합재정수지에 포함되지 않는 국가보증채가 대량으로 발행된 결과 재정투명성이 악화되었다. 중소기업의 회생 및 경기활성화를 위해 정부보증 사업 규모가 증가한 것 또한 정부의 우발채무를 증가시켰다. 대우사태 이후 중소기업의 신용경색 해결을 위한 신보, 기보의 대출보증, 중기청의 Primary-CBO 보증, SOC 민간투자 사업 활성화를 위한 최소운용수입보장제도 등이 그 예이다. 이러한 보증제도 확대에 의해 재정건전성이

크게 악화되었을 뿐 아니라 퇴출되어야 할 중소기업의 구조조정이 지연되는 등 새로운 부작용이 초래되고 있는 것이 사실이다.

이러한 변화로 인해 한국의 재정정책은 외환위기 전과 질적으로 다른 문제를 당면하고 있다. 우선 외환위기를 극복하는 과정에서 재정 건전성이 많이 악화된 결과, 이제 한국경제는 다시 위기가 찾아온다면 1997년과 같이 적극적인 재정정책을 통해 위기를 쉽게 벗어나기 힘든 상황이다. 더욱이 향후 고령화 추세로 인해 복지 지출 규모가 크게 증가하지 않을 수 없고 또한 선진경제가 되기 위해서는 소외되었던 저소득층, 빈곤층에 대한 공적부조 제도 역시 확대되어야 한다. 따라서 재정건전성을 악화시키지 않으면서 급속히 증가할 복지수요에 대비하려면 연금개혁과 함께 정부지출 중 큰 비중을 차지하고 있었던 재정투융자 규모가 축소될 것으로 전망된다. 이로 인한 부작용을 최소화하려면 재정투융자 사업에 민간자본의 참여가 필요한 때다. 즉 앞으로는 재정자금의 대체수단을 육성하고 재정정책의 효율성을 제고하기 위해 자본시장을 이용한 재정정책의 설계가 중요한 정책과제가 되었다.

본 연구는 재정정책의 미시적 효율성 제고를 위해서는 EU 등 선진국 사례를 중심으로 정책 시사점을 정리해 보았다. 무엇보다도 선진국의 경험은 정부의 재정투융자 정책과 복지정책을 차별화하여야 함을 강조하고 있다. 중소기업의 고용창출을 위해서는 한계기업이 아니라 혁신 중소기업의 경쟁력 제고에 지원정책의 초점이 맞춰져야 한다는 뜻이다. 또한 정부 금융지원으로 발생할 수 있는 도덕적 해이 및 역선택 문제를 최소화하기 위해서는 정부가 자금조달은 지원하되 지원 대상 기업의 선정은 민간 금융기관에게 위임하고 위험을 공유하는 다단계 방식을 취해야 할 필요가 있다. 다단계 방식은 최종수혜자가 정부 지원을 인지하기 어렵게 만들고 다중의 감시체계를 구축함으로써 정부지원의 효율성을 높이기 때문이다. 또한 정부의 재정지원이 시장가격의 왜곡을 최소화하고 민간과 정부 간에 신용위험을 효율적으로 배분하기 위해서는 다양한 파생금융상품을 활용해 금융지원수단을 다양화해야 한다. 즉, 외환위기로부터 10년이 지난 현재 우리나라의 재정정책은 재정 건전성 확보를 위해서 뿐만 아니라 미시적 효율성 제고를 위해서도 재정정책과 금융정책을 연계시키는 창의성을 필요로 하게 되었다.

■ 참고 문헌

1. 강동수, “중소기업의 부실현황 및 구조조정방안,” 한국개발연구원, 2004.
2. 기획예산처, “2007년도 정부제출 기금운용계획안,” 2007.
3. 김우철, “정부지출과 조세의 변화가 경기변동에 미치는 효과 분석,” 한국조세연구원, 2000.
4. 김현욱, “중소기업 정책금융 지원효과에 관한 연구,” 정책연구시리즈 2004-05, 한국개발연구원, 2004.
5. ———, “재정자금을 이용한 중소기업 정책금융의 수익성 개선효과,” 한국개발연구 Vol. 27, No. 2, 한국개발연구원, 2005.
6. 박기백 · 김우철, “재정의 유지가능성과 세입·세출의 인과관계 검증,” 한국조세연구원, 2006.
7. 박기백 · 박형수, “재정의 경기조절기능 연구,” 한국조세연구원, 2002.
8. 박재완, 국회의원 박재완 국회보도자료 2006-45호, 2006.
9. 이창용, “IMF 조정 프로그램의 경제적 평가,” 서울대학교 경제연구소 경제논집, 제37권 제4호, 1998, pp. 867-888.
10. 이창용 · 권은지 · 김이경, “국민연금 자산운용과 거시경제,” 제 5차 한국응용경제학회 정책세미나 발표논문집, 한국응용경제학회, 2005.
11. 이창용 · 이종화, “종합평가,” 한국의 IMF 프로그램3년, 제7장, 대외경제정책연구원, 2000년 12월.
12. 이창용 · 조윤제, “재정정책 기초의 측정 및 운영에 관한 연구,” 연구보고서 95-06, 한국조세연구원, 1995.
13. 정운찬, “IMF 구제금융과 거시경제 정책,” 한국금융학회 심포지엄 발표논문, 1998.
14. 조윤제 · 박종규, 1994, “개방경제하의 재정정책: 거시경제조정 역할제고를 위한 방안,” 개방화 · 국제화에 따른 재정 · 금융정책의 방향 (연구논문집 94-01), 한국조세연구원.
15. 최준욱 · 전병목, “인구구조 변화와 조세·재정정책의 세대간 재분배 효과 분석을 중심으로,” 연구보고서03-08, 한국조세연구원, 2003.
16. Burnside, Craig, Martin Eichenbaum and Sergio Rebelo, “Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis,” *Journal of Political Economy*, Vol. 109, 2001, pp. 1155-1197.
17. Changyong Rhee and Daekeun Park, “Currency Crisis in Korea: How Has It Been Aggravated?” *Asian Development Review*, Asian Development Bank, Vol. 16, No. 1, 1998.
18. DeLong, J. Bradford and Lawrence H. Summers, “The Changing Cyclical Variability of Economic Activity in the United States,” NBER working paper, No. 1450, 1986.
19. Fatas, Antonio and Ilian Mihov, “Government Size and Automatic Stabilizers: International and Intranational Evidence,” *Journal of International Economics*, Vol. 55, 2001, pp. 3-28.
20. IMF, “Republic of Korea-Concluding Statement of the Article IV Consultation Mission,” International Monetary Fund, Washington D. C., 2005.
21. Kang, Kenneth, Geena Kim and Changyong Rhee, “Developing the Government Bond Market in Korea: History, Challenges, and Implications for Asian Countries,” Paper Prepared for the Presentation at the Asia Economic Panel (AEP) at Columbia University,

7-8 October, 2004.

22. KfW Group, "Update: News for Investors - Promoting SMEs with new Capital Market Instrument," May 2003. www.kfw.de.
23. Lane, Philip, "The Cyclical Behavior of Fiscal Policy: Evidence from the OECD," *Journal of Public Economics*, Vol. 87, 2003, pp.2661-2695.
24. Lee, Rhee, and Sung, "Fiscal Policy in Korea: Before and After the Financial Crisis," *International Tax and Public Finance*, Vol. 13, No 4, 2006.
25. Lee, Young and Taeyoon Sung, "Fiscal Policy, Business Cycles, and Economic Stabilization: Evidence from Industrial and Developing Countries," mimeo, 2005.
26. Radelet, Steven and Jeffrey D. Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1998, No. 1, 1998, pp.1-90.
27. Van den Noord, Paul, "The Size and Role of Automatic Fiscal Stabilizers in the 1990s and beyond," Economics Department Working Papers, No. 230, ECO/WKP(2000) 3, January, 27, 2000.
28. World Bank, "The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy," Oxford University Press, 1993.
29. Young-Sook Nam and Randall Jones, "Reforming the public expenditure in Korea," Economics Department Working Papers, No. 377, ECO/WKP(2003) 31, December 15, 2003.

Ten Years After the Crisis: Fiscal Policy in Korea

Changyong Rhee*

Abstract

This paper analyzes changes and challenges of fiscal policy following the Korean financial crisis. By re-estimating consolidated budget deficits and incorporating the quasi-fiscal activities of public funds and public enterprises, this paper compares the changes in fiscal stance in Korea before and after the crisis. The role of countercyclical fiscal policy is also examined and we find that the fiscal policy after the crisis had a greater multiplier effect since it simultaneously enhanced the credit creation multiplier in addition to the conventional Keynesian income-expenditure multiplier. Even though the aggressive fiscal policy contributed to the fast recovery from the crisis, it also generated unwelcome side-effects such as the deterioration of fiscal stability and the dependency on public credit guarantee programs, etc. In the future, the Korean government must learn how to utilize the private capital market to enhance the micro efficiency of fiscal policy.

Key Words: fiscal policy, Korean financial crisis, fiscal stability, credit guarantees programs

* Professor, Department of Economics, Seoul National University