

금융위기와 거시경제학계의 최근 논의 : 토론*

이 종 규 (한국은행 경제연구원 부원장)

2008년 글로벌 금융위기 이후 언론 등을 통해 경제학, 특히 거시경제학에 대한 비판이 크게 고조되었다(Economist, 2009; Buiter, 2009 등). 이와 관련하여 경제학자들 사이에서도 거시경제학의 문제점 등에 관해 많은 논의가 진행되고 있다. 이러한 움직임과 연관하여 발표 논문은 주로 거시경제학의 이론적 발전방향에 관한 논의를 정리하는 데 초점을 맞추고 있다. 대신 거시경제학에 대한 비판적 견해는 자세히 다루지 않았다고 생각된다. 논평에서는 발표 논문에 비해 좀 더 비판적인 시각에서 거시경제학 이론에 관한 최근 시각을 정리하고 앞으로 거시경제학의 발전 방향을 생각해보고자 한다.

거시경제학: 기원과 현황

거시경제학은 대공황 이후 Keynes의 “일반이론”을 계기로 출발하게 되었다. 그 이후 일련의 연구들이 진행되면서 체계가 확립되었고 정책적으로도 널리 활용되기에 이르렀다. 거시경제학은 기원 후 줄곧 연구의 목적을 대공황과 같은 경기변동을 어떻게 줄일 수 있느냐 하는 데 초점을 맞추었다.¹⁾ 다만 대공황과 같은 불경기의 원인을 무엇으로 보느냐에 대해서는 견해가 달랐다. Keynes는 대공황의 원인을 유효수요 부족으로 파악한 데 비해 Friedman은 대공황의 원인을 통화정책의 실패에서 찾았다. 사실 이러한 견해의 차이가 현대 거시경제학의 양대 이론인 케인즈학과 이론과 신고전학과 이론의 발전으로 이어졌다. 두 견해는 몇 가지 단계를 거쳐 근래에는 새로운 신고전과

* 본 원고는 2011년도 한국경제학회 주최로 개최된 워크숍(2011. 11. 10(목), 한국은행 소공별관 13층 대회의실), 「글로벌 경제위기와 경제학의 새로운 연구 동향」에서 발표자 정용승 교수의 논문(금융위기와 거시경제학계의 최근 논의)에 대한 토론 내용을 정리한 것임.

1) 경제성장론도 거시경제학의 주요한 부분이었으나 다음에 설명하는 주류 경제학으로는 취급되지 않았다.

종합(New Neoclassical Synthesis)을 이루어 통합되는 단계에 이르렀고(Woodford, 2009) 이를 배경으로 한 때 거시경제학 이론은 완성된 것으로 평가되기도 하였다(Blanchard, 2008).

그러나 거시경제학은 그 출발에서부터 중요한 점을 간과한 것으로 보인다. 거시경제학이 경기변동을 주요 연구대상으로 삼으면서 대공황과 같은 이례적 경제현상을 연구 대상에서 제외하는 모순이 잉태되었다. 다시 말하면 대공황의 원인이 되었던 1929년의 금융위기가 거시경제학의 핵심적 연구대상에서 제외되고 말았다.²⁾ 이러한 모순을 두고 Mankiw(2006)는 거시경제학이 대공황과 같은 쓰나미에 비해 잔물결에 해당하는 경기변동만을 다루었다고 평가하였다.

거시경제학 비판: 실물과 금융의 분리

거시경제학에서는 장기적 관점의 경제성장을 결정하는 요인은 공급능력에 의해 결정되는 것으로 보고 있다. 반면 금융부문을 수요 부문으로 취급하는 IS-LM 체계에 따라 금융부문은 장기 경제성장에 영향을 주지 못한다고 본다. 즉 화폐 및 금융부문은 장기 경제성장을 결정하는 주요 요인이 아니라는 인식이 강하였다. 다만 단기적으로 가격 및 임금이 신축적으로 조정되지 않는 경우에는 금융부문이 실물 활동에 영향을 줄 수 있다고 본다. 달리 말하면 금융이나 재정 부문은 경기순환 과정에 제한적인 영향을 미친다고 보았다. 그리고 이론분석 과정에서 금융부문에 대해 효율적 시장가설 등을 적용함으로써 금융부문에서의 문제점이 어떠한 거시경제적 효과를 나타내는지 등에는 큰 관심을 두지 않았다. 결과적으로 현대 거시경제학에서는 화폐 및 금융부문이 실물경제 활동에 미치는 영향을 제대로 분석하지 못하였다.

이는 금융부문을 공급부문의 하나로 보았던 Austrian School 등 다른 학파나 통상적인 생각과는 배치되는 것일 뿐만 아니라 Keynes의 이론적 공헌을 무시하는 결과가 되고 말았다. Keynes는 대공황의 원인이 유효수요 부족이라는 점을 설명하기 위하여 금융부문을 분석에 도입하였다. 이는 당시의 고전파 경제학이 화폐의 경제적 역할을 인정하지 않은 것과는 극명하게 차이가 나는 것이었다. 현대 거시경제이론에서는 거시경제학의 태두라 할 수 있는 Keynes의 금융부문에 관한 시각은 더 이상 강조되지 않고 있다.

거시경제학 비판: 엄격한 과학성 추구

거시경제학의 양대 이론은 방법론의 측면에서 통일을 이루었다. 그 방법론의 주요 특징으로서 선형 2차방정식 체계(linear quadratic framework)를 원용하고, 확실성 등가원리(certainty equivalent)를 적용하며 변수들이 충격에 대한 무조건부 반응(linear time-invariant response to each shock)을 보이는 식으로 모형을 만든다는 점을 들 수 있다(Caballero, 2010). 이러한 방법론

2) Bernanke 등 일부 학자들이 금융위기에 보다 많은 중점을 두고 대공황에 대한 연구를 지속하였으나 이러한 연구가 거시경제학의 주류를 형성한 것은 아니었다.

은 간단하면서 설득력이 있는 등 장점이 많았기 때문에 거시경제학의 양대 이론이 통합되는 데 크게 공헌하였다. 그리고 널리 활용되면서 주류 경제학을 형성하는 계기를 마련하였다.

그러나 이러한 방법론을 따르는 정도가 지나쳐 신봉한 측면이 있다 하겠다. 달리 말하면 거시경제학은 방법론 위주로 과학성을 추구하였다. 주류 경제학의 방법론으로 분석하기 어렵거나 불가능한 비주류 경제학의 연구나 관점에 대해서는 큰 관심을 기울이지 않는 경향을 초래하였다.

거시경제학 비판: 가상과 현실의 혼동

거시경제학의 방법론은 더욱 진화하여 비교적 복잡한 분석모형을 개발하였는데 최근에는 대부분의 거시경제학 분석에서 사용되는 DSGE(dynamic stochastic general equilibrium) 모형이 그것이다. 이는 완벽한 정보를 가지고 있는 경제주체들의 행위를 가상의적인 상황에서 모형화한 것으로 볼 수 있다. 이 모형이 개발됨으로써 경제학자들이 과거 분석기법에 비해 논리적 정합성을 갖춘 이론적 분석체계를 갖춘 점은 인정된다. 그러나 이 모형 역시 어디까지나 “경제학자들의 장난감(toy model)”에 불과하다고 볼 수 있다(Blanchard, 2008). 그럼에도 이 모형을 다루는 많은 경제학자들은 이 모형이 현실을 단순화하였다는 사실을 충분히 인식하지 못하는 경향이 있었다. 비유하면 ‘장난감 자동차를 만들어 놓고 자동차의 모든 것에 대해 잘 알고 있다’고 자신감을 보였다고 해야 할 것이다. 거시경제학자들은 이 모형을 통해 적어도 경기변동에 대해서는 다 알게 되었다고, 실제 정책적으로도 그 목표를 달성하였다고 믿었다(Blanchard, 2008). 글로벌 금융위기 이전 이러한 거시경제학자들의 태도에 대해 Caballero(2010)는 “지성적 허세(pretense of knowledge)”라고 비판하고 이러한 태도가 글로벌 금융위기의 遠因 중의 하나가 되었다고 지적하였다.

이와 같은 거시경제학자들의 문제점은 주류 경제학의 한계를 파악하지 못하게 하는 집단적 사고방식(group thinking)에서 기인한 측면이 있다. 다른 관점에서는 “현실”보다 이론(논리적 정합성)을 중시하는 사고방식이 지배적이었기 때문에 나타난 결과로도 볼 수 있다. 또 다르게는 과학과 정책(현실)을 혼동하여 Engineering이 필요한 분야에 Science를 적용하여 나타났는지도 모른다(Mankiw, 2006).

거시경제학에 대한 글로벌 금융위기의 교훈

글로벌 금융위기 이후 세계경제는 심각한 불황국면에 접어들었다. 미국 금융위기의 여파가 유럽으로 전이되어 유럽 재정위기로 확산되었다. 유럽재정 위기가 심화되면서 회복 기미를 보이던 세계 경제는 또 다시 불황국면에 접어들 가능성이 커졌다. 재정위기 역시 정부 채무의 과다(금융현상)로 나타난 것이다. 이로써 금융부문의 문제가 경기변동에 지대한 영향을 미친다는 점이 확인되었다. 다시 말해 금융부문이 거시경제분석의 핵심이 되어야 한다는 점은 명백해졌다(Mishkin, 2010).

금융위기는 심각한 불황의 초래 등 경제적 비용이 상당하다는 점이 재차 확인되었다. 따라서 금융위기의 재발을 방지하는 것이 주요 정책 과제로 등장하였는데 이 역시 당연히 거시경제학의 과제라 하겠다. 금융부문을 거시경제분석에 포함하는 등의 노력을 경주하여야 하는 것은 바로 금융위기를 미연에 방지할 수 있는 방안을 모색하는 일련의 노력과 일맥상통한다고 볼 수 있다.

한편 거시경제분석의 주요 대상인 통화정책에 대해서도 이론적 관점이 달라져야 할 부분이 많다. 종전의 통화정책이 글로벌 금융위기의 원인인지 여부에 대해서도 논란(Taylor, 2008; Bernanke, 2010)이 적지 않은 데다 통화정책이 독자적으로 추구한 목표가 오히려 금융안정을 해칠 수 있다는 견해(Rajan, 2005; Mishkin, 2010)도 대두되고 있다. 이러한 논란의 핵심은 통화정책이 금융상황을 고려하여야 하는지 여부라 하겠다. 이제까지의 이론에 따르면 통화정책은 실물 경제상황을 주로 감안하여 결정하고 금융부문은 그 영향을 전파하는 통로 정도로 인식하였다. 앞으로 금융부문의 어떤 요소들이 통화정책의 고려 대상이 되어야 하는가에 대한 이론적 관심이 있어야 할 것이다.

금융위기를 겪으면서 금융부문과 실물부문은 밀접하게 상호작용을 하고 있다는 점이 확인되었고 상호간에 영향을 주고 받는 동태적 관계가 비선형(non-linear)일 수 있다는 점도 확인되었다. 달리 말하면 금융부문과 실물부문 사이에는 그 영향을 상호 증폭시키는 ‘음의 되먹임 관계(adverse feedback loop)’가 작동될 여지가 있다는 점이다. 이러한 관계는 위기 상황에서 뿐만 아니라 위기 이전 단계인 경기 상승기에도 작동될 수 있다. 금융부문내에서도 금융시스템을 구성하는 요소들끼리 서로 영향을 주고받으면서 충격을 흡수하기보다는 증폭시키는 메커니즘이 작동될 수 있다는 점(소위 금융의 경기순응성, procyclicality)에 대해서도 인식하게 되었다. 이러한 현상들은 금융부문을 거시경제분석에 포함하기 위해서는 기존의 방법론에도 큰 변화가 있어야 한다는 점을 시사한다. 변수들의 관계를 선형적 관계로 가정하거나 균형위주로 경제분석을 행하는 등의 기존 방법론을 보완할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다 하겠다.

거시경제학 발전방향

앞으로 거시경제학을 연구함에 있어서 보다 유연한 자세와 신축적 사고방식이 요구된다고 생각된다. Keynes가 고전과 경제학의 굴레를 벗어나려고 노력하였듯이 새로운 거시경제학에서는 이론적 정합성을 지나치게 강조하는 현대 거시경제학의 경직적 사고방식을 탈피할 필요가 있다. 경제이론에 유연한 사고방식이 적용될 때 기존거시경제이론에 금융부문을 접목시킬 수 있을 것이다.

앞으로 거시경제이론에 포함되어야 할 금융부문은 효율적 시장가설을 전제로 한 금융중개기관은 더 이상 아니다. 금융부문에서 나타날 수 있는 여러 가지 ‘비효율적’ 현상들이다. 소위 말하는 시장불완전성(market imperfections), 금융알력(financial frictions), 금융불균형(financial

imbalance) 등이다.³⁾ 이에 더하여 금융시장 참가자들의 행태도 합리적 행위를 가정하기보다는 실제 행동방식을 반영하려는 노력이 필요하다. 제한된 합리성(bounded rationality), 기회주의적 속성(opportunistic behavior), 기준설정(anchoring), 쏠림(herd mentality) 등 여러 양태가 있을 수 있다. 물론 이 과업이 쉽지는 않을 것이다. 그러나 적어도 다양한 시도는 있어야 할 것이다.

이와 같이 금융부문을 거시경제연구 대상에 포함하고 금융부문의 비효율적 현상을 다루게 되면 정책적인 측면에서 거시경제학은 최근 큰 관심을 끌고 있는 거시건전성정책(macprudential policy)에 관한 연구와 거의 유사해질 것으로 전망된다. 거시건전성정책은 금융불균형 등을 시정하여 금융안정을 이루어 궁극적으로는 거시경제변수의 안정(경기변동의 최소화)을 꾀하고자 하는 정책이다. 한편 금융부문의 문제를 통화정책에 반영하게 되면 새로운 통화정책에서는 Mishkin (2010)이 제안한 바와 같이 금융불안이 거시경제적 피해를 가져올 위험을 사전에 감안하여 통화정책을 수립하게 될 것이다. 따라서 양자는 크게 다르지 않을 것으로 예상된다.

■ 참고문헌

- Angelini, Paolo, Stefano Neri and Fabio Panetta (2011), "Monetary and Macroprudential Policies," Bank of Italy, Working Paper, No. 801, March.
- Bernanke, Ben S. (2010), "Monetary Policy and the Housing Bubble," Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3.
- Blanchard, Olivier J. (2008), "The State of Macro," NBER Working Paper, No. 14259, August.
- Buiter, Willem (2009), "The Unfortunate Uselessness of Most 'State of the Art' Academic Monetary Economics," ft.com/maverecon, March 3.
- Caballero, Ricardo J. (2010), "Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense of Knowledge Syndrome," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No. 4, Fall, 85–102.
- The Economist (2009), "The State of Economics: The Other-worldly Philosophers," July 16.
- Mankiw, N. Gregory (2006), "The Macroeconomist as Scientist and Engineer," mimeo, May.
- Mishkin, Frederic S. (2010), "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis," Paper Presented at the ECB Central Banking Conference, "Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis," Frankfurt, November 18–19.
- Rajan, Raghuram G. (2005), "Has Made Financial Development Made the World Riskier?," NBER Working Paper, No. 11728, November.
- Woodford, Michael (2009), "Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 1, No. 1, January.
- Taylor, John B. (2008), "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong," Keynote Address at Bank of Canada, November.

3) 최근 DSGE에 금융알력을 반영하려는 연구가 많이 나오고 있는데 그 나름대로 의미가 없는 것은 아니지만 적어도 연구자는 DSGE가 금융알력을 분석하는 데 적합한 방법론인지, 그리고 그 한계가 무엇인지 등에 대해서는 인지하고 있어야 할 것이다.