

通貨信用政策에서의 信賴性 問題와 解決方法⁽¹⁾

吳 星 煥

본 연구는 통화신용정책에서 발생하는 신뢰성문제와 그 해결방법을 분석한다. 이를 위해 먼저 산출량 증가, 재정적자 보전, 금융부문의 안정, 그리고 국제수지적자 축소 등 신뢰성문제의 네 가지 발생경로를 개관한 뒤, 평판적 접근방식, 입법적 접근방식 그리고 계약적 접근방식 등 세 가지의 신뢰성문제 해결방법을 비판적으로 검토한다.

1. 머리말

우리나라 통화신용정책에 대한 논의가 있을 때마다 정책의 신뢰성문제가 빠짐없이 등장한다. 이는 일회성 정책의 잘잘못보다도 정책의 신뢰성문제가 보다 중요한 과제임을 반영한다. 특히 번번이 제기되는 한국은행법의 개정과 한국은행에 대한 독립성 보장 등은 신뢰성문제에 대한 일반의 인식과 그 중요성을 잘 보여주는 것이라 하겠다. 이같은 신뢰성문제에 대한 인식은 과거 정책 경험에서도 기인하겠으나 보다 직접적인 원인은 1980년대 이후 경제학계에서 확고하게 자리잡은 합리적 기대가설이라 함이 옳을 것이다.

합리적 기대가설이 도입되기 전의 경제정책이론은 로보트와 같은 수동적 경제주체들을 상정하여 전개된 반면 합리적 기대가설하의 경제정책이론은 정책당국의 정책행위(경제정책)가 변함에 따라 그들의 행위를 수정하는 능동적 경제주체들을 상정하여 전개된다. '자신들의 경제활동 환경의 중요한 일부분인 경제정책의 변화에 전략적으로 대응하는 경제주체'라는 지극히 당연한 명제가 오랫동안 전통적 거시경제이론에서 잊혀져 왔다는 사실은 새삼 놀라운 일이라 할 수 있다. 경제환경이 변화하면 경제주체들은 자연스럽게 그들의 경제행위양식을 수정한다. 이는 새로운 경제환경이 요구하는 이윤극대화 행위양식이 과거의 경제환경에서의 그것과는 다르기 때문이다.

경제주체들과 정책당국간의 이같은 전략적 상호작용은 Kydland and Prescott(1977)의 선구적 연구 이래 모든 거시경제정책연구의 초석으로 자리를 잡아왔다. 즉 지난 20년간의 거시경제정책연구는 경제주체들의 기대형성과정과 정책준칙간의 관계를 연구의 초점으로 상정하여 온 것이다. 이 결과 많은 새로운 사실들이 알려졌는데 이 중에서도 정책의 신뢰

(1) 본 연구는 제원연구재단의 지원으로 이루어졌다.

성 문제는 경제정책의 핵심적인 문제로 대두하였다. 간단히 말해서 신뢰성문제란 정책당국이 명시적이든 암묵적이든 어떠한 정책을 시행하고자 할 때 그러한 정책이 정책당국의 의도대로 경제주체들에게 전달될 수 있는가 하는 문제이다. 그리고 신뢰성문제는 상정된 경제환경과 정책목표 및 정책수단 등에 의해 근본적으로 결정된다. 즉 극심한 재정적자상황에서 통화량감축을 통한 脫인플레이션정책은 애초부터 신뢰될 수 없는 일이며⁽²⁾ 정책당국이 경제주체들과 상이한 정책목표를 가진 상황에서 경제주체들이 정책당국의 목표대로 수동적으로 따르리라고 기대할 수 없는 것이다. 그간의 많은 연구들은 이들 경제환경과 정책목표 및 정책수단들을 상이하게 설정하여 이들 변수들과 신뢰성문제를 집중적으로 조망하여 왔다.

이들 연구들은 간단한 거시모형을 이용해 통화신용정책을 중심으로 이루어졌는데 다소의 차이는 있으나 대체로 강력한 속박장치가 부과된 政策準則(precommitment)이 完全裁量的인 政策(discretion)보다는 평균적으로 낮은 인플레이션율을 결과하기 때문에 구속적인 정책준칙이 더 나은 것으로 결론짓고 있다. 그러면 현실적으로 이러한 구속을 강제할 수 있는 속박장치가 있는가? 이에 대하여는 대체로 세 가지의 접근방식이 있다. 즉 評判的 接近方式(reputational approach), 立法的 接近方式(legislative approach), 그리고 契約的 接近方式(contractual approach)이 있다.

먼저 Barro and Gordon(1983)에 의해 시작된 評判적 접근방식이란 정책당국이 선언한 정책과는 다른 정책을 시행할 경우 경제주체들은 기대 형성을 달리함으로써(예를 들면 높은 기대인플레이션율을 형성) 정책당국을 처벌하기 때문에 정책당국은 약속을 지키고 평판을 쌓는다는 주장이다. 이같은 評判적 접근방식은 모형 내에서 내생적으로 발생하는 속박장치인 평판에 의거한다는 점에서 흥미로운 접근방식이나 현실적으로 정책당국이 어떻게 평판을 쌓고 어떠한 처벌방식이 바람직한지에 대해서는 상당히 제한적인 답변만을 제공하고 있다.⁽³⁾

반면 입법적 접근방식은 표현 그대로 속박장치를 법제화하여 통화신용정책에 신뢰성을 부여하는 것이다. 예를 들면 독립적인 통화당국을 법에 의해 설립하고 정책목표를 물가안정으로 명시함으로써 통화당국으로 하여금 다른 모든 정치경제적 고려사항에 우선하여 물가안정을 추구하도록 하는 것이다.⁽⁴⁾ 입법적 접근방식은 법률의 제정 및 집행의 어려움이

(2) 이같은 상황이 1980년대 남미국가들이 처한 상황이었다. 또한 1차대전 이후 高인플레이션에 시달렸던 패전국들의 상황도 이와 유사하였다. Sargent(1993) 참조하시오.

(3) 評判적 접근방식에 대한 자세한 논의는 Rogoff(1987)를 참조하시오.

(4) Persson and Tabellini(1993)은 입법적 접근방식과 目標管理接近方式(targeting approach)을 구분하고 있으나, 본 연구에서는 목표관리적 접근방식을 입법적 접근방식의 일부분으로 간주한다.

라는 한계를 가지고 있으나 가장 명시적이라는 점에서 현실적인 방식이라 할 수 있다.

끝으로 최근 Walsh (1995) 와 Persson and Tabellini (1993) 에 의해 제기된 계약적 접근방식은 本人-代理人關係(principal-agent relationship) 문헌을 이용한 접근 방식이다. 구체적으로는 정부가 本人(principal)이 되고 통화당국이 代理人(agent)이라 가정하여 통화당국의 보수체계를 실제 인플레이션율에 의존하게 하면 바람직한 결과를 도출할 수 있다는 주장이다. 이같이 보수체계를 이용한 계약이 최적의 결과를 가져올 수 있음은 이론적으로는 쉽게 보일 수 있으나 과연 이같은 접근방식이 전제로 하는 가정이 현실적으로 타당한가는 의문이다.

본 연구는 통화신용정책에서 발생하는 신뢰성문제와 그 해결방식들을 간결하게, 그리고 일반인들이 이해할 수 있도록 논술하고 재검토함을 목적으로 한다. 이를 위해 다음 2장에서는 통화신용정책에서 신뢰성문제가 발생할 수 있는 경로들을 살펴본 뒤 3장에서 이들 신뢰성문제를 해결하는 접근방식들을 보다 자세히 소개하고 각각의 장단점을 비판적으로 검토하기로 한다. 끝으로 4장에서 간략히 결론을 내리고자 한다.

2. 通貨信用政策에서의 信賴性問題의 發生經路

신뢰성문제는 특히 통화신용정책을 중심으로 하여 많은 연구가 이루어졌는데, 이는 통화신용정책이 재정정책에 비해 그 영향이 간접적이어서 경제주체들의 직접적인 대응행위(예를 들면 압력단체를 형성하여 직접적인 영향을 미치는 등의 행위)를 유발하지 않고 주로 간접적인 기대 형성에 영향을 미치므로 신뢰성문제를 연구하는 데 보다 적합하기 때문이다. 또한 통화신용정책은 그 효과가 재정정책에 비해 상대적으로 장기간에 걸쳐 발생하기 때문에 시간을 고려한 동태분석에 보다 유리한 점도 한 이유가 될 것이다.

Kydland and Prescott (1977)의 효시적 연구 이래 술한 연구논문들은 공통적으로 통화신용정책이 완전재정적일 때 동태적 부정합성 문제로 인해 보다 높은 인플레이션율이 결과됨을 보이고 있다.⁽⁵⁾ 동태적 부정합성은 미래 어떤 시기에 대하여 현재 시점에서 보아 최적의 정책이 막상 그 시기가 다가왔을 때는 최적이지 않을 때 발생한다. 밑에서 보다 자세히 살펴보겠지만, 통화신용정책에서의 동태적 부정합성은 기본적으로 통화당국이 시

이는 목표관리접근방식도 입법이나 평판으로 뒷받침되지 않으면 부분적 또는 전면적으로 신뢰성 상실이 발생하고 또한 많은 경우 목표관리접근방식은 입법이나 그에 준하는 행정지침으로 뒷받침되기 때문이다.

(5) 신뢰성문제를 가장 포괄적으로 그리고 깊이 있게 다루고 있는 책들은 Cukierman (1993)과 Persson and Tabellini (1990) 등이 있다.

간이 지남에 따라 원래 입장과는 달리 각종 물가압력이나 임금압력, 또는 재정적자 등을 수용함으로써 발생한다. 합리적 기대의 경제주체들은 인플레이션 기대 형성시 통화당국의 이같은 수용적 성향을 유용한 정보로써 충분히 활용할 것임은 물론이다.

인플레이션은 기본적으로 통화적 현상임은 잘 알려져 있다. 만약 인플레이션이 지속적으로 진행된다면 이는 통화당국이 어떠한 이유에서든 통화를 지속적으로 증발하고 있음을 뜻한다. 통화증발이 발생하는 이유로는 대체적으로 다음 네 가지가 주로 꼽힌다. 첫째는 보다 높은 고용율 또는 생산량을 유지하기 위해서이고 둘째는 정부의 재정적자를 보전하기 위해서이다. 셋째로는 금융부문의 안정을 위해 통화를 증발하는 경향이 있을 수 있고 끝으로 고정환율제를 채택한 경우에 지나친 국제수지적자를 회피하기 위해서 통화를 증발시킬 수도 있다.

먼저 Kydland and Prescott (1977) 이래 신뢰성문제를 다룬 문헌에서 가장 광범위하게 거론되어온 고용율(산출량) 증가 동기를 살펴보자. 이들 모형은 공통적으로 우선 Lucas류의 공급함수를 상정한다. 즉 예기치 않은 인플레이션이 있을 때 산출량은 자연산출량을 능가하게 된다는 것이다. 예기치 않은 인플레이션과 산출량간의 이같은 양의 관계는 임금계약에서의 명목적 경직성 때문에 발생한다. 두 번째 공통적인 요소는 통화당국은 자연산출량보다 높은 산출량을 성취하고자 한다는 것이다. 이는 시장에 의해 결정되는 산출량이 경제 내에 존재하는 다수의 제도적 요인으로 인해 사회적으로 바람직한 산출량보다 낮기 때문이다.⁽⁶⁾ 끝으로 이들 모형은 경제주체들이 합리적 기대를 하기 때문에 정책당국의 정책목표 또는 성향을 알고 있다고 가정한다.

위의 세 가지 가정을 기초로 하여 인플레이션율이 양이 될 것임을 쉽게 보일 수 있다. 매기간 초에 임금노동자인 경제주체들이 임금계약을 맺을 때 이들은 적절한 실질임금을 요구할 것이다. 적절한 실질임금을 요구할 때 경제주체들은 계약기간중에 발생할 인플레이션율을 예측하여야만 한다. 이는 모든 임금계약이 명목적으로 체결되기 때문이다.⁽⁷⁾ 임금계약이 체결된 후 통화당국은 자신의 목표함수 또는 사회적 후생함수를 극대화하는 통화증가율을 결정하게 되고, 이에 수반하여 인플레이션율이 결정된다. 이때 통화당국은 이 기간 임금계약이 이미 주어진 것으로 간주하게 된다. 임금계약시 경제주체들의 기대인플레이션율은 명목임금계약에 반영되었으므로 자연히 경제주체들의 인플레이션기대도 주어

(6) 가장 대표적인 제도적 요인으로는 각종 세율로 인한 근로 의욕의 왜곡과 노동조합의 존재로 인한 왜곡이다.

(7) 아직까지도 왜 많은 계약들이 실질이 아닌 명목금액으로 체결되어야 하는지 규명되어 있지 않다. 이는 화폐의 가치척도의 기능과 연관하여 해결해야 할 것으로 보인다.

진 것이 된다. 앞서 언급한 대로 Lucas류의 공급함수하에서는 예기치 못한 인플레이션은 보다 높은 산출량을 결과하며, 통화당국은 자연산출량보다 높은 산출량을 선호한다. 따라서 통화당국은 자연스럽게 경제주체들이 예측한 기대인플레이션율보다 높은 인플레이션율을 창출할 유인을 가지게 된다. 그러나 합리적 기대의 경제주체들은 이러한 통화당국의 유인을 잘 알고 있기 때문에 그들의 임금계약시 통화당국의 유인을 반영한 보다 높은 인플레이션율을 기대함으로써 보다 높은 명목임금을 요구하게 된다. 이 결과 통화당국이 높은 인플레이션율을 창출하여도 경제주체들은 원래 원했던 적정의 실질임금을 확보하게 되어 산출량은 자연산출량수준에 머물게 되고 인플레이션율만 올라가는 균형이 초래된다.

이같은 인플레이션 편익이 있는 균형은 통화신용정책에서의 동태적 부정합성으로 인해 발생한다. 즉 임금을 계약할 시점에서 최적의 통화신용정책은 예기치 못한 인플레이션율을 零으로 하는 것이지만 임금계약후 최적의 통화신용정책은 예기치 못한 인플레이션율을 양으로 만드는 것이다. 만약 정책당국이 경제주체들이 임금계약을 체결할 때 신뢰성 있게 예기치 못한 인플레이션을 창출하지 않을 것임을 설득할 수만 있다면 불필요한 인플레이션 편익이 제거된 낮은 인플레이션율의 균형이 성취될 수 있다. 그러나 신뢰성을 보장하는 속박장치가 없는 채로 통화당국이 임금계약후 자유롭게 통화량을 결정할 수 있는 재량권을 가지고 있는 한 동태적 부정합성으로 인해 산출량 증가는 없고 인플레이션율만 상승하는 나쁜 균형점이 나타난다. 따라서 완전재량적 통화신용정책보다는 고정된 준칙이 부과된 통화신용정책이 더 나은 정책이라는 결론이 도출된다.

재정적자 보전을 위한 통화 증발의 경우도 앞서 언급한 고용증대의 경우와 비슷하게 전개된다.⁽⁸⁾ 차이점은 임금계약 대신 화폐수요가 경제주체들의 결정변수가 된다는 점이다. 잘 알려진 대로 貨幣鑄造利益(seigniorage)은 화폐공급의 증가속도와 경제주체들이 보유하는 화폐량에 의해 결정된다. 경제주체들은 Cagan(1956)에서와 같이 기대인플레이션율에 따라 화폐보유량을 결정한다고 하면, 기대인플레이션율이 높으면 높을수록 보다 적은 양의 화폐를 보유하고자 할 것이다. 고용증대 동기의 경우와 마찬가지로 매기간 초에 경제주체들은 그 기간에 발생할 인플레이션율을 예측하면서 화폐보유량을 결정한다. 이후 통화당국은 통화증발을 통해 실제 인플레이션율을 결정하게 된다. 사전적으로 통화당국은 화폐주조이익의 극대화 결과 나타날 수 있는 높은 인플레이션율이 경제주체들의 높은 기대인플레이션율을 유발하고 이로 인해 부정적인 효과(즉 경제주체들의 낮은 화폐보유)가 야기될 수 있음을 고려한다. 이같은 인플레이션 기대 효과는 통화당국이 인플레이션을 창

(8) 재정수입 목적으로 인한 동태적 부정합성문제는 Calvo(1978), Barro(1983) 등에 의해 처음 연구되었다.

출하고자 하는 유인을 부분적으로나마 감소시킨다. 그러나 일단 경제주체들이 화폐보유량을 결정하고 난 뒤에는 기대인플레이션의 억제효과는 사라져 동태적 부정합성이 발생한다. 물론 경제주체들은 이같은 통화당국의 유인을 이해하고 있기 때문에 보다 높은 기대인플레이션을 형성하게 되고 따라서 보다 적은 양의 화폐를 수요한다. 이 결과 통화당국은 보다 높은 인플레이션을 창출할 수밖에 없게 되는 것이다. 통화당국이 사전에 높은 인플레이션을 창출하지 않을 것임을 신뢰성 있게 설득할 수만 있다면 인플레이션 편의를 피할 수 있는 것은 앞서의 고용증대 동기의 경우와 같다.

국제수지목표 때문에 발생하는 동태적 부정합성도 앞서의 두 경우와 비슷하다.⁽⁹⁾ 임금계약시점을 중심으로 한 동태적 부정합성문제는 고용증대 동기의 경우와 일대일로 일치한다. 차이점은 정책당국의 목표와 정책수단이다. 고용증대 동기의 경우와는 달리 정책당국의 목표는 국제수지적자의 감축 또는 흑자의 증대이고 정책수단은 통화증발이 아닌 평가절하라는 점이 다를 뿐이다. 정책당국은 일단 임금계약이 이루어지고 나면 평가절하를 통해 (이는 자국의 물가수준을 높이는 것과 동일하다) 실질임금을 낮춤으로써 고용과 산출량을 늘려 수출을 증대하고자 하는 유인을 가지게 된다. 고용증대 동기의 경우와 같이 경제주체들은 이러한 정책당국의 유인을 알고 있기 때문에 임금계약시 미래에 발생할 평가절하를 감안한 임금수준을 요구하게 된다. 그 결과 산출량 증가나 국제수지의 개선은 이루어지지 않고 보다 높은 인플레이션율과 불필요한 평가절하만이 존재하는 나쁜 균형이 초래될 뿐이다.

끝으로 금융부문 안정을 위한 노력의 결과로 인플레이션 편이가 발생하는 경우를 살펴보자. 이 경우는 앞서의 세 경우와는 달리 경제주체들과 통화당국간의 전략적 상호작용이 직접 발휘되지 않고, 통화당국이 변화하는 경제환경에 따라 자신의 목적함수를 변화시키기 때문에 통화증발이 발생한다. 즉 통화당국은 평상시에는 물가안정에 주력할지라도 금융위기가 발생할 가능성이 생기면⁽¹⁰⁾ 물가안정목표를 다소 후퇴시켜서라도 금융안정에 노력할 것이라는 것이다. 금융기관들은 보통 금융상품 만기구조를 변환하는 기능을 한다. 예를 들면 은행은 만기가 단기인 예금을 수신하여 상대적으로 장기의 만기를 갖는 대출을 창조한다. 이같은 상품만기구조는 금융기관의 수지를 이자율 변동에 민감하게 만든다. 갑자기 이자율이 상승할 경우 장기로 묶인 대출로부터의 수익은 거의 변동하지 않으나 단기적으로 조달하여야 하는 자금의 비용은 즉각 상승하여 은행의 수지가 급격히 악화될 수 있다. 이때 통화당국은 은행에 지준금을 추가 공급하는 등의 조치를 취함으로써 시중의

(9) Cukierman(1993)에서의 1980년대 Israel의 경험을 참조하시오.

(10) 금융중개행위가 실물경제에 미치는 심대한 영향에 관하여는 Bernanke(1983)를 참조하시오.

유동성 공급을 확대하여 이자율을 하락시킨다. 특히 물가변동이 금리에 비해 경직성을 가지고 있음을 감안하면 통화당국이 장기적인 물가안정보다는 단기적인 금융부문 안정에 보다 비중을 두게 되는 것은 자연스럽다고 할 것이다. 반면 이자율이 떨어지면 이미 풀려나간 유동성을 회수함으로써 통화당국은 장기적인 물가안정에 보다 노력한다. 금융부문 안정성에 대한 통화당국의 이같은 고려는 예금이자율이 대출이자율보다 보다 빨리 변한다는 사실에 기인한다. 그러나 결과는 평균적으로 보다 높은 증가율의 통화증발로 나타난다.⁽¹¹⁾

물론 앞에서 논의된 네 가지의 동기는 각 국가가 처한 경제상태나 경제발전 정도에 따라 그 중요성이 다를 것이다. 경제발전이 충분히 이루어진 나라의 경우는 재정적자 보전보다는 고용증대나 금융부문의 안정이 통화당국의 주된 관심이 될 것이다. 반면 저개발국의 경우에는 재정수입 재원이나 수단의 미발전으로 재정적자 보전의 동기가 지배적일 수 있다. 국제수지에 대한 고려도 선진국보다는 저개발국의 경우에 보다 중요할 것임은 자명하다. 우리나라의 경우도 과거 1960-1970년대의 개발기간중 재정적자 보전과 국제수지적자 축소가 주된 관심사였을 것임은 쉽게 짐작할 수 있다.

3. 信賴性問題의 解決을 위한 세 가지 接近方式

앞에서 살펴본 바대로 통화당국은 다양한 이유로 인해 통화증발을 초래할 유인을 가진다. 합리적으로 기대하는 경제주체들은 이같은 유인을 감안하여 보다 높은 증가율의 기대인플레이션을 형성함으로써, 통화증발은 통화당국이 의도하였던 목적을 성취함이 없이 인플레이션 편의만을 야기하게 된다. 통화당국이 사전에 신뢰성 있게 통화증발의 배제를 약속할 수만 있다면 이같은 인플레이션 편의를 쉽게 제거할 수 있다. 그같은 약속이 신뢰성을 가지는가 하는 것은 다시 통화당국이 신뢰성을 가지는가와 직결된다.

통화당국의 신뢰성을 결정짓는 경제환경은 크게 보아 통화당국의 과거 정책행위와 통화당국이 당면한 정책환경으로 나눌 수 있다. 물론 과거 정책행위도 그 당시 통화당국을 둘러싸고 있던 정책환경에 크게 영향을 받았을 것이다. 과거 정책행위는 통화당국의 평판을 결정짓는 직접적인 요인이다. 과연 통화당국이 발표한 대로 정책을 시행하여 왔는가 하는 것은 통화당국의 정책수행능력과 함께 그의 평판 즉, 신뢰성을 결정할 때 중요한 고려사항인 것이다. 그리고 현재 통화당국을 둘러싸고 있는 정책환경은 정책의 신뢰성을 결정짓

(11) Wooley(1984)는 이자율 변동시 미국 연준의 은행산업 수지에 대한 우려와 그에 수반하는 확장적 통화정책을 자세히 분석하고 있다.

는 기본요인입은 자명하다. 정책목표에 걸맞는 정책수단이 있는가 또는 제도적으로 정책수행이 보장되어 있는가 등은 정책의 신뢰성을 직접 결정한다.

신뢰성문제를 해결하기 위한 세 가지 접근방식을 검토하기 전에 논의의 편의를 위해 다음과 같은 간단한 모형을 도입하기로 한다. 먼저 통화당국은 $L(\pi_t) = w\pi_t^2 + (y_t - k\bar{y})^2$ 을 최소화하고자 하는 목표를 가진다고 가정하자. 목표함수에서 π_t 는 인플레이션율, y_t 는 산출량이고 가중치 w 는 양수이며 $k > 1$ 이다. 그리고 산출량 $y_t = \bar{y} + \beta(\pi_t - \pi_t^e + u_t)$ 로 정의되는데 \bar{y} 는 자연산출량이고 π_t^e 는 기대인플레이션율이며 u_t 는 교란항이다. 이들 두 식을 결합하면 목적함수는

$$(3.1) \quad L(\pi_t) = w\pi_t^2 + [(1 - k)\bar{y} + \beta(\pi_t - \pi_t^e + u_t)]^2$$

이 된다. 논의의 편의를 위해 통화당국은 인플레이션율을 직접 조절할 수가 있고 목표 인플레이션율은 π_t^e 라고 하자.⁽¹²⁾ 만약 통화당국이 π_t^e 를 주어진 것으로 보고 매기간 목적함수를 최소화할 경우 선택된 인플레이션율은

$$(3.2) \quad \pi_t = \frac{\beta(k - 1)\bar{y}}{w + \beta^2} + \frac{\beta^2}{w + \beta^2} \pi_t^e - \frac{\beta^2}{w + \beta^2} u_t$$

가 된다. 합리적 기대 형성을 가정하면 식(3.2)는 다시

$$(3.3) \quad \pi_t = \frac{\beta(k - 1)\bar{y}}{w + \beta^2} + \frac{\beta^2}{w + \beta^2} u_t$$

이 된다. 이와는 반대로 통화당국이 경제주체들의 기대 형성을 고려하고 動態的 整合性 (dynamic consistency)을 유지할 수 있다면 선택된 인플레이션율은

$$(3.4) \quad \pi_t = \frac{\beta^2}{w + \beta^2} u_t$$

(12) 실제 통화당국이 인플레이션율이 아닌 통화량을 조절한다고 하여도 분석결과는 동일하다.

이 된다. 식 (3.3)과 (3.4)를 비교하면 (3.3)의 경우가 $[\beta - (k-1)\bar{y}]/w$ 만큼 인플레이션율이 높은 것을 쉽게 알 수 있다. 그런데 식 (3.3)과 (3.4)의 평균 산출량은 공히 \bar{y} 이므로 식 (3.4)가 (3.3)보다 낮게 된다. 그러나 잘 알려진 바와 같이 통화 당국이 식 (3.4)를 선택하지 않고 (3.3)을 선택하지 않을 수 없게 되는 이유는 動態的 不整合性(dynamic inconsistency) 때문이다. 즉 사전적으로 바람직한 인플레이션율은 (3.4)지만 막상 t 기가 도래하여 경제주체들이 기대형성을 π_t^e 로 하면 (3.2)식의 인플레이션율이 통화당국의 선택이 되는 것이다. 이처럼 아무런 제약을 받지 않는 통화당국은 식 (3.2)를 선택할 수밖에 없고 경제주체들도 그렇게 기대를 형성할 수밖에 없게 되는 것은 '事前束縛裝置'가 없기 때문이다.

따라서 앞서 말한 세 가지 접근방식이란 사전속박장치를 어떻게 도입할 것인가 하는 것으로 요약될 수 있다. 먼저 Barro and Gordon(1983)에 의해 시작된 평판적 접근방식은 어떤 구체적인 속박장치를 외부에서 도입하지 않고 모형내에서 내생적으로 발생하는 평판이라는 속박장치에 의거한다는 점에서 매우 흥미로운 방식이다. 구체적인 예로는 독일의 연방은행이 가장 좋은 예일 수 있다. 이 접근방식의 기본적인 발상은 통화당국이 선언한 정책, 예를 들면 식 (3.4)와 같은 최적정책을 시행하지 않고 다른 정책, 예를 들면 식 (3.2)와 같은 정책을 기습적으로 시행할 경우 경제주체들은 미래에 식 (3.3)에 따라 기대를 형성함으로써 통화당국을 처벌하기 때문에 정책당국이 약속을 지키고 평판을 쌓는다는 것이다. 즉 통화당국이 약속을 지키지 않을 경우 한 기간에 한정하여 기습적인 인플레이션으로 산출량을 일시적으로 늘릴 수가 있으나 이러한 이득에 수반되는 미래의 비용이 단기 이익을 상쇄하고도 남을 수 있다는 주장이다. 구체적으로 경제주체들은 한 번 속은 뒤 높은 인플레이션율을 지속적으로 기대하기 때문에 통화당국은 식 (3.3)의 인플레이션율을 선택할 수밖에 없게 되어⁽¹³⁾ 경제는 계속적으로 높은 인플레이션율을 경험하게 된다. 따라서 통화당국은 한번의 산출량 증가라는 이득과 향후 지속될 높은 인플레이션율이라는 비용을 비교하여 후자가 전자보다 클 때는 자신의 약속을 지키게 된다. 이같은 평판적 접근방식은 통화당국의 정책행위가 일회적인 영향뿐만 아니라 미래의 기대 형성에도 영향을 미칠 수 있다는 사실을 명확히 보였고 내생적인 속박장치를 소개하였다는 점에서 그 의의가 크다.

그러나 이 접근방식은 가장 흥미로운 점인 내생성이 바로 문제점으로 지적될 수 있다. 우선 통화당국이 이미 좋은 평판을 갖고 있을 때에야 위와 같은 논의가 가능하다. 따라

(13) 식 (3.4)의 인플레이션율을 선택할 경우 산출량이 줄어들기 때문이다.

서 과연 그러한 평판은 어떻게 성취되는가 하는 문제에 대해서 어떤 설명이 있어야 하나 평판적 접근방식은 이에 대한 해답을 제공하지 못하고 있다. 둘째 많은 연구들이 분석의 편의를 위해 처벌기간을 무한대로 가정하는데 과연 현실적으로 그러한가 하는 문제가 있다. 순수계입이론에서의 이같은 가정은 문제가 될 수 없으나 실질적인 경제정책이론에서는 문제가 된다. 즉 처벌기간을 어떻게 잡는가(또는 처벌함수의 정의)에 따라 분석결과는 매우 다르게 되는 것이다. 달리 말하면 평판의 가치가 모형을 어떻게 설정하는가에 따라 매우 민감하게 변한다는 점이 문제인 것이다.

앞서 지적한 두 문제점들은 평판적 접근방식의 강점에서 유래한다. 즉 구체적인 제도를 포함한 경제정책환경을 설정하지 않고 모형 내생적으로 속박장치를 도출한다는 사실에서 문제가 발생하는 것이다. 이 절의 모두에서 강조한 대로 평판은 과거의 정책행위에 의존하고 과거 정책행위는 그 당시 통화 당국을 둘러싸고 있던 정책환경에 영향받는다. 즉 평판의 근거가 되는 과거 정책행위는 과거(또는 현재)에 존재하고 있던 정책환경인 제도 및 정책수단들에 크게 의존하는 것이다. 따라서 구체적인 정책환경에 대한 분석이 없는 평판만의 분석은 실제적인 가치가 많이 떨어진다 하겠다.

두 번째 접근방식인 입법적 접근방식은 표현 그대로 속박장치를 법제화하여 통화당국으로 하여금 법에 명시된 대로 통화신용정책을 수행하게 함으로써 신뢰성을 부여하는 것이다.⁽¹⁴⁾ 예를 들면 최적 인플레이션식인 (3.4)에 따라 통화당국이 행동하도록 법제화하는 것이다. 구체적으로는 통화당국의 독립성문제라든가 정책목표, 가용정책수단 및 정책행위 등을 법제화 내지는 제도화하여야 한다. 이같은 접근방식은 가장 명시적이라는 점에서 현실적인 방식이다. 최근 우리나라를 포함하여 몇몇 나라들이 중앙은행의 설립목표를 물가안정만으로 단순화하여 입법하고 중앙은행의 독립성을 법적으로 보장하는 등의 예는 이 접근방식의 유효성과 현실적 합당성을 잘 보여준다 하겠다.

그러나 입법적 접근방식의 문제점도 만만치 않다. 첫째 모든 입법과정에서와 동일하게 입법시 발생하는 이해집단간의 갈등과 그에 따른 시간 낭비 등이 가장 심각한 문제점이다. 지난번 우리가 경험하였듯이 이해집단간의 지대추구행위는 입법자체를 불가능하게 하거나 입법시 많은 왜곡을 야기할 수 있기 때문에 이 접근 방식이 반드시 좋은 결과만을 낳는 것은 아니다. 둘째, 설혹 바람직한 입법이 이뤄진다고 해도 그것이 그대로 실시된다는 보장은 없다. 많은 법들이 존재는 하지만 실제 집행되지 않는 경우가 너무나 많은은 우리는 익히 알고 있다.⁽¹⁵⁾ 끝으로 법이 가지는 본원적인 한계이다. 즉 미래에 발생할 모든

(14) 입법적 접근방식을 논의한 연구들은 너무도 많다. 예를 들면 Canzoneri(1985), Flood and Isard(1989), Garfinkel and Oh(1993) 등을 참조.

상황들을(contingencies) 고려하여 그에 타당한 정책행위를 명시하는 것은 기술적으로 불가능하다.⁽¹⁶⁾ 식 (3.4)에서 단순히 표현된 교란항이 어떠한 분포를 따르는지, 관측 가능한지 그리고 검증 가능한지 등 모든 복합요소들에 의해 구체적인 입법이 이뤄져야 하는데 그같은 완벽한 입법은 불가능하다. 이 결과 법제화는 입법과 동시에 통화당국의 정책행위를 상당히 제약할 수밖에 없게 되는 것이다. 그러나 이들 문제점에도 불구하고 입법적 접근방식은 평판적 접근방식과 결합하면 가장 현실성이 있는 접근방식이라 할 수 있다.

끝으로 최근 Walsh(1995)와 Persson and Tabellini(1993)에 의해 제안된 계약적 접근방식이 있다. 이 방식은 기본적으로 본인대리인 모형을 통화신용정책에 그대로 적용하여 통화당국은 대리인, 정부는 본인으로 설정하고 이들간에 계약을 맺도록 하자는 것이다. 즉 정부는 통화당국과 금전적 보상계약을 할 때 인플레이션율에 대해 감소함수 형태의 계약을 하면 식 (3.3)에 따라 행동하던 통화당국이 식 (3.4)에 따라 행동하게 된다는 것이다. 이는 사실상 식 (3.1)에 $T(\pi)$ 라는 移轉 函數(transfer function)를 부가하여 추가적인 정책수단을 제공함으로써 신뢰성 문제를 해결하는 것이다.⁽¹⁷⁾⁽¹⁸⁾

그러나 이같은 결과가 이론적으로는 가능하나 현실적으로 타당한지는 지극히 의문스럽다. 즉 이들의 결과가 타당한지는 상정된 본인대리인관계가 현실적으로 적절한가에 달려 있다고 할 수 있다. 즉 정부로부터 완전히 독립적인 중앙은행이 정부의 대리인으로서 통화정책을 수행한다는 가정이 적절한가 하는 것이다. 간단히 말해 납득하기 어려운 가정임은 현실경제를 생각하여도 쉽게 알 수 있다. 현실세계에서 정부의 대리인 역할을 하는 중앙은행이 독립적일 수 있다는 주장은 거의 불가능할 뿐만 아니라 그 독립성은 허구이기 때문이다. Walsh의 보수함수가 작동하는 이유는 사전적으로 정부와 중앙은행이 모두 인플레이션 편의를 제거하기를 원하나 사후적으로 정부는 보다 높은 인플레이션을 선호하는 반면 중앙은행은 그의 보수체계로 인해 낮은 인플레이션을 선호하게 되기 때문이다. 우선 정부의 선호가 시간의 경과에 따라 변화한다는 가정은 상당한 무리가 있으나 이 문제는 무시하기로 하자. 이 경우에도 정부는 중앙은행에 뒷돈(side payment)이나 여타 다른 해

(15) 이를 문헌에서는 執行(enforcement) 문제라고 부른다.

(16) Persson and Tabellini(1993)는 이를 정보비용이라 정의한다.

(17) 정책수단의 수가 정책목표의 수보다 적을 때는 최적 정책결과를 가질 수 없음은 잘 알려진 사실이다. 동태적 부정합성과 관련하여 Hillier and Malcomson(1984)은 정책목표의 수보다 적은 정책수단의 수가 동태적 부정합성을 결과하는 필요조건임을 보이고 있다.

(18) 본인대리인관계 문헌에서 본인이 신뢰성 있게 속박할 수 없을 때 본인과 같은 대리인을 설정하고 대리인의 보수함수를 선언할 경우 신뢰성문제를 해결할 수 있음은 잘 알려져 있다. 즉 대리인과 그의 보수함수가 하나의 속박장치로 작용하는 것이다. 이는 거시경제이론에서 추가적 정책수단의 제공과 유사하다 하겠다. Brander and Poitevin(1989)을 참조하시오.

택을 줌으로써 그의 변한 선호함수에 따라 높은 인플레이션을 야기할 수 있다. 즉 중앙은행이 정부의 대리인인 이상 인플레이션 편익의 제거에 있어 완전한 독립성을 가질 수가 없는 것이다.⁽¹⁹⁾

달리 표현하면 계약적 접근방식이 제안하는 방법은 동태적 부정합성으로 인해 발생하는 신뢰성문제를 해결하는 것이 아니라 단순히 재배치하는 것일 뿐이다. 이 결과 인플레이션율이 높을 때 통화당국에 낮은 보상을 하여야 하는 정부가 실은 높은 인플레이션을 선호하므로 과연 그를 집행(enforcement) 하겠는가 하는 문제가 발생한다. 속박장치의 부재로 인해 신뢰성문제가 발생함을 고려할 때, 정부와 통화당국을 구분하여 이들간에 계약체결을 하게 함으로써 문제를 해결하는 것은 하나의 속임수일 뿐이다. 따라서 하나의 독립된 중앙은행을 설정하여 신뢰성문제가 분석되어야 한다면 정부 및 통화당국도 하나의 결합된 實體(entity)로서 분석되어야 할 것이다.

4. 結 論

통화신용정책의 궁극적 목표는 당연히 경제주체들의 후생을 극대화하는 것이어야 한다. 이를 위해 통화당국은 구체적으로 어떠한 정책목표를 추구하여야 하는가, 또 그러한 정책목표는 통화당국이 가지고 있는 정책수단으로 성취 가능한가 등의 질문은 통화신용정책에 관한 모든 논의의 근본이라 할 수 있다. 합리적 기대가설은 이같은 근본적인 질문들에 대한 경제학자들의 연구방법을 획기적으로 변혁하였다. 과거의 전통적 거시경제이론에서와 같이 경제주체들은 정책당국의 정책행위에 대하여 수동적으로 반응하는 것이 아니라 능동적으로 기대를 형성하고 전략적으로 대응하는 것으로 그려지게 된 것이다. 이에 따라 정책은 더 이상 일회성의 정책행위가 아니라 준칙이 되며, 정책에 있어서 가장 중요한 고려사항은 신뢰성이 되었다.

통화신용정책의 신뢰성을 결정짓는 것은 통화당국이 현재 지니고 있는 법적 지위와 정책수단 그리고 경제상황과 과거 정책행위의 결과인 평판이다. 평판도 결국은 과거 정책환경의 산물임을 고려할 때 통화당국의 신뢰성문제를 분석함에 있어 중앙은행법을 포함한 법제도와 사회환경의 분석은 선결조건이다. 이같은 분석을 통해 신뢰성 회복 또는 제고를

(19) 이같이 사후적으로 정부가 중앙은행과 재협상을 할 수 있는가 하는 것은 신뢰성문제에 근본적으로 영향을 미친다. 본인과 대리인간의 재협상을 불가능하게 하는 장치를 문헌에서는 再協商防止裝置 (renegotiation proof) 라고 부른다. 자세한 것은 Fudenberg and Tirole (1990)을 참조하시오.

위한 노력은 입법화의 노력으로 이어져야 한다는 것이 입법적 접근방식이다. 앞장에서 언급한 바와 같이 입법적 접근방식은 그 나름의 몇몇 문제점을 가지고 있으나 결국은 유일한 현실적 방법이라는 점에서 최선의 방법이라 할 수 있다.

서울대학교 經濟學部 副教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산56-1

전화: (02)880-6381

팩시: (02)886-4231

參 考 文 獻

- Barro, Robert(1983): "Inflationary Finance under Discretion and Rules," *Canadian Journal of Economics*, **16**, 3-16.
- Barro, Robert J., and David Gordon(1983): "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, **12**, July, 101-122.
- Bernanke, Ben(1983): "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, **73**, 257-276.
- Brander, James, and Michael Poitevin(1989): "Managerial Competition and the Agency Costs of Debt Finance," mimeograph, University of British Columbia.
- Cagan, Phillip(1956): "The Monetary Dynamics of Hyper Inflation," in M. Friedman(ed.), *Studies in Quantity Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press.
- Calvo, Guillermo(1978): "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy," *Econometrica*, **46**, 1411-1428.
- Canzoneri, Matthew B.(1985): "Monetary Policy Games and the Role of Private Information," *American Economic Review*, **75**, December, 1056-1070.
- Cukierman, Alex(1993): *Central Bank Strategy and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge, MA, MIT Press.
- Flood, Robert, and Peter Isard(1989): "Monetary Policy Strategies," *International Monetary Fund Staff Papers*, September, 612-632.
- Fudenberg, Drew, and Jean Tirole(1990): "Moral Hazard and Renegotiation in Agency Contracts," *Econometrica*, **58**, November, 1279-1320.

- Garfinkel, Michelle R., and Seonghwan Oh(1993): "Strategic Discipline in Monetary Policy with Private Information: Optimal Targeting Horizons," *American Economic Review*, March, 99-117.
- Hiller, Brian, and James Malcomson(1984): "Dynamic Inconsistency, Rational Expectations, and Optimal Government Policy," *Econometrica*, **52**, November, 1437-1451.
- Kydland, Finn, and Edward Prescott(1977): "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, **85**, June, 473-491.
- Persson, Torsten, and Guido Tabellini(1990): *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*, New York, Harwood Academic Publishers.
- _____ (1993): "Designing Institutions for Monetary Stability," *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, **39**, 53-84.
- Rogoff, Kenneth(1987): "Reputational Constraints on Monetary Policy," *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, **26**, Spring, 141-182.
- Sargent, Thomas(1993): *Rational Expectations and Inflation*, 2nd ed., New York, Harper Collins.
- Walsh, Carl(1995): "Optimal Contracts for Central Bankers," *American Economic Review*, **85**, March, 150-167.
- Wooley, John(1984): *Monetary Politics — The Federal Reserve and the Politics of Monetary Policy*, Cambridge, Cambridge University Press.