

위기이후(Post-Crisis)시대의 한국은행의 역할

박 종 규 (한국금융연구원 선임연구위원)

1. 위기이후(Post-Crisis) 시대의 도래(到來)

지난 1월, 8년 동안 미국 연준(聯準)을 이끌었던 벤 버냉키(Ben Bernanke)가 연준 의장에서 물러나고, 후임으로 재닛 옐렌(Janet Yellen)이 취임하였다. 경제학 교수를 시작한지 얼마 되지 않아서부터 “대공황의 사나이(Depression Man)”, “헬리콥터 벤(Helicopter Ben)” 같은 별명들이 따라다녔던 버냉키¹⁾를 2006년 연준 의장에 앉혔던 것은 마치 위기가 다가오는 것을 미리 알고 내린 결정이거나 한 듯, 매우 탁월한 예지적(叡智的) 선택이었다.

버냉키가 연준 의장에 취임한지 1년이 조금 지나, 실제로 미국에서 금융위기가 터졌고, 그 파장은 미국 뿐 아니라 전세계를 휩쓸었다. 대공황 이후 70여년 만에 처음 보는 엄청난 스케일의 위기 상황 속에서 버냉키가 이끄는 미국 중앙은행이 어떤 정책을 취할지는 그다지 짐작하기 어려운 일이 아니었다. 평소의 지론대로, 경제학자로서 꾸준히 연구해왔던 대로, ‘헬리콥터 벤’이라는 별명에 걸맞게, 버냉키는 무제한적으로 달러를 풀었다. 우선, 금리를 제로 수준까지 내렸고, 금리로는 더 이상 통화량을 늘릴 수 없게 되자 국공채를 대량으로 매입하는 양적완화(QE: Quantitative Easing)를 통하여 대규모로 달러를 풀었다. 사전(事前) 연구와 실전준비가 웬만큼 되어있지 않았다면 시도할 용기를 내기 어려웠을, 기존의 상식을 뛰어넘는, 대담한 결정들이었다.

1) 그가 약관의 나이에 경제학계에 처음으로 이름을 널리 알렸던 논문(Ben Bernanke, “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,” *American Economic Review*, 73(3): 257-276, June 1983)이 바로 대공황 시기의 통화정책에 관한 것이었다. 대공황기에 중앙은행이 충분한 통화 공급을 하지 않아 자금중개기능을 살리지 못했던 것이 대공황의 곪을 깊게 하고 지속기간도 길게 만들었다는 내용이었다. 그 뒤에도 그는 대공황에 대한 연구물을 끊임없이 내놓았다.

1) 버냉키의 위기대응은 일단 성공적이었다고 평가

사람에 따라 평가가 다를 수 있겠지만 나는 이러한 위기대응이 일단은 성공적이었다고 생각한다. 무엇보다도, 미국의 경기침체나 대량실업이, 우려했던 것만큼 심각하지는 않았기 때문이다. 게다가 글로벌 금융위기의 배경이 되었던 미국의 부동산 버블 및 가계부채 버블도 생각보다 매우 빠른 속도로 제자리를 찾아가고 있다.

벤 버냉키는 이코노미스트로서 정말 운이 좋았던 사람이었다고 생각한다. 젊었을 때부터 연구해오고 제안해왔던 자기만의 처방을 실제로 적용함으로써, 죽어가는 경제를 자기 손으로 구(救)해내는 기회를 가져보았기 때문이다. 한 세기에 한번 있을까 말까하는 위기상황을 맞아, 누구도 따라 오지 못할 전문지식과 풍부한 상상력으로 대담한 비상수단들을 동원했고, 위기극복에 성공했다. 게다가 그는 자기가 풀어 놓은 달러를 수습(收拾)하지도 않은 채 연준을 떠날 수 있었다. 뒤처리를 하는 고생을 하지 않아도 되었다는 의미다. 버냉키의 비전통적(non-conventional) 또는 비정상적(non-normal) 정책들을 정상화해 나가는 작업은 그의 후임인 윌렌의 몫이 되었다.

2) 버냉키의 비정상적 정책들을 정상화시키는 것은 윌렌의 몫

금융위기 상황을 맞아 통화를 풀어 댔던 것은 그다지 어려운 선택은 아니었다고 생각한다. 어느 정부든 그런 상황에서는 통화를 풀고 싶어 하겠지만 여건이 허락하지 않기 때문에 그렇게 하지 못하는 것일 뿐이다.²⁾ 진짜로 어려운 국면은 돈을 풀 때가 아니라 풀려나간 돈을 거두어들일 때다.

버블이 발생하고 커지는 것은 모두 돈이 풀리는 국면에서다. 버블이 커질 때 그 사회에는 고통보다는 근거 없는 행복감이 만연(漫然)한다. 경제에는 활기가 돌고 어디를 둘러보아도 큰 문제는 없는 것 같아 보인다. 모든 것이 잘 돌아가는 것 같고, 정책당국은 찬사를 한 몸에 받는다. 반면, 버블이 붕괴되고 경제가 무너지는 것은 주로 풀었던 돈을 거두어들일 때에 발생한다. 버블이 터지면 그때까지의 근거 없는 행복감이 하루아침에 사라지고 경제주체들은 고통에 휩싸인다. 모든 책임과 지탄(指彈)은 정책당국에게 돌아간다.

3) “금리를 내리기는 쉬워도 올리기는 어렵다”는 말의 의미

“금리를 내리기는 쉬워도 올리기는 어렵다”는 말이 있다. ‘금리를 올리기는 어렵다’함은 금리인

2) 1998년 금융위기 당시 우리나라가 그랬었다. 외환보유고가 바닥이 나 IMF 구제금융으로 연명(延命)하던 우리로서는 IMF의 말을 듣지 않을 수 없었고, IMF는 자금경색이 극심한 상황에서 고금리를 유지하라는 상식적으로 이해가 안 가는 정책조합을 우리에게 강요했었다. IMF의 강요에 무조건적으로 순종할 수밖에 없었으나에 대해서는 논의의 여지가 분명히 있다. 그러나 당시 우리정부가 경제정책을 독자적으로 펴나가기는 어려웠던 것은 사실이었다. 반면, 2008년 글로벌 금융위기 때에는 우리나라도 원하는 만큼 충분히 금리를 낮추어 위기상황에 대응할 수 있었다. 외환보유고가 넉넉하여 IMF를 비롯한 외부의 간섭 없이 우리정부가 독자적으로 정책을 선택할 수 있었기 때문이었다.

상에 반대하는 사람들이 많다는 뜻이다. 금리인상에 반대하는 사람들은 사실상 정부나 정치권을 의미한다. 정부와 정치권은 경제성장에 방해가 될까봐 금리인상에 반대를 하고 중앙은행은 그런 반대를 굉장히 부담스러워한다는 의미다. 그렇다면 “금리를 내리기는 쉬워도 올리는 어렵다”는 말은 금리를 일단 한번 내린 다음에는 올리지 않고 가만히 내버려 둘 수밖에 없다는 얘기인가? 전혀 그렇지 않다. 오히려 금리란 선불리 내려서는 안 된다는 의미로 받아들여야 한다. 이는 로마의 계관시인(桂冠詩人)인 버질(Virgil)의 다음과 같은 시구(詩句)를 연상케 한다.

“... 지하세계로 내려가는 쉽다.
그림자가 드리워진 죽음의 문들은 밤낮으로 활짝 열려있다.
그러나 너의 발걸음을 되밟아 돌아가는 데에,
지상의 공기가 있는 곳으로 다시 기어 올라가는 데에—
거기에 투쟁이 있고, 거기에 어려움이 있다. 오직 몇 사람만이,
공명정대한 주피터의 사랑을 받거나, 자신의 타오르는 고결함으로
천상(天上)에 태어난—몇 명의 신(神)의 아들들만이
그들의 길을 열어 나갔다...”³⁾

글로벌 금융위기를 맞아 전세계의 거의 모든 중앙은행들은 어쩔 수 없이 엄청난 돈을 풀어야 했다. 그리고 이제는 그것을 다시 거두어들여야 하는 시기에 당면해 있다. 엄청나게 풀려나갔던 돈을 다시 거두어들이는 정상화 과정이 아무 문제없이 원만하게 끝날 수 있을까? 위기대응 정책으로 사용했던 비상수단들을 정상화하는 과정, 풀었던 달러를 회수하는 과정에서 생각지도 못했던 부작용들이 빚어질 가능성은 매우 높다. 버질(Virgil)의 표현에 따르면 ‘주피터의 사랑을 받거나’ ‘신(神)의 자식들’인 극소수만이 무리 없이 정상화에 성공할 수 있는 것인지도 모른다.

4) 우리나라도 전임총재보다 신임총재의 과제가 난이도가 더 높다

이런 의미에서 버냉키보다 옐렌이 더 어려운 과제를 맡았다고 보는 것이다. 그리고 이런 사정은 비단 미국 뿐 아니라 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 전례 없는 통화팽창을 단행했던 거의 모든 국가들의 중앙은행들도 마찬가지다. 한국은행도 예외가 아니다. 나는 지난 4월에 취임한 신임총재가 전임총재보다도 더 어려운 일을 맡았다고 본다. 전임총재는 우리나라 대부분의 교역 상대국들이 글로벌 위기의 충격을 팽창적 통화정책으로 대응하면서 급격한 인플레이션이나 자산버블 붕괴 같은 극단적 상황이 발생하지 않도록 예의주시하는 정도의 역할을 하기만 하면 되었다.

3) “...the descent to the Underworld is easy/ Night and day the gates of shadowy Death stand open wide,/ but to retrace your steps, to climb back to the upper air—/ there the struggle, there the labor lies. Only a few,/ loved by impartial Jove or borne aloft to the sky/ by their own fiery virtue—some sons of gods/ have made their way.” Virgil, translated by Robert Fagles, 『The Aeneid』, Book VI. #149~155, Viking, 2006.

여기에 비해 신임총재의 역할은 훨씬 난이도가 높아 보인다. 글로벌 금융위기 이전부터 지속되어 왔던 초저금리를 임기 중에 정상화시켜야 할지도 모르기 때문이다. 신임총재가 총재직을 성공적으로 수행했다는 평가를 받기란 전임총재보다도 더 어려울 수 있다는 얘기다.

2. 위기이후 시대에 한국은행이 당면(當面)하게 될 도전

1) 지금부터가 진정한 의미의 Post-Crisis 시대

전임 한국은행 총재의 임기는 글로벌 금융위기 후폭풍이 전세계 실물경제를 한차례 휩쓸고 난 뒤였던 2010년 4월부터 시작되었었다. 전임총재의 재임기간은 미국, 일본, 유럽 등 선진국 경제들이 극도로 팽창적인 통화정책 기조 하에 있던 기간이었다. 그러나 신임총재의 재임기간은 (아마도 일본을 제외한) 거의 모든 선진국 경제들이 위기대응 차원의 팽창적 통화정책 기조를 정상상태로 전환하는 기간에 해당할 것이다. 우리나라도 이제 비로소 진정한 의미의 위기이후(post-crisis) 시대로 접어든 것이다.

한국은행도 다른 나라 중앙은행들과 마찬가지로 글로벌 금융위기 이후, 어쩌면 그보다 훨씬 이전부터, 너무 낮은 금리수준을 너무 오래 지속해오고 있다. 그리고 위기대응 차원에서 유지해왔던 비정상적으로 낮은 초저금리를, 원하던 원치 않든, 신임총재 재임기간 동안 정상화시키게 될 가능성이 높을 것으로 본다. 이를 테면, 미국이 양적완화를 종료하고 금리를 올리기 시작할 경우 우리나라 금리도 그와 더불어 상승하기 시작할 가능성이 높다. 어떤 식으로든 머지않은 장래에 금리 정상화는 피할 수 없을 것이지만 한국은행으로서는 매우 조심스럽게 접근할 필요가 있다. 가급적 금리 정상화를 미루라는 얘기가 아니다. 준비 없이 접근하면 안 된다는 얘기다.

2) 금리 정상화에는 치밀한 사전준비가 필요

지금까지 금리가 너무 낮은 수준에서 너무 오랫동안 유지되었고, 그 결과 경제 내에 각종의 버블이 위험수준을 넘어 아직도 계속 팽창하고 있는 중이다. 이런 상황에서 설부르게 금리를 올리다가는 경제가 망가질 수도 있다. 경제를 어려움에 빠뜨렸던 버블이 상당부분 해소되어 위기발생 이전수준까지 되돌아간 미국과는 전혀 다른 정책 환경이다. 이런 상황에서 아무런 사전 대비 없이 가계부채를 계속 키워가다가, 향후 어떤 시점에 가서 미국이 털컱 금리인상을 단행해 버린다면 우리경제에는 과연 어떤 일이 벌어질 것인가? 미국과 동반적으로 금리를 인상하면 우리나라의 초저금리도 자연스럽게 저절로 정상화된다고 할 수 있을까?

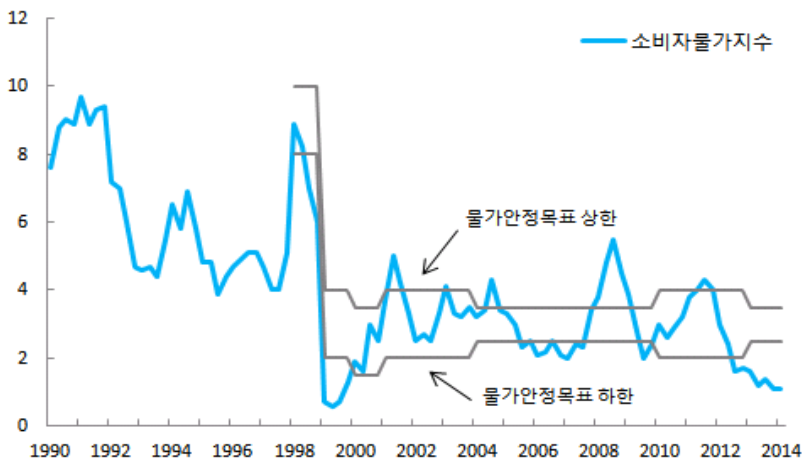
만약 미국과 우리나라가 동반적으로 금리가 상승하는 일이 벌어진다면 우리경제는 미국경제보다 훨씬 더 어렵고 훨씬 더 다양한 도전에 직면할 것이다. 왜냐 하면 우리경제는 미국경제와 달리 글로벌 금융위기 이후 지금까지 경제를 위협할 수 있는 위험요인들이 전혀 줄어들지 않고 어떤 것

은 더 위험해졌기 때문이다. 가장 중요한 것 한 가지만 들자면 그것은 단연 가계부채다. 미국은 글로벌 금융위기를 거치면서 매우 인상적인 속도로 가계부채를 조정해냈지만 우리나라의 가계부채는 지금까지도 위험수위를 넘어 그칠 줄 모르고 늘어나기만 하고 있다. 가계부채의 절대 액이 위기발생 이전 수준으로 돌아간 미국경제와, 가계부채가 위기발생 이전 수준으로 낮아지기는커녕 지금도 매분기 신기록을 갱신해 가며 붕괴를 향해 증가를 거듭하고 있는 우리경제는 금리인상 환경이 미국과 완전히 다르다는 점을 분명히 인식해야 한다.

3) 금리 정상화에 대한 신임총재의 성공 확률은 옐렌보다 낮다

그러므로 신임 한국은행 총재가 금리 정상화에 무리 없이 성공할 확률은 옐렌 의장이 금리 정상화에 성공할 확률보다 낮다고 보아야 한다. 따라서 상황판단을 정확히 한 뒤 그에 기초한 다층적(多層的) 전략을 세우고 그에 따라 선제적(先制的)으로 행동해야지, 그렇지 않고 상황에 끌려 다니며 세월을 보낸다면 신임총재는 성공한 총재로 기록되기 어려울지 모른다. 금리 정상화에 대비하여 해두어야 할 일이 있다면 미리미리 해두어야 한다. 신임총재를 맞은 한국은행이 지금 당장부터 해야 할 일은 그야말로 산(山)처럼 쌓여있다고 하겠다.

<그림 1> 소비자 물가 상승률과 인플레이션 목표 밴드(전년동기대비, %)



자료: 한국은행.

금리 정상화를 대비해 한국은행이 사전에 해 두어야 할 일들은 무엇인가? 여기에 대해 본고에서 일일이 열거할 필요는 없다고 생각한다. 분명한 점은 그 일들이 물가안정과는 직접적 관계가 없다는 점이다. 그러므로 소비자물가 안정에만 관심을 가지는 한국은행이 금리 정상화에 대비한 준비 작업을 별로 중요하다고 생각하지 않을 가능성이 높다.

특히 지금은 물가가 안정되어 물가상승 목표치에 훨씬 미달(<그림 1> 참조)하고 있다. 그러나 이처럼 물가가 안정되어 있다고 해서 한국은행의 할 일이 없는 것은 아니다. 한국은행의 임무 가운데 물가안정이 가장 중요한 것은 사실이지만 물가안정이 한국은행의 임무의 전부는 아니기 때문이다. 다음 장에서는 지난 20년간 통화정책의 역사를 훑어보면서 이 문제에 대해 좀 더 생각해 보도록 하겠다.

3. 지난 20년간의 한국은행의 역할에 대한 평가와 시사점⁴⁾

중앙은행의 가장 기본적인 임무는 물가안정이다. 그러므로 한국은행이 물가안정을 자신의 최우선 과제로 인식하는 것은 중앙은행으로서 당연한 일이다. 그런데 물가를 안정시켜야 하는 이유는 무엇인가? 물가안정에 실패하여 심각한 인플레이션(runaway inflation)을 막지 못하면 국민경제가 안정성을 잃어 건전한 발전을 할 수가 없기 때문이다. 이 점은 두 차례의 오일쇼크가 발생했던 1970년대의 각국의 경험으로부터 분명하게 확인된 바 있었다. 더욱이 우리나라는 비단 1970년대 뿐 아니라 해방 이후 끊임없이 심각한 인플레이션에 시달려왔었기 때문⁵⁾에 인플레이션의 부작용을 다른 어떤 나라보다도 더 뼈저리게 체험했었다고 할 수 있다. 그러므로 한국은행의 최우선 과제가 물가안정이라는 데에 동의하지 않을 사람은 아마도 거의 없을 것이라고 생각한다.

1) 한국은행은 소비자 물가지수 안정에만 집착해서는 안된다

그런데 여기서 우리가 간과하지 말아야 할 점은 국민경제는 인플레이션이 아닌 다른 요인에 의해 안정성을 잃어버리는 일이 얼마든지 발생할 수 있다는 사실이다. 그것은 우리 스스로의 경험이기도 하다. 지난 20년만 보더라도 1990년대 중후반의 경상수지 적자확대, 2000년대 초반 이후 최근까지의 부동산버블 및 가계대출 버블 등은 인플레이션 자체는 아니었지만 우리경제를 커다란 위협에 빠뜨렸거나(경상수지 적자⇒외환보유고 감소⇒외환위기) 또는 빠뜨릴 잠재성(버블증식⇒버블붕괴⇒경제적 타격)이 높은 요인들이다. 만약 한국은행이 지향하는 바가 물가안정 그 자체가 아니라, 궁극적으로 국민경제의 건전한 발전이라면, 한국은행은 소비자 물가지수에만 집착해서는 안 될 것이다. 물가지수보다는 좀 더 폭넓은 시야를 가지고 좀 더 멀리 내다보면서 우리경제의 위협요인에 대해 선제적으로 대처할 수 있어야 한다.

물가안정을 한국은행의 최우선 임무로 보는 것은 1970년대의 유산(legacy)일 뿐이다. 우리처럼 소규모 개방경제이고ダイ내믹한 변화를 겪는 경제에서 한국은행의 임무를 물가안정만으로 한정한다면 그것은 중앙은행의 역할을 지나치게 협소하게 제한하는 것으로서 자칫 국민경제의 건전한

4) 제3장과 제4장은 즐고(拙稿) “「지난 20년 동안의 통화정책 역사가 한국은행에 주는 교훈」, 논단, 『주간금융브리프』, 한국금융연구원, 2014.3”의 내용을 수정·보완한 것임을 밝혀둔다.

5) 연간 소비자물가 상승률이 한 자리 수에 그쳤던 경우는 해방이후 1981년까지 36년 동안 단 여섯 해(1958~1962년, 1973년) 밖에 없었다(한국은행, 『숫자로 보는 광복 60년』).

발전을 저해할 수 있는 위험한 발상이라 하겠다.

2) 1990년대 중반 이후 한국은행이 마주했던 세 차례의 기회

뒤돌아보면, 지난 20년 동안 한국은행에게는 세 차례의 중요한 선택의 기회가 있었다. ① 1994~1995년의 반도체 호황기, ② IMF 경제위기 와중이던 1998년, 그리고 ③ 2002년 이후의 저금리 기간 등이다.

먼저, 1994~1995년으로 돌아가 보자. 이 기간은 “반도체 호황기”였다. 설비투자는 전년대비 20% 이상씩 증가했고 실질 경제성장률은 각각 8.5%, 9.2%였다. 경기과열 방지를 원하던 정부와 긴축을 원치 않던 재벌 대기업들 사이에 뜨거운 “경기과열 논쟁”이 불거졌었다. 당시는 기업들은 투자자금의 거의 대부분을 은행차입에 의존하고 있었고 통화당국은 시중은행의 대출규모를 완벽하게 통제함으로써 통화정책의 실물경제에 대한 영향력이 지금과는 비교가 되지 않을 만큼 막강했던 시절이었다. 또한 이 시기는 산업구조의 특성상 설비투자 증가가 곧바로 무역수지 악화로 고스란히 이어지던 때였다.

(1) 1994~1995년 반도체 호황과 1997년 말 외환위기

외환위기 직전이던 1997년 3월에 발간된 나의 한 시뮬레이션 연구⁶⁾는 1994~1995년 경기과열 논쟁이 있었을 때 한국은행이 통화 증가율을 2%p만 낮게 가져갔더라면 1994~1996년 3개년 동안 누적규모로 약 82억 달러 정도의 경상수지 개선이 가능했었을 것으로 분석하고 있다. 그와 같은 통화긴축의 경상수지에 대한 효과를 1996년에서 그치는게 아니라 1997년까지 연장하여 계산했다면 1994~1997년의 4개년 동안 약 100억 달러 이상의 경상수지 개선 또는 외환보유고 증가가 가능했을 것으로 판단된다. 그리고 만약 1994~1995년의 통화 증가율을 4%p 정도 낮게 가져갔더라면 1994~1997년 중 누적 경상수지 적자 개선 폭은 200억 달러 이상에 달하여, 우리나라가 실제보다 200억 달러 이상 더 많은 외환보유고를 가질 수 있었다는 추론이 가능하다.

1997년 말 외환위기가 발생했을 때 우리나라 외환보유고가 38억 달러에 불과했고 그 이후 IMF로부터 195억 달러를 빌렸다가 조기상환했었음을 상기해 본다면, 반도체 호황 당시 한국은행이 경기과열을 과감하게 진정시켰다면 어쩌면 우리경제는 외환위기를 겪지 않았을 수도, 겪더라도 훨씬 완만하게 겪었을 수 있었다는 얘기가 된다.

1994~1995년에는 여러 가지 경기과열 징후에도 불구하고 소비자물가 상승률이 평균 5.4%에 불과하여 건설경기 호황기(1990~1991년)의 평균 소비자물가 상승률 9.0%에 비해 대폭 낮아져 있었다. 이처럼 활발한 경기확장세에도 불구하고 소비자물가가 비교적 안정세를 보였던 것은 당시의 경기진단에 있어 적지 않은 훈선을 초래했고, 뜨거운 경기논쟁을 촉발시켰다. 계량적 분석결

6) 박종규, 「경상수지 적자와 거시경제 운영」, 재정포럼 1997년 3월호 통권 제9호, 한국조세연구원, 1997.

과 경기가 과열로 판단되니 긴축으로 들어가야 한다는 주장이 있었는가 하면, 이러한 긴축주장에 대해 엄청난 부채를 지고 있던 대기업들은 “모처럼 살아나는 경기에 찬물을 끼얹으려 한다”며 격렬한 반론을 폈었다. 시대는 바야흐로 “국제화” 내지 “세계화”라는 무한경쟁의 시대로 접어들었는데 이러한 시대적 흐름에서는 오직 일등(一等)만이 살아남을 수 있기 때문에 경쟁력 향상을 위한 투자를 충분히 할 수 있도록 오히려 금리를 낮추어야 한다는 것이 그들의 논거였다. 그리고 이들의 주장은 일반대중으로부터 상당한 호소력을 얻었다.

이러한 경기논쟁이 진행되는 동안 ‘경기과열을 우려한 긴축기조’가 필요하다는 천명(闡明)은 한국은행으로부터 한마디도 나오지 않았다. 게다가 실질금리는 1994년 하반기부터 1980년대 이래 기록적으로 낮은 수준에 계속 머물러 있었다. 이것으로 미루어 볼 때 반도체 호황기간의 통화정책 기조는 긴축적이라기보다는 오히려 팽창적인 성격이 강했었다고 판단된다.

반도체 호황기 중의 경기과열은 교과서가 가르치는 바와는 달리 인플레이션으로 나타나지 않았다. 원화가치가 지나치게 절상되어 있었을 뿐 아니라 1991년 WTO에 가입한 중국과의 교역이 바야흐로 크게 늘어나 저가상품의 수입량이 크게 늘기 시작했기 때문이었다. 우리경제 내부의 경기과열이 외부로부터의 물가안정요인에 의해 상쇄된 결과였다.

반도체 호황기 중의 경기과열은 인플레이션이 아니라 대규모의 경상수지 적자로 나타났었다. 그리고 경상수지 적자는 외환보유고 감소로 이어졌다. 그 결과 1997년 말 우리경제는 외환위기를 맞게 되었고, 온 국민은 6·25 사변 이래 최악의 실물경기 침체라는 말할 수 없는 고통을 겪어야 했다.

(2) 1998년초 IMF에 콜금리 인하를 적극 주장하지 않았던 일

1990년대 이후 한국은행이 직면했던 통화정책의 두 번째 선택 고비는 1998년 연초(年初)였다. 한국은행은 1998년 초 IMF에게 콜금리 인하를 적극 주장했어야 했다.

외환위기가 발생하자 IMF는 우리나라에 280억달러의 구제금융을 제공하는 조건으로 세 가지 일별(日別) 기준(criterion)을 제시했었다. 본원통화량, 외환보유고, 그리고 콜금리에 대한 목표치였다. 이 세 가지 중 어느 하나라도 지키지 못하는 날에는 그 즉시로 구제금융을 중단하겠다는 엄포였다.

이 세 가지 가운데 콜금리는 IMF가 요구했던 수준을 정확히 준수했다. 그런데 외환보유고는 목표치에 비해 엄청난 초과달성이었고 본원통화량은 대폭적인 미달이었다. 이는 무엇을 말하는가? IMF가 요구하는 금리 수준이 너무 높아 경제가 과도하게 위축(over-kill) 되고 있었음을 의미하는 것이었다.⁷⁾

1998년 2/4분기 『IMF 자금인출 승인 및 의향서』에 따르면 1998년 1/4분기에서 4/4분기까지

7) 박종규, “重心(core) 인플레이션率의 새로운 測定方法과 根源 인플레이션率,” 『한국경제의 분석』, 한국금융연구원, 2001.

본원통화 한도액은 각각 25.9조원, 23.3조원, 23.6조원, 24.1조원이었다. 그런데 실제의 본원통화량은 1/4~4/4분기까지 각각 20.7조, 18.7조, 18.7조, 20.2조원에 불과했다. 1998년 평균 본원통화량은 한도액보다 무려 20.2%나 미달했다. IMF가 원하는 금리가 지나치게 높아, 본원통화량을 크게 줄이지 않고는 그런 수준의 금리를 만들어 낼 수 없었던 것이다.

1998년처럼 경기위축과 금융경색이 극심했던 상황에서 통화를, 그것도 본원통화를 그처럼 억제했던 것은 실물경제에 치명적인 악영향을 줄 수밖에 없었다. 갑작스런 금리의 급상승은 최악의 경기침체를 초래했고 경제가 over-kill 되다보니 수입이 급감하여 경상수지 흑자가 사상 최대로 급증했고 외환보유고가 목표를 훨씬 넘어서게 된 것이었다.

사정이 이와 같음을 파악했다면,⁸⁾ 한국은행은 1998년으로 접어들자마자 IMF에게 세 가지 일별 기준들이 우리경제의 상황과는 전혀 맞지 않는 정책 패키지임을 지적하고, 우리나라 통화정책 당국의 자격으로 당당하게 IMF에게 콜금리 목표치 인하를 강력히 요구했어야 했다. 만약 본원통화량이 한도액까지 늘어날 수 있도록 콜금리를 적절히 인하했다면, 본원통화내지 통화량의 증가로 실물경제도 그만큼 덜 위축되었을 것이고 수입 감소폭도 줄어들어 외환보유고의 목표치 초과달성도 일어나지 않았을 것이다. 한마디로 고금리 처방에 따른 over-kill 현상을 조금이나마 완화시킬 수 있었을 것이라는 얘기다. 그와 더불어 실업발생도 조금이라도 더 줄일 수 있었을 것이며 자살률 및 이혼율도 조금이나마 더 줄어둘 수 있었을 것이다.

그러나 IMF와의 협상에 있어서 한국은행의 존재감은 거의 찾아볼 수 없었다. 물론, 콜금리 목표치를 인하해 달라는 요구를 기세등등했던 IMF가 순순히 수용했겠는 지는 여전히 의문이라 하겠다. 그러나 그러한 가능성의 여부를 떠나, IMF와의 협상과정에서 한국은행이 그런 시도는 해보았는지, 우리나라 통화당국으로서 그에 걸맞는 정책 리더십을 발휘했었는지도 의문이다.

한국은행은 매우 수동적으로 그리고 매우 적극적으로 IMF의 요구에 호응했던 것으로 기억된다. 1998년이 되자마자 각계로부터 콜금리를 인하해야 한다는 의견이 제기 되기 시작했었다. 그러나 한국은행은 ‘금리를 인하하면 인플레이션이 우려 된다(2월)’, ‘돈을 풀면 실물경제로 가는 게 아니라 한국은행으로 곧바로 환수되기 때문에 금리를 내려봤자 소용이 없다(4월)’, ‘금리를 낮추면 부채비율이 많은 대기업에게만 유리하기 때문에 기업구조조정에 차질이 빚어진다(5월)’는 등의 이유를 들어가며 금리인하에 끝까지 반대 입장을 견지했다.

여름으로 접어들어 설비투자가 전년대비 △40%대로 감소했다는 통계가 발표되었고 그와 더불어 “산업기반 붕괴 우려”가 대두되자, 한국은행이 국채를 인수하면 어떻겠느냐는 의견이 나왔었다. 어차피 본원통화량이 IMF가 허용한 한도액보다 대폭 미달해 있으니 국채를 인수한다면 정부 부문 본원통화가 늘어나 본원통화 한도액을 맞출 수 있고, 확보된 재정자금으로 경기부양에 쓸 수 있지 않느냐, 그렇지 않아도 시중금리가 너무 높아 국채를 시장 발행하기가 부담되었는데 만약 국

8) 통화정책에 대한 별다른 전문지식이 없는 사람들도 1998년 1월로 접어들자마자 IMF의 세 가지 기준이 일치성(consistency)이 없다는 사실은 바로 파악이 가능했었다.

채를 한국은행이 인수해 준다면 금리부담도 조금이나마 줄어들 수 있겠다는 의견이었다. 여기에 대해 한국은행은 ‘국채인수는 한국은행의 독립성을 해치는 일’이라며 일언지하(一言之下)에 반대를 했다.

한국은행이 적극적으로 콜금리 인하에 나섰던 것은 1998년 연말 “외환위기가 극복되었다”는 대통령의 선언 직후였다. 그때는 이미 수많은 기업들이 연쇄도산하고 실업자들이 대량으로 쏟아져 나온 뒤였다. 기업의 연쇄도산 및 대량실업과 더불어 1998년에는 자살률과 이혼율이 송곳 모양으로 급증했었다. 오늘날 OECD 최고의 자살률과 이혼율이라는 불명예는 이때부터 시작된 것이었다.

만약 1998년 당시 한국은행이 통화정책 당국의 자격으로 IMF의 정책조합이 잘못되었음을 적극 지적하고 공론화시켜 하루라도 빨리 금리인하를 가능하게 했더라면 우리 경제와 우리 사회의 모습은 지금과는 상당히 달라져 있을 것으로 생각한다. 뿐만 아니라 한국은행의 위상은 한국은행 임직원들이 상상조차하기 어려울 만큼 높아져 있을 것이며, 한국은행 임직원들이 지금도 고대(苦待)해마지 않는 독립성 또한 그 누구도 시비를 걸지 못할 만큼 확고하게 자리 잡았을 것이다.

(3) 2001년부터의 저금리를 조속히 정상화하지 않았던 일

한국은행이 직면했던 통화정책의 세 번째 선택 고비는 2002년 이후였다. 2000년 말 전세계적으로 IT 버블이 붕괴되고, 2001년 9월 9/11 테러로 세계경제가 큰 폭으로 위축되자, 한국은행은 콜금리를 사상 최저수준으로 연달아 낮추면서 적극적인 대응에 나섰다. 그 결과 2001년의 경제성장률은 중국을 제외하고는 전세계에서 가장 높은 수준인 3.0%를 기록했다. 그런데 문제는 위기 대응에 성공한 뒤에도 금리를 정상화하지 않았다는 데에 있었다.

2002년에는 민간소비 증가율이 경제성장률을 앞지를 정도로 소비가 과열되었지만 이번에도 소비자물가 상승률은 2001년의 4.1%보다 오히려 낮아진 2.8%에 그쳤다. 그 이유는 전세계적으로 디플레이션을 우려할 정도로 물가가 안정되어 해외로부터의 물가안정요인이 발생했고 이것이 우리나라 물가를 안정시켰기 때문이었다. 해외로부터의 물가안정 효과는 2002년 이후에도 계속 이어져 한국은행의 이렇다 할 별다른 노력 없이도 소비자물가는 2002~2007년의 6년 동안 평균 2.9%라는 안정세를 유지하였다.

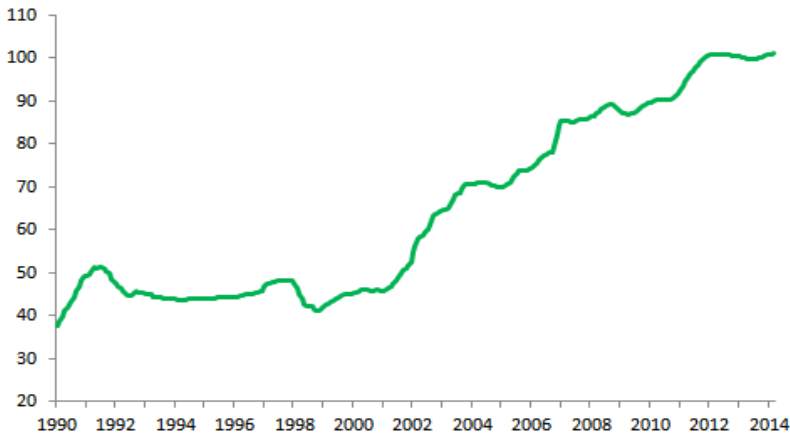
2001년 금리를 사상 최저 수준으로 낮춘 이후, 금리는 너무 낮은 수준에서 너무 오랫동안 머물러 있었다. 그러다보니 엄청난 유동성이 공급되었고, 그에 따른 과잉 유동성은 고율(高率)의 인플레이션이 아니라 부동산 버블과 가계대출 버블(household lending bubble)로 나타났다.

① 저금리와 부동산 버블

먼저, 부동산 버블은 2001년 여름 무렵 서울 강남 일부지역의 소형 아파트의 가격이 급상승하면서 시작되었다. 그리고 2001년 말 수능시험이 어렵게 출제된 것을 계기로 2002년 연초(年初)부

더 학원가가 밀집된 강남 대치동 지역의 아파트 가격이 급등했다. 그리고 2002년 8월에 이르러서는 평형에 관계없이 강남지역 아파트 가격이 상승했고, 강남 일부지역에서 강남 전역으로, 강북 일부지역으로, 그리고 분당을 비롯한 신도시로 그리고 지방 대도시로 상승세가 확산되었다. 또한 아파트뿐만 아니라 단독주택과 연립주택에까지 상승세가 이어져 주거형태에 관계없이 가격이 상승했다. 이렇게 발생한 부동산 버블은 그 뒤 맹렬한 속도로 확장되었다.

<그림 2> 전국 아파트 매매가격지수 추이(2013.03=100)



자료: KB국민은행.

이런 현상에 대해, 부동산 버블 발생 및 확장의 근본원인은 저금리이며, 1990년대 일본의 사례를 보더라도 부동산 버블이 커질 대로 커지다가 붕괴하는 날에는 우리경제가 엄청난 부담을 안게 될 것이니 선제적 금리인상으로 버블의 바람을 빼야 한다는 주장⁹⁾이 나왔던 것은 2002년 가을이었다. 그러나 한국은행은 통화정책이 부동산 버블과는 아무 관련이 없다는 입장으로 일관했었다. 저금리가 부동산 가격 급등의 원인 중 하나였음을 한국은행이 처음 공개적으로 시인한 것은 버블 발생 이후 4년째인 2005년 가을이었다. 그리고 이런 시인을 한 뒤에도 한국은행은 이렇다 할 금리조정을 끝내 하지 않았다. 아파트 매매가격은 물론 전세가격까지 매년 급등하던 부동산 버블이 겨우 확장을 멈추었던 것은 금융 감독당국이 DTI 규제를 강력하게 도입했던 2007년부터였다.

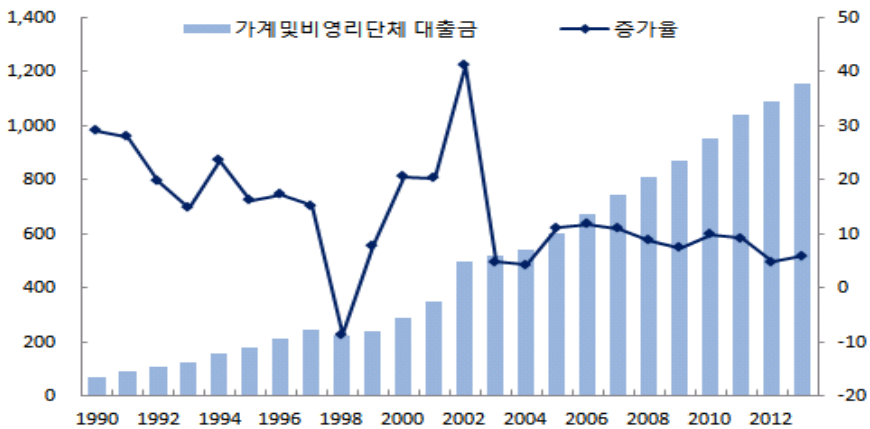
② 저금리와 가계부채 버블 및 가계 저축률의 하락

2002년 이후 한국은행의 금리 정상화 실패의 또 다른 부작용은 가계부채 버블이었다. 외환위기 직후 소비자금융과 관련한 규제가 대폭 완화되면서, 그리고 금융 구조조정의 결과 대기업의 부채

9) 박종규, “부동산 버블과 금리정책,” 『주간금융동향』, 제11권 39호, 한국금융연구원, 2002. 10.

비율이 대폭 낮아지면서 금융기관들은 가계대출에서 활로(活路)를 찾으려 하고 있었다. 이러한 와중에 2001년부터 금리가 사상최저수준으로 낮아지고 2002년에도 초(超)저금리 기조가 유지되자, 2002년부터 은행권의 가계대출이 전년대비 50%씩 폭증하면서 가계대출 버블이 시작되었다. 가계대출은 부동산 버블과 맞물리면서 부동산 담보대출을 중심으로 급격하게 늘어났다. 오늘날 가계부채는 총규모가 1,000조원을 넘어, 가계의 처분가능소득의 140%에 달하는 수준으로 확대되었다.

<그림 3> 가계 대출금 수준 및 증가율 추이(단위: 조원, % 전년동기비임)



주: 자금순환표상 가계 및 비영리단체 대출금.

자료: 한국은행.

지나치게 많은 가계부채는 정상적인 소비를 어렵게 만들어 민간소비가 부진해지고 내수가 회복이 안 되며 고용증대를 어렵게 하는, 현재의 우리경제의 다이내미즘을 가로막는 가장 중요한 장애요인으로 부각되어 있다. 뿐만 아니라 가계부채가 지금보다 더 커질 경우, 우리경제 경제전체를 집어삼킬 충분한 잠재력을 가진 어마어마한 쓰나미로 자라나 있다.

부동산 버블과 마찬가지로 과도한 가계부채 역시 너무 낮은 금리가 너무 오랫동안 지속되었던 것에 커다란 영향을 받았다. 물론 저금리가 가계대출 버블의 원인의 전부라고는 하기는 어려울지 모른다. 그러나 2002년 이후 한국은행이 금리를 적절한 수준으로 서둘러 환원했더라면 가계대출이 오늘날처럼 커져 있지 않을 것임은 누구도 부인하기 어려울 것이다.

과도한 가계대출의 이면(裏面)에는 지나치게 낮은 가계저축률이 그림자처럼 따라 다닌다. 외환위기 이전만 하더라도 전세계에서 가장 높았던 20%대의 우리나라 가계 순저축률은 1999년부터 낮아지기 시작하더니 불과 몇 년이 지나지 않은 2002년에는 세계 최저수준인 0.4%로 하락했다. 그 뒤에도 가계저축률은 별로 증가하지 못하여 2013년에는 OECD 바닥수준인 2%대에 머물러

있다. 가계의 저축률이 이렇게 낮은 것은 앞으로도 혹시 있을지 모르는 경기불황에 대해 우리나라 가계들이 완충장치가 거의 없는, 매우 취약한 상태에 놓여있음을 의미한다.

3) 물가안정이 한국은행의 정책목표의 전부가 되어서는 안 된다

이상과 같이, 과잉 유동성의 부작용은 인플레이션에만 국한되지는 않았다. 과잉 유동성의 부작용은 저절로 사라지지 않았으며 다양한 형태로, 생각지도 못했던 모습으로, 그리고 언젠가는 반드시 나타나 경제전체의 안정성을 크게 흔들어 놓는다. 지난 20년을 보더라도 과잉 유동성의 부작용은 인플레이션이 아닌 경상수지 적자로 나타났는가하면 부동산 버블이나 가계대출 버블 또는 지나치게 낮은 가계저축률 등으로 나타났던 것이다.

경상수지 적자, 부동산 버블, 가계대출 버블, 낮은 가계 저축률은 통화정책과 직접적·간접적인 연관성을 가지고 있는 것으로서 이들은 모두 거시경제의 안정적 성장을 언제라도 방해할 수 있는 위험요인들이지만 인플레이션 그 자체는 아니다. 그런데 경상수지 적자의 누적으로 외환보유고가 감소하여 외환위기를 겪었을 때 그것은 비록 인플레이션 그 자체는 아니었지만 우리경제는 얼마나 커다란 고통을 당했었나? 그 상처 가운데 상당부분은 아직까지도 치유되지 않고 있다. 가계부채도 저성장 탈출의 발목을 잡고 있을 뿐 아니라 우리경제에 가장 위험한 잠재요인으로 지목되고 있다. 부동산 버블도 마찬가지다. 아직은 그 진면목(眞面目)을 드러내지 않고 있지만, 부동산 버블 역시 언젠가는 우리경제의 안정성에 해를 끼치는 역할을 하고야 말 것이다.

그러므로 물가안정은 한국은행의 정책목표의 전부가 되어서는 안 된다. 이 문장만 보면 마치 한국은행이 경기부양에 협조해야 한다는 말로 들릴지 모르겠다. 그러나 한국은행이 경기부양에 협조해야 한다는 말을 하려는 게 아니다. 물가를 잡는 것도 좋지만 경제 내부에서 자라고 있는 위험요인들을 찾아내어, 비록 그 위험요인들이 인플레이션이 아니더라도, 사전에 제거하는 일을 해야 한다는 말을 하려는 것이다.

만약 한국은행이 물가안정만을 생각하다가 경제 내부에서 자라고 있는 위험요인을 놓치거나 적기에 대응하지 못한다면, 그리하여 경제전체가 커다란 위험에 빠진다면, 물가안정이란 목표는 의미가 반감되고 만다. 소비자물가를 안정시키는 데에만 신경을 쓰다가는 소비자물가에 속아버리는 수가 있다.

과거 20년 동안, 한국은행이 중요한 선택을 해야만 했던 시기에는 예외 없이 물가가 매우 안정되어 있었다. 지금도 물가는 매우 안정되어 있다. 물가안정만을 목표로 하다 보니 물가안정기에 금리인상의 명분을 찾지 못하고 세월을 보내는 사이에 불안 요인들이 자라났다.

그러므로, 다시 한 번 강조하지만, 한국은행은 소비자물가에만 집착해서는 안 된다. 소비자물가를 넘어 시야를 넓혀야 하고 경제의 단기적 변동만이 아니라 몇 년 뒤의 상황까지도 내다볼 수 있어야 한다. 그렇게 할 수 있는 실력을 배양해야 함은 두말할 필요가 없다. 이것이 바로 지난 20년 동안의 통화정책 역사로부터 한국은행이 배워야 할 교훈이라고 생각한다.

4. 맺음말

외환위기 당시는 물론, 부동산 버블이 계속 확장하고 있을 때, 가계부채가 초미의 관심사로 부각되었을 때, 한국은행은 물가지수와 단기적 경기변동에만 관심을 간간히 표명했을 뿐, 미래의 우리경제에 엄청나게 중요한 문제들에 대해 적극적인 의사표시라든지 정책조정에 나서지 않았다. 장막의 뒤에 숨어, 현안에 대해 무슨 생각을 하고 있는지 적극적으로 말하려 하지 않았다. 전면에 나서서 경제를 지도하고 끌어나가는, 그 길이 편한 길이건 험난한 길이건, 새로운 방향을 제시하고 그 방향으로 이끄는 모습을 보여주지 않았었다. 한국은행이 우리나라 통화정책의 당국자로서의 맡은 역할을 제대로 했더라면 우리경제의 모습은 지금과는 상당히 달라져 있었을 것이다.

머지않아 한국은행은 미국의 양적완화 종료 및 금리 인상과 더불어 그동안 지나치게 낮게 유지되어왔던 우리나라 금리수준을 정상화 시키게 될 가능성이 높다. 그리고 그러한 “금리 정상화”는 신임총재의 임기 중 이루어질 가능성이 높다. 우리나라는 미국이나 유럽 국가들과 달리 버블이 하나도 교정되지 못했고 오히려 악화되기만 했었기 때문에 금리 정상화를 위한 정책환경이 미국이나 유럽 국가들과는 매우 다르다는 점에 유념해야 한다. 한국은행이 금리 정상화에 무리 없이 성공할 가능성은 미국이나 유럽 국가들의 중앙은행보다 낮다고 보아야 할 것이다. 금리 정상화 과정에서 뜻하지 않게 버블 붕괴를 겪게 될 우려도 배제할 수 없다. 따라서 금리 정상화 이전에 치밀한 사전 준비를 해두어야 한다.

물가안정을 최우선 임무로 생각하는 한국은행은 그러한 사전 준비 작업을 중요한 과제라고 인식하지 못할 수 있다. 그런 작업은 물가안정 정책 자체는 아니기 때문이다. 그러나 소비자 물가지수 안정만이 한국은행의 임무의 전부는 아니다. 현재 물가가 안정되어 있으니 당분간 할 일이 별로 없다고 생각해서는 곤란하다. 물가안정이 중앙은행의 가장 중요한 임무임에는 틀림없지만, 물가안정을 최우선 순위에 두는 것은 1970년대의 유산일 뿐이다. 물가만 안정시키면 자신의 역할을 다한다고 생각해서는 안 된다. 물가가 안정된 가운데서도 국민경제가 위협해지고 엄청난 충격을 받을 가능성이 얼마든지 있기 때문이다. 따라서 한국은행은 소비자물가지수에서 시야(視野)를 넓혀 국민경제의 안정적 발전을 해칠 수 있는, 유동성과 관련된 각종의 위험요인들을 사전에 인지하여 제거하는 역할을 해야 한다.

지난 20년 통화정책의 역사 속에는 한국은행이 자신의 실력과 리더십을 독자적으로 발휘할 여건이 충분치 않았던 시기도 분명히 있었다. 그러나 25대 총재를 맞는 지금, 한국은행의 입지는 법적으로나 실제적으로나 과거보다 훨씬 공고해졌고, 국민들의 기대 또한 그만큼 더 커졌다고 본다.

한국은행의 제 25대 신임 총재의 임기 중에도 우리경제의 여건은 만만치 않아 보인다. 신임총재를 맞이한 한국은행이 아무쪼록 전문적 역량과 정책 리더십을 유감없이 발휘함으로써, 우리경제가 험난한 시기를 원만히 넘길 뿐 아니라 경제 펀더멘털이 튼튼해지기를, 그리하여 한국은행이 우리경제를 반석(盤石) 위에 올려놓았다는 평가를 받기를 기대해 마지않는다.