

Strategist 이영원

02) 3787-2505

youngwon.lee@hmcib.com

Jr. Analyst 김정호

02) 3787-2385

hmcstar@hmcib.com

Reinhart & Rogoff의 오류, 정책의 신뢰를 높여줄까?

- 재정정책의 건정성 확보가 확장적 재정정책보다 우위에 있다는 기존 라인하트-로고프의 주장에 대한 오류 문제가 제기되었음
- 라인하트-로고프의 주장에 심각한 오류가 있음이 밝혀지면서 정책측면의 영향 관심이 쏠리고 있음. 과감한 재정정책을 채택하고 있는 일본의 아베 정부, 미국의 민주당 정부 등의 입지 강화 예상
- 금융시장의 반응도 긍정적인 방향이 될 것으로 예상됨. 경기 회생을 위한 재정정책과 통화금융정책의 조합에 대한 신뢰가 더욱 높아질 것으로 보이기 때문.

지난 주 발표된 경제학 논문 하나가 경제학계는 물론 세계 경제정책과 글로벌 금융시장에 상당한 영향을 주고 있다. 금융위기 이후 악화되어 온 각국의 재정적자, 정부부채 문제가 경기회복에 우선한다는 논리를 제공했던 라인하트-로고프의 주장을 반박하는 내용이었기 때문이다. 즉, 금융위기 이후 현재의 성장률 악화를 해소하기 위해서는 재정 건전화보다는 과감한 재정 지출을 통해 성장을 유도해야 한다는 케인지언의 입장을 강화해 줄 수 있는 논거가 제시된 것이다.

Univ. Massachusetts Amherst의 Thomas Herndon, Michael Ash and Robert Pollin의 "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff"라는 논문이 바로 그것이다.

기존 R-R(Reinhart and Rogoff)의 주장에 따르면 과도한 정부부채는 성장에 도움이 되지 못할 뿐 아니라 오히려 (-) 성장으로 귀결된다는 것이었다. 1946년 이후 전세계 경제를 대상으로 한 조사 결과 GDP 대비 정부부채비율이 90%를 넘게되면 성장률이 현저하게 낮아지고, 특히 선진국을 대상으로 한 조사결과는 -0.1%의 성장률을 기록, 오히려 경제가 후퇴하는 모습을 보였다고 밝힌 바 있다. 이는 재정건전화를 주장하는 가장 강력한 논거가 되었다. 특히 정부의 재정팽창에 반대하는 정치세력에게는 핵심적인 논거가 되었고 정책에 실질적으로 반영되어왔다. 또한 90%의 부채비율은 성장률에 부정적인 영향을 미치는 지점으로 현실적인 정책적 의미가 있는 수치로 제시된 바 있다.

하지만 H-A-P(Herndon, Ash and Pollin)의 연구에 따르면 기존 R-R의 연구에서 데이터 사용의 치명적인 오류가 있었으며, 이 오류를 교정할 경우 기존의 주장에 부합하지 않는 결과가 나온다는 것이다. 선진국을 대상으로 한 조사결과 역시 부채비율이 GDP의 90%를 넘어설 경우 경제성장률이 -0.1%가 아니라 2.2%로 수정되어야 한다는 것이다.

이러한 오류는 MS엑셀 코딩 오류, 연도별 데이터에 대한 일부 누락, 잘못된 가중치의 반영 등 3가지가 지적되었다. 데이터 상의 오류에 대해 뚜렷한 해명이 뒤따르지 못해 데이터 오류 문제는 인정되는 양상이다. 따라서 새로운 결과에 대한 해석을 둘러싼 논쟁을 제외하면 기존 R-R의 주장에 대한 수정은 불가피한 상황이라 판단된다.

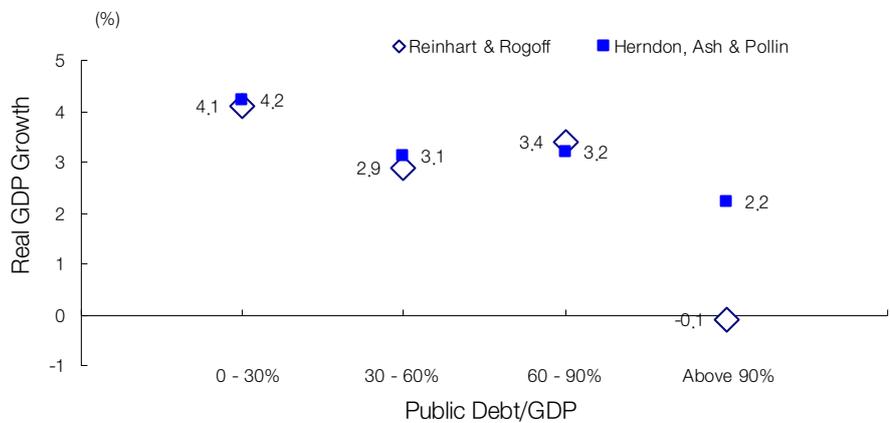
이번 논문을 둘러싼 논란은 학술적인 차원의 논쟁에 그치지 않고 현실 정책에도 상당한 영향을 미치게 될 것으로 예상된다. 특히 과감한 재정정책을 채택하고 있는 정부에는 이론 측면의 근거를 두텁게 해주는 효과가 예상된다. 아베 정부의 일본, 민주당 정권의 미국 등은 정책의 추진에

있어 보다 확고한 입지를 다질 수 있을 것으로 판단된다. 유럽의 경우는 기존의 강력한 재정규율에 부정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상된다. 독일 주도의 재정협약 역시 R-R의 주장과 동일한 입장을 반영하고 있기 때문이다. 실제로 정부부채의 과도한 증가가 경제성장률을 떨어뜨린 것인지, 혹은 금융위기의 결과로 정부부채규모가 급증한 것인지 인과관계에 대한 논쟁이 멈추지 않고 있으며 정부지출의 감소를 통한 부채규모의 축소에도 실업률 하락, 혹은 성장률 회복 등의 가시적인 성과를 기대하기 힘든 현재 경제상황을 감안하면 정책에 대한 상반된 시각이 더욱 힘을 얻을 가능성도 커 보인다.

물론 학술적인 논쟁이 즉각적인 정책상의 변화로 이어질 가능성은 낮다. 하지만 최근 정책 이슈와 관련해 중요한 논쟁이 벌어지고 있으며, 폴 크루그먼 등 영향력이 큰 학자들이 논쟁에 가세하고 있는 양상이어서 현실 정책에 일정한 영향을 미칠 가능성도 감안해 야 할 것으로 판단된다.

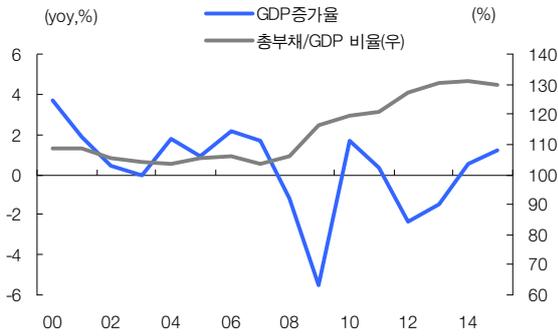
금융시장 입장에서는 보다 강력한 정책, 혹은 기존 경기부양정책에 대한 신뢰가 더욱 높아지는 계기가 될 수 있다는 점에서 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상된다. 재정정책과 통화금융정책의 조합을 통해 인플레이션을 용인하고 자산가격을 상승시키는 영향을 미칠 수 있을 것이기 때문이다. 금융시장의 즉각적인 반응을 이끌어낼 변수가 되기는 어렵겠지만, 향후 정책에 상당한 영향을 미칠 수 있는 사안이라는 점에서 관심을 두고 지켜볼 필요가 커 보인다.

〈그림1〉 정부부채/GDP 비율과 GDP 증가율의 관계 (1946~2009, 선진국의 경우)



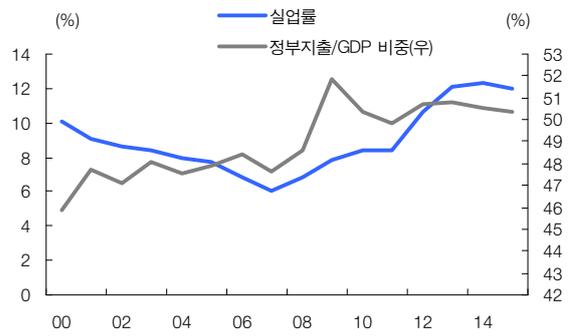
자료: H-A-P, 상기 논문, HMC투자증권

〈그림2〉 이탈리아의 GDP증가율과 총부채/GDP 비율



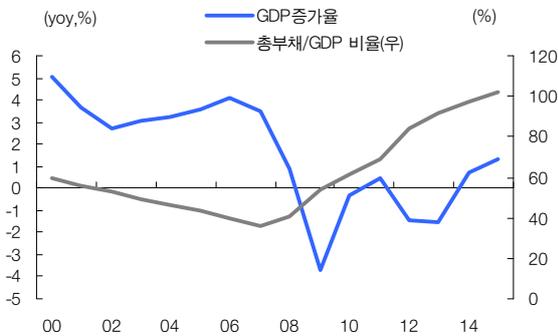
자료: IMF, HMC투자증권

〈그림3〉 이탈리아의 정부지출/GDP 비율과 실업률



자료: IMF, HMC투자증권

〈그림4〉 스페인의 GDP증가율과 총부채/GDP 비율



자료: IMF, HMC투자증권

〈그림5〉 스페인의 정부지출/GDP 비율과 실업률



자료: IMF, HMC투자증권

• 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 • 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
 • 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.