# 物價安定을 위한 先進諸國의 中央銀行制度 改革: 그 理論的 基礎

柳 潤 河

(本院 研究委員)

* 초고를 읽고 귀한 논평을 주신 홍익대학교의 전성인 교수와 본원의 황성현 박사께 감사드린다. 또 집필과정에서 궂은 일들을 즐거운 마음으로 맡아 처리해주곤 했던 성명기 주임연구원께도 감사드린다.

◇要　約◇

물가안정을 위해 중앙은행제도를 근본적으로 개혁하려는 움직임이 90년대 들어 전세계적으로 번져가고 있다. 이같은 움직임은 전후 50년간 통화정책을 통하여 성장과 완전고용, 대외균형, 물가안정 등 복수목표를 동시에 달성하려던 정책운영방식에 대한 반성으로부터 출발하고 있다. 따라서 제도개혁은, 통화정책 목표의 우선순위를 정비함으로써 정책목표를 물가안정으로 일원화하고 동시에 중앙은행의 독립과 책임을 강화하는 형태를 취하고 있다.

본고에서는, 최근 이같은 선진국 중앙은행제도 개혁의 개념적 기초가 된 재량적 통화정책의 인플레성향이론을 개관하고 대안으로 제시되고 있는 위임방식, 성과급 계약제, 성가(reputation)메커니즘 등을 요약하였다. 또 선진제국이, 특히 뉴질랜드가 도입하고 있는 '인플레 타깃팅제도'의 내용을 이론적 모형에 비추어 해석함으로써 현재 진행중인 우리나라의 중앙은행제도 개혁방향에 대한 시사점을 얻고자 하였다.

# I. 序 論

최근 인플레를 수속해야 한다는 요구가 높아져가고 있다. 지난 4~5년동안 둔화추이를 보여오던 인플레율이 96년을 기점으로 다시 반전되는 기미를 보이면서 불안한 움직임을 보이고 있기 때문이다. 누적된 인플레가 얼마 안가서 부동산투기를 비롯한 여러 가지 경제사회적 폐해로 연결되곤 했던 과거의 경험에 비추어볼 때 이러한 불안이 괜한 것만은 아니다. 이에 따라 政策當局도 物價安定을 거시경제운용의 일차적인 목표로 삼겠다는 공언을 최근 들어 여러차례 되풀이하고 있다. 더욱이 최근 정부는 단기적인 관점에서 최근의 물가상승 추세를 수속함은 물론 여기에서 한 걸음 더 나아가 근본적인 제도 및 관행의 개혁을 통하여 선진국형 物價安定構造를 우리 경제내에 정착시키겠다는 정책의지를 천명하고 있다.

인플레구조의 척결을 위한 노력이 우리나라만의 고유한 것은 아니다. 60년대에서 80년대에 이르기까지 매우 높은 인플레를 경험하여온 서구의 많은 나라들도 최근 들어 中央銀行制度의 개혁이나 通貨政策 운영방식의 변경을 통하여 그들 나라의 거시경제환경을 획기적으로 개선시켜보려는 노력을 경주하고 있다. 많은 나라들에서 通貨政策의 목표를 통화가치의 안정으로 일원화하면서 中央銀行의 독립성을 강화하는 움직임을 보이고 있고 뉴질랜드나 영국 등에서는 명시적인 인플레 타깃팅(inflation targeting)제도를 도입하여 종래에 비해 현저히 낮아진 인플레율을 실현하고 있다.

80년대 말에서 90년대 초에 걸쳐서 시작되어 현재 한창 진행중인 서구제국에서의 이같은 제도개혁 움직임은 어떤 의미에서 지난 2차대전후 현재에 이르기까지의 通貨政策 운영방식에 대한 반성을 기

초로 하고 있다고 할 수 있다. 즉 "통화를 약간 조작함으로써 세상의 온갖 좋은 것들을 다 이루어보려는 단순한 생각[1)]"에서 벗어나서 通貨政策이 장기적이고 예측가능한 영향을 미칠 수 있는 유일한 변수인 물가의 안정에 전념토록 하자는 것이다. 그리고 이러한 제도개혁에 이론적 뒷받침을 제공한 것은 무엇보다도 80년대 이후 꾸준히 천착되어온 裁量的 通貨政策의 인플레性向(inflation bias of discretionary monetary policy)에 관한 이론이라고 할 수 있다. 이 이론에 의하면 인플레는, 경제주체의 착각이나 제도적 경직성을 이용하여 산출을 증대시키고 실업을 감소시키려는 通貨當局과, 通貨當局의 이같은 유인으로부터 스스로의 경제적 이익을 보호하려는 민간경제주체들의 상호작용으로부터 발생한다. 즉 인플레의 기습적 창출에 의해 생산증가를 이룩하려는 政策當局의 유인 때문에 노동자들이 임금안정에 저항하게 되고, 일단 높은 명목임금의 상승이 이루어지면 실업의 증대를 염려하여 通貨當局이 어쩔 수 없이 인플레압력을 수용하는 과정에서 지속적인 인플레가 발생하고 유지된다는 것이다.

이 이론이 제시하는 인플레의 구조적인 해결법은 따라서 通貨當局이 이같은 유인에 빠져들지 않도록 제도나 관행을 정비하는 데 있다. 구체적으로는 通貨當局과 민간경제주체 사이의 장기적인 상호작용 가운데 신뢰성이 구축되도록 함으로써 聲價(reputation)메커니즘이 작동하도록 한다든가 通貨政策을 보다 독립적인 기구에 위임함으로써 정치적인 영향에 덜 민감해지도록 하는 것, 그리고 정부와 中央銀行 사이에 일종의 成果給과 같은 계약을 체결함으로

1) "…familiar type of simpler mind which hopes perennially for all good things from some manipulation of the currency." Clapham(1945), Vol. Ⅱ, p. 313[Fischer(1995c)로부터 재인용]. 사실상 정부가 사용할 수 있는 거시경제 정책수단 중 통화정책만큼 이용하기 쉽고 신축적인 것은 없다고 할 수 있다. 결과적으로 정부의 갖가지 단기적 정책대응에 통화정책이 동원되곤 하는 것이다(Evans et al.[1996], p. 1864).

써 인플레 목표치로부터의 이탈이 발생할 때 이에 합당한 벌칙을 부과하도록 하는 것 등이 대안으로 제시되고 있다.

이러한 이론적 제안이 구체적인 형태를 띠고 나타난 것이 최근 뉴질랜드, 영국 등에서 채택하고 있는 인플레 타깃팅방식이라고 할 수 있다. 즉 이들 나라에서는 中央銀行에 명시적인 인플레 목표치를 부여하고 이의 달성을 위한 政策手段의 선택에는 완전한 자율성을 부여하되 목표치로부터의 이탈이 발생할 경우에는 政策擔當者의 解任은 물론 예산의 자동삭감 등 응분의 책임을 묻는 제도를 채택하고 있다.

본고의 목적은 최근 이같은 선진국 中央銀行制度 개혁의 뼈대를 제공하고 있는 通貨政策理論의 개략적인 내용과 함의를 정리해보는 데 있다. 제도나 관행의 근본적인 개선을 통해 장기적인 物價安定構造를 정착시키려는 범정부적인 노력이 경주되고 있는 시점에서 이미 여러 선진제국에서 채택하고 있는 제도개혁의 이론적 토대를 검토해보는 것은 의미있는 일이라고 생각되기 때문이다. 실제 이미 이루어졌거나 논의되고 있는 개혁들의 내용에 관해서는 다음 기회에 별도로 정리하기로 하고 본고에서는 지금까지의 이론적 논의들을 정리하는 데 그치기로 한다.

이 분야의 문헌들은 Kydland and Prescott(1977), Barro and Gordon(1983a)에서 비롯되어 그동안 꾸준히 몇몇 경제학자들에 의해 다루어져오다가 90년대 들어 구체적인 制度改革과 연결됨으로써 최근 폭발적으로 늘어나는 추세에 있다. 따라서 이들 문헌들에 대하여 포괄적인 검토를 시도한다는 것은 지면이나 시간관계상 불가능한 일이다. 본고에서는 단지 가장 대표적이라고 생각되는 이슈들을 정리하는 데 그치기로 한다.

이 글의 구성은 제Ⅱ장에서 裁量的 通貨政策이 갖는 인플레性向에 대해서 설명하고, 제Ⅲ장에서는 이에 대한 해결책으로 제시되고

있는 앞서 말한 세 가지 방안들의 내용을 소개한다. 이어 Ⅳ장에서는 최근의 이론적 논의와 실제 각국에서 채택하고 있는 제도개혁간의 관계에 대하여 언급하고, 제Ⅴ장에서 결론을 맺도록 한다.

# Ⅱ. 裁量的 通貨政策의 인플레性向

## 1. 인플레의 原因

어떻게 하면 지속적인 인플레의 고리를 끊고 안정적인 거시경제 환경이 경제내에 뿌리내리게 할 수 있을까? 이에 대한 해답은 왜 인플레가 발생되고 또 지속되는가의 질문과 밀접하게 관련되어 있다. 인플레의 근본원인을 알아야 그 치유책을 마련할 수 있을 것이기 때문이다.

인플레 현상에 대한 가장 초보적인 설명은 경제내의 總需要曲線과 總供給曲線이 만나는 점에서 물가수준이 결정된다는 이론이다. 즉 總需要曲線을 우측으로 이동시키는 수요확대가 있거나 總供給曲線을 왼쪽으로 이동시키는 공급쇼크가 있을 때 인플레가 발생한다는 것이다. 이렇게 볼 때 인플레를 초래하는 잠재적 요인은 여러 가지가 있을 수 있다. 석유파동, 노동공급의 하향이동, 또는 임금의 과도한 상승, 마이너스의 생산성 쇼크, 일시적인 매점매석, 생산자들의 담합, 농산물 작황부진 등은 모두 總供給曲線을 왼쪽으로 이동시키고 따라서 물가상승을 유발시킨다. 通貨量이 증가한다거나 주어진 통화공급에서 통화수요가 감소한다거나 정부지출이 늘어나는 것 등은 總需要曲線을 우측으로 이동시켜 물가를 올리는 요인들이다. 그리고 이러한 요인들은 다소 정도의 차이는 있지만 현실경

제내에서 끊임없이 발생하고 있다. 결국 인플레는 이상과 같은 여러 가지 요인들이 함께 어우러져서 작용함으로써 일어나는 것이라고 말할 수 있는 것이다. 임금안정, 유통구조개선, 개인서비스요금의 적정화, 총수요관리의 강화, 생필품의 수급안정 등등의 긴 목록이 정부의 物價安定對策에서 종종 운위되는 이유가 여기에 있을 것이다.

그러나 인플레의 보다 본질적이고 장기적인 요인으로서는 Romer(1993a)가 지적하고 있는 바와 같이 대부분의 경제학자들이 과도한 통화공급을 든다.[2] 그 이유는 通貨量을 제외한 기타의 요인들은 일시적인 물가상승을 유발할 수는 있어도 지속적인 물가상승을 가져올 수는 없다고 보기 때문이다.[3] 물가의 지속적인 상승을 가져오기 위해서는 總供給曲線이 반복적으로 왼쪽으로 이동하거나 總需要曲線이 반복적으로 우측으로 이동해야 한다. 그러나 總供給曲線을 지속적으로 상승시킬 수 있는 요소들은 거의 없다. 석유파동이나 농산물 작황부진 등은 어쩌다가 일시적으로 발생하는 것이지 매년 지속적으로 반복되는 것은 아니다. 총수요를 증가시키는 요인들도 마찬가지이다. 정부지출이 어느 한해 늘어날 수는 있지만 무한히 증대해서 국민소득 전체를 정부가 소비할 수는 없다. 세금인하도 0% 이하로 내려갈 수는 없기 때문에 분명한 한계가 있다. 반면 통화증가에는 일정한 기술적인 한계가 있는 것도 아니고 실제 매년

2) 주지하는 바와 같이 그동안 인플레의 원인에 대해서는 학자에 따라 서로 다른 견해를 보여왔다. 특히 Monetarist와 Keynesian들 사이에 의견대립이 심했었는데, 최근에는 이러한 대립이 크게 줄어들고 있는 추세라고 판단된다. 이러한 면에서 이곳에 Romer의 설명을 인용하는 것은 사실상 의도적인 것이기도 하다. 왜냐하면 Romer는 Monetarist라기보다는 Keynesian에 가까운 성향을 보이고 있는 학자라고 볼 수 있고, 따라서 그의 설명을 인용하는 것은 대립적 양상을 보여오던 견해차가 어느 정도까지 수렴하고 있는가에 관한 하나의 지표가 될 수 있으리라 생각되기 때문이다.

3) 사실상 물가의 일시적인 상승이 아니라 지속적인 상승을 인플레이션으로 정의하는 것이 일반적이다

지속적으로 늘어나고 있다.

이를 좀더 자세히 살펴보기 위해 다음과 같은 설명을 보기로 하자. 통화수요함수를 아래와 같이 표현한다고 해보자. 아래 식에서 $M$은 명목통화량, $P$는 물가수준, $y$는 실질소득, 그리고 $R$은 명목이자율을 나타낸다.

$$\ln M/P = \alpha + \beta \ln y + \nu \ln R$$

통화수요함수를 이와 같이 표현한다고 할 때 대부분의 선진국에서 통화수요의 소득탄성치($\beta$)는 1, 그리고 이자율 탄성치($\nu$)는 $-0.2$ 주위의 값을 취하는 것으로 알려지고 있다. 만일 이같은 통화수요함수가 안정적으로 성립한다면 이는 곧 通貨量에 아무런 변동이 없이 물가가 두배로 상승하기 위해서는 소득이 절반수준으로 줄어들거나 아니면 명목이자율이 무려 32배나 상승해야 한다는 것을 의미한다.[4] 그러나 실제 많은 나라들에서 물가수준이 수년내에 2배가 된적은 많이 있지만 소득이 절반이 된다거나 이자율이 32배나 상승한 경우는 없다. 반면 通貨量이 두배가 되는 것은 어느 나라에 있어서나 아주 간단한 일이고 흔히 발견되는 일인 것이다.

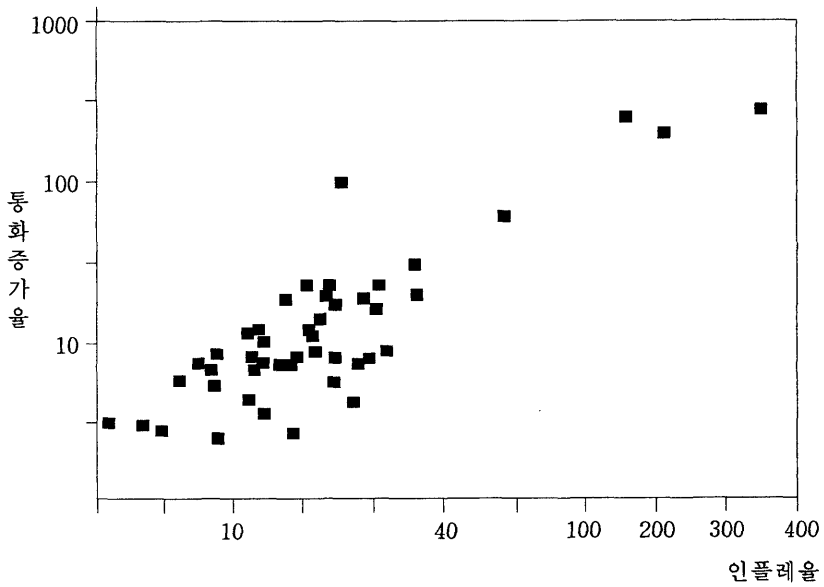
다음 [그림 1]은 1980년대 세계각국의 평균인플레율을 같은 기간중의 通貨量增加率과 비교한 것이다. IFS에서 뽑은 47개국의 자료인데, 통화증가율과 물가상승률 사이에 거의 일대일에 가까운 밀접한 관계가 존재하고 있음을 보여주고 있다.[5]

국가간 횡단면 자료에서뿐만 아니고 어느 한 나라에서의 시계열

4) $R^{0.2}$값이 두배가 되기 위해서는 $R$값이 32배가 되어야 한다.

5) 이와 비슷한 그래프는 최근의 몇몇 거시경제학 교과서에서도 발견되고 있다. Barro(1990), Abel and Bernake(1992) 참조. 그러나 이같은 산포도에 기초한 결론은 국가군을 어떻게 선택하는가에 따라 달라질 수도 있다는 점을 Gerlach(1995)는 지적한다. 하지만 이 경우에도 자료상의 측정오차나 연립방정식 오차 등에 기인하는 것이지 장기적으로 통화가 물가를 결정한다는 관계의 부정을 의미하는 것은 아니라고 그는 결론짓고 있다.

[그림 1] 인플레率과 通貨增加率(橫斷面資料)




자료에서도 통화와 물가는 매우 밀접한 관계를 가지고 있는 것으로 나타난다. [그림 2]는 Lucas(1980)가 미국의 1955~75년 자료를 이용하여 미국의 소비자물가 상승률과 통화증가율간의 관계를 추출한 것이다. 단기적인 불규칙변동을 제거하고 장기적인 추세만을 보기 위하여 通貨量(M1)과 소비자물가상승률에 兩側 移動平均(two sided moving average) 필터[6]를 적용한 것인데, 역시 인플레율과

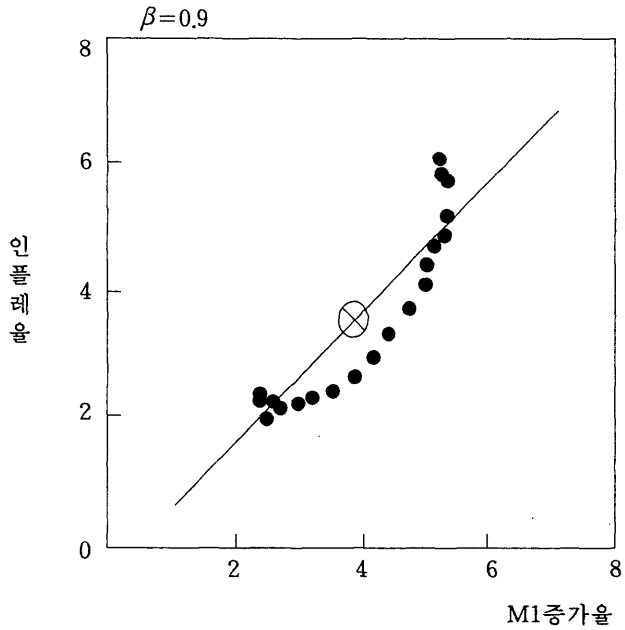
6) 통화와 물가간의 관계를 단기적으로 직접 비교할 경우에는 시차나 불규칙요인 등의 영향으로 체계적인 관계를 추출하기 힘들다. 즉 단기적으로 통화가 늘어도 물가가 오르지 않는 것처럼 나타나거나 통화량의 증가 없이도 물가가 오르는 것처럼 나타나기도 하는 것이다. Lucas는 이러한 면에서 단기변동을 제외한 장기추세간의 상관관계 추출에 초점을 맞추고 있다.

Lucas가 적용한 이동평균 필터(moving average filter)는 다음과 같은 것이다. 즉 필터링의 대상이 되는 변수를 $X_t$라고 할 때 추출된 장기 추세치($\hat{X}_t$)는

$$\hat{X}_t(\beta) = \alpha \sum_{k=-\infty}^{k=\infty} \beta^{|k|} X_{t+k} \qquad \text{여기서 } \alpha = \frac{1-\beta}{1+\beta}, \quad 0 \le \beta < 1$$

로 정의된다. 값이 1에 접근할수록 평탄화(smoothing) 정도가 심해져 결국에는 원래 계열의 표본평균값이 되는데 그림에 나타난 것은 $\beta$=0.9의 경우이다.

[그림 2] 인플레率과 通貨增加率(美國의 時系列資料)

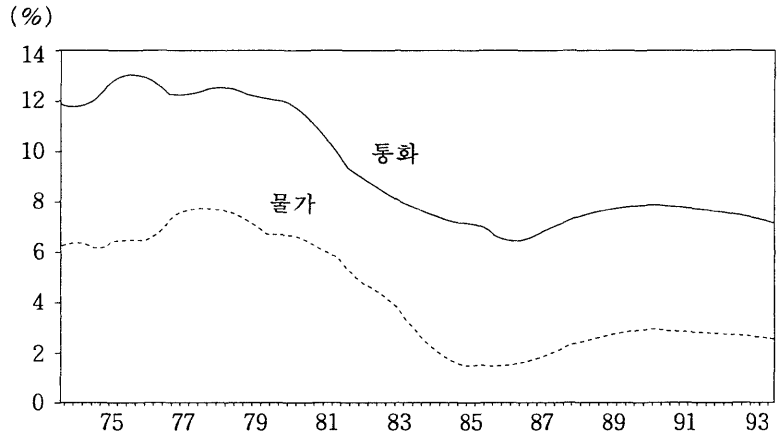



通貨量 사이에 거의 1대1의 대응관계가 성립함을 보이고 있다.

참고로 우리나라의 경우 통화증가율과 인플레율과의 관계를 보면 [그림 3]과 같다. Lucas와 같은 고려에서 순환적 요소와 불규칙요인을 제거하고 장기추세치를 추출하되 방법에 있어서는 이동평균법 대신 Baxter and King(1995)이 제시하고 있는 band-pass filter를 사용하였고[7] 通貨增加率은 M1 대신 M2를 사용하였다. 필터링을 위한 파라미터 값으로는 BP(2,32)를 사용하여 단기불규칙 변동 및 순환변동요인이 모두 제거되도록 하였다. 결과는 우리나라에서도 인플레율의 장기추세 움직임을 통화증가율의 변동이 거의 대부분

7) 이 밖에 흔히 많이 사용되고 있는 것으로 Hodrick-Prescott filter를 사용할 수도 있겠으나 분기자료의 경우 λ=1,600의 Hodrick-Prescott filter나 Baxter and King의 BP(6,32) 사이에 큰 차이는 없다. 다만, 6분기이하 high frequency에서의 단기변동이 심할 경우에는 HP filter로 이를 제거할 수 없기 때문에 BP(2,32)를 써야 한다.

[그림 3] 인플레率과 通貨增加率(韓國의 時系列資料)




설명하는 것으로 나타나고 있다.[8)]

通貨量의 지속적 증가 및 이로 인한 인플레의 상습화가 역사상 언제나 존재했던 것은 아니다. 긴 역사적 시각에서 볼 때 지속적 인플레현상은 지극히 최근에 국한되어 있는 일, 보다 구체적으로는 2차세계대전 이후의 일에 속한다. 즉 2차대전후 세계 모든 나라들에서 인플레가 점점 가속되는 현상을 보이면서 물가상승이 어쩌다 발생하는 이례적인 현상이 아니고 하나의 지속적인 현상으로 굳어지게 되었지만 戰前에는 이런 현상이 발견되지 않았던 것이다. 2차대전 전에는 대체로 전쟁이 발생했을 경우(이를테면 나폴레옹 전쟁이

8) 通貨와 物價간의 이같은 밀접한 相關關係가 반드시 논리적 因果關係를 의미하는 것은 물론 아니다. 즉 通貨量의 증가가 物價上昇을 가져왔다고 해석할 수도 있는 반면 물가상승이 통화량의 증가를 가져왔다고 볼 수도 있고 아니면 제3의 요인에 의해 통화량과 물가가 동시적으로 늘어났다고 볼 수도 있는 것이다. 이중 어느 것에 해당하는 것인가를 통계적인 방법으로 가리는 것은 사실상 불가능하다. 결국 因果關係에 대한 판단은 선험적 논리에 의존하지 않을 수 없는데, 이러한 면에서 통화량의 증가 없이 물가가 지속적으로 오를 수는 없다는 Friedman(1963)의 다음과 같은 설명은 상당한 설득력을 가진다. 즉 그는 총구매력이 주어져 있는 경우 어느 개별상품가격의 상승은 그 상품을 제외한 다른 상품에 대한 구매력의 감소를 초래하고 따라서 한 상품가격의 상승은 여타 상품가격의 하락에 의해 정확히 상쇄되어 전체 물가는 변하지 않게 될 것이라고 주장하고 있는 것이다.

나 미국의 남북전쟁, 그리고 1차세계대전 등과 같은) 물가가 폭등했다가 전쟁이 끝나면 다시 원래수준으로 돌아가는 것이 일반적인 현상이었다. 이것은 전쟁중에 전비조달을 위하여 정부가 잠정적으로 金本位制度를 정지시킨 상태에서 통화를 마구 찍어냈다가 전쟁이 끝나면 다시 종전의 금패리티로 돌아가곤 했기 때문이었다. 이 시대의 물가움직임에 관하여 McCallum(1990)은 미국의 경우 1914년 이전의 100년간 물가가 절대수준면에서 전혀 오르지 않고 안정된 상태를 유지하였다는 것을 지적하고 있으며, Gordon(1975)은 1930년대 영국의 소비자물가가 1625년과 거의 같은 수준에 있었음을 지적하고 있다.

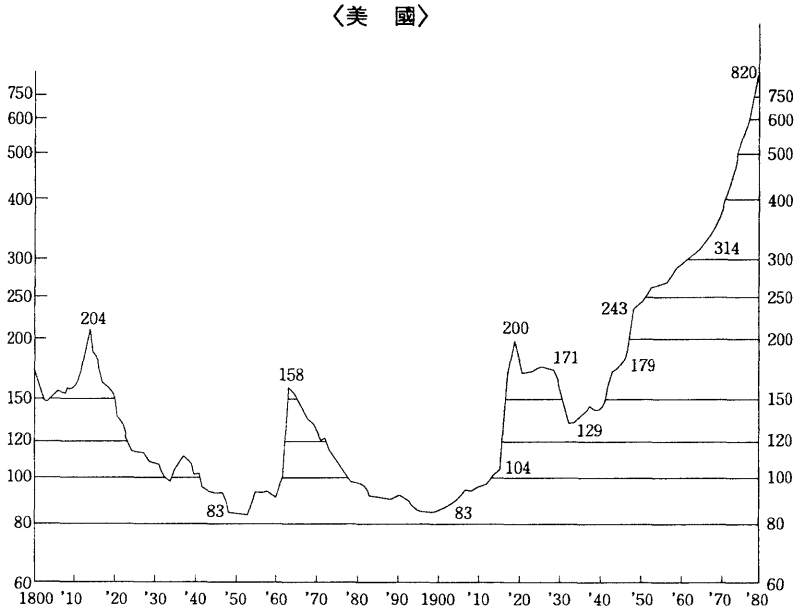
[그림 4]는 1800년 이후 1980년대까지 약 200년간 미국의 소비자물가지수와, 1694년 이후 최근에 이르기까지 약 300년간 영국 소비자물가지수의 움직임을 보여준다. 미국의 경우 1945년 이전 약 150년동안에는 물가가 약간의 부침을 보였지만 본질적으로 안정된 움직임을 보인 반면 1945년 이후에는 예외없이 지속적으로 오르기만 하고 있음을 보여주고 있다.[9] 영국의 경우에도 사정은 마찬가지인데, MacFarlane and Mortimer-Lee(1994)는 영국의 물가가 1694년에서 1948년까지의 250여년 사이에 3배 오른 반면 1948년 이후 최근까지의 50년 사이에는 20배 올랐다고 보고하고 있다.

이같이 전후에 인플레가 지속적으로 진행된 이유는 무엇인가. 이에 대한 가장 손쉬운 대답은 전후 국제통화제도가 實物本位制度에서 이탈하여 法貨(fiat money)制度로 이행함으로써 통화증발의 속도를 제어할만한 수단이 없어졌기 때문이라고 할 수 있다. 그러나 법화제도 자체가 通貨量의 자동적 증가를 가져오는 것은 아니다. 어느 나라에 있어서나 한 경제내의 총체적인 通貨量 수준은 通

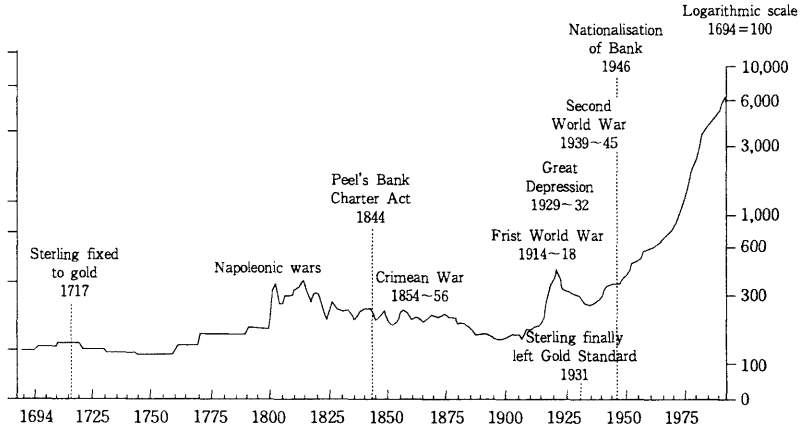
9) Whitney(1982)에서 전재한 것이다. Bootle(1996)도 비슷한 내용의 그래프를 싣고 있다.

［그림 4］ 美國과 英國의 消費者物價 推移

〈美 國〉




〈英 國〉



貨當局의 엄격한 통제하에 놓여 있는 것이며 따라서 통화증발은 政策當局의 의식적인 선택이나 허용이 없이 일어나지는 않는다.[10] 그렇다면 법화제도하에서 通貨當局이 왜 제로 인플레나 마이너스 인플레를 선택하지 않았는가, 또는 특별히 제어되지 않는 한 통화량은 왜 지속적으로 늘어나는 성향을 갖는가의 질문이 남는다.

### 2. 裁量的 通貨政策의 인플레性向(inflation bias of discretionary monetary policy)

이 이슈에 대해 해답을 구하려는 가장 대표적인 시도가 Kydland and Prescott(1977)과 Barro and Gordon(1983a)의 裁量的 通貨政策의 인플레性向理論이라고 할 수 있다. 이들에 의하면 전후 각국의 통화제도나 정책운행의 관행 속에는 본질적으로 인플레적 性向이 내재한다. 즉 비인플레적인 通貨政策은 소위 '動態的 非整合性(dynamic inconsistency)'을 내포하고 있기 때문에 불가피하게 인플레적일 수밖에 없다는 것이다.[11]

이제 이들의 모형을 보기로 하자.[12] 정부가 아래와 같은 損失函數(loss function)로 정의된 사회적 손실을 최소화하려 한다고 해보자.

---

10) 단기적으로 실물경제활동 수준에 따라 통화량이 내생적으로 영향을 받을 수는 있다. 그러나 통화의 이같은 내생성은 景氣循環過程에서 단기적으로 발생하는 것이라고 보아야 하며 수십년에 걸친 지속적 통화증발을 내생적 대응이라고 해석하기는 곤란하다.

11) 인플레性向을 가져오는 요소로서 이 밖에도 貨幣鑄造利益(seignorage)－이에는 정부재정적자 조달을 위한 통화증발 및 인플레로 인한 정부적자의 실질가치 감소가 포함된다－과 名目金利 타깃팅 등이 거론되고 있다(Fischer[1995a]). 1960～70년대의 높은 인플레를 모두 이같은 동태적 비정합성에 귀착시키는 데에는 다소 문제가 있을 수 있다. 이 점에 관해서는 다시 언급하기로 한다.

12) 通貨政策의 動態的 非整合性에 관한 보다 자세한 설명과 균형해의 산출을 위한 게임이론의 제개념에 관해서는 柳潤河(1989) 참조.

$$L(\pi_t) = (y_t - y^*)^2 + \beta\ (\pi_t - \pi^*)^2 \qquad (1)$$

후에 정부와 中央銀行의 目的函數가 달라지는 경우를 살펴보겠지만 여기서는 정부와 中央銀行이 동일한 사회적 효용함수를 공유한다고 가정하기로 한다. 윗식에서 $y_t$는 實質生産, 그리고 $\pi_t$는 인플레율을 의미하고, $y^*$, $\pi^*$는 정부가 이룩하려고 하는 실질생산과 인플레율 각각의 목표치이다. 즉 실제의 산출과 인플레율이 정부가 목표로 하는 수준에서 벗어날 때 손실이 커진다는 것을 간단한 수식으로 표현한 것이다. 이하에서는 논의의 편의상 $\pi^* = 0$, 즉 목표인플레율은 0이라고 가정한다. $\beta$는 생산과 물가 중에서 물가를 얼마나 중시하는가를 나타내는 상대적 加重値이다. 즉 $\beta$값이 커지면 그만큼 인플레를 더 혐오한다는 것을 의미하는 것이다.

산출은 아래와 같은 供給函數의 형태를 취한다고 가정한다.

$$y_t = y^c + \alpha(\pi_t - \pi_t^e) + u_t \qquad (2)$$

윗식에서 $y^c$는 自然失業率(natural rate of unemployment)에 상응하는 潛在生産을 의미하고, $\pi_t^e$는 민간의 期待인플레율을 의미한다. 이 期待는 $t-1$시점에서 그때까지 얻을 수 있는 모든 정보를 감안하여 형성된 것으로서 인플레율에 대한 민간의 合理的 期待(rational expectation)가 된다.

$$\pi_t^e = E[\pi_t |\ \Omega_{t-1}] \qquad (3)$$

$u_t$는 교란항으로서 일종의 공급쇼크를 나타낸다고 할 수 있다. 이 교란항은 평균값이 0이고 분산이 $\sigma_\mu^2$인 i.i.d.이며 민간은 관측하지 못하고 오직 政策當局만이 가지고 있는 私的情報라고 가정하기로 한다. 供給函數가 (2)식과 같이 주어지는 이유로는 Lucas식의 通貨的 錯覺이나 아니면 경제내에 존재하는 長期契約(Fischer〔1977〕)

등의 경직성 때문이라고 해석할 수 있다. 이 식이 의미하는 바는 장기적으로는 민간의 인플레期待가 실제인플레에서 벗어나 있을 수는 없기 때문에 장기에 있어서 실질생산 $y_t$는 잠재생산 $y^c$와 같다. 그러나 단기적으로는 일단 민간의 期待인플레가 주어진 상태에서 그보다 높은 인플레를 일시적으로 생성시킴으로써 산출고를 潛在生産 이상으로 높일 수 있다는 것이다. 이같은 모형하에서 인플레性向이 발생하기 위해서는 정부가 바라는 목표산출 $y^*$가 잠재생산 $y^c$보다 커야 하는데,[13] 이 차이를 $k$라고 하고 다음과 같은 관계가 성립한다고 가정하기로 하자.

$$k \equiv y^* - y^c > 0 \qquad (4)$$

中央銀行이 직접 조작할 수 있는 정책수단은 本源通貨나 再割引率 등이지만 논의의 단순화를 위해 中央銀行이 인플레율 $\pi_t$를 직접 선택한다고 해보자. 이 가정을 완화하여 中央銀行이 通貨量을 선택하고 그 결과로서 인플레가 생성된다고 해도 본질적인 것은 바뀌지 않는다.

이상과 같이 주어진 정책환경하에서 우선 事前的 最適解를 구해보기로 하자. 事前的 最適解란 中央銀行이 (2)식의 總供給函數 제약과 (3)식의 合理的 期待 제약하에서 사회적 損失函數 (1)식을 最小化한다는 것을 의미한다. 즉 通貨當局은 $u_t$와 $\pi_t^e$에 기초하여 최적의 $\pi_t$를 선택하되 동시에 $\pi_t^e$가 합리적으로 결정된다는 점을 함께 고려함으로써 선택된 인플레율이 민간의 인플레期待에 미칠 영향까지를 감안하는 것이다. 이 解는 中央銀行이 인플레期待가 형성되기

13) 사회적 목적함수가 (1)식과 같이 산출과 인플레의 2차함수 형태로 주어질 경우에는 이같은 가정이 필요하지만 목적함수가 다른 형태로 주어지면 이같은 가정이 불필요할 수도 있다. Backus and Driffill(1985) 참조. $y^c < y^*$가 되는 이유로서 흔히 노동시장이나 소득세법상의 歪曲으로 deadweight loss가 존재한다는 점 등을 든다.

전에 미래의 通貨政策에 대하여 미리 믿을만한 약속(commitment)을 하고 그 약속이 민간에 의해 믿어진다는 전제하에서 해를 구하는 것과 같다.

우선 $\pi_t$와 $\pi_t^e$에 대하여 일차조건을 구하면

$$\pi_t - \pi^* + \beta\alpha(y_t - y^*) - \mu_{t-1} = 0 \qquad (5)$$

$$-E_{t-1}[\beta\alpha(y_t - y^*)] + \mu_{t-1} = 0 \qquad (6)$$

가 된다.[14] $\mu_{t-1}$은 (2)식에 대한 Lagrange승수이다. (5), (6)식에서 Lagrange승수를 제거하고 하나의 식으로 묶어보면

$$\pi_t - \pi^* + \beta\alpha(y_t - y^*) = E_{t-1}[\beta\alpha(y_t - y^*)] \qquad (7)$$

가 된다. (7)식의 좌변은 인플레로 인한 限界收益이 되고 우변은 인플레의 限界費用이 되어 (7)식 전체는 균형에서 양자가 일치되어야 한다는 점을 보이고 있다. (7)식을 풀어보면 最適均衡解는

$$\pi_t = -\frac{\alpha}{\alpha^2 + \beta} u_t \qquad (8)$$

가 된다. 즉 균형인플레율은 평균이 0인 교란항 $u_t$의 함수로만 나타나게 되며 따라서 균형인플레율의 평균은 0이 된다. 이때 민간의 期待인플레율도 똑같이 0이 되며 최종적으로 나타나는 산출과 인플레의 장기균형조합 $\{y_t, \pi_t\}$는 $\{y^c, 0\}$가 된다.

그러나 이같은 결과는 실제로는 이루어질 수 없는 하나의 '理想的(ideal)'인 均衡解에 불과할 뿐이다. 왜냐하면 이같은 해법은 動態的 整合性(dynamic consistency)을 갖지 못하기 때문이다.

---

14) 일차조건이 이같이 주어지는 이유는 (5)식은 중앙은행이 이미 $u_t$를 포함한 $t$기의 모든 정보를 아는 상태에서 $\pi_t$를 선택하고 (6)식은 $u_t$를 알지 못하는 상황에서 $\pi_t^e$를 선택하기 때문이다.

정책의 動態的 非整合性이라고 하는 것은, 정부의 정책선언이 민간부문에 의해 그대로 믿어진다고 할 때 선언할 수 있는 最適政策과, 민간이 그러한 期待下에서 행동방향을 정했을 때 실제로 집행할 정책 사이에 모순이 발생하는 것을 말한다.[15] 현재의 모형하에서 민간이 정부의 정책을 그대로 믿는다고 할 때 선언할 수 있는 최적정책은 앞서와 같은 0의 인플레정책이다. 그러나 일단 민간부문이 0의 인플레정책을 믿고 그것에 기초하여 경제행위를 한다고 할 때 정부가 선택할 수 있는 실제의 정책은 0의 인플레율이 아니다. 왜냐하면 민간이 0의 인플레를 期待하고 있는 한 정부는 그보다 높은 인플레를 생산해냄으로써 보다 높은 實質生産을 이룩할 수 있기 때문이다. 실제 정부가 얼마의 인플레를 선택할 것인가를 보기로 하자.

민간의 期待인플레 $\pi_t^e$가 주어져 있는 상태에서 中央銀行이 취할 수 있는 최적의 해는 目的函數를 $\pi_t$에 대하여 미분하고 정리함으로써 쉽게 구할 수 있다. 그 해를 보면

$$\pi_t = \frac{\alpha}{\alpha^2+\beta} k + \frac{\alpha^2}{\alpha^2+\beta} \pi_t^e - \frac{\alpha}{\alpha^2+\beta} u_t \qquad (9)$$

가 된다. 여기에 민간의 인플레期待가 0이므로 $\pi_t^e$ 대신 0을 대입하면

$$\pi_t = \frac{\alpha}{\alpha^2+\beta} k - \frac{\alpha}{\alpha^2+\beta} u_t \qquad (10)$$

가 된다. 즉 政策當局이 실제로 택하는 정책은 평균적으로 0의 인플레가 아니라 여기에 $\alpha k/(\alpha^2+\beta)$만큼을 더한 양의 인플레가 되는

15) 이는 게임理論에서의 部分게임 完璧性(subgame perfect)에 상응하는 개념이라고 할 수 있다.

것이다.

그러나 이같은 약속파기행위는 장기적으로는 반복될 수 없다. 민간이 이같은 政策當局의 행동유인을 점차 간파하고 이에 대처하려고 할 것이기 때문이다. 이것은 정부가 어떠한 정책을 선언하느냐에 관계없이 정책환경에 내재하는 근본적인 유인들로부터 정부의 행동양태를 민간이 추론해내고 그것에 대처한다는 것을 의미한다.

우선 政策當局이 (9)식과 같은 방식으로 대응한다고 할 때 민간의 인플레期待는 0이 아니고 (5)식 전체에 대한 期待값이 된다. 즉 (9)식에 합리적 期待 조건 $\pi_t^e = E[\pi_t | \Omega_{t-1}]$를 부과하고 최종해를 구하면 균형 期待인플레율은

$$\pi_t^e = \frac{\alpha}{\beta} k \tag{11}$$

가 된다. 그리고 민간의 期待인플레율이 이렇게 주어진 한에 있어서 정부가 취할 수 있는 최선의 선택이란

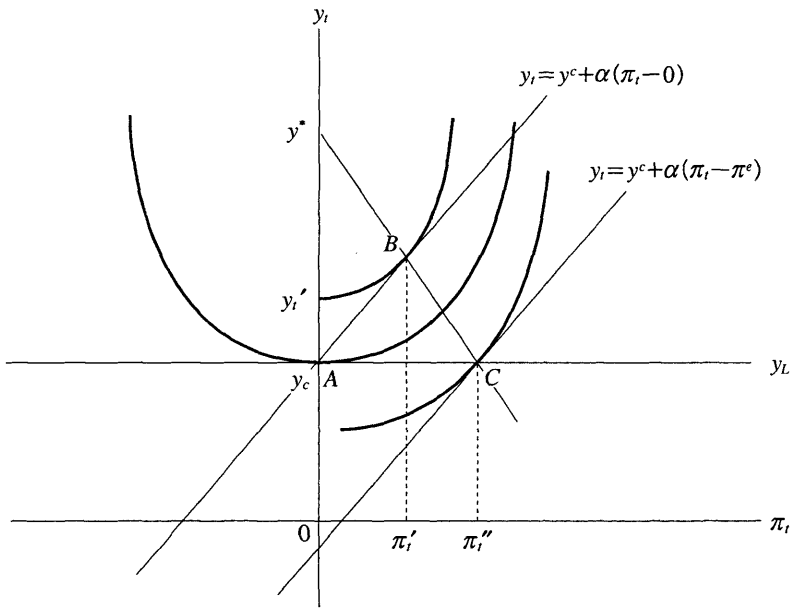
$$\pi_t = \frac{\alpha}{\beta} k - \frac{\alpha}{\alpha^2+\beta} u_t \tag{12}$$

가 될 뿐이고 따라서 이 (12)식이 달성가능한 均衡解가 된다. 이에 대응하는 산출고는

$$y_t = y^c + \frac{\beta}{\alpha^2+\beta} u_t \tag{13}$$

가 된다. 장기적으로 달성되는 생산과 인플레율의 조합을 보기 위해 (12)식과 (13)식의 평균을 구해보면 생산은 $y^c$로서 앞서의 言約解(commitment solution)와 꼭 같고 오직 인플레율만이 $(\alpha/\beta)k$로 높아졌다는 것을 알 수 있다. 즉 민간의 인플레期待를 주어진 것

[그림 5] 裁量的 通貨政策의 인플레性向




으로 간주하고 매기마다 최선을 택하는 政策은 결과적으로 생산증가는 이루지 못한 채 인플레율만을 높이게 되는 것이다. 문헌에서는 이 $(\alpha/\beta)k$를 "裁量的 通貨政策이 갖는 본질적인 인플레性向(bias)"이라고 부른다.

이같은 관계는 [그림 5]와 같은 간단한 그래프를 통해 보다 직관적으로 파악해볼 수 있다. 그래프에서 總供給函數 (3)식의 교란항 $u_t$는 편의상 무시하기로 한다. 먼저 通貨當局의 目的函數 $L$은 $\{y_t, \pi_t\}$평면에서 $(0, y^*)$를 중심으로 갖는 同心 楕圓形으로 표시해볼 수 있다.[16] 이 楕圓形들은 $y_t$, $\pi_t$의 갖가지 組合에 대하여 通貨當局이 갖고 있는 選好體系를 의미하는 것으로 중심점 $(0, y^*)$에 가까워질

16) 일반적으로는 $\beta$값이 1이면 원이 되고, $\beta>1$일 때는 럭비공을 똑바로 세워놓은 것 같은 타원형, 그리고 $\beta<1$일 때는 옆으로 눕혀놓은 것 같은 타원형이 된다. 본문의 그림은 편의상 원에 가깝게 그린 것이다.

수록 사회적 손실의 크기가 작다는 것, 또는 사회적 효용이 크다는 것을 의미한다.

그림에 직선으로 나타나 있는 우상향의 직선들은 단기 總供給函數를 나타낸다. 즉 주어진 인플레期待下에서 실제 인플레를 변동시킬 때 얻을 수 있는 산출고 수준을 나타낸다. 이 供給函數는 일정하게 주어진 인플레期待에 기초하고 있기 때문에 인플레期待가 바뀔 때마다 상하로 이동하게 된다. 그림에 나타낸 $y_t$축의 절편 $y^c$를 통과하는 직선은 $\pi_t^e=0$에 상응하는 공급함수이고 그 밑에 있는 직선은 期待인플레율이 $(\alpha/\beta)k$일 때의 공급함수이다.

주어진 인플레期待下에서 성립하는 短期 供給函數들은 모두 같은 기울기의 우상향 직선으로 나타나지만 期待인플레율과 實際인플레율이 일치하는 長期 供給函數 $y_L$은 $y^c$를 통과하는 水平線으로 나타난다. 즉 장기적으로 산출고는 자연 실업률에 대응하는 잠재생산수준에서 인플레율이 얼마가 되든 관계없이 일정하다는 것을 의미한다.

그림에서 최적의 公約解(commitment solution)는 $A$점이 된다. 즉 長期供給函數 $y_L$과 通貨當局의 無差別曲線이 이 점에서 접하게 되는 것이다. $A$점에서의 인플레율은 0, 그리고 산출고는 $y^c$이다. 그러나 이 最適點 $A$는 動態的 整合性이 없는, 따라서 실현될 수 없는 解이다. 이를 보기 위해 인플레期待가 0으로 주어진 상태하에서의 供給函數, 즉 $A$점을 통과하는 단기 공급함수를 먼저 보기로 하자. 이 직선은 그림의 $B$점에서 通貨當局의 또 다른 무차별곡선과 접하고 있다. 그리고 이 $B$점에서의 무차별곡선은 $A$점을 지나는 무차별곡선보다 원의 중심에 가까이 있기 때문에 通貨當局에 보다 높은 효용을 가져다준다. 즉 민간의 인플레期待가 0으로 주어져 있는 한 通貨當局은 $\pi_t'$의 기습적 인플레를 창출함으로써 산출을 $y_t'$까지 높이고 따라서 당초의 $A$점보다 훨씬 유리한 $B$점으로 이동할 유인을

갖게 되는 것이다. 결과적으로 $A$점은 均衡(내쉬均衡)이 되지 못한다. 게임에 임하는 어느 일방이 그 점으로부터 이탈할 유인을 지니고 있기 때문이다.

通貨當局이 제로 인플레의 $A$점에 머물러 있지 않고 기습적인 인플레를 창출하여 $B$점으로 옮아가리라는 것을 아는 민간경제주체들은 따라서 스스로의 期待인플레율을 높이기 시작한다. 즉 總供給函數가 우하향으로 이동하기 시작하는 것이다. 이같이 總供給曲線이 우하향으로 이동하면서 최종적으로 균형이 성립되는 점은 그림에서 $C$가 된다. $C$점은 원의 중심과 $B$점을 잇는 직선(이는 短期供給曲線과 通貨當局의 무차별곡선이 접하는 점들의 軌跡이 된다)이 장기공급곡선 $y_L$과 만나는 점에서 성립한다. 즉 이 점에서만이 通貨當局이 더 이상 기습적인 인플레를 창출할 유인이 없어지게 되고 민간경제주체들도 더 이상 期待인플레율을 수정해야 할 필요성이 없게 되는 것이다. 따라서 최종적으로 얻어지는 均衡解는 $\pi_t''(=(\alpha/\beta)k)$와 $y^c$의 조합이 되어 산출의 아무런 추가적 증가 없이 오직 인플레율만이 0에서 $\pi_t''$로 높아지는 결과를 낳는다. 즉 $\pi_t''$만큼의 인플레性向이 생성되는 것이다.

이같은 동태적 비정합성 문제는 通貨政策에서만 발생되는 것은 아니다. 정부와 민간 사이의 어떠한 정책에 있어서도 이러한 요소는 잠재되어 있으며 가깝게는 가정에서 부모와 자녀 사이에도 존재한다. 학업을 게을리하는 자녀에게 만일 다음 학기에 성적을 올리지 못하면 登錄金支給을 중단하겠다고 엄포를 놓는 부모가 있다고 해보자. 정작 다음 학기가 끝나고 보니 성적은 오르지 않았다. 학교를 중단시킬 것인가. 어차피 지난 일이니 이번엔 보아주고 이 다음부터는 진짜 따끔한 맛을 보이겠다고 말하곤 다시 물러선다. 그러나 부모가 登錄金의 지급여부를 결정해야 할 순간에 당초 선언대로 학교를 중단시키지는 못하리라는 것을 아는 아들은 그 다음다음 학

기에도 내내 학업보다는 놀이에 바쁘다. 학교를 중퇴시키겠다는 부모의 선언이 동태적으로 整合性을 지니지 못하기 때문이다.

## Ⅲ. 인플레性向의 解決方案

어떻게 하면 이같은 정책적 딜레마에서 벗어날 수 있겠는가? 動態的 非整合性의 해결을 위해 지금까지 제안되고 있는 해결책들은 대체로 다음의 세 가지로 정리해볼 수 있다.

### 1. 聲價(reputation)메커니즘

첫째는 政策當局의 聲價(reputation)메커니즘을 이용하는 것이다(Barro and Gordon〔1983b〕, Canzoneri〔1985〕, Backus and Driffill〔1985〕). 엄밀한 의미에서 이것은 어떤 특정한 제도적 장치를 이용한다기보다는 政策當局과 민간경제주체간의 장기적인 상호작용이 있을 경우 어느 한때 민간의 期待를 악용하면 다음부터 정책환경이 악화될 것이라는 것을 아는 政策當局이 스스로 유혹으로부터 자제할 인센티브가 있을 것이라는 점을 지적하는 것이다. 즉 한때 주어진 민간의 期待를 이용하여 (10)식과 같은 기습적 인플레를 생성해내고 이를 통해 생산을 증대시킬 수는 있을 것이다. 그러나 이러한 近視眼的 政策을 지속적으로 사용하게 되면 민간이 정부를 믿지 않게 되고 결국엔 (12)식과 같은 결과만이 초래될 뿐이다. 반면 일시적인 유혹을 이겨내고 (8)식과 같은 정책을 그대로 고수할 경우 장기적으로는 보다 만족스러운 결과를 가져올 수 있다.

이같은 상황은 정부가 이니셔티브를 쥐고 적극적인 擴大政策을 추구하는 경우에 한정되는 것은 아니다. 일례로 일차적인 인플레압

력이 勞動組合의 賃金引上러시에 의해 초래될 경우에도 정부가 受容的(accommodative) 通貨政策을 택하지 않고 안정화정책을 일관되게 집행함으로써 通貨當局의 聲價를 구축해나갈 수 있는 것이다.

MaCallum(1995a, 1996a)은 실제 이같은 聲價메커니즘이 작동되고 있는 하나의 실례로서 가정에서 잘못을 저지른 자녀를 엄중하게 처벌하는 부모들이 많이 있다는 점을 지적한다. 즉 매를 들어 자녀를 벌하는 것이 이미 저질러진 잘못을 원상회복시킬 수는 없지만 "잘못을 저지르면 언제나 벌을 받게 된다"는 원칙을 확립시켜 놓음으로써 실제로 잘못의 횟수를 줄일 수 있고 따라서 벌을 가할 필요성도 줄어들게 된다는 것이다. 그리고 이를 위해 사전적 언약(pre-commitment) 등과 같은 특별한 제도적 장치가 필요한 것도 아니며 그냥 원칙을 집행하는 것으로 충분하다는 것이 McCallum의 주장이다.

이에 대한 반론으로는 첫째, 通貨政策에 관한 한 이같은 聲價메커니즘이 실제 경험상 작동하지 않았다는 점을 들 수 있다. 즉 앞서 살펴본 대로 實物本位制度로부터 法貨制度로의 이동으로 통화발행에 대한 제약이 없어지게 되면서부터 대부분의 국가에서 고율의 인플레를 경험하게 되었는데, 이는 聲價메커니즘이 제대로 작동하지 않았다는 것을 의미하는 것이다.[17)]

둘째는 政策當局이 민간보다 우월한 정보를 가지고 있을 경우, 聲價메커니즘의 작동이 힘들게 된다는 점이다(Canzoneri〔1985〕). 즉 政策當局이 민간의 예상보다 높은 통화증발을 시도하면서도 민간에 대해서는 通貨需要가 예상밖으로 크게 증가하였다든가 경제내

17) 그러나 Friedman and Kuttner(1996)는 최근 들어 통화당국의 태도가 많이 바뀌어서 성공적으로 물가안정을 이룩하는 나라들이 많이 늘고 있고 따라서 動態的 整合性問題는 더 이상 큰 문제가 되지 않는다고 주장한다.

에 외생적인 공급쇼크가 발생하여 통화공급을 보다 신축적으로 유지해야 할 필요성이 발생했다고 발표할 수가 있다는 것이다. 이 경우 민간은 실제 외생적 공급쇼크가 도래한 것인지, 아니면 通貨當局이 기습적인 확대정책을 기도하고 있는지를 확인할 수가 없다. 즉 政策當局이 원래 천명된 정책기조를 그대로 고수하고 있는 것인지 변경을 시도하고 있는 것인지를 가리지 못하게 되므로 아예 처음부터 정부정책을 불신하고 임의대로 행동할 가능성이 높아지는 것이다.

이를 앞서의 모형으로 살펴보자. 앞의 모형에서 교란항 $u_t$는 민간은 관측할 수 없고 政策當局만이 알고 있는 私的 情報라고 하였다. 이 밖에 다른 모든 것들은 민간부문도 다 알고 있다고 가정하자. 즉 사회적 손실함수가 (1)식과 같이 주어져 있으며 中央銀行이 이같이 주어진 사회적 손실함수를 최소화하려고 한다는 것도 알고 있다. 또한 민간은 현재의 政策當局이 (10)식과 같은 근시안적 정책이 아니라 미래의 聲價를 고려한 최적준칙 (8)식을 지키리라고 믿고 있다고 하자.

이때에도 政策當局은 민간의 期待와는 달리 (10)식의 방식으로 대응하여 기습적인 인플레를 생성시킬 수 있다. 그러면서도 단지 민간의 신뢰가 동요하는 것을 방지하기 위하여 교란항 $u_t$가

$$u_t^* = u_t - \frac{\alpha^2+\beta}{\beta} k \qquad (14)$$

로 실현되었다고 주장할 수 있는 것이다. 이 경우엔 (10)식과 (8)식의 값이 동일해지기 때문에 민간으로서는 정부가 最適準則을 따르고 있는지 근시안적 기습정책을 따르고 있는지 구분할 수 없게 된다.

셋째, 정책담당자의 임기가 짧아서 聲價메커니즘이 작동하기 어

렵다는 점을 들 수 있다. 세계 많은 나라들에서 대통령의 임기는 대개 4~5년에 불과하다. 그러나 경기순환의 한 주기도 평균 4~5년이 걸리기 때문에 이같은 게임이 재임기간중에 반복적으로 되풀이될 가능성이 작다. 기습적인 인플레를 통한 擴大政策을 실시한 후 퇴임하더라도 그로 인한 정부신뢰도의 감퇴는 후임자가 떠맡아야 할 짐이 될 뿐이다. 특히 모형의 단순화를 위해서 당기에 인플레와 산출이 모두 결정되는 것으로 가정했지만 실제 통화증발이 이루어지는 경우 산출은 비교적 단시간내에 증가하는 반면 인플레는 시차를 두고 발생하게 하는 것이 일반적이다. 즉 기습인플레로 인한 경기확대의 과실을 향유하는 시기와 그 부작용을 수습해야 하는 기간 사이에 시차가 존재하는 것이다.

실제 通貨政策을 담당하고 있는 中央銀行總裁나 財務長官의 임기는 더 짧을 수 있다. 더구나 의사결정의 실무적인 책임을 지고 있는 정책담당자들의 경우 얼마쯤 근무하다가 다른 부서로 옮겨가기 때문에 정작 부작용이 현재화되고 있을 때 책임소재를 밝히는 것이 어려워지게 된다.[18]

부모와 자녀간의 聲價메커니즘은 이와 다르다. 우선 이들 사이의 관계는 거의 영구적일 뿐 아니라 사건의 發生頻度가 잦아서 聲價의 유지로부터 거두어들일 수 있는 수익이 크다. 그러나 일정 재임기간동안에 정부와 민간이 교호적인 관계를 반복할 확률은 상대적으로 낮으며 따라서 단기적인 비용을 감내하면서 장기적 聲價를 유지해야 할 유인은 그만큼 작아지는 것이다.

재임기간이 짧기 때문에 정부의 모든 정책이 근시안적 유혹에 빠져드는 것은 물론 아니다. 特許權 같은 경우에도 일단 발명된 아이

18) 聲價메커니즘의 작동을 돕기 위해 중앙은행총재의 임기를 대통령의 임기보다 길게 하거나 재임기간이 엇갈리게 하자는 제안은 이에 기인한다고 할 수 있다.

디어는 가능한 한 많은 사람들에게 사용하도록 하는 것이 바람직하지만 그러한 경우 발명자체가 줄어들 가능성이 있다는 점에서 動態的 非整合性의 문제점을 가지고 있다. 그럼에도 불구하고 정책의 非最適性(suboptimality)문제가 대두되지 않는 것은 特許權에 관한 사항이 아예 법제화되어 있다는 데 있다. 즉 動態的 非整合性으로 인한 문제점이 드러나기 위해서는 정책집행에 재량권이 있어야 하는데, 特許權은 더 이상 정부의 재량에 속해 있지 않고 법제화되어 있다는 점에 차이가 있다. 이 때문에 通貨政策運營의 일정 부분을 법제화하자는 주장이 일부에서 대두되고 있는 것이며 실물본위제도로의 복귀주장도 이같은 通貨當局의 재량권을 제약하려는 의도라고 볼 수도 있는 것이다.[19]

## 2. 독립된 政策執行機關에의 위임

동태적 비정합성문제를 해결하기 위한 두번째 방법은 보수적인

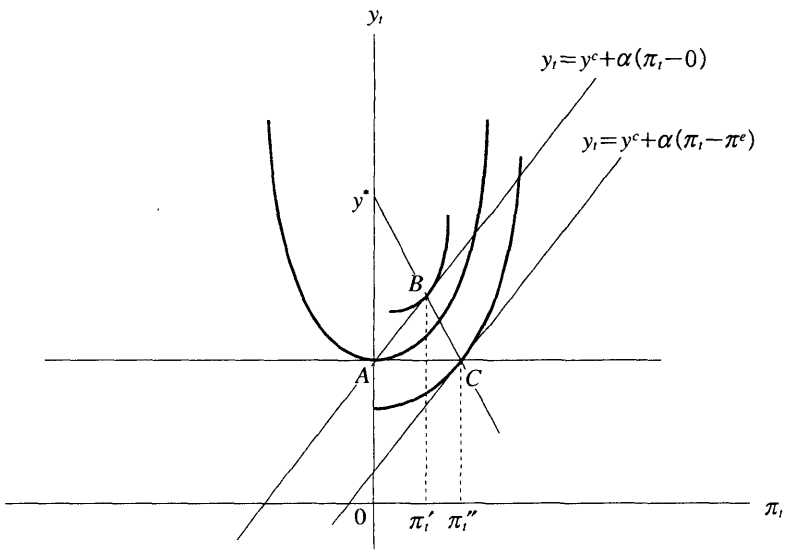
19) Taylor(1983)는 발명품의 경우 特許權制度의 확립을 통해 동태적 비정합성문제를 성공적으로 해결한 사회가 왜 통화정책에서는 이렇게 하지 못했겠는가에 의문을 제기한다. 즉 통화정책에 있어서 동태적 비정합성 문제가 현실적으로 얼마나 심각한 것이냐의 문제에 있어서 그는 별로 심각한 것이 아니라는 견해를 표명하고 있다. 그에 의하면 지난 1960~70년대의 높은 인플레는 실업과 인플레율 사이에 항구적인 相衝關係가 존재하는 것처럼 해석된 Phillips curve이론에 그 주된 책임이 있는 것이지 동태적 비정합성 때문은 아니다(Kahn[1996] 참조). Romer and Romer(1996)도 과거의 통화정책 실패가 경제학자나 정책담당자, 정치지도자들의 경제에 대한 무지와 잘못된 이해에 기인한 것이지 통화정책의 동태적 비정합성 때문은 아니라는 주장을 펴고 있다. 한 가지 재미있는 점은 같은 Romer가 1993년의 다른 논문에서는 통화정책의 동태적 비정합성이 현실적으로 중요한 역할을 한다는 경험적 증거로서 경제개방도와 인플레율 사이에 높은 음의 상관관계가 존재한다는 것을 제시하고 있다는 점이다(Romer[1993] 참조). 물론 그에 의하면 이같은 음의 상관관계가 전반적으로 강하게 존재하지만 표본을 선진국만으로 한정할 경우에는 상관관계가 약화되는 것으로 나타난다. 즉 통화정책의 동태적 비정합성문제를 선진국에서는 성공적으로 극복하고 있는 반면 나머지 국가에서는 극복하지 못하고 있는 것이다.

性向을 띠고 있는 通貨當局에 通貨政策의 전권을 맡기는 방법(Delegation Approach)이다(Rogoff〔1985〕, Canzoneri〔1985〕). 앞에서 裁量的 通貨政策이 갖는 인플레性向은 $(\alpha/\beta)k$로 나타난다는 것을 보았다. 그런데 $\beta$는 사회적 손실함수에서 物價安定目標에 부과하는 중요도를 나타내는 것이다. 이는 通貨當局이 인플레를 중요시할수록, 즉 $\beta$값이 클수록 인플레性向의 크기가 작아지게 된다는 것을 의미한다. 이 점에 착안하여 Rogoff(1985) 등이 제안하고 있는 방법은 通貨政策을 정부로부터 독립시켜서 본질적으로 보수적인 性向을 띠고 있는(여기에서 보수적이라 함은 物價安定을 중시한다는 것, 즉 높은 $\beta$값을 가지고 있다는 것을 의미한다[20]) 제3의 기관에 맡기자는 것이다. 즉 정부의 사회적 目的函數는 (1)식에 의해 주어져 있다고 하더라도 通貨政策은 정부보다 큰 $\beta$값을 가지고 있는 독립기관에 맡김으로써 인플레性向을 줄여보자는 것이라고 할 수 있다.

이같은 주장의 직관적 근거를 다시 그래프를 통하여 살펴보기로 하자. [그림 6]은 본질적으로 앞서의 [그림 5]와 같다. 단지 차이점이 있다면 通貨當局의 무차별곡선 모습이 [그림 5]에서 보았던 것보다 폭이 좁은 楕圓形꼴로 바뀌어 있다는 점만이 다를 뿐이다. 무차별 곡선의 좌우폭이 이같이 좁아지는 것이 바로 通貨當局이 보수적이어서 인플레안정에 대하여 보다 적극적이라는 것을 의미한다. 나머지는 앞서의 설명과 동일하다. 즉 가장 理想的인 해는 그림에서 $A$점이 되지만 이 경우 通貨當局이 $A$점에서 $B$점으로 이탈할 가능성이 있기 때문에 결국은 $C$점에서 균형이 성립하게 되고 따라서 $\pi_t''$만큼의 인플레性向이 발생하는 것이다. 그러나 이 $C$점에서의 인플레성향은 [그림 5]에 비하여 楕圓形의 폭이 좁아진 만큼 작아지게 된다.

20) 통화당국의 保守性을 이와 달리 목표인플레율의 차이로 정의할 수도 있는데, 이에 관해서는 뒤에 다시 설명하기로 한다.

［그림 6］ Rogoff流의 委任解




이같이 보수적 성격을 지닌 中央銀行에 通貨政策을 위임하는 방식이 裁量的 通貨政策이 갖는 인플레性向에 대처하는 하나의 유효한 방법이 될 수 있으리라는 것은 쉽게 이해할 수 있다. 사실상 최근 세계 여러 나라에서 전개되고 있는 '中央銀行의 독립성' 강화 움직임이나 通貨政策의 목적을 物價安定으로 일원화하는 움직임 등은 이같은 이론적 논거에 기초를 두고 있다고 할 수 있을 것이다.[21] 하지만 $\beta$값은 어느 정도까지 커야 바람직한 것일까. 그림에서 볼 때 무차별곡선의 좌우폭이 좁으면 좁을수록 인플레性向의 크기가 작아

21) 뒤에 설명할 成果給契約方式도 中央銀行 독립성제고의 논거로 사용될 수 있지만 그동안 Rogoff모형이 특히 자주 거론되어온 것은, 첫째 Rogoff모형은 1985년에 제시되고 성과급모형은 그보다 거의 10년이 지난 1993년(Persson and Tabellini)과 1995년(Walsh)에 등장했다는 것과, 둘째 통화정책의 집행을 정부와 다른 선호함수를 가지고 있는 제3의 기관에 맡긴다는 의미에서의 '위임'이라는 표현이 '독립성'을 쉽게 연상시키기 때문이 아니었는가 생각된다. 어쨌거나 이같은 사정으로 인해 양 모형의 해석에 관한 문헌상의 혼돈이 발견되기도 하는데, 이 점에 관해서는 뒤에 다시 설명하기로 한다.

진다. 따라서 극단적인 경우 무한대의 $\beta$값을 갖는 通貨當局을 선택하는 것, 즉 실질산출의 움직임에는 전혀 개의치 않고 오직 物價安定에만 전념할 中央銀行을 선택하는 것이 최선이라는 결론이 유도될 가능성도 있다. 그러나 인플레와 산출고의 절대수준은 물론 그 分散까지를 고려한다면 사정이 달라지게 된다. 즉 $\beta$값이 커질수록 인플레의 분산은 작아지는 반면 (인플레수준 자체가 낮아질 뿐만 아니라) 산출고의 분산은 커지게 된다. 이를 보기 위해 (12), (13) 식에 나타난 均衡인플레율과 산출고의 分散을 계산해보면

$$\mathrm{Var}(\pi_t) = \frac{\alpha^2}{(\alpha^2+\beta)^2}\,\sigma_u^2 \tag{15}$$

$$\mathrm{Var}(y_t) = \frac{\beta^2}{(\alpha^2+\beta)^2}\,\sigma_u^2 \tag{16}$$

가 된다. 즉 $\beta$값이 커질수록 $\pi_t$의 分散은 작아지지만 $y_t$의 分散은 커지게 되는 것이다. 이를 앞서의 인플레性向 $(\alpha/\beta)k$와 함께 고려한다면 均衡인플레율과 산출고의 부침 사이에는 일종의 相衝關係(trade-off)가 존재한다고 말할 수 있다. 즉 Rogoff모형에서 中央銀行의 독립성제고는 평균적인 인플레율은 낮추는 대신 산출고의 부침은 더 크게 만드는 것이다.

그러나 Rogoff모형의 이러한 이론적 결론은 실제의 경험적 자료에 의해 뒷받침되지 않고 있다. 즉 그동안 中央銀行의 독립성 정도와 인플레율, 그리고 산출고의 가변성 등의 관계를 경험적으로 분석한 바에 의하면 中央銀行의 독립성 정도와 산출고의 가변성 사이에 네거티브한 관계는 없는 것으로 보고되고 있다(Grilli, Dasciandaro, and Tabellini[1991], Alesina and Summers[1993]). 오히려 中央銀行의 독립성이 높을수록 인플레율이 낮아진다는 것은 분명하게 나타나지만 이로 인한 산출고 가변성의 증대효과는 관찰되

지 않는다. 이 밖에도 中央銀行의 독립성제고와 이로 인한 인플레 업적의 호전이 성장률의 하락이나 불안정을 가져오지는 않았다는 문헌은 많은데(Grilli et al.〔1991〕, Cukierman et al. 〔1993〕), 이 중에서도 특히 Debelle and Fischer(1994)는 산출고의 가변성이 오히려 개선되었다는 입장을 보이고 있다.[22)]

이같이 이론적 예측과 경험적 자료 사이에 불일치가 발생하는 것은 다른 무엇보다도 中央銀行의 獨立性이나 保守性의 정의방법 때문에 기인하는 것일 수 있다. 즉 中央銀行의 獨立性 또는 保守性 정도를 $\beta$값의 크기로 정의하지 않고 목표인플레율의 차이로 정의하면 인플레율과 산출고의 分散 사이에 상충관계가 발생하지 않는데, 이 점에 관해서는 다음절에서 다시 한번 살펴보기로 한다.

### 3. 最適 계약방법

인플레性向의 해결을 위한 세번째 방법은 中央銀行과 정부가 일종의 成果給과 같은 계약을 체결하는 것, 즉 인플레가 발생할 때마다 中央銀行으로 하여금 일정액의 벌금을 물도록 하는 것이다(柳潤河〔1989〕, Walsh〔1995a〕, Persson and Tabellini〔1993〕). 앞서 본 모형으로 설명하자면 실현된 인플레율에 따라 부과하는 罰則金函數를 $T(\pi_t)$라고 할 때 이같은 새로운 정책환경에서 中央銀行의 目的函數는[23)]

$$U(\pi_t) = L(\pi_t) + T(\pi_t) \qquad (17)$$

22) 그러나 Fischer(1995)는 1960~92년 사이 미국과 독일의 인플레율과 성장률의 가변성을 비교하면서 독일이 미국에 비해 인플레율의 가변성은 낮은 반면 산출고의 가변성은 높았다는 점을 들어 어느 정도의 상충관계(trade-off)가 불가피한 것이 아니냐는 입장을 보이고 있다.

23) 여기에서 罰則金이라고 하는 것은 문자 그대로 금전적인 이전을 의미하는 것은 아니다. 오히려 사회적 효용함수의 형태인 손실함수에 포함되는 것이기 때문에 그 단위가 효용단위로 측정되는 어떤 것이 되어야 할 것이다.

의 형태를 취하게 된다. 이때 인플레性向을 제거함으로써 최선의 결과를 보장할 수 있는 최적의 罰則金函數를 유도하는 것은 비교적 간단하다. 즉 中央銀行이 通貨政策을 裁量的으로 집행할 때 발생하는 인플레性向을 정확히 상쇄하는 벌칙금을 부과하면 되기 때문이다. 지금까지 살펴본 모형내에서 유도되는 최종적인 罰則金函數는 $T(\pi_t) = (2\alpha k)\pi_t$, 즉 인플레가 발생할 때마다 그 실현된 인플레율의 $(2\alpha k)$배에 해당하는 벌금을 지불하도록 하면 된다. 이같은 罰則金이 어떻게 최선의 결과를 가져오는가를 우선 확인해 보기로 하자.

먼저 罰則金을 고려한 中央銀行의 새로운 目的函數는

$$\begin{aligned} U(\pi_t) &= [(y_t + y^*)^2 + \beta\pi_t^2] + 2\alpha k\ \pi_t \\ &= [\{\alpha(\pi_t - \pi_t^e) - k + u\}^2 + \beta\pi_t^2] + 2\alpha k\ \pi_t \end{aligned} \tag{18}$$

가 된다. 여기에 通貨當局이 여전히 재량적 정책을 추구한다는 전제하에 1계의 조건을 구해보면

$$\frac{\partial U}{\partial \pi_t} = 2\alpha^2(\pi_t - \pi_t^e) - 2\alpha k + 2\alpha u_t + 2\beta\pi_t + 2\alpha k \tag{19}$$

가 된다. 즉 인플레性向을 초래하는 $2\alpha k$ 항이 정확히 상쇄되는 것이다. 결과적으로 최종 均衡解는 (8)식과 (9)식의 最適言約解와 동일해지게 된다. 또한 산출고의 분산도 Rogoff流의 委任解에서와는 달리 最適言約解에서의 분산과 동일하다. 즉 通貨當局이 사회적 손실함수의 파라미터값을 그대로 공유하고 있기 때문에 최적의 인플레율과 산출고 분산을 동시에 달성할 수가 있게 되는 것이다. 이를 바꾸어 말한다면 재량적 通貨政策의 인플레性向 問題를 해결하는데 있어서 Rogoff流의 위임방식이 인플레性向의 크기를 줄이는 대신 中央銀行의 단기적 경기대응력을 제한하는 것이라면 이곳에서 살펴본 Walsh流의 계약방식은 인플레性向을 낮춤과 동시에 경기대

응을 위한 中央銀行의 신축적 대응능력을 그대로 보존한다고 할 수 있을 것이다.

이같이 최적의 결과를 낳는다는 점 외에도 契約解는 실제적용가능성 면에서 아래와 같은 두 가지의 커다란 長點을 갖는다. 그 하나는 계약에 도입되는 벌칙함수가 정책당국의 私的情報인 $u_t$에 의존하지 않는다는 점이다. 이는 主人(principal)과 代理人(agent)간의 最適契約의 執行(enforcement of optimum contract) 문제에 있어서 주인역할을 하는 정부가 대리인역할을 하는 中央銀行의 私的情報를 일일이 확인할 필요가 없다는 것을 의미한다. 앞서 聲價模型을 설명하는 데서 정책당국만이 알고 있는 私的情報가 존재할 경우 정보의 歪曲可能性 때문에 聲價메커니즘이 제대로 작동하지 않을 가능성이 있다는 점을 살폈다. 최적계약에 있어서도 사정은 마찬가지가 될 수 있다. 그러나 Walsh流의 최적계약에 있어서 이같은 사적정보문제는 발생하지 않는 것이다.

최적계약이 $u_t$에 의존하지 않는 이유는 인플레性向이 $u_t$에 의존하지 않는다는 점에 기인한다. 즉 (12)식에 주어진 균형인플레율이 $u_t$에 의존하기는 하지만 그중 인플레 성향, $(\alpha/\beta)k$는 $u_t$로부터 독립적이므로 이를 상쇄하기 위한 罰則金函數도 $u_t$로부터 독립적일 수가 있는 것이다.

두번째 장점은 최적 계약이 실제 실현된 인플레율 $\pi_t$의 1次函數로 주어진다는 점이다. 즉 계약당사자인 정부와 通貨當局에 의해 쉽게 관측되는 $\pi_t$의 함수일 뿐 아니라 이것이 線型函數이기 때문에 집행이 쉽다는 이점을 갖는다.[24]

24) 이론적으로 도출되는 最適契約이 代數的 解(algebraic solution)가 불가능한 복잡한 함수의 형태로 주어질 수도 있다는 점을 생각해보면 이것은 상당한 장점이라고 할 수 있다. 물론 앞서 말한 대로 여기에서 말하는 벌칙금함수가 사회적 효용단위로 측정되는 것이기 때문에 이같은 일차성이 현실세계에까지 그대로 연장되지는 않을 수도 있다. 또한 벌칙금함수가 일차함수로 나타나는

최적계약에 있어서 벌칙금이 인플레의 1次函數로 나타나는 것에도 그럴만한 직관적 이유가 있다. 즉 裁量的 通貨政策이 인플레性向을 지니는 이유는 政策當局者가 인플레율을 선택할 때 그가 어떤 값의 인플레율을 선택할 것인가에 따라 민간의 期待인플레율이 바뀌리라는 점을 고려하지 않기 때문이라고 할 수 있다. 즉 期待인플레율을 일정하게 주어진 값이라고 간주하기 때문에 발생하는 것이다. 따라서 이같은 인플레性向을 제거하기 위해서는 정책대응시 이에 따른 期待인플레의 변화까지를 반영해주어야 할 것이 요구된다. 그런데 장기균형에 있어서 期待인플레는 실제인플레와 같아야 하기 때문에 양자는 정의상 1次函數의 관계를 갖는다. 따라서 업적급계약을 실제인플레에 대하여 1次函數가 되도록 하는 것은 암묵적으로 실제인플레가 期待인플레에 미치는 영향을 내부화하는 효과를 갖는 것이다.

罰則金函數가 실현된 인플레의 1次函數로 나타난다는 것은 또한 아래와 같은 흥미있는 명제를 제공한다. 즉 지금까지 살펴본 罰則金附 最適契約은 정부가 通貨當局에 대하여 벌칙금을 부과하는 대신 목표인플레율 자체를 낮추어 부과하는 것과 동일한 효과를 갖는다는 점이다(Svensson〔1995〕). 먼저 왜 이같은 同一性이 초래되는지 살펴보고 다음으로 그 함의를 살펴보기로 하자

罰則金項을 포함하는 새로운 目的函數 (18)식을 약간 변형하면

$$U(\pi_t) = (y_t - y^*)^2 + \beta\{\pi_t + (\alpha/\beta)k\}^2 + \cdots \qquad (20)$$

가 된다. 즉 (1)식의 사회적 효용함수와 비교해서 목표인플레율을 당초의 0에서 $-(\alpha/\beta)k$로 바꾼 것과 동일하게 되는 것이다. 물론 부수적인 항이 하나 남아 있긴 하지만 이것은 $y_t$나 $\pi_t$에 의존하지

---

것은 通貨當局이 위험에 대하여 중립적(risk neutral)이라는 가정하에서만 성립한다는 점에도 유의할 필요가 있다.

않기 때문에 中央銀行의 의사결정행태에 영향을 미치지 않으며 따라서 무시할 수 있다.[25)]

罰則金函數가 인플레의 線型函數가 되면 원래의 目的函數에서 목표인플레율만을 변경하는 것과 같게 된다는 것과 비슷한 논리를 Rogoff模型에 적용하면 그의 委任模型은 원래의 目的函數에 인플레의 2차함수로 표현되는 罰則金函數를 부과한 것이라고 해석할 수 있다.[26)] 이렇게 볼 때 Rogoff 모형에서 最適性이 확보되지 못하고 인플레와 산출고의 分散 사이에 相衝關係가 발생하는 것은 實際인플레와 期待인플레 사이의 線型性을 무시하고 과도하게 높은 次數의 벌칙함수를 설정했기 때문이라고 할 수 있을 것이다.

이같은 해석은 또한 앞서 中央銀行의 獨立性(또는 保守性)이 높은 나라에서 이론적 예측과는 달리 산출고의 分散이 커지지 않았다는 사실을 설명하는 데에도 도움을 준다. 즉 中央銀行의 독립성이 높다고 하는 것은 通貨當局의 선호체계에 있어서 $\beta$값이 높다는 것을 의미하는 것이 아니라 추구하는 인플레율의 목표수준이 낮다는 것을 의미하는 것으로 해석될 수도 있기 때문이다. 그리고 이렇게 해석한다면 경험적으로 얻어진 결과들과 이론적 모형의 예측 사이의 불일치문제가 해소되는 것이다.

실현된 인플레에 대하여 선형의 벌침금을 부과하는 것이 정부가 가지고 있는 목표인플레율보다 낮은 수준의 목표치를 부과하는 것과 동일하다는 것에 기초하여 이 경우 이루어지는 均衡解의 성격을

---

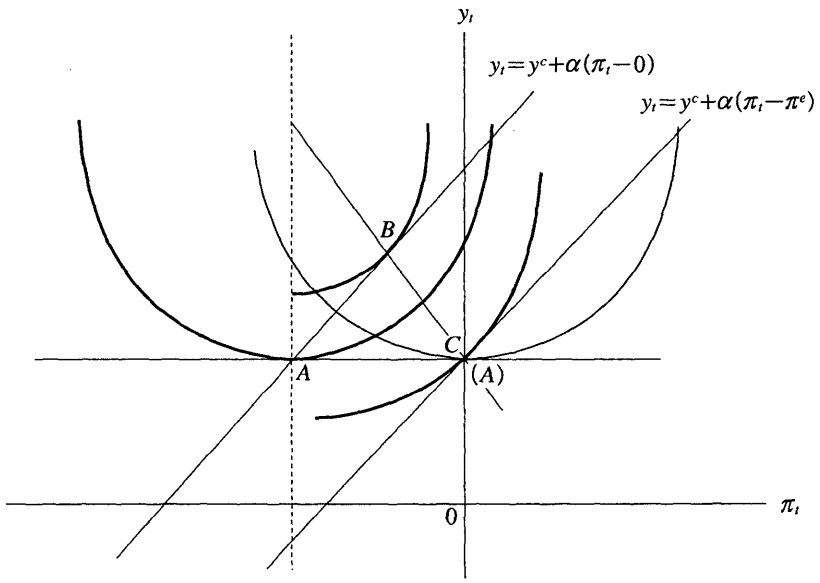
25) 남아 있는 항은 $-(\alpha^2/\beta)k^2$로서 $y_t$나 $\pi_t$에 의존하지 않는 일종의 lump-sum transfer에 해당한다. 이것은 중앙은행의 행태에는 영향을 미치지는 않지만 중앙은행으로 하여금 이 계약에 참여하도록 유도하기 위한 일괄지급금에 해당한다고 볼 수 있다. 게임理論에서 말하는 일종의 個人的 合理性(individual rationality) 보장수단이라고 할 수 있을 것이다.

26) 즉 罰則金函數를 $\eta\pi_t^2$라고 하고 이를 원래의 목적함수에 첨가하면

$$U(\pi_t) = (y_t - y^*)^2 + (\beta+\eta)\,\pi_t^2$$

가 되어 $\eta>0$ 모든 값에 대하여 Rogoff의 결과가 성립한다.

[그림 7] Walsh流의 最適契約解




다시 그래프를 통해 살펴보기로 하자.

通貨當局이 정부와 다른 인플레율을 목표치로 갖는다고 하는 것은 楕圓形의 중심이 이동한다는 것을 의미한다. 즉 윗그림의 무차별곡선은 [그림 5]의 무차별곡선을 정확히 $(\alpha/\beta)k$만큼 좌측으로 이동시켜 놓은 것에 해당한다. 따라서 通貨當局과 민간경제주체들의 상호작용에 의해 최종적으로 얻어지는 균형점은 그림에서 여전히 $C$점이 된다. 그러나 여기에서 한 가지 주목해야 할 점은 이 곳에서 얻어지는 균형점 $C$가 원래 정부 또는 사회의 선호체계하에서 理想的인 公約解가 되는 $A$점과 정확히 일치한다는 점이다. 즉 通貨當局과 민간 경제주체들간의 게임에서 얻어지는 비최적의 裁量的 均衡解가 사회전체적으로는 理想的 公約解가 되는 것이다.

罰則金 契約 대신 보다 낮은 인플레율을 부과하는 것이 결과적으로 같은 결과를 낳는다고 하더라도 실제 적용상에 있어서는 상당한

차이가 있을 것 같다. 우선 생각해볼 수 있는 차이점 중의 하나는 정부에 의해 부과되는 目標인플레율의 信賴性問題이다. 사회가 이루려고 하는 바람직한 인플레율이 0이라고 해보자. 이 경우 罰則金 계약에 있어서는 바람직한 수준인 0을 그대로 목표인플레율로 설정하면 된다. 반면 후자의 방식에 있어서는 0의 인플레율을 이루기 위해 중앙은행에 부과하는 목표인플레율은 그보다 낮은 마이너스값이 되어야 한다. 마이너스값의 인플레목표를 부과하는 것이 기술적으로 불가능한 것은 아니지만 이는 정부의 명령이나 정책에 대한 신뢰성문제를 야기시킬 우려가 있다. 즉 중앙은행에 마이너스 인플레율의 달성의무를 부과했음에도 불구하고 그 결과가 번번히 마이너스가 아닌 0의 인플레율이 된다면 이는 (적어도 외견상으로는) 인플레목표가 중앙은행에 의해 무시되고 있다는 것을 의미한다. 이 같은 결과가 당초부터 양해된 것이었고 또 그렇게 의도된 것이었음에도 불구하고 중앙은행과 정부 사이의 명령체계에 심대한 문제가 있다는 인상을 줄 우려가 있는 것이다.

둘째는 中央銀行의 선호체계에 대한 불확실성이 있을 경우에는 罰則金方式이 저율의 인플레목표 방식보다 우월하다는 점을 들 수 있다.[27] 즉 지금까지는 중앙은행의 선호체계가 누구에게나 분명하게 알려져 있는 것처럼 가정했지만 실제 현실세계에서 이같은 가정은 성립하기 힘들다. 이 경우 두 가지 방식간의 동일성은 깨어지게 되고 벌침금방식이 우월하게 되는데, 그 직관적 이유는 (18)식과 (20)식에 있어서 정부가 알아야 하는 정보집합에 차이가 발생한다는 점에서 찾아볼 수 있다. 즉 (18)식에 의한 罰則金方式을 택할 경우 罰則金 $(2\alpha k)\pi_t$는 중앙은행의 선호를 나타내는 파라미터 $\beta$와는 독립적이다. 즉 벌칙금을 부과하는 데 있어서 중앙은행이 어떠

27) Beetsma and Jensen(1997) 참조.

한 성향을 가지고 있는가에 관한 정보는 필요없는 것이다. 반면 (20)식에 의해 새로운 인플레 목표치를 부과하려고 할 경우에는 그 목표치가 $-(\alpha/\beta)k$로서 $\beta$의 함수가 된다. 즉 중앙은행의 성향을 알아야 정확하게 그 성향을 감안한 목표인플레율을 부과할 수 있게 되는 것이다.

# Ⅳ. 인플레 타깃팅制度

이제 현실적으로 채택되고 있는 '인플레 타깃팅'제도가 앞에서 본 인플레性向 問題에 대한 解決策들과 어떤 관련을 지니고 있는지를 보기로 하자. 이를 위해 이곳에서는 인플레 타깃팅제도의 가장 대표적인 예라고 할 수 있는 뉴질랜드의 制度改革內容을 간단히 살펴보고 이어 인플레 타깃방식의 채택과 관련되어 있는 몇 가지 개념적 이슈들을 정리해 보기로 한다.

## 1. 뉴질랜드의 中央銀行制度 개혁

우선 뉴질랜드에서 도입한 中央銀行制度 및 通貨政策 隨行準則의 개혁내용을 1989년에 개정되어 1990년 2월부터 발효된 뉴질랜드 準備銀行法(Reserve Bank of New Zealand)을 중심으로 정리해보면 다음과 같다.

1) **通貨政策의 목표일원화**: 準備銀行法을 개정하여 通貨政策의 일차적인 목표를 物價安定으로 명시하고 있다. 즉 이 법은 準備銀行의 일차적인 기능을 "物價의 安定 달성 및 유지라는 경제적 목적

에 합당하도록 通貨政策을 수립하고 집행하는 데 있다"고 규정하고 있다. 반면 개정 이전의 법은 "달성가능한 최고 수준의 生産, 交易 및 雇傭의 촉진, 그리고 안정적 물가수준의 유지를 통하여 뉴질랜드의 경제성장 및 사회복지의 유지 및 증진을 도모하는 것"이라고 규정하고 있어서 物價安定 외에도 생산, 고용 등에 대한 고려를 의무화하고 있다.

**2) 구체적인 目標인플레율의 設定**: 準備銀行總裁와 財務長官이 협의하여 總裁의 임기중(5년) 달성해야 할 목표인플레율을 설정하고 이를 政策目標合意書(Policy Targets Agreement)에 공표토록 하고 있다. 현재는 소비자물가를 기준으로 0~2%의 밴드가 설정되어 있으며 급격한 교역조건의 변화나 조세변동이 있을 경우에는 이를 별도로 고려하는 免責을 인정하고 있다. 일종의 조정가능한 목표(adjustable target) 형태를 취하고 있는 셈이다.

**3) 目標設定過程의 透明性 확보**: 정부는 物價安定目標를 단기적(최장 1년)으로 유보하고 이를 다른 목표로 대체토록 할 수 있으나 이는 반드시 사전에 공표되어야 하며 의회에 보고되어야 한다.

**4) 中央銀行 운영상의 獨立性 保障**: 목표달성을 위한 準備銀行의 구체적인 政策手段 선택 및 운용에 대해서는 완전한 독립성을 보장한다.

**5) 中央銀行의 疏明 및 目標達成義務**: 準備銀行은 매반기마다 通貨政策의 집행실적 및 향후 집행방향에 관하여 보고해야 하며 목표달성에 실패할 경우 財務長官은 準備銀行總裁를 해임할 수 있다. 또한 準備銀行의 예산을 명목금액으로 고정시킴으로써 인플레가 발생할 경우 실질적인 예산삭감의 효과가 나타나도록 하고 있다.

이상의 개략적인 내용에 비추어볼 때 뉴질랜드에서 택하고 있는 제도개혁은 앞서 본 세 가지 방법 중 契約方法에 가까운 것으로 보

인다. 구체적인 인플레 목표수치가 제시되어 있고 이의 수정이나 면책에 관한 조항이 명시되어 있으며 책임소재를 명백히 하고 義務不履行時 解任할 수 있다는 점 등을 규정하고 있다는 것 등이 이를 말해준다. 물론 準備銀行總裁나 임직원들의 급료를 명시적으로 인플레율에 연동시켜놓은 것은 아니지만 이것은 해석상의 문제라고 할 수 있다. 이를테면 準備銀行總裁의 해임이 그에게 상당한 불이익을 가져다준다고 가정하고 또 해임될 확률이 정책목표로부터의 괴리 정도에 따라서 증가한다고 보면 解任條項 자체가 일종의 線型의 罰則金構造를 의미한다고 볼 수 있기 때문이다.

그러나 뉴질랜드의 中央銀行制度를 契約方式으로 해석하는 것은 理論模型과 現實制度간의 관계를 너무 문자적으로 연결짓는 데서 오는 것일 수도 있다. 해석여하에 따라서는 뉴질랜드 개혁의 내용들은 위에서 살펴본 세 가지 해법의 모든 요소들을 복합적으로 반영하고 있다고 볼 수도 있기 때문이다. 이를테면 구체적인 目標인플레율을 설정하고 이를 공표하는 것은 향후 목표로부터의 이탈을 힘들게 만드는 효과를 갖는데, 이 점에서는 聲價메커니즘적인 요소를 지니고 있다고 할 수도 있다. 準備銀行法에 물가안정의 의무를 명시하는 것, 정책결정의 내부적 과정을 투명하게 하는 것 등도 마찬가지이다. 반면 이같은 규정들은 通貨政策 수행에 있어서 물가안정에 보다 중점을 두겠다는 의지를 표명하는 것이라고 해석될 수도 있다. 즉 中央銀行의 $\beta$값을 높이는 조치라고도 여겨질 수 있는 것이다. 한 걸음 더 나아가서 현실제도 속에 구체적으로 어떤 조항이 명시적으로 나타나 있느냐 하는 것은 별로 중요하지 않을 수도 있다. 한 예로 앞에서 살펴본 解任條項의 경우 명시적인 解任條項의 존재여부에 관계없이 실제 그러한 위협이나 가능성이 있는가가 문제될 뿐이다. 설사 법에는 명시적인 解任條項이 없더라도 그러한 가능성이 있으면 이론상으로는 있는 것으로 보아야 할 것이기 때문

이다.

이러한 연고로 기존의 문헌들에서도 실제 추진되고 있는 제도개혁조치들을 어떠한 이론적 틀에 비추어 해석할 것인가에 있어서는 상당한 차이를 보이고 있다. 이중에서도 다소 극단적이지만 현실적으로 흥미있는 시사점을 주는 해석은 Svensson(1995)의 것이다. 그는 현재 인플레 타깃팅제도를 택하고 있는 나라들 중 일부에서 공표하고 있는 인플레 타깃은 원래 目的函數에 내재하는 $\pi^*$값을 민간에게 알린 것 이상의 의미를 갖지 않는다고 해석한다. 즉 物價安定義務가 법제화되어 있지 않고 목표달성의 책임이 불명확하게 규정되어 있는 나라들(스웨덴이나 핀란드)에서는 공식적인 인플레 타깃팅제도의 채택에도 불구하고 실제인플레율이 목표인플레율을 초과하는 예가 많은데, 이것은 단지 인플레性向理論의 함의가 현실적으로 드러나고 있는 예에 불과하다는 것이다. 즉 민간의 인플레기대를 낮게 유지하기 위해 물가관리목표를 공표하지만 動態的 非整合性 때문에 실제 인플레는 높게 나타난다는 것이다. 이는 법규나 제도의 개혁에도 불구하고 그 실제적인 효과는 각국이 처해 있는 상황과 그 법규 속에 숨어 있는 정책의지에 따라 달리 나타날 수 있음을 의미하는 것이라고 할 수 있을 것이다.[28)]

---

28) Svensson이 법제화된 물가안정의무를 들고 있지만 사실상 이것도 그리 중요한 것은 아닐 수도 있다. 우리나라를 비롯하여 물가안정을 通貨政策의 일차적인 목적으로 규정하고 있는 나라들은 많지만 이 의무조항이 지니는 현실적인 의미의 무게는 나라마다 다르기 때문이다. 한 예로 美國의 경우 議會가 Concurrent Resolution 133호를 통해 美聯邦銀行으로 하여금 1975년부터 구체적인 통화증가율 목표를 설정하고 이를 사전에 公表하며 그 달성여부를 의회에 보고하도록 되어 있다. 그러나 Friedman and Kuttner(1996)는 이 명령이 최근에 완전히 死文化되었다고 주장하면서 그 근거로서 1987년 이후 聯邦銀行이 협의의 通貨(M1)에 대한 목표설정을 포기하였으며 현재 M2에 대해서도 형식적으로 목표관리대를 발표는 하고 있지만 정책의 준거로서 실질적인 의미는 상실하였다는 점을 들고 있다. 이에 기초하여 이들은 최근 미국내에서 일고 있는 통화정책목표의 일원화 및 인플레 타깃팅제도의 도입 움직임에 반대하는 입장을 취하고 있다.

이제 인플레 타깃팅제도를 포함한 中央銀行制度 개혁과 관련되어 자주 등장하고 있는 이슈들을 간단히 정리해보기로 하자.

## 2. 中央銀行의 獨立性 槪念

中央銀行制度 개혁과 관련하여 자주 등장하고 있는 개념 중의 하나는 中央銀行의 독립성 문제이다. 그러나 이 독립성 개념은 문헌에 따라 약간씩 다른 의미로 사용되고 있어서 주의를 요한다. 우선, 앞에서 살펴본 이론모형에 기초하여 일차적으로 정의해볼 수 있는 방법은 '中央銀行이 얼마만큼 정부와 다른 독자적인 選好體系(산출고나 물가에 부여하는 상대적 가중치($\beta$)의 크기나 추구하는 목표인플레율($\pi^*$)의 차이 등)를 갖는 실체로서 존재하는가'를 기준으로 삼는 것이다. 즉 앞에서 본 委任方式이나 契約方式에서는 中央銀行이 정부와는 다른 선호체계를 추구하는 것으로 되어 있다. 따라서 이같은 선호체계의 상이성 정도를 독립성의 지표로 삼아볼 수 있는데, 이를 편의상 '選好獨立(preference independence)'이라고 해보자.[29] 둘째는 주어진 목표를 달성하는 데 있어서 '通貨當局이 선택할 수 있는 정책수단이나 그 집행방법에 있어서 中央銀行이 행사할 수 있는 재량권의 정도'에 따라 獨立性을 정의하는 것이다. 이를 뒤에 설명할 Fischer(1995a)의 명명에 따라 '手段獨立(instrument independence)'이라고 해보자.

첫번째 기준에서의 독립성은 현실 세계에 있어서 中央銀行의 목

29) 지금까지의 문헌에서는 物價安定 목표에 주어지는 加重値 $\beta$의 크기 정도를 독립성의 척도로 해석하는 경향이 많았는데, 이것은 앞서 말한 대로 委任이라고 하는 어휘가 내포하고 있는 의미 때문이 아니었나 싶다. 하지만 이미 앞서 살펴본 대로 獨立性의 문제는 $\beta$의 크기는 물론 목표인플레율 $\pi^*$의 차이에 의해서도 정의될 수 있다. 보다 일반적으로는 목표인플레율뿐만 아니라 목표산출고도 달라질 수 있으므로 독립성 정도를 中央銀行의 목적함수가 정부의 그것과 얼마나 다른가를 기준으로 삼는 것이 타당하리라고 판단된다.

적에 대한 법률상의 규정이 어떠한가와 정부가 자기와 동일한 선호체계를 가지고 있는 사람을 中央銀行總裁로 임명하거나 中央銀行理事會에 정부의 의견을 반영해줄 수 있는 사람을 파견할 수 있는 정도 등에 따라 결정된다고 볼 수 있다. 이 점에 있어서 뉴질랜드의 舊法에서는 예산담당장관이 準備銀行理事會의 당연직 구성원이었으나 신법에서는 정부관리는 中央銀行理事會의 임원이 될 수 없도록 규정하고 있다. 또한 理事는 정부가 임명하되 그 임기는 수상의 임기 3년보다 긴 5년으로 하고 있으며 임원들의 임기가 서로 엇갈리도록 하고 있다. 나아가 중앙은행총재의 임명에 있어서도 理事會가 추천한 사람들 중에서 한명을 정부가 임명하도록 하고 있다. 즉 비교적 강력한 選好獨立性을 보장하고 있는 것이다. 단, 중앙은행이 목표로 삼을 인플레 타깃의 설정은 앞서 본 바와 같이 중앙은행이 독자적으로 하지 않고 재무장관과의 합의를 거쳐야 하는 것으로 되어 있다. 이는 스웨덴이나 캐나다 등과 같이 중앙은행이 인플레 타깃을 일방적으로 선언하는 것과는 다른 것이며 밖으로 선언하지는 않지만 내부적인 목표치를 독자적으로 설정하고 정책집행의 기준으로 삼는 독일식과도 다른 것이다.

독립성의 두번째 개념이 갖는 실제적인 의미는 中央銀行이 通貨量이나 利子率 그리고 換率 등의 선택에 있어서 (기술적으로 허용되는 한도내에서) 완전한 재량권을 행사한다는 것을 의미한다. 좀 더 구체적으로는 中央銀行이 정부나 정부가 지시하는 경제의 어느 특정부문에 대한 資金調達義務를 지지 않는다는 것을 의미한다고 할 수 있을 것이다. 이 점에 있어서도 뉴질랜드의 準備銀行法은 앞서 지적한 대로 완전한 독립성을 보장하고 있다.

반면 Fischer(1995a)는 中央銀行의 독립성을 개념상 '목표에 있어서의 독립(goal independence)'과 '수단에 있어서의 독립(instrument independence)'으로 구분한다. 이중 수단에 있어서의 독

립은 앞에서의 둘째 개념과 동일하며 따라서 어느 경우에나 수단독립이라는 개념으로 통일해 부를 수 있다. 그러나 目標獨立性 개념은 앞에서의 選好獨立性 개념과 매우 다르다. 산출고나 인플레율목표가 선호함수의 파라미터 중 일부라는 점에서 선호독립이 목표독립을 포괄하는 더 넓은 개념이라고 볼 수도 있지만 실제 Fischer가 강조하고 있는 바는 지금까지 우리가 살펴본 바와는 전혀 다르다.

우선 뉴질랜드 準備銀行의 경우 앞서 選好獨立과 手段獨立을 모두 다 가지고 있다고 본 데 반하여 Fischer는 목표독립은 없이 수단독립만을 가지고 있는 것으로 본다. 반면 Fischer는 내부적인 목표인플레율을 독자적으로 설정하고 있는 독일 聯邦銀行(Bundesbank)을 목표독립을 가지고 있는 대표적인 예로 해석하고 있다. 즉 Fischer의 目標獨立이란 中央銀行이 추구하는 인플레목표가 외생적으로 정부에 의해 부과되는가, 中央銀行 스스로에 의해 선택되는가를 기준으로 한 것이라는 것을 알 수 있다.

Fischer는 그의 두 독립성 중 中央銀行이 수단독립을 갖는 것은 좋지만 목표독립을 갖는 것은 좋지 않다고 주장한다. 즉 목표설정에 재량권을 주는 독일식 中央銀行制度보다는 정부가 목표설정에 간여하는 뉴질랜드식의 中央銀行制度가 더 바람직하다는 것이다. 그는 또 독일 聯邦銀行과 뉴질랜드 準備銀行을 각각 Rogoff식 위임제도와 Walsh식의 계약제도의 가장 대표적인 예로 간주하고 있는데, 이런 면에서 위임방식보다는 계약방식이 더 좋다고 주장하고 있는 셈이다.[30]

30) 반면 Svensson(1995)은 Rogoff나 Walsh모형이 모두 委任方式에 속하는 것으로 해석하고 있으며, 특히 뉴질랜드의 中央銀行制度를 대표적인 委任方式의 한 예로서 규정하고 있다. 이같은 차이는 Fischer가 뉴질랜드의 인플레 타깃 방식이 중앙은행에 대한 명시적 목표의 외생적 부과와 그 달성을 위한 罰則金 수단의 활용이라고 보는 데 반해 Svensson은 罰則金을 단지 목표인플레율의 한 변형에 불과한 것이라고 해석하고 있기 때문이다.

결국 Fischer의 개념구분은 일단 정부와 다른 선호체계를 갖는 독립된 실체를 설립한 다음 그 기관에 통화정책수단의 선택은 물론 정책목표의 설정에 이르기까지의 모든 결정사항에 관하여 무제한의 재량권을 부여하는 것과, 중앙은행의 매일매일의 정책운용에는 완전한 독립성을 부여하되 정책목표는 정부가 구체적으로 지정하는 것 사이의 구분임을 알 수 있다. 또한 정책목표의 설정에 있어서도 상황에 따라서 수시로 변경되는 목표가 아니라 거의 상시적으로 유지되어야 하는 준칙으로서의 목표를 암묵적으로 상정하고 있다. 즉 중앙은행제도의 구분에 있어서 종래의 '準則 對 裁量(rule vs. discretion)'의 구분으로 다시 회귀하고 있음을 알 수 있다.

Fischer의 이같은 주장은 따라서 일찍이 Friedman(1962)이 中央銀行의 獨立性에 대하여 반대입장을 표명한 논거와 매우 흡사한 함의를 지니고 있다. Friedman의 中央銀行 독립성에 대한 입장은 한마디로 "통화는 너무나도 중요한 것이기 때문에 中央銀行의 손에 맡겨두어서는 안된다"는 Poincaré의 말로 요약된다고 할 수 있다. 즉 中央銀行의 通貨政策을 정치적 압력으로부터 격리시키는 것은 필요하지만 동시에 中央銀行에 대하여 무한의 재량권을 부여하는 것도 곤란하다는 것이다. 그가 제안하는 해법은 中央銀行의 정책집행규범에 관하여 일정한 準則을 법제화하자는 것, 즉 中央銀行이 따라야 할 通貨增加率을 일정률로 고정시키고 이를 법에 명시하자는 것이다.[31]

---

31) 최근 각국에서 나타나고 있는 通貨流通速度의 불안정 현상은 더 이상 Friedman이 제안하고 있는 바와 같은 기계적인 *k%* rule을 지지하기 어렵게 하고 있다(물론 流通速度의 불안정 현상이 심하지 않은 독일과 스위스에서는 아직도 통화량목표방식을 고수하고 있긴 하다). 사실상 인플레 타깃팅제도는 통화정책의 집행준칙을 명시적으로 설정하되 통화량과 같은 中間目標(intermediate target) 대신 인플레라는 最終目標(final target)로 대치하는 것이라고도 볼 수 있다.

中間目標와 最終目標간의 선택에 관한 이같은 차이는 이미 Friedman과 그

이렇게 볼 때 앞서의 選好獨立은 정치적 영향력이 中央銀行에 미치는 것을 방지하기 위한 정부로부터의 독립을 강조하는 개념인 반면 目標獨立은 中央銀行이 의회나 정부에 대해서 책임을 지지 않고 독자적인 목표를 설정하고 자의적으로 通貨政策을 운영하도록 해서는 안된다는 것을 강조하는 개념임을 알 수 있다.

양 개념의 이같은 차이는 최근 미국의 연방은행제도 개혁을 둘러싼 논쟁의 성격을 이해하는 데 도움을 준다. 현재 미국에서는 1978년 Humphrey-Hawkins 법의 제정과 함께 개정된 미연방은행법을 개정하여 통화정책의 목표를 '최대고용과 물가안정, 그리고 장기금리의 안정'이라는 복수목표에서 '물가안정'으로 단일화하자는 것과 뉴질랜드식의 타깃팅제도를 도입하자는 의견이 개진되고 있다. 이같은 제안에 대한 반론 중의 하나는 이같은 제도개혁이 없이도 현재 상당한 정도의 물가안정을 이룩하고 있는데, 굳이 현 시점에서 법개정을 통한 제도개혁을 시도할 필요가 있겠는가라는 것이다(Friedman and Kuttner〔1996〕 참조). 즉 이미 상당한 정도의 제도적 독립성을 허용하고 있는(이를 선호독립이라고 할 수 있겠다) 미국에서 추가적인 인플레목표의 설정 등을 통하여 중앙은행의 재량권을 제약할 필요가 있겠는가, 즉 목표독립을 제약할 필요가 있

---

의 스승이라고 할 수 있는 Simon(1936) 사이에서도 발견된다. 즉 인플레 타깃팅제도의 초기 주창자라고 할 수 있는 Simon은 통화량목표방식이 원칙적으로 그리고 장기적인 목표로서 바람직하긴 하지만 당시의(현재도 마찬가지이지만) 금융제도하에서 '類似通貨(near money)'를 효과적으로 통제할 수 없기 때문에 현실적으로 '물가지수의 안정(price-index stabilization)'을 목표로 정하는 것이 좋겠다는 입장을 취하였다. 요즘의 용어로 말한다면 '流通速度의 不安定' 때문에 通貨量 타깃팅 방법은 바람직하지 않다는 것이 되는 셈이다. 반면 Friedman은 중앙은행의 책임소재를 분명히 한다는 면에서 중앙은행이 확실하게 통제할 수 있는 통화량을 목표로 설정하는 것이 바람직하다는 입장을 택하였다. 그러나 Friedman의 이같은 주장을 이해하는 데는 그가 通貨量 타깃팅과 함께 類似通貨問題의 해결을 위한 별도의 조치로서 은행에 대한 '100% 支拂準備'를 주장했다는 점, 通貨를 정의할 때 상대적으로 유사통화문제를 피할 수 있는 광의의 통화를 선호했다는 점 등을 함께 고려할 필요가 있을 것이다.

겠는가가 문제되고 있는 것이다. 이에 대해 Bernake and Mishikin(1997)이 제시하고 있는 대답도 앞서 본 Friedman의 주장과 매우 흡사하다. 즉 이들은 Volker에서 Greenspan으로 이어지고 있는 미국 연방은행의 성공적인 통화정책의 수행은 그들이 사실상 인플레 타깃팅제도와 매우 흡사한 정책집행의 철학 내지 제도운행 방식을 택했기 때문이라는 것이다. 그러나 미래의 새로운 총재하에서도 같은 정책기조가 유지되리라는 보장은 없다. 따라서 이를 제도적으로 공식화함으로써 일국의 통화정책이 개인의 정책철학에 의존하기보다는 법제화된 원칙에 따르도록 하는 것이 바람직하리라는 것이다. 즉 '개인에 의한 재량적 통제(rule by man)'보다는 '법에 의한 통제(rule by law)'라는 자유주의적 철학의 기초에서 해답을 구하고 있는 것이다.[32)]

구미제국에서의 제도개혁이나 또는 이를 둘러싼 논쟁은 최근 우리나라에서 한창 추진되고 있는 중앙은행제도 개혁에 대해서도 몇가지 흥미있는 시사점을 제공한다. 우선 최근 금개위나 정부에 의해 추진되고 있는 제도개혁 내용 중 금통위 의장의 중앙은행총재 겸임, 재경원장관의 의안제의권 및 금통위 의결사항에 대한 재의요구권, 재경원차관의 금통위 열석·발언권 등은 모두 중앙은행의 선호독립에 관한 사항이라고 할 수 있는데, 대체로 현행의 한국은행법에 비해서는 독립성이 확대되고 있으나 앞에서 본 뉴질랜드 등에 비해서는 크게 미흡한 수준에 그치고 있음을 알 수 있다.

또 한 가지 눈에 띄는 사항은 소위 중앙은행의 '수단독립'에 관한 언급이 발견되지 않는다는 점이다. 대부분의 선진국에서 중앙은행

32) 통화정책 집행준칙의 명시적인 법제화가 이루어질 경우 중앙은행 총재나 이사의 임면권을 중심으로 정의된 선호독립개념은 사실상 무의미해질 가능성도 있을 것 같다. 이 경우 중앙은행 이사나 총재의 임면에 있어서의 독립성은 중앙은행이 정부와는 다른 선호체계를 갖도록 한다는 의미에서라기보다는 Romer and Romer(1996)가 강조하고 있는 바와 같이 특수분야에 대한 전문지식을 가지고 있는 자들에게 정책집행권을 맡긴다는 의미가 더 강해질 것이다.

에 보다 명확한 정책목표를 제시하되 동시에 그같은 목표달성을 위한 수단의 선택에 있어서는 완전한 자율성을 부여하고 있음에 반하여 최근 논의되고 있는 우리나라의 중앙은행 개편안에는 이같은 수단독립에 관한 언급은 없다. 발표된 자료에서 굳이 수단독립에 가까운 사항을 발췌해보자면 "중앙은행의 기능면에서의 실질적인 독립성을 보장하기 위하여 중앙은행의 통화신용정책은 시장참여자로서 수행함을 원칙으로 하고 중앙은행이 수행하는 정책금융 중 재정기능에 속하는 것은 최단기간내에 이를 재정으로 이관하고 나머지는 축소정비한다"는 것이라고 할 수 있겠는데, 이것을 순수한 수단독립이라고 보기엔 미흡한 것 같다. 정책금융의 축소정비뿐만 아니라 중앙은행의 매일매일의 정책집행에 있어서 완벽한 수단독립을 부여하는 것이 책임소재를 분명히 한다는 면에서 바람직할 것 같다.

반면 인플레 타깃의 설정과 이의 불이행시 중앙은행총재의 해고권을 갖는다는 사항은 뉴질랜드식의 계약방식을 도입하려는 것으로 해석되는데, 통화신용정책의 집행에 있어서 수단독립이 주어지지 않는 한 결과에 대한 책임을 묻는다는 것은 논리적으로 무리라는 생각이 든다. 즉 수단의 선택에 재량권이 주어지지 않은 상태에서 결과에 대해 책임을 지도록 할 수는 없을 것이기 때문이다. 최근의 논의는 계약방식이 중앙은행에 대한 정부간섭의 한 형태로 쓰일 수 있다는 것을 우려하는 방향으로 전개되고 있으나, 어떤 의미에서는 계약방식이야말로 중앙은행의 독립성을 강화하는 강한 무기가 될 수 있음에도 유의할 필요가 있을 것이다. 즉 해임조항은 이같은 조건에 해당되지 않는 한 임의로 해임할 수 없다는 의미를 가지는 것이므로 앞서의 수단독립이 보장된다면 계약방식은 인플레의 안정이나 중앙은행의 독립성 보장을 위한 실질적인 도구가 될 수 있는 것이다. 계약제를 도입할 경우에는 중앙은행의 통제권 밖에 있는 불가항력적 사항에 대한 면책조항을 명시하는 것이 반드시 필요하다는

점에 대해서도 유의할 필요가 있다. 해임의 조건이 되는 인플레율을 일반 소비자물가지수가 아닌 '핵심 인플레(core inflation)'로 정의한다거나 세율의 변경이나 일시적 공급쇼크에 의한 물가상승을 예외적으로 인정하는 것이 한 방법이 될 수 있을 것이다.

### 3. 通貨政策目標의 一元化

이제 두번째로 중요한 개념인 '通貨政策目標의 일원화'문제를 보기로 하자. 앞서 살펴본 대로 최근 中央銀行制度의 개혁에 있어서 하나의 큰 흐름은 通貨政策의 목표를 '물가안정'으로 일원화하는 것이다. 즉 종래의 中央銀行法들이 통화가치의 안정 외에 최대 산출이나 완전고용을 포함하는 複數目標(multiple objectives)의 달성의무를 규정하고 있음에 반하여 최근에는 中央銀行의 목표를 '물가안정'으로 일원화하거나 적어도 일차적인 의무를 물가안정으로 명시하는 경향을 보이고 있다. 이같은 움직임의 이론적 근거는 우선 첫째, 하나의 政策手段에 대해서는 하나의 목표를 배정해야 한다는 원칙과, 둘째 어떤 政策手段이 갖는 효과가 가장 직접적이고 큰 부문에 당해 政策手段을 배정해야 한다는 원칙에서 찾을 수 있다. 두번째의 最適配定原則에 의해 물가안정이 通貨政策의 목표가 되는 것은 通貨政策이 장기적으로 예측할만한 효과를 낳는 것은 물가뿐이며 실물경제에는 영향을 미칠 수 없다는 통화중립성(neutrality of money)명제에 기초한다.

그러나 과연 中央銀行에 대하여 물가안정의 일의적 의무만을 부과하는 것이 바람직한 것인가? 이에 대한 판단을 위해서는 앞서 Rogoff모형이나 Walsh모형에서 산출고와 인플레율간의 trade-off에 관한 사회적 가치체계를 中央銀行이 그대로 공유한다는 가정으로부터 출발하였음에 주의할 필요가 있다. 최종적으로 $\beta$나 $\pi^*$값에

조정이 가해지기는 하였지만 근본적인 출발점은 社會的 選好體系를 中央銀行이 공유한다고 보았던 것이다. 만일 그렇지 않고 처음부터 中央銀行이 사회적 가치체계와 전혀 동떨어진 選好函數를 가지고 있었다면 결론은 크게 달라질 수가 있다. 한 예로 中央銀行이 오직 인플레만을 염려할 뿐 실물생산은 전혀 염두에 두지 않는다고 해보자. 이 경우에 물가안정을 中央銀行의 成果를 측정하는 유일한 척도로 삼게 되면 과도한 실물경제의 위축이나 부침이 초래될 가능성이 있다.

이러한 위험에도 불구하고 최근 많은 나라들에서 中央銀行의 목적을 物價安定으로 일원화하는 것은 전후의 특수한 역사적 경험에 기인하는 것이라고 할 수 있다. 즉 이같은 物價重視 경향은 전후 많은 나라들이 中央銀行의 목적에 通貨價値의 安定 외에 生産極大化나 完全雇傭의 달성을 첨가하였을 뿐만 아니라 실제 정책운영에 있어서도 통화를 景氣調節의 중요한 정책수단으로 활용하는 과정에서 필요 이상의 인플레와 경제불안을 자초하였다는 반성에 기초하고 있는 것이다. 이와 같은 입장은 銀行法의 개정과 관련하여 뉴질랜드 中央銀行이 천명하고 있는 다음과 같은 기록에 잘 나타나 있다.[33]

"국내외의 경험은, 通貨政策을 통하여 확실하게 그리고 지속적으로 생산해낼 수 있는 소망스러운 경제적 산출물은 오직 물가안정밖에 없다는 것을 보여주고 있다. 通貨政策이 실물경제에 단기적인 영향을 주기는 하지만 그러나 이 효과는 오래 지속되지 않는다. 成長이나 雇傭의 일시적인 증감효과는 곧 物價와 賃金變動으로 상쇄되고 명목환율의 변동으로 생성된 초기의 경쟁력도 곧 소멸되어버리고 만다. 通貨政策은 따라서 성장이나 고용의 장기

33) Reserve Bank of New Zealand(1993), p. 21. [McCallum(1996)에서 재인용]

적 추세를 올리는 데 또는 실질환율에 지속적인 영향을 미치는 데 사용될 수 없다.

또한 通貨政策이 단기적으로 成長이나 雇傭에 영향을 미친다고 하더라도 이를 실물경제활동의 부침을 평탄화하는 데 사용할 수 있을 정도로 믿을만한 정책수단은 되지 못한다. 성공적인 景氣安定化 정책을 위해서는 실물경제활동수준 및 通貨政策效果의 頂點과 底點의 성격, 그리고 그 시기에 대하여 정확히 알아야 한다. 그러나 불행하게도 通貨政策은 그럴 만큼 예리한 政策手段이 아니며, 우리의 경제에 관한 지식도 정책입안자가 대부분의 경우 판단의 정당성을 확신할 수 있을 만큼 정확하지도 않다.

따라서 통화정책으로 실물경제의 활동수준을 미세조정해보려고 하는 것은 通貨政策으로 하여금 바람직한 효과를 지속적으로 기대할 수 없는 곳, 종종 원래 기대하였던 것과는 정반대되는 결과를 초래할 수도 있는 곳으로 이탈시키는 것이 된다. 동시에 이것은 通貨政策이 원래 가장 잘 이룩할 수 있는 것, 즉 물가안정의 유지를 이룩할 기회를 봉쇄하게 된다. 결국 미세조정정책은 경제내에 불확실성을 증대시키고 實質利子를 인상시켜 거시경제의 원활한 항진에 장애를 더하는 것이 되고 만다.

또한 通貨政策의 수행에 있어서 과도한 성장이나 인플레의 수속을 위한 긴축보다는 경제활동수준을 자극하기 위한 확대정책이 쉽기 때문에 경기진폭을 줄이려고 했던 通貨政策이 결과적으로는 과도하게 높은 인플레를 초래하는 성향을 띨 가능성이 높다. 결국 앞서 말한 불확실성과 위험의 비용에 추가적으로 고질적 인플레기조로 인한 비용이 가미되는 것이다."

이러한 의미에서 中央銀行에 대하여 낮은 율의 인플레목표를 부과한다거나 보다 일반적으로 물가안정 달성의무를 법에 명시하는

것은 中央銀行의 정책목표에 限界的 調整(marginal adjustment)를 가하려는 것이지 물가가 中央銀行의 정책집행시 고려되어야 할 유일한 요소가 되어야 한다는 것을 의미하는 것은 아니라고 할 수 있다. Svensson(1995)이 인플레 타깃팅제도를 '明示的 인플레目標와 暗默的 産出高目標의 동시적인 설정'이라고 정의하는 것은 일리가 있는 것이다. 하지만 이러한 산출고목표의 암묵적 지정은 법이나 제도 운영상에 있어서 자의적 해석은 물론 혼돈을 초래할 수 있다. 즉 보다 명시적인 방법으로 산출과 인플레목표를 모두 지정하는 것이 보다 바람직한 것이다.

물론 이상과 같은 우려는 인플레발생시 부과되는 罰則金이 오직 포지티브한 인플레뿐만이 아니고 네거티브한 인플레에도 똑같이 부과되는 것이라는 것이라는 점에 의해 일부 상쇄될 수 있다. 또 인플레목표의 설정이 中央銀行의 자의적 선택사항이 아니라 정부와의 합의에 의해 이루어지도록 하는 것에 의해서도 완화될 수 있다. 결국 通貨政策의 목표를 물가안정으로 일원화하거나 인플레 타깃팅제도에서 산출과 물가 중 오직 물가목표만을 지정하는 것도 앞서 본 선호독립과 목표독립의 문제에 귀착하게 된다. 즉 정부의 과도한 간섭으로부터 독립하되 동시에 자의적 通貨政策의 수립집행을 막을 수 있는 장치가 필요하다는 결론에 이르게 되는 것이다.

## Ⅴ. 結　　論

우리나라에서 80년대 초에 상당한 經濟的 費用을 치르고 이룩한 2~3%대의 低인플레基調가 허물어지고 다시 10%대에 달하는 인플레율이 초래된 것은 90년대 초의 일이었다. 3저의 여파로 國際收支

가 대규모 흑자를 보이면서 누적되어온 過剩流動性이 90년대 초의 주택 200만호 건설 등의 총수요확대정책과 연결되면서 인플레율이 다시 높게 치솟았던 것이다. 그후 다시 지속적인 通貨管理의 강화로 인플레율은 점차 안정되는 추이를 보였다. 즉 홍수로 인한 94년의 농산물가격폭등 등을 제외한다면 趨勢物價는 91년 이후 95년까지 꾸준히 둔화되는 추이를 보여왔던 것이다. 그러나 이같은 안정화추세가 96년을 기점으로 다시 반전될 기미를 보이고 있다. 소비자물가지수의 전년말대비 상승률은 정부가 당초 목표하였던 4.5%에 머물렀지만 이는 유례 없는 농산물작황의 호조에 기인한 것이지 趨勢인플레율이 낮아졌기 때문이라고 하기는 힘들다. 실제 연평균기준의 소비자물가상승률은 5.0%로서 전년보다 더 높아졌다.

60년대에서 70년대에 걸쳐 우리가 경험하였던 높은 20~30%대의 인플레에 비추어 보면 최근의 4~5%대의 인플레율은 그리 높은 것이 아니라고 말할 수 있을는지도 모른다. 그러나 최근 우리 경제의 구조적 문제점으로 지적되고 있는 高賃金, 高金利, 高地價 등 소위 '고비용'문제의 해결을 위해서는 무엇보다도 먼저 인플레구조의 척결이 이루어지지 않으면 안된다는 점에 유의할 필요가 있다.[34] 이들이 모두 인플레수준과 함께 움직이는 名目變數들이고 따라서 인플레문제가 해결되면 적어도 명목상의 고임금, 고금리, 고지가 문제는 상당부분 해소될 가능성이 높은 것이다. 최근 우리나라의 회사채수익률이 12~13%에서 약간의 등락을 보이고 있거니와 만일 인플레율이 0%가 된다면 명목이자율수준은 7%대로 떨어지게 될 것이다. 최근의 임금상승률도 명목이자율과 비슷한 12%대에서 움직이고 있는데, 이같이 양자가 비슷한 수준에 있는 것도 우연의 소

34) 우리 경제의 구조적인 문제점으로서 왜 고비용이 지적되어야 하는가에 대해서는 이론의 여지가 많지만 이 점은 본고의 논지와는 무관한 것이므로 여기서는 그냥 넘어가기로 한다.

치는 아니다. 생산성증가속도가 실질이자율과 실질임금에 영향을 미치고 나머지 부분은 인플레를 반영하고 있기 때문이다. 따라서 인플레가 소멸된다면 임금상승률도 6~7%대에 그치게 될 것이다.

일국의 물가가 안정되려면 그 나라의 中央銀行이 정치적 압력으로부터 격리되어 있어야 한다는 것이 최근의 이론적 및 실증적 연구의 공통된 결론이라고 할 수 있다. 즉 裁量的 通貨政策이 가지고 있는 내재적 인플레성향을 제거하기 위해서는 무엇보다도 먼저 中央銀行의 手段獨立이 확실히 보장되어 있어야 한다. 그리고 정부보다 보수적인 選好體系를 가지고 있는 중앙은행에 정책목표의 설정권을 맡기거나 또는 通貨政策의 집행준칙이나 목표를 공식적으로 제도화함으로써 정책기조가 개인의 정책철학에 의존하기보다는 법제화된 원칙에 의해 집행되도록 하는 것 등이 필요하다. 최근의 인플레 타깃팅제도를 비롯하여 선진국에서 진행되고 있는 中央銀行制度 改革은 이러한 결론들을 현실 속에 제도화시켜 보다 바람직한 인플레와 산출고간의 조합을 달성해내려는 노력이라고 할 수 있을 것이다.

현재 인플레 타깃팅제도를 택하고 있는 10여개의 나라들에서 인플레율이 현저하게 둔화된 움직임을 보이고 있고[35] 명시적으로 타깃팅제도를 도입하지는 않았으나 中央銀行法의 개정을 통해 物價安定義務를 강조하고 있는 프랑스 등에서도 2% 미만의 인플레율을 보이고 있다는 점 등은 이같은 제도개혁이 인플레수속을 위한 효과적이고도 장기적인 해결책이라는 것을 말해준다. 더욱이 이들 나라에서 인플레의 현저한 둔화에도 불구하고 産出高의 급격한 위축이나 불안정이 발생하지 않았다는 점은 制度改革을 통한 정부의 확고

35) 뉴질랜드는 최근 목표밴드인 0~2%를 초과하는 2.4%의 인플레를 보여 中央銀行總裁의 경질여부를 놓고 한때 논란이 있었으나 유임쪽으로 기울고 있는 것 같다.

한 의지표명이 단기간내에 인플레 期待心理를 안정시키는 데에도 유효했다는 것을 말해주고 있다. 단기적인 물가불안 해소 및 선진국형 물가구조의 정착을 위한 정책적 노력이 지향해야 할 하나의 방향을 이들 나라의 경험이 제시해주고 있는 것이다.

## ▷ 參 考 文 獻 ◁

柳潤河, 「經濟政策의 動態的 矛盾과 信賴性」, 『韓國開發硏究』, 第11卷 第2號, 1989 여름호.

한국은행, 「主要國의 인플레이션目標 管理政策 運用經驗과 示唆點」, 조사연구자료 96-9, 한국은행 조사제1부, 1996.

Abel, A. and B. Bernake, *Macroeconomics,* Addison-Wesley, 1992

Akerlof, G., W.T. Dickens, and G. Perry, "The Macroeconomics of Low Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1996, pp. 1~75.

Alesina, A. and L.H. Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence," *Journal of Money, Credit, and Banking* 25(2), May 1993, pp. 151~162.

Ammer, J. and R.T. Freeman, "Inflation Targeting in the 1990s: The Experience of New Zealand, Canada, and the United Kingdom," Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion

Papers No. 473, June 1994.

Backus, D. K. and J. Driffill, "Inflation and Reputation," *American Economic Review* 75, 1985, pp. 530~538.

Bank of Japan, "Inflation Targeting in Selected Countries," *Quarterly Bulletin,* May 1995.

Barro, R., *Macroeconomics,* 3rd ed., Wiley, 1990.

Barro, R. J. and D. Gordon, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *Journal of Political Economy* 91(4), August 1983a, pp. 589~610.

———, "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics* 12, 1983b, pp. 101~120.

Baxter, M. and R. G. King, "Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic Time Series," NBER Working Paper No. 5022, February 1995.

Beetsma, R.M.W.J. and H. Jensen, "Inflation Targets and Contracts with Uncertain Central Banker Preferences," CEPR Discussion Paper No. 1562, January 1997.

Bernake, B.S. and F.S. Mishikin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" NBER Working Paper No. 5893, January 1997.

Bootle, Roger, *The Death of Inflation,* Nicholas Brealey Publishing, London, 1996.

Calvo, G.A., "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy," *Econometrica* 46, 1978, pp. 1411~1428.

Canzoneri, M.B., "Monetary Policy Games and the Role of

Private Information," *American Economic Review* 75, 1985, pp. 1056~1070.

Cukierman, A., P. Kalaitzidakis, L. Summers, and S. Webb, "Central Bank Independence, Growth, Investment, and Real Rates," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy,* December 1993, pp. 95~140.

Debelle, G. and S. Fischer, "How Independent Should a Central Bank Be?" mimeo, MIT, April 1994.

Evans, L., A. Grimes, B. Wilkinson, and D. Teece, "Economic Reform in New Zealand 1984~95: The Pursuit of Efficiency," *Journal of Economic Literature* 14, December 1996, pp. 1856~1902.

Fischer, S., "Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule," *Journal of Political Economy* 85, February 1977, pp. 191~205.

———, "Modern Approaches to Central Banking," NBER Working Paper No. 5064, March 1995a.

———, "Central-Bank Independence Revisited," *American Economic Review Papers and Proceedings* 85(2), May 1995b, pp. 201~206.

———, "The Unending Search for Monetary Salvation," *NBER Macroeconomics Annual 1995,* 1995c, pp. 275~286.

Friedman, B.M., and K.N. Kuttner, "A Price Target for U. S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets," *Brookings Papers on Economic Activity,* 1:1996, pp. 77~145.

Friedman, M., "Should There Be an Independent Monetary

Authority," in L. Yeager(ed.), *In Search of a Monetary Constitution* Cambridge, Mass. Harvard University Press, 1962.

———, "Inflation: Causes and Consequences," Bombay, India, 1963. [Republished in M. Friedman, *Dollars and Deficits,* 1968]

Gerlach, S., "Testing the Quantity Theory Using Long-Run Averaged Cross-Country Data," BIS Working Paper No. 31, Bank of International Settlements, Monetary and Economic Department, December 1995.

Gordon, R., "The Demand for and Supply of Inflation," *Jouranl of Law and Economics,* 1975.

Grilli, V., D. Dasciandaro, and G. Tabellini, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries," *Economic Policy* 13, October 1991, pp. 341~392.

Haldane, A., "Inflation Targets," *Bank of England Quarterly Bulletin,* August 1995.

Kahn, G. A., "Achieving Price Stability: A Summary of the Bank's 1996 Symposium," *Economic Review,* Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter 1996.

King, M., "Do Inflation Targets Work?" *Bank of England Quarterly Bulletin,* November 1995.

Kydland, F.E. and E.C. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy* 85(3), June 1977, pp. 473~492.

Leiderman, L. and L.E.O. Svensson(eds.), *Inflation Targets,*

Center for Economic Policy Research, Bell and Bain Ltd., Glasgow, 1995.

Lucas, R. E., "Two Illustrations of the Quantity Theory of Money," *American Economic Review,* December 1980.

MacFarlane, H. and P. Mortimer-Lee, "Inflation over 300 Years," *Bank of England Quarterly Bulletin,* May 1994.

McCallum, B. T., "Inflation: Theory and Evidence," in B. M. Friedman and F. H. Hahn(eds.), *Handbook of Monetary Economics,* Vol. II, Elsevier Science Publishers B.V., 1990.

———, "Two Fallacies Concerning Central Bank Independence," NBER Working Paper No. 5075, March 1995a.

———, "New Zealand's Monetary Policy Arrangements: Some Critical Issues," Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper G95/4, June 1995b.

———, "Crucial Issues Concerning Central Bank Independence," NBER Working Paper No. 5597, May 1996a.

———, "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General," NBER Working Paper No. 5579, May 1996b.

Persson, T. and G. Tabellini, "Designing Institutions for Monetary Stability," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, December 1993, pp. 53~84.

Romer, C.D. and D.H. Romer, "Institutions for Monetary Stability," NBER Working Paper No. 5557, May 1996.

Romer, D.H., *Advanced Macroeconomics,* 1993a.

———, "Openness and Inflation: Theory and Evidence,"

*Quarterly Journal of Economics,* November 1993b, pp. 869~903.

Rogoff, K., "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetrary Target," *Quarterly Journal of Economics* 100(4), November 1985, pp. 1169~1190.

Svensson, L.E.O., "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Contracts," NBER Working Paper No. 5251, September 1995.

Taylor, J.B., "Comments," *Journal of Monetary Economics* 12, 1983.

Walsh, C.E., "Optimal Contracts for Central Bankers," *American Economic Review,* Vol. 85, No. 1, March 1995a.

———, "Recent Central-Bank Reforms and the Role of Price Stability as the Sole Objective of Monetary Policy," *NBER Macroeconomics Annual 1995,* 1995b, pp. 237~252.

———, "Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an Optimal Central Bank Contract?" *Journal of Money, Credit, and Banking* 27(4), November 1995c, pp. 1179~1191.

Whitney, S.N., *Inflation since 1945: Facts and Theories,* 1982.

## 論 評

全 聖 寅
(홍익대학교)

본 논문은 정부 혹은 중앙은행이 가질 수도 있는 인플레이션 성향을 막는 제도적 장치로는 어떤 것이 있으며, 이같은 제도적 장치를 구체적으로 현실화하기 위해서 중앙은행제도를 어떻게 개혁할 수 있는가에 대한 서베이 논문이다. 현재 우리나라에서 금융개혁의 일환으로 중앙은행제도의 개혁방안이 심도 있게 논의되고 있는 만큼 이 논문이 다루는 주제는 많은 경제학자들의 관심사이다.

이 논문은 중앙은행제도의 개혁에 대한 이론적 모형과 현실적 경험을 상당히 균형 있게 배합한 훌륭한 서베이 논문이다. 그러나 몇 가지 측면에서 아쉬운 점을 가지고 있기도 하다.

첫째, 논문의 큰 흐름을 보면 이론적 모형을 논의한 앞부분에서는 정부 혹은 중앙은행의 인플레이션 성향을 막기 위한 장치로 ① 聲價메커니즘, ② 독립된 집행기관에의 위임, ③ 최적 계약방법 등을 제시하고 있고, 후반부의 현실적 경험에서는 뉴질랜드의 인플레이션 타깃팅제도를 설명하고 있다. 그러나 뉴질랜드의 인플레이션 타깃팅제도는 이 논문에서 다루고 있는 주된 문제인 동태적 비일관성 문제를 해결하는 또 다른 방법인 先約(precommitment)에 가장 가깝다.

물론 뉴질랜드의 현행 제도가 이 글에서 다룬 제도적 장치들을 부분적으로 포함하는 효과를 가지기는 하지만 그 핵심은 중앙은행이 사전에 결정된 물가안정 목표를 지킬 것을 약속(precommit)하는 것이다. 그런데 이 글에 나타난 여러 제도적 장치는 선약 메커니

즘이 작동하는 경우에는 모두 필요 없거나 상당 부분 중복된 효과를 가지는 것이다. 이런 측면에서 볼 때, 이론적 모형과 제도경험을 다루는 부분이 정확히 일치하지 않는 아쉬움이 있다.

둘째, 이 논문에는 「인플레이션은 통화의 지속적인 증발에 기인한다」는 사고가 그 밑바닥에 깔려 있다. 논문의 저자는 이를 단순히 가정하는 정도가 아니라 상당한 정도 논증하려는 시도를 논문의 앞부분에서 하고 있다. 그러나 그 시도는 완전히 실패한 것 같다. 저자가 제시한 몇 개의 논지들은 모두 인플레이션과 통화증발간에 상관관계가 강하다는 것이지 통화증발이 인플레이션의 원인이라는 점을 증명한 것은 아니기 때문이다.

몇 가지 예를 들어보자. 먼저 총공급곡선이 지속적으로 왼쪽(혹은 위쪽)으로 이동하는 것은 불가능하다는 저자의 주장이다. 이 주장의 반례는 통화가 내생적이고 실질임금의 인상을 위하여 명목임금이 지속적으로 상승하는 것이다. 물론 이때 물가의 상승과 통화증발은 동시에 관찰되지만 통화가 물가상승의 원인은 아니다.

다음 논지를 보자. 정부지출이 지속적으로 상승할 수 없기 때문에 총수요곡선이 지속적으로 오른쪽(혹은 위쪽)으로 이동할 수 없다는 논지이다. 이 주장의 반례는 정부가 크기가 고정된 재정적자를 화폐발행으로 조달하는 경우이다. 이 경우에도 화폐의 발행과 물가상승이 같이 관찰되지만 화폐의 발행이 근본원인은 아니다.

세번째 논지를 보자. 화폐수요함수를 이용한 논의에서 주장의 핵심은 $M$의 상승 없이 $P$의 증가가 일어나기는 어렵다는 것이다. 이 주장은 사실이다. 그러나 이 주장이 곧 $M$의 증발이 $P$ 상승의 원인이라는 것은 아니다. 극단적으로 다음과 같은 우화를 생각해보자. 원시인이 살고 있는 섬에 기상관측소가 있다. 기상관측소는 비가 오면 검은 기를 게양하고 그렇지 않은 경우에는 흰 기를 게양한다고 가정해보자. 이때 외부 관찰자인 원시인의 입장에서는 검은 기

의 게양 없이 비가 오는 경우를 본 적이 없게 될 것이다. 그러나 검은 기의 게양 없이 비가 올 수 없다는 말이 경험적으로 사실이라고 해도 검은 기가 비의 원인이 될 수는 없는 것이다. 동일한 논리적 오류는 수정본에서 새로 추가된 각주 8)의 Friedman 인용문에서도 발견된다.

네번째 논지를 보자. [그림 1]부터 [그림 3]까지의 자료는 모두 통화증가율과 인플레이션 사이에 강한 상관관계가 시계열적으로 혹은 횡단면적으로 존재한다는 증거 이상도 이하도 아니다. 이것 역시 통화증발이 인플레이션의 원인이라는 논거가 될 수는 없다.

다섯번째 논지를 보자. [그림 4]를 통해 논문의 저자는 전후 물가수준이 급상승했으며 이는 관리통화제도 때문이라고 주장한다. 그러나 이 주장이 사실인지는 조금 더 정밀한 논의를 거쳐야 하고, 설사 관리통화제도가 물가의 급상승의 원인이라고 하더라도 그것이 통화의 외생적인 증발을 통해 물가를 상승시킨 것인지, 아니면 관리통화제도와 함께 신용화폐의 역할이 증대하여 통화의 내생성이 증가했기 때문인지에 대해서도 조심스럽게 따져보아야 할 것이다. 이와 관련하여 저자는 각주 10)에서 화폐의 내생성은 단기적으로 경기순환과정에서만 발생할 가능성이 크다는 주장을 하고 있으나, 신용제도의 발달과 통화제도의 변화가 장기적으로 내생성을 증가시킬 개연성은 상당히 크다는 것이 논평자의 생각이다.

인플레이션의 원인이 과연 통화증발 때문인가에 대한 논의가 이처럼 장황하게 전개할 만큼 중요한 이유는 그것이 중앙은행제도의 개혁방향과 직결되어 있기 때문이다. 아마도 논문의 저자가 불비한 증거에도 불구하고 통화증발이 인플레이션의 원인이라고 여러 차례에 걸쳐 주장한 이유는 이 주장이 설득력을 가져야 이후의 논의가 타당성을 보유하기 때문일 것이다. 만일 인플레이션의 원인이 전혀 다른 곳에 존재한다면 이의 저지를 위해 통화를 관리하는 중앙은행

제도를 개편하는 것은 올바른 정책방향이 될 수 없기 때문이다.

논평자의 생각에 만일 이후의 논의가 그것 자체로도 상당한 함의를 가지고 있는 것이라면 통화증발이 인플레이션의 원인이라는 가설을 단순히 가정하고 넘어가는 것이 더 적절한 기술방식이라고 본다. 그리고 인플레이션의 원인에 관해서는 보다 정밀한 논의에 위임하는 것이 중립적인 태도라고 생각한다.

셋째, 현실적인 경험과 관련하여 과연 인플레이션 타깃팅을 도입한 뉴질랜드의 경우에 과거에는 중앙은행이 인플레이션 타깃팅을 하지 않아서 높은 인플레이션이 있었고, 타깃팅의 도입후에는 이것 때문에 물가가 하락했는지의 문제에 관하여 생각해보기로 하자. 논평자가 판단하기에 과거 뉴질랜드에서 높은 물가상승률이 있었던 근저에는 재정적자가 존재하고 있었기 때문이다. 과도한 사회보장비 지출 등에 의해 과거 뉴질랜드 정부는 막대한 재정적자를 누적해왔고 이의 상당부분을 공채의무보유비율 부과 등을 통해 화폐화하였다. 결국 이는 물가상승을 유발시켰고 물론 이 과정에서 동시적으로 통화의 증발이 있었다.

즉 물가상승과 통화증발이 동시에 관찰되었지만 통화증발이 물가상승의 근본적인 원인은 아니었다. 그리고 뉴질랜드는 관리통화제도를 실시하고는 있었지만 고정환율제를 유지하고 있었기 때문에 실질적으로는 금본위제를 유지한 것과 유사한 제도를 운영하고 있었다. 그러나 고정환율제의 유지는 뉴질랜드의 물가상승을 억제하기는커녕 오히려 위기를 가속화하였다. 1984년 7월 선거후 집권한 노동당 정부는 결국 환율을 20% 평가절하하고 얼마 후 완전한 자유변동환율제도로 이행할 수밖에 없었다. 이런 점에서 상대적으로 관리통화제도보다 금본위제가 물가에 더욱 안정적이라고 주장한 논문 저자가 금본위제와 본질적으로 유사한 고정환율제를 포기하고 완전한 자유변동환율제와 관리통화제를 채택할 수밖에 없었던 뉴질

랜드의 경험을 예로 든 것은 아이러니이다.

그리고 다음으로 뉴질랜드에서 과연 물가의 안정이 인플레이션 타깃팅에 의해 달성되었는지 아니면 다른 요인에 의해 달성되었는지에 대해 살펴보자. 뉴질랜드에서 중앙은행제도가 개편되고 중앙은행이 물가안정정책을 펼치기 시작한 것은 1990년 이후의 일이다. 그리고 실제로 이 이후 물가상승률이 둔화되기 시작하여 1991년 12월에는 0.9%의 물가상승률을 이룩하여 약속한 대로 물가상승률을 0 ~ 2% 구간내로 수속하는 데 성공하였다.

그러나 여기서 간과해서 안될 점은 이 시기의 집권당이었던 국민당 정부는 당시 재무장관이었던 리처드슨의 지휘하에 광범위한 재정개혁을 단행하여 정부의 재정적자를 축소하는 데 총력을 기울였다는 사실이다. 만일 진정으로 과거 뉴질랜드에서 인플레이션의 주범이 재정적자였다고 믿는다면, 물가의 안정은 정부의 재정적자 축소노력에 힘입은 바 매우 크다는 점도 인정하지 않을 수 없을 것이다.

그리고 이 시기에 경기순환주기 역시 불황국면이어서 뉴질랜드는 실질성장률이 마이너스(－)를 기록하는 등 극심한 경기침체에 시달리고 있었다는 점도 간과해서는 안 된다. 따라서 과연 중앙은행제도 개편이 인플레이션 수속의 최대 공신인지에 대해서는 아직 무어라 말하기 어렵다는 것이 보다 공정한 평가일 것이다.

마지막으로 뉴질랜드의 특수한 경험과 저자의 일반적 주장이 괴리를 보이는 점을 하나 더 지적하고자 한다. 논문의 저자는 결론부분에서 인플레이션 타깃팅을 강화하는 방향으로의 중앙은행제도 개편이 산출고의 급격한 위축이나 불안정을 발생시키지 않았다고 주장하고 있으나 적어도 뉴질랜드의 경험은 이와 정반대이다. 산출량은 그것의 원인이 외생적이었건 아니면 긴축적인 통화정책 때문이었건 간에 앞에서 언급한 바와 같이 몇 분기 동안 마이너스의 성장

을 기록하였고, 실업률 역시 급속히 증가하여 사상 최고치인 11%까지 상승하였다.

**黃 晟 鉉**
(本院 硏究委員)

이 논문은 통화정책의 효과와 중앙은행제도 개혁에 관한 논의의 이론적 기초가 될 수 있는 문헌들의 내용을 저자의 입장에서 분석하여 정리하고 있다. Barro & Gordon(1983) 등 동태적 비정합성과 관련된 문헌의 이론적 함의와 인플레 타깃팅 제도 및 중앙은행 독립성 개념에 대한 분석적 논의가 잘 정리되어 제시되고 있다. 특히 최근에 중앙은행제도의 개선문제와 관련해서 많은 논란이 일고 있는데, 이 논문에서 정리된 이론적 기초와 개념에 입각해서 현재 추진되고 있는 개선안이 어떤 의미를 가지고 있는지를 밝혀본다면 매우 중요한 정책시사점을 얻을 수 있을 것이다. 이 논평에서는 다음의 두 가지 관점, 즉 첫째로 중앙은행의 독립문제를 접근하는 데 적용될 수 있는 또 하나의 이론적 시각과, 둘째로 이 논문에서 논의된 중앙은행 독립성 개념의 현실적용이라는 측면에서 몇 가지 의견을 개진하고자 한다.

이 논문에서는 중앙은행제도 개선문제를 접근하는 이론적 기초로서 동태적 비정합성(dynamic inconsistency) 문헌에서 도출되는 재량적 통화정책의 인플레 성향(inflationary bias of discretionary monetary policy)에 주목하고 있다. 그러나 저자도 지적하고 있는 바와 같이 인플레 성향을 현실적으로 설명하기 위해서는 화폐주조이익(seigniorage)과, 명목금리 타깃팅(nominal interest rate targeting)에 의한 재정적자의 화폐화(monetization of public debt) 가능성을 살펴보아야 한다. 특히 통화당국(monetary auth-

ority)과 재정당국(fiscal authority)의 관계 설정문제를 이해하는 데 있어 이들 정책당국을 포함하는 다음과 같은 통합정부의 예산제약식이 유용하게 이용될 수 있다.

$$(1+\gamma)\ D_{t-1} + G_t - T_t = D_t + \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t}$$

여기서, $\gamma$ : 실질이자율

$D_t$ : 실질정부부채 잔고

$G_t$ : 실질정부지출

$T_t$ : 실질조세수입

$M_t$ : 통화량(본원통화)

$P_t$ : 물가수준

이러한 예산제약식이 나타내는 바와 같이 재정부문에서 적자가 발생할 경우 이는 필연적으로 정부부채나 본원통화의 증가를 가져오며, 따라서 중앙은행 독립의 가장 현실적인 해석방법은 본원통화량의 결정이 정부가 선택하는 재정변수들의 결정으로부터 얼마나 자유로운가를 따져보는 것이다. Sargent & Wallace(1981)의 "unpleasant monetarist arithmetic"은 현실적으로 재정당국이 통화당국에 대해 우월한 지위를 갖는 정책현실하에서 나타날 수 있는 정책효과를 모형화하고 있다. 이러한 재정우위(fiscal dominance) 모형의 이론적 결과들이 중앙은행제도 개선문제를 접근하는 데 유용한 또다른 이론적 기초를 제공할 수 있으며, 본 논문에서는 이러한 접근법이 다루어지지 못한 아쉬움이 있다. 그러한 결과 현실적으로는 필연적으로 일정한 상관관계를 보이게 되는 재정정책변수와 통화정책변수간의 연계성이 간과되고, 재정정책과는 아무 관계를 갖지 않게 설정된 통화정책변수만으로 인플레 성향을 분석하고자 시도하는 문제를 갖고 있다. Barro & Gordon 모형에서 중앙은행

의 독립에 대한 이론적 결과를 도출하기 위해서는 통화량의 결정 자체가 정부의 예산제약식의 일정한 영향하에서 결정된다는 사실이 반영될 수 있어야 할 것이다.

한편 이 논문에서 정리하고 있는 중앙은행의 선호독립(preference independence), 목표독립(goal independence), 수단독립(instrument independence) 개념은 최근 진행중인 중앙은행제도 개편에도 많은 시사점을 제공할 수 있는 유용한 개념이라고 생각된다. 저자는 현재의 개혁안이 선호독립에 있어 진일보된 조항들을 포함하고 있으나 뉴질랜드 등에 비해 미흡하며, 수단독립에 관한 내용들이 부족함을 지적하고 있다. 1997년 7월 10일에 발표된 정부의 개선안에 대해서도 대체로 이러한 지적이 타당성을 갖는 것으로 판단된다.

이 논문에서 제시된 바와 같이 Fischer는 수단독립의 보장을 강조하되 목표독립에는 한계가 주어져야 한다는 입장을 취하고 있으며, 대체로 이러한 시각이 타당성을 갖는다고 사료된다. 이를 현재 진행중인 논쟁에 적용해보면 다음과 같은 논점들을 예시적으로 제시할 수 있다. 첫째, 중앙은행제도의 개선안은 선호독립과 수단독립 개념에 부합되어야 하고, 특히 중앙은행의 정책집행에 있어서 완벽한 수단독립을 부여하는 것이 보다 강조되어야 할 것이다. 개선안에서 재경원 장관의 의안제안권과 정례협의제도 등을 삭제한 것은 선호독립 측면에서 진일보한 것으로 평가할 수 있을 것이다. 그리고 중앙은행 기능에 통화신용정책과 직결되는 지급결제제도의 운영·관리업무를 포함한 것은 수단독립 개념에 부합된다. 한국은행이 주장하는 외화금융업무와 제2금융권의 은행유사업무 관장기능 등에 대해서도 수단독립의 보장 차원에서는 긍정적 검토가 필요한 것으로 판단된다.

둘째, Fischer의 견해대로 목표독립에는 일정한 한계가 있어야

하며, 따라서 중앙은행의 정책이 정부의 여러 가지 정책과 조화를 이룰 수 있게 하는 제반조치들이 부정되어서는 안 된다는 것이다. 일부의 주장처럼 "중앙은행이 정부와의 협의를 거쳐 물가안정목표 등을 정하게 하는 것은 통화신용정책의 중립성 및 자율성을 원칙적으로 제한하는 처사"로 규정하는 것은 지나친 감이 있다. 한국은행의 정책과 정부정책의 조화라는 시각이 개혁안의 논의에서 전적으로 부정될 수는 없을 것이다.

셋째, 은행감독기능의 소재에 대한 논쟁에 있어서 「통화신용정책 수행의 효율성 증대 여부」라는 판단기준이 보다 강조될 필요가 있는 것으로 보인다. 통화정책 수단으로서의 감독기능의 필요성 여부와, 통화정책기능과 은행감독기능의 관계설정, 그리고 통화정책을 위해 감독권을 악용할 가능성에 대한 견제장치 등에 대한 판단이 은행감독기능의 소재에 대한 판단에 있어 중요한 기준이 되어야 할 것이다.

이와 같이 본 논문에서 제시하고 있는 이론적 기초와 중앙은행 독립성 개념은 현재 진행중인 중앙은행제도 개선안에 여러 가지 유용한 시사점을 제공하고 있으며, 현재의 논쟁을 보다 생산적인 것으로 만들기 위해서는 이상의 이론적 함의와 예시적 논점들이 충분히 검토되어야 할 것이다.