

## 출구전략에 대한 소고

중앙일보 이코노미스트 취재팀장

백 우 진



출구전략은 워낙은 군사용어였다. 인명 피해와 장비 손실을 최소화하면서 전장에서 단계적으로 발을 빼는 방략을 뜻했다. 출구전략이란 용어는 언젠가부터 경영에서도 쓰이게 됐다. 어떤 회사의 지분을 보유한 투자자가 주가가 가장 좋을 때 주식을 팔아 차익을 극대화하기 위해 취하는 일련의 수가 출구전략이라고 불렸다.

이번 세계경제 침체 이후 출구전략은 경기를 부양하기 위해 풀었던 돈을 다시 걷어들이는 조치를 가리키는 용어로도 활용되고 있다. 정부와 중앙은행은 경기를 띄우기 위해 재정지출을 늘리고 금리를 낮춘다. 이런 확대 재정·통화정책을 시행하다 보면 물가가 안정권을 벗어나는 것과 같은 부작용이 발생할 수 있다. 이를 방지하려면 출구전략을 마련해 시행해야 한다.

출구전략이 어려운 건 너무 일리도, 너무 늦어도 탈이 나는데, 언제 발을 빼야 하는지 그 시기를 누구도 모르기 때문이다. 경기가 확실히 좋아진 다음 지원 규모를 축소하겠다며 기다리다 보면 물가상승 압력이 이미 견잡지 못할 정도로 풀려난 다음일



지 모른다. 경기가 풀리기 전에 재정·통화 정책을 긴축으로 선회할 경우 갓 올라오는 경기회복의 싹을 꺾는 우를 범할 수 있다.

너무 일찍 돈 줄을 조였다가 경기를 다시 침체에 밀어넣고 만 정책실패는 대공황 때 빚어졌다. 대공황은 1929년 10월 뉴욕 주식시장 붕괴를 기점으로 볼 때 10년 넘게 세계경제에 고통을 안겨줬다. 그러나 이 기간에 미국 경기가 계속 바닥에 머물러 있지는 않았다. 1935년에서 1937년 사이에 경제에 다소 생기가 돌았다. 당시 변호사가 대공황을 기록하기 위해 쓴 일기에서 그 때 분위기가 생생하게 전해진다. “점심 먹고 방금 사무실로 돌아왔다. 다들 술 취한 뱃사람처럼 돈을 쓴다.” 1936년 크리스마스 이브 때 일기다. 일주일 뒤 그는 “경기침체가 끝났다고 공식적으로 선언할 때가 온 듯하다”고 적는다. 웬걸, 증시는 1937년 9월에 속절없이 무너졌고 경제는 뒤로 미끄러졌다.

원인은 때 이른 출구전략이었다. 1937년 루스벨트 정부와 미국 중앙은행인 연방준비제도이사회(FRB)는 대공황이 마무리됐다고 판단하고 경기를 복돋우기 위해 열었던 돈 줄을 잡그기 시작했다. 정부는 재정지출을 축소했고 FRB는 통화정책을 긴축으로 전환했다. 그러나 당시는 경기 상승이 아직 추진력을 얻기 전이었다. 기력을 회복하지 못한 상태였던 미국 경제는 정책당국이 영양제 투약을 중단하고 무거운 짐을 지우자 도로 주저앉고 말았다.

## 때 이른 출구전략 제안

출구전략 중에서 중앙은행인 한국은행이 결정하는 정책금리가 가장 많은 논란을 일으켰다. 기준금리로 불리는 정책금리란 한국은행이 ‘콜금리, 즉 은행간 초단기 대출에 적용되는 금리를 이 수준으로 유지되도록 하겠다’고 잡은 목표금리를 가리킨다. 한국은행은 리먼브러더스 사태에 기민하게 대응, 2008년 10월부터 2009년 2월까지 여섯 차례에 걸쳐 기준금리를 내렸다. 이후 열린 한국은행 금융통화위원회에서는 기준금리를 매번 동결했다. 기준금리는 이에 따라 연 5.25%에서 2%로 낮아졌고, 이후 이 수준에서 유지되고 있다.

흥미로운 대목은 금리인상 중심의 출구전략 실행 제안이 누가 봐도 경기가 바닥을 기는 상황일 때부터 나왔다는 점이다. 국내에서 출구전략 주장이 제기된 것은 지난해 여름부터였다. 국책경제연구소인 한국개발연구원(KDI)이 나섰다. KDI는 7월 하순 발행한 경제 현안 분석자료 ‘KDI 포커스’에서 “현 기준금리는 지극히 부양적인 초저금리 수준이기 때문에 현 수준에서 조금 올리더라도 긴축 기조로 전환하는 게 아니라 부양 강도를 조정하는 것으로 봐야 한다”고 전제한 뒤 다음과 같이 기준금리 인상을 촉구했다. “시장의 충격을 최소화하려면 금리 정상화는 점진적으로 이뤄져야 하고, 시간이 많이 걸리는 만큼 가급적 빨리 시작하는 것이 바람직하다.”

경기는 지금도 겨울이지만 지난해 여름엔 훨씬 더 꽁꽁 얼어붙은 상태였다. 현재 경제상태를 나타내는 경기동행지수 순환변동치는 2008년 여름 100선을 따라가다가 리먼브러더스가 파산한 9월부터 하락해 2009년 2월 92를 바닥으로 오름세를 보였다. 하지만 2009년 7월 이후 96선에서 벗어나지 못했다.

유례없는 한파에 모두들 몸을 잔뜩 움츠린 때였기 때문에, ‘기온이 조만간 올라갈 듯하니 땀이 나기 전에 미리 옷을 하나씩 벗어두자’는 출구전략 제안은 별 호응을 받지 못했다. 출구전략을 가동하지 않을 경우 빚어질 우려가 있는 부작용 가운데 하나가 인플레이션이다. 그러나 인플레이션은 그리 걱정하지 않아도 되리라고 분석된다.

## 물가는 큰 고민거리 아니다

이번 경제위기로 선진국과 신흥경제국의 생산설비가 대거 폐기 처분된 게 아니라면 공급능력은 수요만 당겨주면 언제든 회복 가능하다. 공급에 제약이 있어 물가가 오르는 경우는 발생하지 않을 것이라는 말이다. 그럼 수요 급증에 따른 인플레이션이 일어날 확률은 어떨까? 아직 수요는 경제위기 이전 수준보다 한참 아래 머물러 있다. 또 경제위기를 지나자마자 수요가 급증하면서 물가를 끌어 올릴 가능성은 크지 않다. 따라서 수요 측면의 인플레이션 확률도 높지 않다.

설령 경기침체를 완전히 극복해 세계경제가 위기 이전의 활황을 맞이할 때까지 가





더라도 물가는 큰 문제가 되지 않을지 모른다. 이번 경기침체 이전에 숱하게 나온 얘기가, 중국을 필두로 한 신흥경제국이 세계에 값싼 물건을 무한대로 공급하면서 물가 걱정이 쑥 들어갔고 덕분에 대부분 국가의 중앙은행이 물가안정 책무의 부담을 상당 부분 덜었다는 것 아니었나?

출구전략을 빨리 시작해야 한다는 주장의 다른 논거는 저금리 기조를 계속 가져가 다간 자산가격 거품이 재연된다는 것이다. 이 주장은 인플레이션 경계론에 비하면 호소력이 컸다. 금리를 너무 낮은 상태에서 지나치게 오래 둔 탓에 미국 주택시장에 거품이 끼었고 이 거품이 터지면서 이번 경기침체가 빚어졌는데 이를 극복하는 과정에서 한번 더 거품을 조장하는 전철을 밟아서야 되겠느냐는 공감대가 형성됐기 때문이다.

불황 속에서 자산 가격이 상승하는 현상이 꼭 나쁘진 않다. 주가가 오르고 부동산 가격이 상승하면 경기 후퇴에 위축됐던 사람들은 재산 증가에 따라, 또 이에 따른 심리적인 대응으로 지갑을 열게 된다. 이른바 ‘부(富)의 효과’가 나타난다. 그러면서 경기 회복이 현실화되거나 앞당길 수 있다. 반면 실물경제는 부진한 가운데 자산시장만 홀로 치고 나가 거품이 부풀었다가 터지면서 경기 회복에 찬물을 끼얹는 경우도 배제하지 못한다. 금리 인상을 중심으로 한 출구전략을 실행해야 한다는 주장은 후자를 걱정하는 쪽에서 내놓은 것이다.

중앙은행이 거품을 막기 위해 통화정책을 써야 하는지는 반대가 많은 이슈였다. 논란이 없는 중앙은행 본연의 책무는 물가가 안정되도록 해 경제가 안정적으로 성장하도록 하는 일이다. 반대파 입장에는 거품을 판단하기도 어렵거나와 설불리 터뜨렸다간 충격이 더 커진다는 신중함이 깔려 있었다. 우리나라 중앙은행인 한국은행은 부동산 가격 거품을 막기 위해 기준금리를 올린 적도 있지만 이는 드문 사례에 속했다.

미국 FRB는 중앙은행이 물가에 초점을 맞춰야지 자산시장 거품 형성과 붕괴에 관여하면 안 된다는 입장이었다. 벤 버냉키 FRB 의장 역시 그렇게 주장했다. 그러던 버냉키 의장이 180도 돌아섰다. 버냉키 의장은 지난해 12월 상원 은행위원회가 연 의장 연임 인준청문회에서 자산 거품이 경제 안정을 위협한다면 금리 인상 등 통화정책 수단을 동원할 의향이 있다는 견해를 밝혔다. 그는 “금융시스템에 대한 감독과 규제가 버블에 대처하는 가장 강력하고 효과적인 방법이지만, 위협적이고 우려되는 상황에서 필요하다고 판단되면 통화정책 수단 동원을 배제하지 않는다”고 말했다.

## 중앙은행 “이제 자산 거품도 막겠다”

자산 거품이 부풀지 않도록 금리를 조만간 올려야 할까? 거의 일제히 금리인하를 포함한 경기 부양정책을 쓴 세계 주요 나라의 공통된 고민이다. 이를 두고서도 찬반이 엇갈린다. 이 문제의 답을 찾으려면 먼저 버블이 왜 경제에 충격을 주는지, 어떤 버블이 더 위험한지 이해해야 한다.

자산 버블은 부채를 많이 끼고 있을수록 터졌을 때 충격이 크다. 대차관계가 얹히지 않은 채 모두 자기 돈으로 자산을 사들였다면 거품이 꺼져도 충격은 가격이 떨어지기 전에 마지막으로 그 자산을 사들여 들고 있는 경제주체에 국한된다. 그러나 자산 매입 대금에 빚의 비중이 클수록 충격이 경제 전체에 파급된다. 금융회사가 가계나 기업에 돈을 빌려주고 가계나 기업이 그 돈으로 부동산을 산 상황에서 부동산 값이 폭락하면 부동산을 팔아도 빚을 다 갚지 못하게 된다. 그렇게 되면 금융회사의 손실이 커지고 금융회사는 자신의 앞가림에 급급해져 신규 대출을 줄이게 된다. 경제는 돈 줄이 막히는 신용경색에 빠져들게 된다. 신용경색은 실물경제에 추가로 부담을 안겨줘, 부도와 함께 부실채권이 증가하는 악순환이 꼬리를 문다. 자산 버블 가운데 부채가 많이 얹힌 것을 특히 경계해야 함을 알 수 있다.

일본의 부동산 버블이 바로 손쉬운 대출을 바탕으로 부풀어올랐다. 미국 주택시장 거품은 담보 가치의 100% 가까운 대출이 부추겼고, 그 대출이 버블에 가공할 파괴력을 줬다. 게다가 미국 주택시장 거품은 부채담보부증권(CDO)이라는 신종 파생금융상품을 통해 전세계 금융시장에 확산됐다. 그래서 미국 주택시장 거품 붕괴의 충격이 미국뿐 아니라 전세계에 실시간으로 번졌다.

버블을 잡으려면 금리인상도 불사해야 한다는 거시정책파는 “버블이 위험한 것은 가격 상승 때문이 아니라 그 과정에서 엮이는 부채 규모 때문”이라며 “따라서 부채 규모를 억제해야 하는데, 그 방안으로는 금리를 올려는 게 가장 효과적”이라고 주장한다.

미시정책파는 금리인상은 거품이 일어난 부문 외에 자산시장 전체를 압박하는 데다



기업과 가계 등 모든 경제주체에게 부담을 주기 때문에 바람직하지 않다고 맞선다. 미시정책파는 ‘압정을 박는 데 해머를 쓰면 벽이 다 부서질지 모른다’고 비유한다. 자산 거품이 커지지 않도록 하는 미시정책 가운데엔 해당 자산을 매입하기 위한 대출을 규제하는 대응이 대표적으로 권고된다. 이에 대해 강경파는 “거품을 방지하기 위해 금융 규제를 쓰는 건 큰 구멍이 뚫린 네판지 울타리로 밀물을 막으려는 노력이나 마찬가지”라고 빗대 비판한다.

## 한국은 부동산 버블 잘 제어중

한국 금융당국은 부동산 구입 대출을 두 갈래 미시정책으로 억제했다. 하나는 주택 담보인정비율(LTV)이고 다른 하나는 총부채상환비율(DTI)이다. LTV는 대출액을 담보 가의 일정 비율 이하로 묶는 조치이고, DTI는 돈을 빌리는 사람의 소득에 따라 상환 할 원리금 규모를 제한하는 방식으로 대출 규모를 제한하는 장치다. DTI는 빚 갚을 능력을 기준으로 하며 LTV보다 더 대출을 억제한다.

중국, 싱가포르, 홍콩 등 지역에선 경기침체에도 아랑곳하지 않고 부동산 가격이 상승했다. 이들 지역 금융당국은 버블인지 예의 주시하겠다면서도 한국처럼 철저하게 대응하진 않았다. 홍콩만 대출 규제를 강화했고, 그것도 LTV만 낮췄다.

거시정책과 미시정책 가운데 어느 걸 택해야 하나? 필자는 둘 다 일리가 있으며 상황에 따라 단계적으로 적용하면 된다고 본다. 버블인지 아닌지 헷갈릴 때엔, 당장 버블을 터뜨리자고 경제 전체에 부담을 지우는 금리 인상을 단행하기보다는, 대출 규제를 통해서 버블의 크기와 거품 붕괴의 후유증을 제어하는 편이 낫다.

한국처럼 미시정책을 잘 걸어놓으면 버블은 어느 정도 제어된다. 만에 하나 미시적 규제에도 불구하고 버블이 위험하게 부풀어오른다면 금리를 인상해야 한다. 앞서 대출 규제를 충분히 했기 때문에 금리를 높여 버블을 터뜨려도 파장이 증폭될 위험은 작다. 집값이 떨어지더라도 대출금액보다 적어져 집을 팔아도 원금을 갚지 못하는 이른바 ‘깡통주택’이 덜 생기기 때문이다. 따라서 한국은 자산 거품을 막기 위한 출구

전략으로서 금리인상에서 다른 나라에 비해 서두를 필요가 없다.

돌다리는 다 두드려 봤다. 기자와 정책 당국자의 시각이 정확히 일치하는 경우는 매우 드물다. 이런 전제 하에 허경욱 기획재정부 1차관이 지난해 밝힌 견해로 결론을 대신한다.

“지금 중환자실에서 막 나온 상태인데, 뛰겠다고 바로 문을 열고 밖으로 나가면 안 된다. 중환자가 어느 정도 회복되면 일반 환자실로 가서 체력을 회복한 뒤 문을 열고 나가야 하지 않겠느냐. 최소한 내년 상반기까지는 위험 요인이 훨씬 많다고 판단되는 만큼 (금리 인상을) 서두를 필요가 없다.”

