焦　點

인플레, 不況 그리고 金利問題

李　甲　燮
〈成大教授・經博〉

Ⅰ. 名答없는 金利論爭

金利를 둘러싸고 異見이 분분하다. 金利를 어떻게 해야 할 것인가. 引上해야 할 것인가, 引下해야 할 것인가. 그러지 말고 그냥 두어야 할 것인가. 사람에 따라 見解가 다르고 立場에 따라 主張이 다르다 보니 金利를 어떻게 해야 할 것인지는 참으로 어려운 문제다.

그것은 무엇보다도 저마다의 主張에 그 나름으로 否定하기 어려운 正當性이 있기 때문이며 또 各者의 主張에는 저마다 首尾一貫하여 내세우기 어려운 論理的 弱點이 內包되어 있기 때문이라 하겠다.

사실 金利를 올려야 한다는 主張만 하더라도 이를 그저 잘못이라고 할 수 없는 明白한 根據를 가지고 있다. 年間 物價上昇率이 40%를 웃돌고 있는데 銀行의 利子率은 그 折半水準(定期預金利率 19.5%, 商業어음割引率 20.0%)밖에 안되고 實質銀行金利는 마이너스 20% 정도의 형편없는 것이므로 金利는 내려야 하기는 커녕 도리어 올려야 마땅한 법이다. 그렇다고 이러한 根據에 따라 金利를 올려야 한다면 어느 水準까지 올려야 하는 것인가, 論理的으로 말해서는 적어도 實質金利가 負의 數値를 取하지 않는 것이 되어야 할 것이므로 그것은 적어도 物價上昇率인 약 40%線(1980년의 경우 44.2%)까지 引上되어야 할 것이다. 과연 金利引上의 主張도 이토록 대담한 것인지는 의문이다. 아마 이토록 대폭적인 金利引上을 말하는 主張은 없을 것이다. 그렇다면 金利引上의 主張은 스스로 自己主張을 포기하게 되고 마는 셈이다.

金利를 引下하라는 主張에도 一理가 없지 않다. 他人資本依存度가 지나치게 높은 企業들이 不況을 이겨내기 위해서는 金利負擔을 輕減시켜야 하므로 銀行金利를 引下해야 한다는 主張이 바로 그것이다. 金利를 經濟進行을 위한 한가지 政策手段으로 본다면 마땅히 그렇게 해야 할 것이다. 그렇다고 지금과 같은 負의 實質金利를 더욱 引下하면 그렇지 않아도 희생을 強要當하고 있는 貯蓄과 貯蓄者를 더욱 희생하는 것이 되므로 이는 사실상 얼른 納得할 수 없는 일이 된다고 하겠다.

이럴 수도 저럴 수도 없는 처지에서 지금과 같은 金利水準을 그냥 유지하자는 것도 그럴듯한 現實論이다. 지금의 金利政策이 바로 이에 해당하는 것이다. 그러나 이것은 지금의 金利水準에 만족하는데 그치는 것이 아니라 현재와 같은 높은 物價上昇率과 深刻한 不況에 대해서도 손을 쓰지 않고 만족하는 일이 되는 것이라 하겠다. 과연 현재의 상황을 그렇게 보아야 할 것인가, 金利引上論者나 金利引下論者의 눈에는 결코 그렇게 비치지 않을 것이다.

그러면 金利는 어떻게 하여야 하는 것인가, 明快한 解答은 얻을 수 없는 것인가?

Ⅱ. 温故知新의 指標

金利問題도 우리가 놓여 있는 狀況에 따라 달

리 論議해야 할 것이다. 金利는 資金市場의 價格바로미터이기는 하지만 또한 政策手段이 되는 것이므로 經濟運行의 狀況에 따라 이를 케이스 바이 케이스로 달리 活用해야 하기 때문이다. 이런 뜻에서 현재 우리가 놓여 있는 狀況과 명백히 區分될 수 있는 때라고 할 수 있는 지난날의 高度成長期나 그 이전 停滯期의 경우에 우리가 지녔던 金利問題를 먼저 한번 생각해 볼 필요가 있다.

현재의 金利問題를 이해하는데 도움이 될 수 있고 또 어떤 의미에 있어서는 이것이 아직도 基本的인 課題처럼 되어 있다고도 할 수 있기 때문이다.

金利政策과 관련하여 생각할 수 있었던 高成長期와 그 以前인 50年代 停滯期의 基本的 課題로서는 慢性的 인플레를 收束하는 일, 雇傭을 擴大하고 失業을 없애는 일, 國際收支를 改善하는 일들이었으므로 基本的으로는 현재 우리들이 놓여 있는 상황과 별로 다른 것이 없다고 하겠다.

그럼에도 불구하고 오늘날의 상황과 크게 다른 것은 高成長期에는 經濟成長率이 매우 높았고 國民貯蓄率이 바람직한 상태와는 매우 큰 거리가 있었다는 점을 들 수 있다. 물론 이 경우 停滯期와 高成長期를 비교하면 停滯期의 經濟成長率은 停滯的인 것이었고 國民貯蓄率은 絶對的으로 過小한 것이었으며 高成長期의 國民貯蓄率은 相對的으로 過小한 반면 經濟成長率은 매우 높았다는 差異點을 지적할 수 있을 것이다.

高成長期와 停滯期의 사이에는 비록 이와 같은 差異가 있기는 하였지만 金利政策의 관점에서는 모두 高金利政策이 必要로 하였던 時期라고 할 수 있다. 高金利政策이야말로 여러가지 서로 다른 政策目標를 達成하는데 그런대로 비교적 모순없이 活用될 수 있는 것이었기 때문이다.

이를테면 停滯期에는 인플레를 收束하기 위해서도 高金利政策이 필요하였고 雇傭增大 내지 經濟成長을 위한 길이 投資의 不足보다도 貯蓄의 絶對的 不足을 解消하는데 더욱 큰 필요성이 인정되었으며 輸出基盤이 敏如되어 있는 상태에서 貿易赤字를 縮小하는 방법은 輸入을 抑制하여야 하는 것이었으므로 低金利보다도 高金利政策이 절실히 요망되었던 것이다.

高成長期에도 物價安定을 위해서는 高金利政策이 필요하였고 國民貯蓄率의 더 한층 增大를 위해서도 高金利政策의 지속이 필요하였던 것이다. 停滯期와 비교하여 物價上昇率은 일반적으로 鈍化되었고 國民貯蓄率은 크게 높아졌지만 經濟成長率의 지나친 高率化와 投資의 過熱化를 막기 위해서는 高金利政策을 追求하여야 마땅한 것이었다.

그런데도 실지로는 반드시 그렇지는 못하였던 것이다. 도리어 傾向的으로는 低金利政策을 追求하려는 性向이 컸었다고 하겠다.

60年代初半의 停滯期에는 低金利政策이 一貫하여 追求되었고 1965~67년의 高金利政策期를 除外하면 政策은 도리어 金利의 引下를 追求하는 傾向을 보여 주었다고 하여도 좋을 것이다. 이것은 名目銀行金利의 움직임으로 잘 나타나고 있다. 高成長期를 통하여 名目銀行金利를 올린 경우는 1965년의 경우와 1974년, 1976년, 1978년의 경우를 들 수 있을 뿐이다. 그밖의 경우 즉 1968년의 경우를 비롯하여 1969년의 경우, 1971년, 1972년, 1977년의 경우에는 도리어 金利를 引下하였고 결과적으로는 實質金利水準을 지나치게 낮은 水準으로 끌어내려 經濟의 高成長과 高인플레를 더욱 부채질하는 격이 되었던 것이다.

이것은 實質金利面에서도 대체로 그렇게 말할 수 있는 것이었다. 實質銀行金利面에서 高金利가 유지된 時期는 1965~1970년의 期間일 뿐 나머지 高成長期는 사실상 低金利期였고 1971~1978년간을 평균할 때 定期預金金利는 年 2.2% 수준에 불과하였고 商業어음割引率은 年 1.4%에 지나지 않는 낮은 것이었다.

물론 이와같은 實質金利는 事前的인 政策指標가 아니라 事後的인 活動의 結果値이므로 이것만으로 政策을 評價할 수는 없는 것이지만 설령 그렇다 하더라도 經濟成長率이 지나치게 높고 投資가 過熱狀態를 치닫고 物價가 계속해서 오르고 國民貯蓄率의 增大가 계속해서 필요하였던 高成長期의 金利로서는 지나치게 낮은 것이었다. 그러고 보면 高成長期의 높은 經濟成長率은 低金利에 따른 過熱投資로 크게 이루어진 것이었고 그 대신 物價安定과 國民貯蓄의 增大가 희생된 것이었다고 할 수 있다.

이러한 過程의 되풀이는 마침내 收拾할 수 없

는 事態를 가져왔고 深刻한 不況의 奈落으로 經濟를 떨어지게 만들고만 큰 要因이 되었던 것이 아니었던가.

만약 高成長期에 高金利政策을 계속 지켜왔던들 事態는 훨씬 달라졌을 것이다. 經濟成長과 投資活動의 過熱化는 상당히 막아졌을 것이고 企業의 財務構造는 지금보다 훨씬 不況에 이길 수 있는 것으로 改善되었을 것이며 物價와 經濟의 不安定化 要因은 크게 除去되었을 것이다. 石油波動과 그밖의 海外不安要因에 대해 對處할 수 있는 우리 經濟의 適應力이나 對抗力도 크게 強해졌을 것이고 오늘날과 같은 深刻한 不況의 苦痛도 어느 정도 避할 수 있었을 것이다.

이런 뜻에서 우리는 高金利政策을 追求해야 할 狀況에서 도리어 低金利政策을 強行하는 어리석음을 저질렀고 결과적으로는 經濟의 持續的 成長을 위한 土臺마저 危殆롭게 만들고만 꼴이 되었다고도 할 수 있다.

Ⅲ. 無策이 上策인가

金利政策의 잘못은 高成長期의 終焉과 더불어 止揚된 것은 결코 아니었다. 經濟活動이 1978년의 高成長絶頂期로부터 79년 이래의 不況으로 急轉直下하는 過程에서도 金利政策의 잘못은 또다시 되풀이되었다고 할 수 있다. 그것은 무엇보다도 經濟活動의 내리막길에서 金利政策은 도리어 金利引上을 꾀함으로써 그렇지 않아도 下降하는 運動을 더욱 加速化하고 그렇지 않아도 到産의 危機에 몰리게 된 企業活動을 더욱 困難하게 만드는 것이 되었기 때문이다.

이를테면 分明히 不況의 局面을 드러내기 시작한 79년의 下半期에도 金利水準은 盲目的으로 高成長絶頂期때와 마찬가지로 유지되었으며 不況이 深刻한 樣相을 띠고 長期化되고 失業率이 급속히 늘고 있는 80년에 들어와서는 도리어 金利가 대폭 引上되었다가 다시 약간씩 引下되는 過程을 되풀이하였지만 그것은 매우 인색한 것이었으므로 期待形成面에서는 마치 지난날의 高金利政策과 같은 느낌조차 주는 것이었다.

이것은 물론 不況못지 않게 인플레를 우려하기 때문이라 할 수 있고, 豫想되는 높은 物價上昇率을 감안할 때 實質金利水準은 그렇지 않아도 큰 마이너스數値를 取하는 것이므로 貯蓄과 貯蓄者의 희생을 더욱 強要하지 않기 위해서는 實質金利를 더욱 引下해서는 안된다는 判斷이 있었기 때문이라 할 수 있다.

물론 이것은 一理있는 일들이다. 企業活動의 不況을 克服하기 위해 貯蓄者와 貯蓄의 主體가 되는 家計를 일방적으로 희생할 수는 없는 것이고 당장의 不況을 모면하기 위해 長期的인 經濟成長의 前提條件이 되는 物價安定의 基盤을 더욱 흔들어 놓을 수 없다는 見解가 바로 그것이다. 貯蓄者나 家計가 희생되어야 한다면 企業도 그만큼 희생되어야 公平한 것이고 앞으로로 長期間에 걸쳐 持續的으로 經濟의 高度成長을 실현하기 위해서는 貯蓄의 增大를 통해 經濟와 企業經營의 體質을 튼튼히 만들어야 하므로 企業活動을 위해서는 良藥이 쓰듯이 苦痛스럽지만 低金利보다도 高金利를 追求하여야 한다고도 말할 수 있을 법하다. 바로 이런 관점에서 提起된 것이 不況과 인플레의 苦痛을 國民과 企業이 共同으로 分擔하자는 主張이고 현재와 같은 中間的인 金利政策이라고 할 수 있다.

그러고 보니 金利政策은 이럴 수도 저럴 수도 없는 難處한 입장에 놓여 있는 셈이다. 金利를 현재의 水準에서 조금이라도 引下하면 인플레를 加速시킬 뿐 아니라 貯蓄增大와 貯蓄者의 保護를 外面한다는 소리를 듣게 되고 金利를 또 조금이라도 引上하는 날에는 不況을 더욱 加速化하는 무모한 政策을 쓴다는 非難을 듣게 될터이니 말이다. 그러기에 不況이 深刻할대로 深刻하게 進行된 事態하에서도 不況을 克服할 수 있는 積極的이고 효과적인 對策이라고는 쓸 수 없었고 사실상 강구된 것이 별로 없었다.

그렇다고 인플레를 다스리는 政策을 적극적으로 강구하여 왔다고도 할 수 없는 것이었다. 냉정히 따지자면 政策은 인플레對策과 不況對策의 二律背反的 論理에 사로잡힌 엉거주춤한 것이었다.

그 결과 그것은 마치 無策이 上策인 것처럼 되고만 느낌조차 주는 것이 되었다고 하여도 과언이 아니다. 이러한 政策의 결과는 어떻게 되었는가. 인플레와 不況이 동시에 解消되는 상태를 보여주었는가. 결코 그런 것이 못되었다. 好況이 무

너진 79년이래 物價는 오를대로 올랐고 不況은 深刻化할대로 深刻化하지 않았는가. 政策은 두마리의 토끼를 쫓다가 한마리도 잡지 못하는 격이 되었다.

인플레 對策으로도 不滿足스러운 것이었고 不況對策으로서도 지극히 不滿足스러운 것이었다.

물론 이것은 인플레收拾과 不況解消를 동시에 追求하는 二重政策이 두가지 目標에 다같이 不充分하지만 그런대로 어느 정도까지는 效果가 있으리라고 期待한 것부터 잘못임을 말하는 것이었다. 그만큼 政策은 우리가 현재 겪어온 인플레와 不況을 安易하게 보고 온 셈이다.

현재 우리가 겪고 있는 인플레는 不可抗力的인 海外要因과 결부된 뿌리깊은 것이고 그와같은 미지근한 政策으로 간단히 短時日안에 收拾될 수 없는 性質의 것이다. 그런데도 政策은 이를 短時日안에 收拾할 수 있다고 盲信하고 있는것 같으므로 도리어 不況對策마저 희생하는 것이 되고 만 것이다. 不況에 대한 診斷도 그것은 너무 樂觀的이었다. 그러기에 豫測은 번번히 빗나간 것이었고 政策手段은 不充分한 것이었다. 그러기에 金利政策도 엉거주춤한 상태에서 방황을 거듭할 수밖에 없는 것이었다고 하겠다.

Ⅳ. 一時나마 金利내려야

金利 및 經濟政策이 인플레對策과 不況對策 사이를 방황하고 있는 것은 현재 우리들이 겪고 있는 인플레와 不況을 다분히 一時的인 것으로 보고 있기 때문이라 할 수 있다. 만약 인플레와 不況이 一時的 내지 短期的인 것이라면 그럴 수도 있는 것이다.

그러나 현재 우리가 겪고 있는 인플레와 不況은 결코 그와같은 短期的인 것이거나 循環的인 것이라고 생각할 수 없다. 그것은 모두 長期的인 것이며 다분히 構造的인 性格을 띠는 것이라 하겠다.

인플레만 하더라도 한 두해의 收拾努力으로 아물 수 있는 것이라고는 도저히 생각할 수 없다. 설령 그것은 더 한층의 不況과 大量失業의 發生을 代價로 한 積極的인 努力으로도 좀처럼 쉽게 收拾할 수 없는 것이며 설령 收拾할 수 있다 하여도 그것은 그때만의 一時的 現象에 불과한 것이 되고 말 것이며 景氣의 恢復과 더불어 다시 되살아나는 것이 될 것이다.

당장의 物價安定을 위한 投資需要의 지나친 抑制는 景氣가 恢復될 때 다시 增加하게 될 總需要를 전혀 計算에 넣지 않는 供給能力의 不足을 의미하는 것이 될 것이고 오늘의 物價安定을 위한 來日의 物價安定의 희생을 뜻하는 것이 될 것이다. 아니 현실적으로는 오늘의 物價安定을 期하지도 못하면서 來日의 供給不足과 物價의 더 한층 不安을 가져올는지도 모르는 것이다. 이는 79년이래의 이른바 安定化政策下에서도 物價는 계속해서 急騰을 거듭하여 왔다는 사실에서도 알 수 있을 것이다.

不況의 局面도 그것은 결코 단순한 循環的인 것이 아니다. 현재의 不況은 79년이래 만 2년이나 지속된 最長最深의 것이다. 그러고도 그것은 아직도 가까운 時日안에 쉽게 恢復되리라는 뚜렷한 展望이 서지 않는 것이다. 분명히 이것은 長期的인 現象이다. 海外要因의 급작스런 好轉에 의하지 않는 限 적어도 國內的인 要因만을 고려할 때 그렇게밖에 말할 수 없는 것이다. 市場의 크기를 무시한체 마구 造出한 産業施設의 遊休化는 短期間에 끝날 것 같지 않으며 新投資의 正常水準恢復에는 상당한 時日을 요하게 될 것이다.

그렇다면 현재 우리들이 겪고 있는 인플레와 不況은 이를 한마디로 長期的인 「스태그플레이션」이라고 規定하여도 좋을 것이다. 또 그렇다면 우리도 다른 先進國들이 쓰고 있는 長期스태그플레이션對策을 모방하여 쓸법도 하다는 말을 할 수 있을는지 모른다.

그러나 우리의 경우 事情은 先進國과는 다르고 先進國들이 흔히 쓰고 있는 對策을 그냥 모방할 수는 없다. 왜냐하면 우리의 경우 인플레나 不況의 深度는 대체로 先進國의 경우보다 훨씬 甚하며 이에 있어서도 不況의 深刻化에 따른 失業의 問題가 특히 苦痛스러운 것이라고 지적할 수 있기 때문이다. 先進國의 경우는 비록 最惡의 경우 失業이 發生한다 하더라도 失業에 대해서 或種의 社會保障的 對策이 베풀어지는 것이지만 우리의 경우에는 그런 것이 없기 때문이

다. 말하자면 先進國에서는 失業의 增大를 甘受하고서라도 인플레 對策을 어느 정도 적극 推進할 수 있지만 우리의 경우는 失業의 增大를 무릅쓰고 인플레對策을 強行할 만한 餘地가 없는 것이다.

그런데도 우리의 경우 만약 失業의 增大를 무릅쓰고 인플레對策을 追求한다면 이는 所得이 있는 사람들의 所得安定을 위해 國民의 일부를 아무런 救濟策도 없이 所得이 없는 狀態로 희생시키는 일과 같이 될 것이다. 經濟政策의 한가지 基準이 되는 公平性이라는 관점에서 볼 때 이것은 말도 안되는 일이다.

公平性의 관점에서 볼 때 그것은 차라리 所得이 없는 失業을 救濟하기 위해 다수의 所得受取國民의 所得 일부를 희생하는 것이 바람직한 것이다. 물론 이것은 公平性이라는 관점에서가 아니라 困難과 苦痛을 참고 견딘다는 負擔能力면에서도 그렇다고 말할 수 있다.

그렇다면 우리의 경우 長期스태그플레이션 對策은 당장에 收拾하기 어려운 인플레문제보다도 차라리 失業增大라는 深刻한 事態를 해소하는데 더욱 政策의 力點을 두어야 할 것이다. 최악의 경우에도 失業率의 增大라는 事態는 회피되어야 하는 것이다.

물론 이것은 지금과 같은 深刻한 不況 事態하에서의 政策力點을 인플레보다는 不況의 對策에 두어야 한다는 것이 되므로 金利政策은 비록 實質金利가 負의 數値를 보여주고 있다 하더라도 일시적으로는 名目金利의 引下를 꾀하여야 할 것이다.

그러나 이와같이 引下된 金利는 正常金利로부터 크게 逸脫한 것이므로 長期間 유지될 수는 없는 것이고 또 그렇게 되어서도 안되는 것이다. 景氣恢復의 條件이 成熟되면 그것은 곧 正常水準으로 復歸되도록 해야하는 것이다. 아니 失業의 增加率이 멎게 된다면 도리어 高金利로 적극적인 인플레對策을 강구하여야 하고 企業活動의 現實化를 誘導해 나가야 할 것이다. 이것은 物價安定의 터전을 먼저 마련하여 놓고 不況對策을 강구하여야 한다는 政策의 順序와는 다른 것이며 好況期에 다스리지 않았던 不實企業을 不況期에 다스리겠다고 하는 뒤바뀐 政策主張과도 見解를 달리하는 것이 될 것이다.

V. 切實할 때 處方을

우리의 경우 經濟活動水準이 正常的인 상태에서 움직이고 있다면 金利水準은 다른 나라나 賃金水準에 비해 상대적으로 높을 수밖에 없다. 넓은 意味에서의 資本市場은 아직도 超過需要·供給不足의 不均衡狀態를 벗어나지 못하고 國民貯蓄率의 더 한층 增大를 계속해서 必要로 하기 때문이다. 현재와 같은 極甚한 不況속에서 金利引下를 꾀하여야 한다 하여 그리고 實質銀行金利가 매우 큰 負의 數値를 取하고 있음에도 金融貯蓄이 늘고 있다 하여 이와 같은 事情이 근본적으로 解消된 것은 결코 아니다. 그것은 어디까지나 不況期의 非正常的인 現象이지 基本的으로는 우리 經濟가 여전히 高金利體制하에 놓여 있다고 하겠다.

그런데도 우리는 長期스태그플레이션의 상황속에 급격한 失業率의 增大를 피하기 위해서는 그와같은 高金利體制로부터 일시적으로 離脫하지 않을 수 없다. 적어도 景氣恢復의 條件이 成熟될 때까지는 金利引下를 꾀하여야 하고 低金利政策을 유지할 수밖에 없는 것이다. 失業對策을 위한 인플레對策의 희생이 인플레對策을 위한 失業對策의 희생보다는 더욱 아쉽고 苦痛이 덜하기 때문이라 하겠다.

高成長期에 인플레抑制를 위한 高金利政策을 追求하지 않았던 것도 큰 잘못이었지만 長期스태그플레이션 現象하에서 失業率이 급격히 增大하는데도 金利政策面에서 失業問題보다도 인플레對策의 강구를 더욱 意識하는 것도 잘못이다.

최근에 와서 景氣의 下降運動이 멎고 恢復氣味를 나타내고 있다고 한다. 이는 좀 더 두고 보아야 할 일이지만 景氣恢復의 條件이 成熟되면 이와같은 金利引下의 必要性은 그 切實性을 잃게 될 것이다. 그런데도 金利政策은 物價上昇勢가 鈍化되면 金利를 段階的으로 引下할 듯이 비쳐주고 있으므로 다시 한번 金利引上 必要時期에 金利引下를 強行하는 逆說的인 金利政策을 되풀이하겠다는 것인지 모를 노릇이다. 이런 뜻에서도 金利를 둘러싼 論議에는 異見이 분분하다 하겠다.