

팬더믹 이후 인플레이션의 원인과 정책 대응 평가

박복영 (경희대학교 교수)

■ 요약 ■

코로나19 팬더믹 이후 미국을 비롯한 많은 나라는 40여년 만에 가장 심각한 인플레이션을 겪고 있다. 현재의 인플레이션은 단순히 우크라이나 전쟁이나 공급망 교란의 결과가 아니라, 팬더믹 기간의 대규모 유동성 공급이나 경제 정상화 이후 신속한 경기회복에 따른 수요측 압력도 같이 작용한 결과이다. 그리고 유동성 흡수를 위한 정책 대응이 늦었기 때문이기도 한데, 이런 정책 실수는 2008년 금융위기 이후 회복과 팬더믹 이후 경기 회복의 차이를 제대로 인식하지 못한 데서 비롯됐다. 지금은 경기 둔화 위험이 다소 있어도 인플레이션 억제 및 금융안정을 위해 유동성 흡수 및 금리인상으로 대응하는 것이 적절하다. 다만 급속한 금리 인상에 따른 금융리스크에 대한 면밀한 모니터링은 필요하다.

※ 이 글은 필자의 개인적 견해로, 본 연구소의 입장과 일치하지 않을 수 있습니다.

두 번의 인플레이션 논쟁

2008년 글로벌 금융위기가 발생한 다음 해인 2009년 4월 미국의 한 언론사가 주최한 세미나에서 노벨 경제학상 수상자인 폴 크루그먼(P. Krugman)과 하버드대학 역사학 교수인 니얼 퍼거슨(N. Ferguson)이 논쟁을 벌였다. 퍼거슨은 금융위기 동안 양적 완화로 풀린 유동성과 재정 확대가 인플레이션의 도래가 불가피하다고 주장했다. 하지만 크루그먼은 확장적 거시정책의 결과 시장은 안정을 찾아가고 있으며 인플레이션 위험은 없다고 단언했다. 이후에 벌어진 실제 상황은 크루그먼의 손을 들어주었다. 인플레이션은 나타나지 않았으며 미국을 비롯한 주요국은 오히려 디플레이션 위험을 걱정해야 했다.

코로나19가 발생한 이듬해인 2021년 2월 프린스턴대학의 한 연구소는 경제학계 두 거물을 초청하여 웨비나를 열었다. 이번에도 크루그먼이 초청을 받았고, 상대는 전 재무장관 래리 서머스(L. Summers)였다. 갓 출범한 바이든 정부의 경기부양 조치를 둘러싸고 두 사람은 논쟁을 벌였는데, 서머스는 이 조치가 인플레이션을 초래하고 결국 연방준비제도(이하 연준)의 뒤늦은 대응으로 불황이 나타날 수 있다고 주장했다. 하지만 크루그먼은 이번에도 부양 조치가 인플레이션을 초래하지 않을 것이라고 반박했다. 그런데 이번에는 크루그먼이 틀렸다. 미국 인플레이션율은 40여 년 만에 최고 수준을 기록하고 있으며, 연준은 황급히 금리 인상에 나섰다. 결국 크루그먼은 지난 7월 21일 뉴욕타임즈(The New York Times)에 자신의 판단이 잘못됐다는 반성의 칼럼을 썼다.

2008년 글로벌 금융위기 발생 이후 연준은 양적 완화를 통해 약 2조 달러의 본원통화를 공급했다. 갓 출범한 오바마 정부는 이듬해 경기회복을 위한 재정 부양 조치를 펼쳤다. 코로나 팬데믹 이후의 대응도 비슷했다. 연준은 양적 완화를 통해 약 5조 달러의 본원통화를 공급했고, 이듬해 바이든 정부는 피해자 구제를 이유로 추가 부양 조치를 시행했다. 그런데 왜 2009년 크루그먼은 옳았고, 2021

년 크루그먼 틀렸을까? 다시 말해 과거에는 인플레이션 후유증이 없었는데, 지금은 왜 심각한 인플레이션이 발생하고 있을까?

지금은 우크라이나 전쟁이라는 요인이 있다고 말할지 모르겠다. 하지만 우크라이나 전쟁이 발발하기 전인 올해 2월 미국 인플레이션율은 이미 7.9%에 이르렀고, OECD 회원국 평균도 7.8%였다 (<그림 1> 참조). 우크라이나 전쟁은 상황을 약간 더 악화시켰을 뿐이다. 2008년 금융위기 이후와 코로나19 팬데믹 이후의 차이는, 무엇보다 두 위기의 성격이 매우 달라서 발생한 것이다. 그리고 이 차이를 제대로 이해하지 못한 상태에서 정책 당국이 과거와 유사한 방식으로 정책 대응을 하는 오류를 범했기 때문이다. 이 글에서는 주로 미국의 상황과 정책을 중심으로 설명하겠지만, 우리나라와 유럽을 포함한 많은 선진국의 상황도 미국과 크게 다르지 않다.

<그림 1> 글로벌 인플레이션율 추이(2007-2022년, %)



자료: OECD

금융위기와 팬데믹 위기의 차이

2008년과 같은 금융위기는 수술과 장기간 회복이 필요한 심각한 질병과 같다면, 팬데믹의 경제적 충격은 급성 발작과 같다. 금융위기가 누적된 경제 내부의 문제 때문에 발생했다면, 팬데믹 위기는 전적으로 외부 충격 때문에 경제가 일시 정지한 것이다. 따라서 외부 요인이 소멸 혹은 약화 되면 경제는 빠르게 정

상으로 회복한다. 2020년 4월 코로나19가 세계로 확산하자, 게오르기예바(K. Georgieva) IMF 총재의 표현처럼 “세계 경제가 멈춰 섰다.” 하지만 2021년 초 백신의 신속한 보급과 더불어 경제는 빠르게 정상화되었다. 실제로 미국과 한국을 비롯한 대부분 선진국은 코로나19 충격으로 감소한 GDP를 1년여 만에 회복하였다. 2008년 금융위기 충격을 회복하는데 미국이 4~5년, 유럽은 그 이상 걸렸음을 상기하면 이번에는 매우 가파른 V자형 회복을 보인 것이다. <그림 2>는 2008년 금융위기와 2021년 팬더믹을 전후 한 시기 미국 실업률 변화를 보여준다. 이 그림은 두 위기의 회복 속도 차이를 뚜렷이 보여준다. 팬더믹 직후 미국 실업률은 3.5%에서 15%까지 치솟았지만, 그 후 급락하여 2년이 지난 지금 팬더믹 이전 수준으로 낮아졌다. 다른 선진국의 회복은 미국만큼 빠르지는 않지만 2008년 위기보다는 훨씬 빠르다.

<그림 2> 2008년 금융위기와 2020년 팬더믹 전후 미국 실업률 추이 (%)



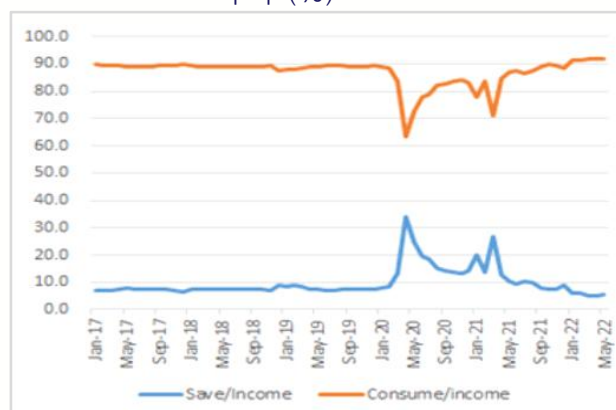
자료: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)

신속한 회복에는 백신 접종을 통한 외생적 충격의 소멸, 팬더믹 기간의 적극적 정책 대응, 정상화 이후의 소위 보복 소비가 큰 역할을 했다. 봉쇄조치로 소비는 어려워진 상태에서 정부 소득구제까지 이루어지자, 미국에서는 개인 저축률(가처분 소득 대비)이 9%에서 27%까지 급등하기도 했다. 팬더믹 기간에 이 비율은 정상의 2배 정도를 계속 유지했다

(<그림 3> 참조). 봉쇄가 풀리자 누적된 개인 저축은 소비 분출로 이어졌다. 올해 전반기 개인 저축률은 평시 수준보다 크게 낮은 5% 대로 하락하고 평균소비성향은 평시 수준을 넘어섰는데, 이는 보복 소비가 실제로 나타나고 있다는 뜻이다. 이런 사실들은 정상화 이후 인플레이션을 유발할 수 있는 수요측 압력이 상당했음을 의미한다.

빠른 수요 회복에도 불구하고 공급능력은 빠르게 회복되지 않았다. 코로나 기간 감소한 재고는 제때 채워지지 않았고, 멈췄던 공장이 재가동하는 데도 생각보다 긴 시간이 필요했다. 미국에서 인플레이션 압력이 처음 가시화된 것은 2021년 3월 전후였다. 물가상승을 피부로 느낄 수 있는 분야는 중고차 가격이었다. 경제 정상화와 더불어 자동차 수요가 증가했지만, 신차 재고는 바닥났으며 차량용 반도체 부족으로 생산도 제대로 이루어지지 않았기 때문이다. 다른 분야에서도 유사한 공급망 교란이 나타나면서 공급 부족 현상이 발생했다. 항구의 컨테이너 처리 능력도 정상화되지 않아 수입품 가격이 상승했다. 일터를 떠난 다수의 노동자는 감염 위험, 육아 부담, 새로운 일자리 취업, 팬더믹 일상 적응 등의 이유로 일터로 돌아오지 않았다. 대사직(Great Resignation)이라고 불린 이런 현상 때문에 많은 업종이 구인난을 겪었다. 선진국에서는 외국인 노동자 유입이 중지되었으며, 개도국에서는 귀향한 노동자들이 도시로 복귀하지 않았다.

<그림 3> 미국 개인 저축률 및 소비성향 추이 (%)



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)

수요압력 과소평가와 유동성 흡수 지체

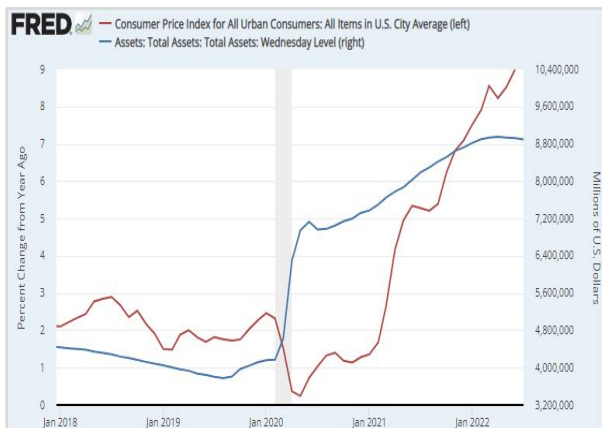
이런 요인들은 공급 병목현상을 낳아 인플레이션 압력을 높였다. 문제는 이런 에피소드들 때문에 인플레이션이 외생적이며 일시적인 공급 장애의 결과라고 오판하게 되었다는 점이다. 예를 들어 2021년 4월과 5월 미국 인플레이션율은 이미 각각 4.2%와 5.0%에 이르렀지만 재닛 옐런(J. Yellen) 재무장관과 제롬 파월(J. Powell) 연준 의장은 계속 인플레이션이 일시적 현상일 뿐이라고 일축했다. 곧 해소될 공급망 교란과 기저효과 때문이라고 판단한 것이다. 그리고 설사 인플레이션이 문제가 된다고 해도 연준이 충분히 대응할 수 있다고 자신했다.

하지만 공급 부족은 단순히 외생적 공급망 교란의 결과만은 아니었다. 물론 공급능력이 빠르게 조정하지 못한 기술적 문제도 있지만, 수요가 빠르게 회복한 것이 공급 부족 문제를 더욱 심화시켰다. 대표적인 예가 국제유가 상승이다. 팬데믹 시기에 월평균 20달러대까지 하락했던 국제유가는 우크라이나 전쟁 직전인 2022년 2월에 이미 100달러 근처까지 상승했다. 1970년대 오일쇼크의 경험 때문에 유가 상승은 흔히 공급측 인플레이션 압력으로 이해되지만, 사실 이 기간의 국제유가 상승은 석유 수요 증가의 결과였다. 미국 에너지정보청(EIA) 통계에 따르면, 코로나 초기인 2020년 2분기 세계 원유 수요는 2019년 동기 대비 85% 수준까지 떨어졌지만, 그 후 빠르게 회복되어 2021년 4분기에는 99.3% 수준까지 회복되었다. 공급능력이 회복되었지만, 그 속도가 수요만큼 빠르지 않았다. 그 결과 1일 100~200만 배럴 정도의 초과수요가 발생했으며, 이것이 국제유가 상승의 원인이 되었다. 당시 유가 상승에 주목하여 스태그플레이션을 진단한 전문가도 많았는데 이것은 잘못된 진단이었다. 유가 상승이 향후 경기를 둔화시킬 수는 있겠지만, 사실 당시 더 주목했어야 할 점은 유가 상승을 초래한 수요압력이

었다. 이 압력을 어떻게 완화할 것인가를 걱정해야 하는 시점에 언론과 일부 전문가들은 경기둔화를 걱정한 것이다.

수요압력에 대한 과소평가, 그리고 인플레이션을 일시적 공급망 교란 결과로만 판단한 것은 잘못된 정책 대응으로 귀결되었다. 예를 들어 경제 정상화로 이미 소비가 빠르게 회복되던 2021년 초에 미국은 1.9조 달러의 대규모 추가 경기부양 조치를 시행했다. 이것보다 더 심각한 오류는 팬데믹 기간 급증한 유동성의 흡수를 지나치게 늦게 시작한 것이다. 2021년 2분기 이후 경기회복이 가속화되고 실물 부문에서 인플레이션이 나타나고 있음에도 연준은 유동성 흡수에서 나서지 않았다. 인플레이션율이 목표 수준인 2%는 물론이고 5%를 꾸준히 넘고 있음에도 연준은 계속 채권을 매입하며 통화량을 늘리고 있었다. 그리고 채권 매입 규모의 축소, 즉 테이퍼링(tapering)을 2022년 3월에나 시작할 것이라고 예고했다. 유동성 흡수도 아니고 공급 규모 축소를 6개월 또는 9개월 이후에나 하겠다는 선언이었다. 금리 인상은 그보다도 다시 3개월 후에나 시작할 것이라는 신호를 보냈다. 인플레이션이 가속화된 2021년 9월에야 정책 당국의 태도가 달라졌다. 그래도 실제 테이퍼링은 11월에야 시작되었고 연준 본원통화 감소는 2022년 2월에야 이루어졌다. 이때 인플레이션율은 이미 8% 턱밑까지 올라왔다(<그림 4> 참조). 그리고 연준은 최근 4개월간 2.25% 포인트라는 유례없이 빠른 속도로 금리 인상을 단행했다(<그림 5> 참조). 그 결과 각종 금융시장과 자금 흐름이 요동쳤으며, 인플레이션 우려는 여전한 상태다. 이런 연준의 판단과 대응은 명백한 실수다. 아마 100여 년의 연준 통화정책 역사상 가장 심각한 실수 중 하나로 기록될 것이다.

<그림 4> 팬데믹 전후 미국 인플레이션율(%)과 연준 총자산(백만 달러) 추이



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED)

왜 이런 실수를 저질렀을까? 가장 근본적 원인은 위에서 설명한 것처럼 일반적 불황 혹은 금융위기 이후 불황과, 팬더믹의 경제적 충격의 차이를 제대로 이해하지 못했기 때문이라고 생각한다. 특히 경기회복 속도에 큰 차이가 있음을 인식하지 못해 정책 대응이 늦었던 것이다. 이것은 초기에 인플레이션의 수요측 요인을 무시하고 공급망 교란에만 주목한 것과도 연결된다. 수요와 공급능력의 회복에 차이가 있다는 사실도 늦게 깨달았다. 일반적 불황에서 회복할 때는 수요 회복이 더디므로, 공급능력 회복의 시차가 문제 되지 않으며 공급 병목현상도 거의 나타나지 않는다. 하지만 포스트-팬더믹(post-pandemic) 회복의 경우 공급망 정상화보다 수요 회복이 훨씬 빨랐다. 그리고 차량용 반도체나 인력 부족 사태에서 보듯 공급망 정상화는 일반적으로 예상했던 것보다 훨씬 느렸다. 공급측 인플레이션 압력도 중첩됐다는 뜻이다.

정책결정자들의 과거 경험은 정책적 실수를 더 심화시켰을 것으로 생각된다. 앨런 재무장관과 파월 연준 의장은 모두 2008년 위기 이후 양적 완화 기간에 연준 이사과 의장으로 재임하고 있었다. 2008년 위기 이후의 양적 완화는 제2의 대공황을 막은 매우 성공적 대응으로 평가된다. 특히 경기회복이 뚜렷하게 될 때까지 유동성 흡수를 최대한 늦춘 것이 높이 평가된다. 1930년대 대공황 회복기에는 지나치게 빠른 긴축정책 선회로 1937년에 재

침체를 겪었는데, 2008년 위기 이후에는 이런 실수를 반복하지 않았다는 것이다. 2008년 위기 이후 연준 의장을 차례로 맡은 벤 버냉키(B. Bernanke)와 앨런은 모두 대학에서 대공황의 경험을 연구했기 때문에, 대공황의 교훈을 잘 알고 있었다. 그리고 크루그먼은 이들의 성공적 대응을 가장 높이 평가한 학자였다. 하지만 2008년 위기 대응의 성공적 경험은 포스트-팬더믹 대응에서는 오히려 독이 되었다. 앨런과 파월, 그리고 크루그먼은 모두 이번에도 지나치게 빨리 유동성을 흡수해서는 안 된다고 생각했다. 지나치게 빠른 것이 지나치게 느린 것보다 더 나쁘다고 말했다. 이것이 인플레이션을 악화시켰다. 위기의 성격이 다른 데 정책 대응은 비슷하게 한 것이다. 성공의 경험이 오히려 독이 될 수 있다. 그리고 역사는 반복되는 것 같지만, 그렇다고 같은 모습으로 반복되는 것은 아니다.

정책 대응 방향

결론적으로 지금의 인플레이션은 단순히 우크라이나 사태나 공급측 교란 때문에 나타나고 있는 것이 아니다. 팬더믹 기간 동안 지나칠 정도로 그리고 긴 시간 동안 공급된 유동성과 빠른 수요 회복의 결과이기도 하다. 따라서 금리 인상을 통해 인플레이션에 대응하고 민간의 부채를 축소하는 정책이 적절하다. 일부에서는 공급충격에 의한 인플레이션을 금리 인상으로 대응하는 것이 적절하지 않다고 평가하기도 하지만, 현재의 인플레이션에는 수요압력이 상당히 큰 힘으로 작용하고 있다. 미국 연준이 2022년 6월 소위 자이언트 스텝으로 금리를 0.75% 포인트 대폭 인상한 후 1개월 만에 국제유가가 20%가량 하락한 것이 하나의 방증이다. 금리 인상 과정에서 경기가 다소 둔화하는 것은 불가피하며 그 정도가 심하지 않으면 바람직하기도 하다.

이러한 진단과 처방은 우리 경우에도 대체로 적용된다. 우리는 다행히 미국보다 9개월 이른 2021년 8월부터 금리를 인상하기 시작했다. 그리고 코로나의 경기 충격이 작아 인

플레이션의 기저효과도 낮았다. 덕분에 우리 인플레이션을 수치는 미국보다 3% 포인트 정도 낮다. 하지만 우리 역시 수요압력이 상당하다. 1분기까지 소비회복이 매우 빨랐으며 노동시장도 매우 타이트한 상황이었다. 상반기까지 취업자 수는 전년 대비 무려 100만 명가량 증가했다. 이런 상황에서 60조 원에 이르는 윤석열 정부의 2차 추경은 수요압력을 더욱 가중했다. 1년 전 바이든 정부의 경기부양이 지금 인플레이션 심화의 원인으로 지적되고 있는데, 윤 정부의 추경은 그보다 1년 후 우크라이나 전쟁으로 인플레이션 우려가 최고조에 이른 시점에 시행되었다. 최악의 시점에 이루어진 역사상 최대 규모의 추경이었다. 여전히 수요와 유동성 과잉 압력이 존재한다. 따라서 금리 인상으로 인플레이션에 대응하는 것은 적절하다. 그 결과 부분적 경기둔화가 나타난다고 해도 물가안정의 비용으로 생각해야 한다. 경제성장을 전망의 하향 조정은 불황의 도래가 아니라, 작년 경기 급상승의 조정을 의미하는 것이다. 다만 금리 인상에 따른 금융시장 리스크는 세밀히 점검할 필요가 있다. **SIES**

| 약력 | 서울대학교 경제학과를 졸업하고 동 대학원에서 경제학 박사 학위를 취득하였다. 대외경제정책연구원 연구위원을 거쳐 현재 경희대학교 국제대학원 교수로 재직하고 있다, 국민경제자문회의 위원, 정책기획위원회 위원, 문재인 정부 경제보좌관을 역임하였다.

<그림 5> 한국과 미국의 기준금리 조정



출처: 뉴시스