

대공황과 통화주의자가 만들어낸 미신*

전 용 덕**

국문초록

1929년부터 1933년까지 미국 연방준비위원회가 대공황을 맞아 아무런 조치를 취하지 않았다는 통화주의자의 주장은 미신이다. 사실 당시 미국 연방준비위원회는 통화공급을 증가시키는 방향으로 통화정책을 펼쳤다. 즉 미국 연방준비위원회는 큰 침체에 직면하여 확장적 통화정책을 펼쳤다는 것이 진실이다. 연방준비위원회의 확장적인 통화정책이 미친 부정적인 영향은 침체되고 있는 당시 경제를 더 나쁘게 만들었지만 미국인, 은행, 외국인 등의 적극적인 대응에 따라 그 효과가 어느 정도 상쇄되었다. 이러한 비판을 감안하여 현대의 통화주의자들은 당시에 충분한 통화공급이 이루어지지 않았다고 주장할지도 모르겠다. 그러나 통화공급을 증가시켰음에도 불구하고 투자, 소비, 국민총생산, 다른 거시지표 등이 나쁜 방향으로 움직였다는 것은 현대 통화주의자들의 주장도 또한 틀렸음을 의미한다. 이 연구는 금번 세계적인 경제위기에 대한 연방준비위원회의 정책 처방에 대해 시사하는 바가 크다. 이 연구가 몇 가지 약점을 지니고 있다는 지적은 옳은 것이다. 그러나 그런 약점이 이 연구의 결론을 번복할 정도가 아닌 것도 분명해 보인다.

주제어: 대공황, 통화주의자, 미국 연방준비위원회, 통화정책, 통화공급

* 이 논문집의 익명의 두 논평자에게 감사한다.

** 대구대학교 무역학과 교수

접수: 8/15, 수정: 10/5, 게재확정: 10/10

I. 서론: 통화주의자가 만들어낸 미신

미국 대통령 후버가 대공황을 맞아 재정정책적 관점에서 아무런 조치를 취하지 않았다는 주장이 크루그먼을 포함한 다수 경제학자와 역사가가 지닌 미신이다. 통화정책적 관점에서 그런 미신과 쌍벽을 이루는 미신이 있다. 대공황 초기(1929-1933)에 미국 연방준비위원회(이하 ‘연준’으로 약칭)가 ‘아무런 조치’를 취하지 않았거나 심지어 통화량을 ‘축소’했다는 미신이 바로 그것이다. 그리고 연준의 그런 잘못된 정책이 통상적인 침체가 되었을 것을 ‘대공황’으로 빠져들게 만들었다는 것이다.

통화주의(monetarism)를 신봉하는 일단의 경제학자는 미 연준이 대공황 초기에 통화량을 줄였다는 미신이 만들어지는데 큰 역할을 해왔다. 통화주의를 주창한 밀튼 프리드먼(Milton Friedman)이 그런 경제학자들의 중심에 있다. 실제로 그는 이제는 고전이 된 『선택할 자유』(Free to Choose)라는 책에서 대공황 당시 연방준비위원회의 통화정책에 대하여 다음과 같이 썼다. “화폐량 축소를 상쇄하기 위하여 통상적으로 필요한 양보다 더 많은 양의 통화공급을 적극적으로 확대하는 대신에 시스템[미 연준을 말함]은 1930년 동안 내내 화폐의 양이 천천히 감소하는 것을 허용했다.”¹⁾ 그리고 현재의 연준 의장인 벤 버냉키(Ben Bernanke)는 프리드먼의 2002년 생일 축하사에서 다음과 같이 말했다. “연준의 공식적인 대표인 나의 직위를 약간 비난하는 것으로 내 말을 끝내고자 한다. 대공황에 대한

1) Milton Friedman, *Free to Choose: A Personal Statement*, New York: Harcourt Books, 1990, 80쪽에서 인용.

밀튼과 안나의 업적[두 사람이 공저한 『미국의 화폐역사 1867-1960』(A Monetary History of the United States 1867-1960(1963))을 지칭함]에 대해 말하고자 한다. 당신들이 옳다. 우리가 그렇게 했다[연준이 통화량을 감소시킨 것을 말함]. 우리가 두 분에게 미안하게 생각한다. 그러나 당신들 덕분에 우리는 두 번 다시 그렇게 하지 않을 것이다.”²⁾ 그리고 역사학자 짐 파월(Jim Powell)도 프리드만을 옹호하면서 화폐 재고의 심각한 축소가 경제를 대공황으로 빠져들게 만들었다는 주장을 했다.³⁾

이런 미신에 근거하여 미 연준은 2008년을 전후하여 발생한 대규모 경기변동에 연방기금 금리를 역사적 최저치로 낮추어 전대미문의 통화증발 정책을 실시하고 있다. 2008년 마지막 삼 개월 동안에 버냉키가 은행의 지급준비금을 연간으로 환산하여 4십만 퍼센트 이상을 증가시켰다.⁴⁾ 우리나라를 포함한 다수의 다른 나라도 상황은 미국과 대동소이하다.⁵⁾ 만약 대공황 초기 연준의 통화정책에 대한 통화주의자의 주장이

2) 버냉키 연설문에 대해서는 <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021108/default.htm>

3) Jim Powell, *FDR's Folly: How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Depression*, New York: Three Rivers Press, 2003, 29-30쪽 참조.

4) 은행의 지급준비금에 대한 자료는 <http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/123>

5) 1929년 붐이 끝나고 침체가 시작되자 미국을 포함한 세계의 중앙은행은 명시적으로 협력하여 확장적 통화정책을 시행했다. 그리고 주지하듯이 미국을 포함한 세계 각국은 대공황으로 빠져들었다. 이 번 경제위기에 각국 정부와 중앙은행이 명시적으로 협력하여 확장적 통화정책과 재정정책을 펼치고 있는 것도 1920년대 말의 경제위기와 매우 비슷하다. 1920년대 중앙은행들의 협력에 대해서는 Lionel Robbins, *The Great Depression*, The Ludwig von Mises Institute, 2007, 73쪽 참조.

올다면 2008년 위기 이후 연준의 전례가 없는 통화증발은 적절하고 옳은 선택이다. 그러나 통화주의자의 주장이 틀린다면 미국과 전 세계는 미래의 언젠가 다시 한 번 큰 어려움을 겪거나 침체의 탈출이 쉽지 않을 가능성이 크다.

<표 1> 연도별 통화폐공급량과 증감률

(단위: 억 달러)

연도	통화폐공급량	전년대비 증감률
1929	735.2	
1930	732.7	-0.34%
1931	682.5	-6.85%
1932	647.2	-5.17%
1933	616.1	-4.81%

주: 통화폐공급량은 연말 기준임.

자료: Rothbard(1975), 전계서, 191-193, 212-213, 230-233, 284-289쪽에서 작성.

본론으로 들어가기 전에 여기에서 대공황 초기 화폐 재고의 감소가 연준의 잘못된 통화정책에 기인한 것이라는 주장에 대한 결론을 먼저 내리고자 한다. 미국의 연방준비위원회와 후버 대통령은 대공황 초기에 확장적 통화정책을 적극적으로 시행했다. 그럼에도 불구하고 <표 1>에서 알 수 있듯이 대공황 초기에 화폐 재고는 감소했다.⁶⁾ 그렇게 된 것은 화폐 재고를 감소하게 만드는 힘에 의한 화폐 재고 감소분이 연준에 의한 통화공급 증가분보다 더 컸기 때문이다. 이러한 결론이 2008년을 전후한 경기변동에 시사하는 바는 전 세계 경제, 특히 미국 경제는 2008년 위기 이후에 연준의 엄청난 통화공급 증가로 대공황 초기처럼 미래 언젠가 지금은 예측할 수 없는 곤경에 처하게 될 것이라는 점이다.⁷⁾

6) <표 1>에 대한 자세한 설명은 다음 절에서 하고자 한다.

이 글은 세 가지 목적을 위해서 작성된 것이다. 첫째, 이 글은 상당수 고전적 자유주의자 또는 신자유주의자마저도 지니고 있는 잘못된 견해를 바로 잡는 것이 일차적인 목적이다. 왜냐하면 시장을 신봉하는 경제학자들도 대공황 당시 연준의 정책에 대해서는 주류 견해인 통화주의를 대부분 받아들이고 있지만 이 글은 그것이 잘못되었음을 과거 연구자의 자료를 이용하여 증명하는 것이기 때문이다. 이 글이 통화주의 전체를 검토하는 것이 아니라 대공황 당시의 연준이 축소적 통화정책을 실시했거나 또는 확장적 통화정책을 실시하지 않았다는 주장을 반박하고자 하는 것을 목적으로 한다는 점을 다시 한 번 강조하고자 한다. 둘째, 대공황 당시의 연준의 정책에 대해 주류 견해인 통화주의가 잘못되었음을 다시 한 번 강조함으로써 미래에 통화정책이 잘못되는 것을 막기 위함이다. 물론 이 연구는 하나의 역사적 사례만을 다룬다는 한계를 인정하지 않을 수 없지만 그 사례가 매우 중요한 것이라는 관점에서 연구 결과를 가볍게 볼 수는 없다고 하겠다. 셋째, 이 글은 통화주의를 신봉하는 연구자들의 견해에 기초한 작금의 연준의 통화정책, 즉 확장적 통화정책이 불러올 폐해를 어느 정도 예상해 보는 것이 목적이다. 비록 그 예상은 간접적이지만 말이다. 넷째, 이 글은 최근에 발전된 경제이론, 특히 인플레이션 또는 디플레이션과 관련한 경제이론을 이용하여 대공

7) 작금의 미국이 어느 정도 어려움을 겪을 것인가를 예측하는 것은 쉽지 않다. 지금과 그 때의 환경이 너무 다르기 때문이다. 연준이 달러를 대량으로 발행한 점은 부정적인 요인이다. 또 중국이 달러 보유를 줄일 뿐 아니라 자국 화폐를 국제결제 수단으로 사용하려는 움직임도 부정적인 요인이다. 그러나 세계 경제 거래를 위한 지불수단으로서의 달러의 중요성이 크게 증가한 것, 정보기술 혁명이 진행 중인 것, 시장경제로 전환한 나라들의 약진 등은 미국으로서는 긍정적인 요인이다.

황 당시의 상황을 통화주의자보다 더 정확히 이해하는 것이 목적이다. 그러므로 이 글이 새로운 이론이나 새로운 실증적 증거를 제시하는 것은 아니지만 앞에서 제시한 이유로 충분한 의의가 있을 것으로 여겨진다.

이 글의 순서는 다음과 같다. 제Ⅱ절에서는 대공황 초기의 화폐재고 감소가 일어난 정도를 통계적으로 보여준다. 제Ⅲ절에서는 연방준비위원회의 통화정책을 할인율이라는 관점에서 평가한다. 대공황 초기에 연준은 할인율을 신속하게 인상함으로써 확장적 통화정책을 빠르게 시행했다. 제Ⅳ절에서는 1930년대 초 연준이 확장적 통화정책을 통해 회원은행의 지급준비금을 얼마나 증가시켰는가를 자세하게 보여준다. 제Ⅴ절에서는 1930년대 초 은행이 자신의 안위를 위하여 신용을 축소하고 초과지급준비금을 증가시켰음을 보여준다. 은행의 이러한 신용축소는 물론 통화공급의 감소를 초래한다. 제Ⅵ절에서는 대공황기에 여러 가지 이유로 화폐에 대한 수요가 크게 증가했음을 보여준다. 제Ⅶ절에서는 대공황기에 파산 은행이 크게 증가했음을 보여준다. 파산 은행이 증가한 것은 화폐수요의 증가, 은행의 신용축소, 경기 침체로 인한 은행의 대출금 회수 저하에 따르는 은행의 수익성 악화 등 때문이다. 제Ⅷ절에서는 대공황기에 발생한 디플레이션의 정도를 다룬다. 그리고 경기변동기에 발생하는 디플레이션은 장점과 단점을 모두 지니고 있음을 이론적으로 조명한다. 그러나 디플레이션의 단점에 비해 장점이 너무 크다는 점도 보인다. 그러므로 침체기에 디플레이션은 적극적으로 채택해야 할 통화정책임이 분명함을 이론적으로 보여준다. 제Ⅸ절에서는 디플레이션의 다른 역사적인 증거들을 제시한다. 제Ⅹ절에서는 확장적 통화정책이 가져올 폐해를 이론적 관점에서 설명한다. 제

XI절에서는 프리드만을 포함한 통화주의자가 대공황에서 연준이 축소적 통화정책 또는 자유방임적 정책을 시행했다는 잘못된 주장을 하게 된 배경 또는 그런 주장이 나오게 된 배경에 대해 분석을 한다. 제XII절에서는 1929년부터 1933년까지 연준이 아무런 조치를 취하지 않았다는 통화주의자의 주장이 미신임을 다시 한 번 강조하고 이 글의 한계와 함께 이 글의 목적에 대한 오해의 소지가 있는 점을 분명히 하는 것으로 끝을 맺는다.

II. 대공황 초기의 화폐재고 감소

먼저 대공황 초기의 총화폐공급량(total money supply)을 자세히 보기로 한다.⁸⁾ <표 1>은 라스바드가 대공황을 다룬 그의 명저 『미국의 대공황』(America's Great Depression)에서 제시한 총화폐공급량과 그 증감율이다.⁹⁾¹⁰⁾ 전년 대비 화폐재고

8) 화폐의 수요와 공급을 다룰 때 저장(stock)과 유량(flow)이라는 두 가지 개념을 사용할 수 있다. 화폐 공급을 예로 들면, 일정한 기간에 증감하는 화폐량은 전체 재고에 비하면 적은 양이다. 그러므로 시장 전체의 모습을 이해하는 데 더 용이한 개념인 재고 개념을 유량 개념보다 통상적으로 더 자주 사용한다. 그러나 두 개념에 의한 분석이 언제나 일치하고 일치해야 한다. 이 글에서는 특별한 언급이 없는 한 화폐의 공급과 수요, 모두에 있어서 재고 개념을 사용하고자 한다. 그리고 총화폐공급량과 화폐재고라는 용어는 동일한 의미를 가진 것으로 서로 대체하여 사용한다.

9) Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, Sheed and Ward, Inc., Kansas City, 1975[1963].

10) 라스바드가 저술한 책은 프리드만과 안나가 공저한 책과 거의 비슷한 시기에 출판되었다. 그러나 라스바드의 주장은 소수 견해가 되었고 프리드만의 주장이 다수 견해가 됨으로써 두 사람이 논쟁할 기회를 놓친 것으로 보인다. 학문의 발전과 역사의 이해라는 점에서 불행한 일이 아

(stock of money) 감소율은 1930년 0.34%, 1931년 6.85%, 1932년 5.17%, 1933년 4.81% 등이다. 침체 국면으로 본격적으로 진입한 1931년은 총화폐공급량이 최고로 감소한 연도였다. 1930년 말 대비 1933년 말의 화폐재고 감소율은 15.91%이다. 그러나 프리드먼은 상기 책에서 1930년 말 대비 1933년 초의 총화폐공급량은 대략 3분의 1만큼 감소했다고 지적했다.¹¹⁾ 그는 또한 전년 대비 연평균 화폐재고 감소율을 1930년 2%, 1931년 7%, 1932년 17%, 1933년 12% 등으로 제시하고 있다.¹²⁾ 이렇게 두 연구자의 화폐재고 감소율이 크게 차이가 나는 것은 두 연구자의 화폐공급에 대한 정의가 다르기 때문이다.¹³⁾¹⁴⁾ 구체적으로 프리드먼은 총화폐공급량으로 민간 소유의 현금, 요구불예금(demand deposits adjusted), 저축예금(time deposits) 등을 합산하였고, 라스바드는 앞의 세 가지 요소에 저축대부조합 자본금(savings and loan capital)과 생명보험순정책지급준비금(life insurance net policy reserves)을 추가했다. 결국 지불 수단으로서 화폐를 인정함에 있어서 라스바드가 프리드먼보다 더 넓다고 하겠다. 그럼에도 불구하고 두 연구자 모두가 대공황 초기에 화폐재고가 감소했다는 통계치를 제시하고 있다는 점에서 일치한다. 화폐재고의 크기만을 놓고 보면 연준은 소극적 또는 축소적 통화정책을 시행한 것처럼 보인다. 그

닐 수 없다.

11) Friedman(1990), 전계서, 80쪽 참조.

12) Milton Friedman and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, 1963, 301-302쪽 참조.

13) 라스바드의 화폐공급에 대한 정의는 Rothbard(1975), 전계서, 83-86쪽 참조.

14) 화폐공급의 정의에 대한 두 연구자의 차이는 연구의 가치가 있지만 이 글에서는 그런 차이가 상대적으로 중요하지 않기 때문에 자세한 논의는 생략한다.

러나 화폐재고의 크기는 연준의 통화정책 뿐 아니라 다른 요인들에 의해서도 영향을 받기 때문에 대공황 직후 미 연준의 통화정책을 정확히 평가하기 위해서는 화폐의 공급과 수요에 대한 정밀한 분석이 필요하다.

Ⅲ. 연방준비위원회의 할인을 인하

화폐공급의 증가는 크게 구분하여 두 가지 경로에 달려있다. 두 가지란 중앙은행의 발권과 민간은행의 지급준비금 증가에 의한 신용수단의 증가를 지칭한다. 민간은행의 신용수단 증가는 다시 세 가지 요인에 의해 결정된다. 중앙은행이 정한 법정지급준비율, 화폐수요의 변화, 민간 금융기관의 지급 능력과 초과지급준비금 보유 정도 등이다.¹⁵⁾ 지폐 제도 하에서라면 앞에서 설명한 것이 화폐공급에 관한 전부이다. 그러나 대공황 당시 미국이 취한 화폐 제도는 1933년 이전까지 고전적인 금본위제(classical gold standard)를 유지하다가 1933-1934년에 일시적으로 금본위제를 이탈했다.¹⁶⁾ 이 때 미국인에게는 금 태환과 금 보유(국내 뿐 아니라 해외에서도)가 전적으로 금지되었다. 1934년부터는 달러의 값을 재규정하고 외국 정부와 외국 중앙은행에게만 달러의 금으로의 태환이

15) 자유은행업 하에서는 다른 금융기관의 상환요구로 인한 파산 위험으로 무한정한 신용수단의 창출이 불가능하다. 그러나 중앙은행 제도 하에서는 이런 일은 제도적으로 차단된다. 그러므로 이 점을 고려할 필요가 없다.

16) 국제 화폐제도의 변천에 대한 개관으로는 Rothbard, Murray N., *What Has Government Done to Our Money?* Ludwig von Mises Institute, 1990 참조.

허용되었다. 1934년부터 미국은 금환본위제(gold exchange standard)를 채택했지만 개인(내국인과 외국인 모두 포함)에게는 금 태환이 허용되지 않는 이상한 형태의 금환본위제였다. 여기에서의 연구 대상 기간이 1933년까지인 만큼 외국인이 보유한 달러의 금(gold)으로의 교환 요구 또는 외국인이 보유한 예금의 현금으로의 교환요구는 고려하는 것이 마땅하다. 외국인의 금 태환은 금의 재고 감소를 초래하여 화폐재고를 감소하게 만드는 요인임에는 틀림없다. 외국인의 은행으로부터의 현금 인출은 미국인의 현금 인출과 차이가 없다. 이제부터 화폐재고에 영향을 미치는 요인들을 자세히 검토하기로 한다.

정상적인 상황이라면 미 연준의 통화정책이 통화 공급에 가장 중요한 역할을 한다. 그러므로 연준의 통화정책을 가장 먼저 검토하는 것은 어쩌면 당연하다. 연준이 얼마나 통화를 공급했는가를 보기 위해서는 연준이 증가시킨 통화량 또는 지급준비금(reserve)을 계산하는 방법이 있다. 다른 하나는 연준이 할인율을 어떻게 변화시켰는가 하는 것을 검토하는 것이다. 할인율이란 연준이 담보물을 잡고 은행에 직접 대출을 해 줄 때 요구하는 이자율을 말한다. 여기에서는 할인율 변화를 먼저 보기로 한다.

대공황 당시 미 연방준비위원회의 중심은 뉴욕 연방준비은행(이하는 '뉴욕 연준'으로 약칭)이었다. 그러므로 뉴욕 연준의 할인율이 연준의 통화정책을 평가하는 가장 의미 있는 자료로 여겨진다.¹⁷⁾ 경제가 침체 국면으로 진입하기 직전인

17) 할인율 자료는 Robert P. Murphy, *The Politically Incorrect Guide to the Great Depression and the New Deal*, Regnery Publishing, Inc., 2009, 76쪽, Rothbard(1975), 191-193, 232쪽에서 인용. <http://fraser.stlouisfed.org/>

1929년 10월에 할인율은 6%였다. 그러나 연준은 주식시장이 폭락한 블랙 튜스데이(Tuesday) 이후 3일이 지난 11월 1일에 할인율을 5%로 전격 인하했다. 연준은 11월 중순에 할인율을 4.5%로 거듭 인하했다. 다시 말하면 연준이 할인율을 1.5%포인트 인하하는데 한 달이 걸리지 않았다는 것이다. 연준은 상황이 심각하게 돌아가고 있다는 판단이 서자 신속하게 확장적 통화정책을 시행한 것이다.

연준은 할인율을 1930년 3월 15일에 3.5%, 5월 1일에 3.0%로 인하했다. 이후 연준은 3차례에 걸쳐 추가 인하하여 1930년 12월에 할인율을 2%에 이르게 했다. 연준은 1931년 5월에 1.5%로 추가 인하했다. 이때의 할인율 1.5%라는 수치는 1914년 연준이 업무를 개시한 이래로 역사상 최저치이다. 대공황 이전까지 연준은 할인율을 3% 이하로 인하한 적이 없었다. 그러나 연준은 그렇게 낮은 할인율을 오래 지속할 수 없었다. 할인율을 인하하여 통화량을 증가시키자 화폐위기가 발생하고 있다는 징조가 곳곳에서 발생했다. 연준은 1931년 10월 8일에 할인율을 단번에 1.5%에서 2.5%로 인상했다. 영국이 금본위제를 포기한 직후에 낮은 할인율로 인하여 금이 미국에서 빠져나가는 것을 막기 위하여 할인율을 한꺼번에 1%포인트나 인상했다. 후버 대통령은 자신의 재선운동에서 1931년 11월 위기에 금본위제 이탈을 거의 결정했다고 말함으로써 당시의 심각한 상황을 드러냈다.¹⁸⁾ 연준은 1931년 연말에 할인율을 다시 3.5%로 인상했다.

요약하면, 연준은 1929년 11월부터 할인율을 인하하기 시작했고 약 6개월만에 당시까지 최저 수준으로 낮추었다. 그러나

publications/bms/issue/61/download/132/section12.pdf

18) Rothbard(1975), 전계서, 284쪽 참조.

그런 상황을 오래 지속할 수는 없었다. 연준은 6개월을 넘기지 못하고 할인율을 빠르게 다시 인상하기 시작했다. 그리하여 라스바드는 1931년 말 부근의 상황을 다음과 같이 적고 있다. “1931년 마지막 분기에 몇몇 경제학자는 연방준비제도가 ‘엄격한’ 통화정책을 시행해왔다고 비판했다. 모든 것을 고려할 때 실제로 연준의 정책은 여전히 인플레이션적이었다. 왜냐하면 연준은 여전히 [연준에 의해] 통제되는 지급준비금(controlled reserves)을 증가시켰기 때문이다. 그리고 인플레이션이 조금만 더 커지면 금본위제 자체를 위태롭게 했을 것이다.”¹⁹⁾ 한 마디로, 할인율이라는 관점에서 보면 그 때까지 역사에서 연준은 대공황 초기에 확장적 통화정책을 가장 공격적으로 시행한 것이다.

IV. 연방준비위원회의 지급준비금 증가²⁰⁾²¹⁾

연준이 대공황 초기에 할인율을 전격적으로 인하했음을 보여주는 것만으로 연준이 확장적 통화정책을 실시했음을 입증하는데 별로 모자람이 없다. 그러나 우리는 여기에서 연준이 어느 정도의 지급준비금을 증가시켰고 통화량을 증가시킬 수 있는 제도나 정부 기관을 만들었는가를 보기로 한다. 물론 이

19) Rothbard(1975), 전계서, 232쪽에서 인용.

20) 이 부분은 Rothbard(1975), 전계서, 191-193, 212-213, 230-233, 284-289쪽을 전적으로 참조.

21) 연준이 민간은행에게 일정한 액수의 금액을 연준에 보관할 것을 강제하는 준비금을 ‘법정지급준비금’이라고 지칭하고 지급준비금과 구분한다. 지급준비금의 증가와 달리 법정지급준비금의 증가는 축소적 통화정책을 의미한다.

러한 자료는 연준의 통화정책을 입증하는 추가적인 자료가 될 것이다.

1920-1930년대 붐과 버스트로 이어지는 경기변동은 연준이 통화량을 증가시켜 이자율을 인위적으로 인하했기 때문에 발생했다.²²⁾ 화폐공급량 증가에 의해 초래된 붐은 지속가능한 것이 아니기 때문에 버스트는 붐 다음에 필연적으로 뒤따른다. 1929년 후반 경제가 본격적으로 침체국면으로 진입하기 시작하자 연준은 다시 한 번 통화량을 증가시켜 경제를 붐 국면 또는 정상 국면으로 되돌리려고 했다. 적어도 명시적으로는 그렇다. 그러나 미국인, 은행, 외국인 등의 대응으로 연준의 확장적 통화정책은 실패했을 뿐 아니라 그런 정책이 사태를 더 악화시켰다는 것이 진실이다. 이것이 당시의 전체 상황에 대한 간략한 요약이다. 아래에서는 연도별로 나누어 연준의 정책과 그런 정책 효과를 상쇄시킨 요인들을 검토하기로 한다.

1929년 10월 마지막 주간에 연준은 3억 달러의 지급준비금을 연준회원은행(Federal Reserve member bank, 이하에서는 '회원은행'으로 약칭)에 지원했다. 그 결과 회원은행의 예금이 18억 달러 증가했다. 1929년 6월 29일 현재 회원은행의 총지급준비금이 23억6천만 달러였다는 점에서 일주일만에 3억 달러라는 지급준비금의 증가는 엄청난 것이었음을 짐작할 수 있다.²³⁾ 그러나 주식시장이 최저점을 찍고 일시적으로 반등하자 회원은행의 총지급준비금은 다시 10월 23일 이전 수준

22) 경기변동이론에 대한 자세한 설명은 Rothbard(1975), 전계서, 제1부, Murray N. Rothbard, *Man, Economy, and State*, Ludwig von Mises Institute, 1993, 제 11장 참조.

23) Rothbard(1975), 전계서, 95쪽 참조.

으로 돌아왔다. 1929년 10월 23일부터 12월 31일까지 연준은 회원은행이 보유하고 있는, 연준에 의해 ‘통제되는 지급준비금’(controlled reserves)을 약 3억5천9백만 달러 증가시켰지만 연준에 의해 ‘통제되지 않는 지급준비금’(uncontrolled reserves), 즉 민간에 의해 결정되는 지급준비금은 약 3억8천1백만 달러 감소했다.²⁴⁾ 그 결과 1929년 제4분기 동안에 총화폐공급은 약 3억 달러 증가했다. 그리고 그런 증가는 아주 작은 것이다. 사실상 회원은행의 총지급준비금은 10월 23일과 12월 31일에 거의 동일한 수준이지만 지급준비금의 구성은 달라졌다. 연준은 회원은행 보유의 국채를 매입하는 등의 방법으로 은행의 지급준비금 증가를 지원했다. 다른 한편 민간은 현금 보유를 증가시켰고 금 재고를 감소하게 만들었으므로 은행의 지급준비금을 감소하게 만들었다.²⁵⁾ 이러한 사실은 1929년 제4분기 동안에 연준이 화폐공급량을 증가시키려고 적극적으로 노력했음에도 불구하고 민간의 자발적인 행동에 의해 그런 노력이 상쇄됨으로써 화폐공급이 거의 증가하지 않았다는 것을 의미한다.

라스바드는 연준의 노력에 대해 다음과 같이 지적했다. “후버 대통령은 화폐를 많이 공급한다는 그의 노력을 자랑스럽게 여겼다. [1929년] 12월 5일 재계회의에서 행한 연설에서 그

24) 단기에 회원은행의 지급준비금은 연준의 영향을 받는 항목과 연준의 영향을 받지 않는 항목으로 구분할 수 있다. 후자는 예금자와 은행 자신의 정책에 따라 결정된다. 이러한 구분은 회원은행 지급준비금의 변동이 어디에서 발생하고 있는가를 보는 데는 적절하다. 그러나 장기에서는 연준의 정책이 통제되지 않는 지급준비금에도 영향을 미친다. 이 연구의 대상 기간이 1929-1933년이기 때문에 연준의 정책이 통제되지 않은 지급준비금에 영향을 미친다고 볼 필요는 없다.

25) 이 점은 아래에서 자세히 논의하고자 한다.

는 국가가 훌륭한 연방준비제도를 가지게 된 행운을 축하했다. 그는 연방준비제도가 흔들리는 은행들을 구제했고, 신뢰를 복원했으며, 이자율을 인하하여 자본을 더 풍부하게 만드는데 성공했다고 칭찬했다.”²⁶⁾ 요컨대 경제가 침체국면에 진입하는 초기인 1929년 말에 후버 대통령과 연준은 확장적 통화정책을 시행했음을 알 수 있다. 그러나 그런 정책의 효과가 민간의 행동에 의해 거의 대부분 상쇄되었음도 또한 부인할 수 없다.

라스바드는 1929년 12월말에만 하더라도 연준의 주요 공직자들은 자유방임적(laissez-faire) 통화정책을 취하기를 원했다고 앤더슨(Anderson) 박사의 저서를 인용하여 서술했다.²⁷⁾ 그러나 1930년 초에 들어오자 정부는 확장적 통화정책을 실시할 것을 요구했다. 이에 따라 연준은 앞에서 보았듯이 1930년 초에 할인율을 추가적으로 인하했다. 연준은 1930년 한 해 동안 연준 회원은행의 지급준비금을 총계 1억1천6백만 달러를 증가시켜 주었다. 앞에서 지적했듯이 1929년 6월 29일 현재 회원은행의 총지급준비금이 23억6천만 달러였다는 점에서 1억1천6백만 달러라는 지급준비금의 증가도 결코 작은 것이 아니었음을 짐작할 수 있다.²⁸⁾

연준회원은행의 총지급준비금 증가를 당시의 통화승수(money multiplier)로 곱해보면 그로 인한 화폐재고의 증가를 예상해 볼 수 있다. 여기에서 통화승수란 회원은행이 보유한 요구불예금과 저축예금의 합계 금액을 은행이 연준에 보관하고 있는 법정지급준비금으로 나눈 비율을 말한다. 라스바드

26) Rothbard(1975), 전계서, 192쪽에서 인용.

27) 앤더슨 박사의 서술에 대해서는 Rothbard(1975), 전계서, 212쪽에서 재인용.

28) Rothbard(1975), 전계서, 95쪽 참조.

는 1921년 6월말 현재의 통화승수가 11.6이고 1929년 6월말 현재의 통화승수는 12.5라고 계산하고 있다.²⁹⁾ 결국 예상되는 통화공급 증가는 약 13억5천만 달러에서 약 14억5천만 달러이고 이것은 1930년 말 총화폐공급량의 약 1.84%에서 약 1.98%가 된다. 1930년에 실제로는 통화승수가 약간 작아지고 있었기 때문에 예상되는 총화폐공급량의 증가는 앞에서 제시한 수치보다 약간 작을 것이다. 그 점을 고려하더라도 생산, 고용 등을 포함하는 경제 상태가 급격히 침체 국면으로 빠져들고 있는 점을 감안하면 연준의 통화정책은 확장적이었음이 분명한 것처럼 보인다. 비록 1930년 통화 확장이 1929년 말업부근의 통화 확장보다 작은 것일 뿐 아니라 1931년과 1932년의 통화 확장보다도 작은 것이지만 말이다.

1931년의 경제는 점점 더 나빠지고 있었다. 생산, 물가, 무역 등은 지속적으로 하락했고 실업률은 거의 16% 가까이 치솟았다. 제조업만을 놓고 볼 때 연준이 작성한 제조업 생산 지수는 1929년 110, 1930년 90, 1931년 75로 급격히 하락했다. 이러한 상황에서 <표 2>는 1931년 한 해 동안 연준회원은행 지급준비금의 변화를 두 시기로 구분하여 제시하고 있다. 1931년 1월부터 9월 말 까지 연준은 통제되는 지급준비금을 1억9천5백만 달러를 증가시켰지만 통제되지 않는 지급준비금은 3억2백만 달러나 감소했다. 그 결과 회원은행의 총지급준비금은 1억7백만 달러가 감소했다. 이러한 감소는 민간이 3억5천6백만 달러나 되는 엄청난 액수의 현금 보유를 증가시켰기 때문이다. 그리고 예금에서 현금으로의 전환이 엄청났던 것은 외국 은행의 파산과 아래의 <표 5>에서 보듯이 국내 은행의 파산이 점증한

29) 통화승수에 대해서는 Rothbard(1975), 전게서, 95쪽 참조.

데 따른 예금자들의 은행에 대한 불신에 기인한 것이다. 영국이 금본위제를 포기함에 따라 달러에 대한 불신이 점증한 요인도 예금에서 현금으로의 전환을 촉진했다.

<표 2> 1931년 연준회원은행 지급준비금의 시기별 변화

시기구분	통제되는 지급준비금의 변화(A)	통제되지 않는 지급준비금의 변화(B)	연준 회원은행 총지급준비금의 변화(A+B)
1931년 1월-9월	1억9천5백만 달러 증가	3억2백만 달러 감소	1억7백만 달러 감소
1931년 10월-12월	2억6천8백만 달러 증가	6억6천8백만 달러 감소	4억 달러 감소
계(1931년)	4억6천3백만 달러 증가	9억7천만 달러 감소	5억7백만 달러 감소

주: 시기구분은 시작 시점은 '월 초', 마지막 시점은 '월 말' 지칭.

자료: Rothbard(1975), 전계서, 230-233쪽에서 작성.

10월에서 12월까지 현금 보유 증가 등과 같은 현상은 가중되었다. 1931년 제4분기에 통화위기가 누적되자 연준은 회원은행의 지급준비금을 2억6천8백만 달러 증가시켰다. 그러나 같은 기간에 통제되지 않는 지급준비금은 6억6천8백만 달러나 감소했다. 이러한 극적인 감소는 두 가지 요인에 의해 발생했다. 첫째, 영국의 금융위기는 달러에 대한 불신으로 이어져 9월부터 금 재고가 크게 감소하기 시작했다. 9월 이전에 일시적으로 금 재고가 증가한 적이 있었지만 9월부터 달러에 대한 불신이 본격적으로 시작된 것이라고 볼 수 있다. 이 때 민간이 예금을 찾아 현금으로 보유하는 금액도 크게 증가했다. 물론 연도 후반에 계절적 수요가 증가한 요인이 없지는 않지만 그 효과는 그리 크지 않았을 것이다. 그 결과 회원은행의 총지급준비금은 4억 달러나 감소했다. 이러한 감소는 사

상 최대였다. 앞에서 보았듯이 1929년 6월 29일 현재 연준회원은행의 지급준비금 총액이 23억6천만 달러라는 점을 상기하면 3개월 동안에 4억 달러의 지급준비금이 감소한 것은 전대미문의 액수였다. 이에 따라 같은 기간에 통화제공급은 약 40억 달러나 감소했다.

1931년 한 해 동안에 연준은 회원은행의 지급준비금을 4억6천3백만 달러나 증가시켰다. 연준이 1929년 10월 마지막 주간에 3억 달러의 지급준비금을 증가시킨 것을 제외하면 가장 많은 액수의 지급준비금을 증가시켰다. 그러나 민간에서 금을 태환하거나 예금을 현금으로 전환하는 방법으로 지급준비금을 감소하게 만든 액수는 6억6천8백만 달러로서 이것 역시 사상 최대인 것처럼 여겨진다. 이에 따라 1931년 한 해 동안에 연준회원은행의 총지급준비금은 5억7백만 달러 감소했다. 총지급준비금의 감소에 따른 통화제공급량의 감소는 1931년 마지막 분기에 디플레이션을 다른 시기에 비해 크게 나타나게 만들었다. 앞에서도 지적했듯이 1931년 말의 상황은 금본위제도를 위태롭게 했다. 요컨대 경제가 계속 악화되고 있는 현실에서 연준은 지급준비금을 크게 증가시키는 방향으로 통화정책을 실시했다는 사실을 알 수 있다.

1932년 경제는 더욱 악화되고 있었다. 실업률은 1930년 8.9%, 1931년 약 16%, 1932년 약 23%, 1933 25%에 이르렀다. 실업률은 1933년 3월에 28%로 정점에 달했다. 후버 행정부는 2월에 글래스-스티걸 법(Glass-Steagall Act)을 통과시킴으로써 통화를 예전보다 좀 더 확대 공급할 수 있는 길을 마련했다. 그 법은 통화 공급이라는 관점에서 두 가지를 포함하고 있었다. 첫째, 연준이 재할인해 줄 수 있는 담보물의 범위를 크게 넓혔다. 둘째, 연준이 회사채(commercial paper) 뿐 아니라 정

부공채(government bond)를 달러를 발행할 수 있는 담보물로 사용할 수 있도록 허가했다. 후버 행정부는 이 법을 통과시킴으로써 연준으로 하여금 그 어느 때보다 통화를 확장할 수 있는 길을 열었다.

〈표 3〉은 1932년 한 해 동안 연준회원은행 지급준비금의 변화를 두 시기로 구분하여 제시하고 있다. 1932년 7월말까지 연준은 회원은행의 지급준비금을 10억 달러나 증가시켜주었다. 글래스-스티걸 법이 효과를 발휘한 것이다. 이 때 정부가 은행 보유 국채를 대량으로 매입했기 때문이다. 정부는 재정적자의 재원을 조달하기 위하여 은행의 지급준비금을 근본적으로 증가시켜주지 않을 수 없었기 때문이다. 그러나 동일한 시기에 민간에서 7억8천8백만 달러의 지급준비금을 감소시켰다. 이렇게 민간에 의한 지급준비금이 감소한 것은 세 가지 이유 때문이다. 첫째, 은행이 연준에 진 빚을 상환했기 때문이다. 회원은행은 자신의 생존을 위하여 연준에 대한 부채를 상환했다. 둘째, 금 재고가 감소했다. 미국인과 외국인이 현금의 금으로의 태환을 요구했기 때문이다. 셋째, 민간의 현금 보유가 늘어났기 때문이다. 그 결과 같은 시기에 연준 회원은행의 총지급준비금은 2억1천3백만 달러나 증가했다. 연준회원은행의 총지급준비금이 증가한 것은 경제가 침체국면으로 본격적으로 진입한 이후 처음이었다. 그럼에도 불구하고 연준회원은행의 예금총액, 즉 화폐공급은 31억달러나 감소했다. 왜냐하면 이 시기에 은행들은 생존을 위하여 초과지급준비금(excess reserves)을 쌓았다. 커리(Currie)는 회원은행의 총지급준비금 대비 초과지급준비금의 비율을 1932년 1/4분기 2.4%에서 2/4분기에 10.7%로 증가한 것으로 추정했다.³⁰⁾

30) 커리의 추정치는 Rothbard(1975), 전계서, 267쪽에서 재인용.

<표 3> 1932년 연준 회원은행 지급준비금의 시기별 변화

시기구분	통제되는 지급준비금의 변화(A)	통제되지 않는 지급준비금의 변화(B)	연준회원은행 총지급준비금의 변화(A+B)
1932년 3월-7월	10억 달러 증가	7억8천8백만 달러 감소	2억1천3백만 달러 증가
1932년 8월-12월	1억6천5백만 달러 증가	2억9천3백만 달러 증가	4억5천7백만 달러 증가
계(1932년)	11억6천5백만 달러 증가	4억9천5백만 달러 감소	6억7천만 달러 증가

주: 시기구분은 모두 '월 말'을 지칭.

자료: Rothbard(1975), 전계서, 266-281쪽 참조.

1932년 후반기에 연준은 인플레이션적 정책이 효과가 없다는 이유로 그 정책을 상당히 포기했다. 통제되는 지급준비금은 1억6천5백만 달러밖에 증가되지 않았다. 후버 대통령의 인플레이션적 정책이 끝났다는 인식하에 민간은 화폐보유를 축소했다. 그 결과 통제된 지급준비금은 1929년 10월 이후 처음으로 2억9천3백만 달러 증가했다. 아마도 통제된 지급준비금의 증가는 일시적인 현상으로 여겨진다. 외국인과 미국인에 의한 금 재고도 동시에 증가했다. 연준회원은행은 연준에 대한 부채를 상환했을 뿐 아니라 초과지급준비금을 증가시켰다. 커리는 회원은행의 총지급준비금 대비 초과지급준비금의 비율을 1932년 4/4분기에 20.3%로 추정했다.³¹⁾ 이 비율은 2/4분기 비율보다 거의 두 배나 증가한 것이다. 이러한 이유와 다른 이유가 겹쳐 1932년 후반기에 회원은행의 총지급준비금이 증가했지만 화폐공급량은 증가하지 않았다.

1932년 한 해로는 연준은 회원은행의 지급준비금을 11억6천

31) 커리의 추정치는 Rothbard(1975), 전계서, 269쪽에서 재인용.

5백만 달러나 증가시켜 주었다. 그러나 예금자와 은행은 4억9천5백만 달러의 지급준비금을 감소시켰다. 그 결과 연준회원 은행의 총지급준비금은 1932년 한 해 동안에 6억7천만 달러나 증가했다. 총지급준비금이 증가했지만 은행이 초과지급준비금의 보유를 증가시키는 등으로 인하여 총화폐공급은 전반기에 오히려 감소했고 후반기의 화폐공급은 변화가 없었다. 그리고 후버 대통령은 1932년 10월에 연방주택대출은행제도(Federal Home Loan Bank System)를 창설하여 중소기업과 주택 구입자들을 지원할 수 있게 했다. 연방대출은행제도는 1933년 말까지 9천4백만 달러를 대출했다. 이것도 후버 대통령의 확장적인 통화정책을 보여주는 하나의 증거이다.

특기할만한 사실은 후버 대통령이 1932년 초에 대중의 현금 보유 증가를 경제에 나쁘다는 이유로 공개적으로 비난했을 뿐 아니라 그런 현금 보유를 억제하기 위한 시민단체도 조직했다는 것이다.³²⁾ 후버 대통령은 또한 신용을 확장하지 않는다는 이유로 은행들을 비난했다. 요컨대, 후버 대통령은 통화공급의 증대에 찬물을 끼얹는 대중과 은행의 행위를 통제하려 노력했다는 것이다. 1932년은 다른 어느 때보다도 신용을 확장해야 한다는 운동이나 물가수준을 대공황 이전 수준으로 올려서 안정시켜야 한다는 목소리가 높았다. 국회의원들, 은행가를 포함한 기업인들, 경제학자들이 이런 목적을 염두에 둔 각종 운동에 동참했다. 특히 1932년 1월 시카고에서 24명의 국내 저명 경제학자가 회합을 갖고 대통령에게 몇 가지의 정책을 제안했다. 이 회합은 사회의 상당한 관심을 받았다고

32) 뒤에서 이러한 현금 보유가 비난의 의미를 내포하고 있는 퇴장(hoarding)이라는 말로 잘못 사용되고 있음을 설명할 것이다.

한다.³³⁾ 통화정책과 관련해서는 앞에서 이미 서술했던 글래스-스티걸 법에 포함된 내용이 제안되었다. 그런 제안에는 그 이외에도 확장적 통화정책과 재정정책을 추천하는 내용이 포함되어 있었다. 물론 확장적 통화정책은 화폐의 가치를 떨어뜨릴 뿐 아니라 생산구조를 왜곡하여 침체를 지연시키기 때문에 실시해서는 안 된다는 주장을 하는 경제학자와 민간이 없었던 것은 아니다. 특히 H. 파크 윌리스(H. Parker Willis) 교수와 가트프리트 폰 하벌러(Gottfried von Haberler) 교수가 시카고 회합의 선언문에 서명을 거부했다. 그들은 연준의 확장적 통화정책이 그 이후에 미국 역사에서 전개되었던 경제적 결과를 이미 당시에 대부분 예측하고 연준의 확장적 통화정책을 반대했다.³⁴⁾ 그러나 그들은 당시 아주 소수였다.

라스바드는 통화정책에 대하여 1933년 초까지만 다루고 있다. 1933년 초에 후버 대통령이 대통령직에서 물러났는데 라스바드는 기본적으로 후버 대통령 시대에만 초점을 맞추고 있기 때문이다. 2월 말까지 연준은 회원은행에게 지급준비금을 7억8천5백만 달러나 증가시켜주었지만 통제되지 않는 지급준비금이 10억8천9백만 달러가 감소했다. 그 결과 회원은행의 총지급준비금은 3억5백만 달러가 감소했다. 민간보유 현금과 예금의 합계가 1932년 말에 454억 달러에서 1933년 중반에 417억 달러로 감소했다. 그 결과 총화폐공급량은 1933년 초 647억2천만 달러에서 1933년 말 616억1천만 달러로 감소했다. 이 당시 대부분의 감소는 1933년 전반에 발생한 것이다. 아래

33) Rothbard(1975), 전계서, 276쪽 참조.

34) Rothbard(1975), 전계서, 276-277쪽 참조. 특히 하벌러 교수는 미국 내에서 처음으로 오스트리아학파의 경기변동이론을 응용하여 당시 연준의 확장적 통화정책이 초래할 결과를 정확히 예측했다고 한다.

의 <표 4>에서 알 수 있듯이 1933년 2월 한 달 동안에 현금이 9억 달러나 증가했다. 현금보유가 증가하게 된 것은 정부가 은행휴일(bank holidays)과 같은 방법으로 예금자의 재산을 침해했기 때문이다. 그 결과 외국인의 달러에 대한 불신과 겹쳐 루즈벨트가 취임하기 직전인 1933년 2월에 달러에 대한 불신이 정점에 달했다.

<표 4> 시점별 민간의 현금 보유

(단위: 억 달러)

시점	현금보유량
1921년 6월 30일	36.8
1929년 6월 30일	36.4
1933년 1월 말	54
1933년 2월 말	63

자료: Rothbard(1975), 전계서, 88, 285쪽에서 인용.

V. 은행의 신용축소

한 국가의 화폐재고 또는 총화폐공급량은 연준에 의해서만 결정되는 것이 아닐 뿐 아니라 경우에 따라서는 연준이 결정적인 힘을 가지고 있는 것도 아니다. 부분지급준비 제도 하에서는 민간은행이 화폐재고의 결정에 있어서 중요한 역할을 한다. 특히 경기변동이 발생하여 침체국면으로 진입하면 차용인들(borrowers)의 상당수가 재무상으로 어려움을 겪거나 파산하기 때문에 은행들은 대출한 신용을 축소하지 않을 수 없다. 만약 부분지급준비 제도 하에서 은행쇄도(bank run)가 발생하면 어려운 처지에 놓일 것이기 때문이다. 또는 예금자의 요구에 응하기 위하여 초과지급준비금을 준비하지 않을

수 없다. 라스바드는 커리(Currie)의 추정을 인용하고 있다. 초과지급준비금을 은행의 총지급준비금으로 나눈 비율은 1932년 1분기에 2.4%에서 2분기에 10.7%로 크게 증가했다.³⁵⁾ 이 비율은 1932년 4분기에 20.3%로 2분기에 비해 거의 두 배나 상승했다. 1932년 후반으로 갈수록 은행은 자신의 생존을 위하여 초과지급준비를 보유하지 않을 수 없었다. 초과지급준비를 이용하여 은행은 연준으로부터 빌려온 원금과 이자를 갚기도 했다. 특히 1932년에 은행의 신용축소가 본격적으로 이루어졌다. 이러한 상황을 맞아 후버 대통령은 신용대출을 꺼리고 있는 은행들을 비난했음을 앞에서 지적했다. 이 점도 후버 정부가 확장적 통화정책을 취했음을 보여주는 하나의 증거이다. 그 이전까지 은행은 신용을 최대한 확장했다. 이러한 모든 것은 경기침체에 은행이 적극적으로 신용을 축소한다는 사실을 보여준다. 은행들의 신용축소는 승수효과만큼 통화공급량 또는 통화재고를 감소시킨다. 그리고 통화재고의 감소만큼 디플레이션을 초래한다. Salerno(2003)는 은행의 신용축소에 의한 디플레이션을 ‘은행신용디플레이션’(bank credit deflation)이라고 부를 것을 제안했다.³⁶⁾

VI. 화폐수요의 변화

화폐재고에 영향을 미치는 화폐수요의 변화를 보기로 한다.

35) Rothbard(1975), 전계서, 267쪽에서 재인용.

36) Joseph T., Salerno, “An Austrian Taxonomy of Deflation-with Application to the U.S.” *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 6, no. 4, (Winter 2003), pp. 81-109 참조.

대공황과 같은 침체기에는 화폐에 대한 수요가 극적으로 변한다. 화폐수요에 대한 최초의 변화는 화폐수요의 증가로 나타난다. 사람들은 침체와 디플레이션의 영향으로 재화들의 가격이 하락할 것을 예상하면서 재화에 대한 지출을 줄이고 예전보다 많은 화폐를 보유한다. 특히 가격의 변화가 큰, 내구 소비재인 주택, 자동차 등에서 그런 일이 일어난다. 은행들과 대출자들은 차용자들이 유용한 다른 자산을 처분하여 원리금을 상환할 것을 중용하기 때문에도 예전에 비해 화폐에 대한 수요가 또한 증가한다. 구조조정이 끝날 때까지 상당수 기업은 많은 액수의 손실을 보거나 파산하기 때문에 문제가 없는 기업들도 신규 투자를 연기하거나 중단하게 된다. 다시 말하면 그들은 불확실성이 어느 정도 사라질 때까지 투자를 유보하고 현금을 보유하게 된다. 이것이 경기침체에 일어나는 최초의 화폐수요 변화이다. 그리고 화폐수요의 증가는 재화들에 대한 수요를 감소하게 만들기 때문에 재화들의 가격을 일반적으로 하락하게 만든다. 즉 화폐수요의 증가는 디플레이션을 초래한다. 그리고 Salerno(2003)는 화폐수요의 증가를 퇴장이라는 용어 대신에 ‘현금축적’(cash building)이라는 용어를 사용할 것을 제안하고 이러한 경우에 발생하는 디플레이션을 ‘현금축적디플레이션’(cash-building deflation)으로 부를 것을 제안한다.

대공황기에 발생했던 화폐수요의 증가는 달러라는 화폐에 대한 불신과 은행의 지급 능력에 대한 불신에서 비롯된 것이 더 중요하다. 달러라는 지폐에 대한 불신은 금으로의 태환을 요구하게 만들고 금 태환은 다시 화폐재고의 일부를 이루는 금의 재고를 감소하게 만든다. 1931년 영국의 금본위제 포기는 미국인이 자신들의 화폐인 달러라는 지폐에 대한 일반적

인 불신을 초래한 것이 좋은 예이다.³⁷⁾ 이 점은 외국인의 달러라는 지폐에 대한 불신에도 동일하게 작용한다.³⁸⁾ 은행의 지급 능력에 대한 불신도 화폐에 대한 수요를 증가시킨다. 부분지급준비 제도 하에서 은행의 지급 능력은 매우 취약하다. 아주 작은 액수의 화폐수요 증가 또는 신용축소는 통화승수의 크기만큼 은행의 지급여력을 감소시키기 때문이다. 지급여력의 감소는 다시 화폐수요를 증가시킨다. 악순환이 시작되는 것이다. 호황국면에 많은 대출을 했던 은행은 침체기에 그 대출의 일부 또는 전부를 회수할 수 없기 때문에 지급 능력이 또한 취약해진다. 이러한 상황을 눈치 챈 예금자들은 자신의 예금을 현금으로 찾아 보관하고자 한다. 요컨대, 은행의 지급 능력에 대한 불신은 화폐수요를 증가하게 만드는 것이다.

우리는 이러한 화폐수요의 증가를 ‘퇴장’이라는 말로 비난하는 행위를 흔히 목격한다. 그러나 얼마의 실질현금잔고(real cash balance)를 유지할 것인가를 결정하는 주체는 화폐의 수요자 자신이다. 화폐의 수요자를 제외한 다른 사람이 현금잔고의 크기를 결정할 수는 없다. 특히 상업세계에서 파산하는 기업이 발생하고 재화들의 가격이 하락할 것이 예상되면, 현금을 보유하여 위험을 낮추고 자신이 소지한 화폐의 구매력이 높아졌을 때 재화들을 구매하는 것은 너무나 ‘합리적인’ 행동이다. 누가 이런 행위를 퇴장이라는 비난조의 말로 지칭할 수 있는가? 이 때의 화폐수요 증가는 개인들의 효용을 감소시키기보다는 증가시키는 행위이다.³⁹⁾

37) Rothbard(1973), 전계서, 231쪽 참조.

38) Rothbard(1973), 전계서, 268쪽 참조.

39) 그러나 경기침체기의 화폐수요의 제1단계 변화는 일정한 시간이 지나면

〈표 4〉는 일정 시점별로 민간의 현금 보유 크기를 보여준다. 민간의 현금 보유액은 1921년 6월 30일 현재 36억8천만 달러이던 것이 1929년 6월 30일에도 36억4천만 달러이다. 비록 1921년부터 1929년까지 현금 보유가 약간의 증감이 없었던 것은 아니지만 현금 보유 습관이 크게 변하지는 않았다는 것이다. 경제가 침체국면으로 진입하기 시작한 시점인 1929년 10월 이후에 민간의 현금보유는 점차 증대하기 시작했다. 1933년 1월 말에 현금보유는 54억 달러로 증가했다. 1921년 6월 말을 기준으로 하면 1933년 1월말에 현금보유는 약 48% 증가했다. 그리고 금융위기라고 할 수 있는 시점인 1933년 2월말에는 민간인의 현금 보유는 약 63억 달러로 상승했다. 1921년 6월 말을 기준으로 하면 1933년 2월 말에 현금보유는 약 73%나 크게 증가했다. 특히 금융위기가 고조되었던 1933년 1월말에서 2월말까지 현금보유는 약 17% 증가했다.

지금까지 미국 국내 예금자가 예금을 현금으로 전환하는 과정과 결과를 설명했다. 달러 가치와 미국 은행에 대해 불안을 느낀 외국인은 달러라는 지폐를 금으로 전환했거나 예금을 현금으로 전환했다. 금의 이러한 유출은 미국 국내 예금자가 현금을 증가시킨 것과 효과 면에서 같다. 그러나 외국인이 미국 국내 화폐금융시장에 미친 영향은 정확히 어느 정도인가를 알 수 없다.

다시 변화하게 된다. 제2단계로 넘어가는 것이다. 제2단계는 화폐수요가 경기변동이 있기 이전 상태로 돌아가는 것이다. 즉 화폐수요가 감소하는 것이다. 그러나 1929-1933년까지 화폐수요는 제2단계로 넘어가지 않았다고 보는 것이 타당하다. 1933년까지 화폐수요는 일시적인 기간을 제외하고는 지속적으로 증가했기 때문이다.

VII. 은행의 파산

화폐수요의 증가, 은행의 신용축소 등은 다른 요인과 합쳐져서 은행의 파산을 촉진한다. <표 5>는 대공황 초기에 미국 은행이 얼마나 파산했는가를 보여준다. 파산한 은행의 수라는 관점에서, 호황국면에 있었던 1920년대 평균과 비교하면 1930-1933년 기간에 작게는 약 2배, 크게는 약 5.7배나 증가했다. 예금 금액이라는 관점에서는, 호황국면에 있었던 1920년대 평균과 비교하면 1930-1933년 기간에 작게는 약 4.2배, 크게는 약 21.2배 증가했다. 여기에서 예금 금액이란 파산한 은행이 보유하고 있던 금액을 지칭한다. 파산 은행이 크게 증가한 것은 앞에서 설명한 화폐수요의 증가, 은행의 신용축소, 경기 침체로 인한 은행의 대출금 회수 저하에 따르는 은행의 수익성 악화 등이다.

1933년에 특히 파산한 은행 수와 예금 금액이 크게 증가한 이유는 다음과 같다. 첫째, 루즈벨트 취임 직전에 루즈벨트 참모진의 좌파 급진주의적 성향으로 인한 달러에 대한 불신이 최고조에 달하여 민간의 현금보유가 증가했기 때문이다. 둘째, 후버와 루즈벨트가 은행휴일과 같은 방법으로 정부가 은행으로 하여금 일시적으로 예금을 지급하지 못하도록 하는 방법을 시행했기 때문이다. 1933년 초에는 많은 주(state)에서 은행휴일을 실시했다. 루즈벨트가 취임하여 1933년 3월6일부터 3월13일까지 국가은행휴일(national bank holidays)을 지정하고 민간상업은행과 연준회원은행을 폐쇄했다. 이러한 일시적인 예금지급 금지는 예금자들의 재산을 침해하는 것이고 그런 일을 예방하기 위하여 예금자들은 예금을 찾아서 현금으로 보유하는 방법으로 대처했기 때문에 화폐수요가 증가했

다. 화폐수요의 증가는 승수효과를 통해 은행의 신용을 축소하게 만들고 그런 축소는 은행의 경영을 압박하게 만든다.

<표 5> 대공황 초기 파산한 은행의 수와 예금 금액

연도	은행 수(개)	예금 금액(백만달러)
1920년대 평균	700	170
1930	1350	837
1931	2293	1690
1932	1453	706
1933	4000	3600

자료: Rothbard(1973), 전게서, 268쪽과 286쪽에서 인용.

주: 여기에서 예금 금액이란 파산한 은행이 보유했던 금액을 말함.

요약하면, 칠패기에 파산한 은행의 수가 극적으로 증가한 것은 화폐수요의 증가, 은행 자신의 자발적인 신용축소, 대출금 회수 부진으로 인한 은행 경영의 어려움 등이 가중된 때문이다. 화폐수요의 증가는 더 근본적으로는 지폐와 은행에 대한 불신 때문이다. 그리고 일반인의 지폐와 은행에 대한 불신은 궁극적으로는 과도한 통화량 증가로 인한 달러 가치의 하락과 지급능력이 근본적으로 취약한 부분지급준비제도 자체에 있다.

VIII. 디플레이션: 원인과 평가⁴⁰⁾

1929-1933년 기간의 디플레이션을 검토하기 전에 1926-1928

40) 디플레이션을 다룬 연구자와 문헌은 상당수 있다. 그러나 Salerno(2003)는 아마도 처음으로 디플레이션을 발생 원인에 따라 크게 4가지로 나누고 개관했다. 주로 미국 사례를 이용하여 유익한 디플레이션과 유해한 디플레이션으로 나누고 적절한 통화 정책 방향을 제시했다. 미국 디플레이션 사례에 대한 자세한 내용은 Salerno(2003) 참조.

년 기간의 디플레이션 정도를 간략히 보기로 한다. 대공황 이전에 소비자 물가는 1926년 2.2% 하락, 1927년 1.1% 하락, 1928년 1.2% 하락했다. 이 기간의 디플레이션의 원인에 대해 결론만 요약하면, 화폐의 공급이 증가함에 따라 인플레이션이 발생했음에도 불구하고 기술 진보에 따르는 생산성의 증가 등으로 인한 디플레이션이 발생했을 뿐 아니라 디플레이션이 인플레이션보다 컸기 때문에 표면적으로는 디플레이션만 가시화되었다. 이 점이 시사하는 바는 역사적 기록으로서의 디플레이션이나 인플레이션은 서로 다른 힘이 미친 결과라는 것이다. 그리고 아래에서 자세히 보겠지만 이 점은 1929-1933년 기간에 발생한 디플레이션에도 해당한다.

1929년 11월부터 1930년 11월까지 소비자 물가는 5.2% 하락, 1930년 11월부터 1931년 11월까지 10.4% 하락, 1931년 11월부터 1932년 11월까지 10.2% 하락했다. 1933년 3월에 물가는 최저점을 찍고 곧 바로 상승하기 시작했다.⁴¹⁾ 요컨대, 1929년 11월부터 1933년 3월까지 디플레이션이 진행되었고 1933년 3월 이후 인플레이션이 시작되었다. 즉 후버 대통령 시대가 디플레이션 시대라는 것이다.

1929년 11월부터 1933년 3월까지의 디플레이션은 화폐의 공급과 수요가 모두 변화할 때 발생한 것이기 때문에 화폐의 공급과 수요가 재화 일반의 가격에 미치는 영향을 검토할 필요가 있다. 다른 조건이 같다면, 화폐공급의 증가는 재화 일반의 가격을 인상시키는 것, 즉 인플레이션을 초래한다. 다른 조건이 같다면, 화폐수요의 증가는 재화 일반의 가격을 하락시키는 것, 즉 디플레이션을 초래한다. 다른 조건이 같다면,

41) Murphy(2009), 전계서, 71쪽 참조.

반대의 경우, 즉 화폐공급의 감소는 디플레이션, 화폐수요의 감소는 인플레이션을 초래한다. 화폐의 구매력과 인플레이션, 화폐의 구매력과 디플레이션의 관계는 무엇인가. 일반적으로 화폐의 구매력과 재화들의 일반적인 가격은 반대의 관계를 가진다. 다시 말하면, 재화들의 일반적인 가격이 하락하면 화폐의 구매력이 상승하고 재화들의 일반적인 가격이 상승하면 화폐의 구매력이 하락한다. 즉 인플레이션은 화폐의 구매력이 하락하는 것이고 디플레이션은 화폐의 구매력이 상승하는 것이다.

앞에서 설명한 내용은, 다른 조건이 같다면 화폐의 수요와 공급의 변화와 재화 일반의 가격 변화 또는 인플레이션 또는 디플레이션의 관계를 보여준다. 어떤 특정 재화의 가격은 그 재화의 수요와 공급에 또한 영향을 받는다. 그러므로 어떤 특정 재화의 가격은 네 가지 요인, 즉 화폐의 수요와 공급, 그 재화의 수요와 공급에 의해 결정된다. 예를 들어, 개인용 컴퓨터와 그 주변기기의 가격은 지난 20 여 년 동안 크게 하락해왔다. 그것은 다른 무엇보다도 그 부문에서의 기술 발전이 워낙 컸기 때문이다. 즉 개인용 컴퓨터와 그 주변기기의 공급이 큰 폭으로 증가했기 때문이라는 것이다. 그 결과 지난 20 여 년 동안 화폐공급의 대폭적인 증가에도 불구하고 개인용 컴퓨터와 그 주변기기의 가격은 큰 폭으로 하락한 것이다.

문제는 1929년 11월부터 1933년 3월까지의 기간에 발생한 디플레이션은 연준에 의한 화폐공급의 증가, 민간은행의 신용축소에 의한 화폐공급 감소, 화폐수요의 증가 등이 동시에 영향을 미친 결과라는 점이다.⁴²⁾ 다시 말하면, 연준에 의한 화

42) 이론적으로는 디플레이션을 초래하는 요인이 더 있다. 그러나 우리의 분

폐공급의 증가는 인플레이션을 초래하고, 은행의 신용축소에 의한 화폐공급 감소와 화폐수요의 증가는 모두 디플레이션을 초래한다. 그리고 현실에서 가시화된 디플레이션은 세 가지 효과가 합쳐진 결과이다. 물론 이 모든 인과관계는 다른 조건이 동일하다는 가정 하에서 유효한 것이다. 그 시기에 다른 조건이 전적으로 변하지 않았다고 말하기는 어려울 것이지만 앞의 인과관계를 부정할 수 있는 다른 조건의 큰 변화는 없다고 가정해도 무리가 없을 것이다. 우리의 디플레이션 기간이 대침체 또는 대공황 국면에 해당하기 때문이다.

지금까지 디플레이션의 발생 원인을 규명했다. 이제 디플레이션에 대한 부정적인 평가를 자세히 분석하기로 한다. 다시 말하면, 많은 연구자나 논평가가 디플레이션을 두려워하는 것을 목격한다. 그들의 주장대로 디플레이션은 경제에 해악만 끼치는가. 과연 디플레이션은 회피해야 할 대상인가. 디플레이션은 인간의 경제행위에 어떤 영향을 미치는가? 앞에서는 디플레이션의 발생 원인을 분석했다면 여기에서는 디플레이션이 인간의 경제행위에 미치는 영향을 평가하기로 한다.

앞에서 화폐수요의 증가와 신용의 축소에 의해 디플레이션이 발생한다는 것을 알았다. 그 경우에 화폐의 구매력은 상승한다. 화폐의 구매력이 상승한다는 것은 실질소득이 증가한다는 것이다. 소비자의 실질소득이 증가하는 것은 소비자로 하여금 예전보다 소득 대비 더 많은 저축을 하게 만들고 그런 저축은 이자율을 낮춤으로써 기업가로 하여금 더 많은 투자를 가능하게 만든다. 그리고 투자의 증가는 생산의 증가와 경제성장으로 이어진다. 소득 대비 저축의 증가는 소비자로 하여

석과 관련이 없기 때문에 생략한다. 자세한 내용은 Salerno(2003) 참조.

금 다음 단계에 소득 대비 소비를 증가시킬 수 있고 증가시키게 된다. 인간은 소비를 영원히 하지 않을 수는 없기 때문에 디플레이션 기간 중에는 자신의 실질 소득의 증가와 재화의 가격 하락에 대한 예상을 대비하여 적절한 소비를 할 것이다. 즉 디플레이션 초기에 소비를 할 수도 있고 디플레이션 후기에 소비를 할 수도 있다. 한 마디로, 디플레이션은 저축과 투자, 생산과 경제성장에 긍정적인 영향을 미친다.

디플레이션을 비난하는 다른 주장은 디플레이션이 생산을 멈추게 할 것이라는 것이다. 디플레이션이 이윤을 없애버리기 때문에 기업은 생존할 수 없다는 것이다. 그러나 이 주장은 디플레이션을 너무 단순하게 간주하고 있다. 디플레이션이 재화들의 일반적인 가격 하락을 의미하지만 모든 재화가 동일한 시점에 동일한 크기로 가격이 하락하는 것을 의미하는 것은 아니다. 디플레이션을 초래한 화폐수요의 증가와 신용축소가 어느 재화에, 언제 그리고 얼마나 영향을 주느냐에 따라 재화들의 가격 하락이 결정된다. 그러므로 디플레이션이 기업의 이윤에 미치는 영향은 모두 다르다. 그리고 앞에서도 지적했듯이 인간은 생존을 위하여 소비를 하루라도 멈출 수는 없다. 다만 소비의 시기, 정도 등을 자신이 직면한 경제 상황에 따라 결정한다. 그러므로 디플레이션이 모든 기업의 모든 이윤을 날려버린다는 주장은 틀린 것이다. 디플레이션이 발생할 때 그런 환경을 잘 예상한 기업은 생존할 것이고 그렇지 못한 기업은 존립할 수 없을 것이다. 그리고 그런 환경을 적극적으로 이용하여 빠르게 성장하는 새로운 기업의 출현도 환경이 급변하는 시기라고 할 수 있는 디플레이션 기간에 가능성이 크다.

디플레이션을 비난하는 또 다른 주장은 디플레이션은 추가

적인 디플레이션을 가져온다는 것이다. 이 주장의 다른 의미는 디플레이션보다는 인플레이션이 낫다는 것이다. 왜냐하면 현금을 보유하고 소비하지 않는다면 기업가는 재화를 팔 수 없고 그 결과 노동자를 고용할 수 없기 때문이라는 것이다. 그러나 앞에서 보았듯이 지난 20년간 지속적으로 가격이 하락한 컴퓨터와 컴퓨터 주변기기 산업은 번영을 구가해왔다. 비록 특정 기업들의 부침은 있었지만 말이다. 인간이 소비를 전혀 하지 않을 수는 없다. 그 점은 디플레이션이 추가적인 디플레이션을 가져온다는 주장이 성립할 수 없다는 것을 시사한다.

앞에서 보았듯이 디플레이션은 경제를 회복시키고 정상으로 돌아가게 만드는데 기여를 한다. 그러나 디플레이션이 장점만 있는 것은 아니다. 디플레이션에는 다음과 같은 부정적인 측면도 있다. 즉 디플레이션은 인플레이션과 마찬가지로 소득재분배 효과를 초래한다. 물론 디플레이션이 경기변동으로 인한 침체국면에 발생하는 경우에 국한하여 디플레이션의 부정적인 측면이 존재한다. 디플레이션이 가져오는 소득재분배의 분명한 특징은 네 가지다. 첫째, 디플레이션이 인플레이션과 꼭 같이 영합(zero-sum)게임이라는 것이다. 이득을 보는 사람의 이득과 손해를 보는 사람의 손실이 동일하다는 것이다. 둘째, 이득을 보는 사람과 손해를 보는 사람을 구분하기가 상대적으로 쉽다는 것이다. 예를 들어, 기업의 구조조정이 일어나는 경우와 해고 노동자 등은 쉽게 식별할 수 있다. 다시 말하면, 디플레이션으로 인한 소득재분배는 눈으로 직접 목격하기가 쉽다는 것이다. 물론 모든 소득재분배를 명확히 관찰할 수는 없지만 말이다. 이 점이 인플레이션에 의한 소득재분배와 다른 것이다. 디플레이션에 의한 소득재분배의 세

번째 특징은 디플레이션에 의한 소득재분배가 인플레이션에 의한 소득재분배에 ‘추가’된다는 것이다.⁴³⁾ 이 점이 중요하다. 붐과 버스트로 이어지는 경기변동에는 먼저 인플레이션으로 인한 소득재분배가 발생하고, 나중에 경기변동의 2차 특징, 즉 디플레이션으로 인한 소득재분배가 다시 발생한다는 것이다. 마지막으로, 디플레이션에 의한 소득재분배가 인플레이션이 초래하는 소득재분배 과정의 역순으로 진행되는가 하는 것이 의문이다. 그런데 이 쟁점에 대해서 라스바드와 휠즈만은 견해를 달리한다. 라스바드는 역순으로 진행된다고 지적한다. 물론 이 과정이 언제나 정확하게 그렇게 되지는 않는다는 전제를 달고서 말이다. 라스바드는 디플레이션에 의한 소득재분배가 어느 정도가 될 것인가에 대해서도 특별한 언급을 하지 않았다. 그러나 휠즈만은 디플레이션이 그 이전의 인플레이션의 역순의 일종은 확실히 아니라고 주장한다.⁴⁴⁾ 이 부분은 더 많은 연구가 필요하다.

요약하면 경기변동기에 발생하는 디플레이션은 장점과 단점을 모두 지니고 있다. 그러나 단점에 비해 장점이 너무 크다. 그러므로 침체기에 디플레이션은 적극적으로 채택해야 할 통화정책임이 분명하다.

43) Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, Liberty Fund, Indianapolis, 1980, 262쪽 참조.

44) Jörg Guido Hülsmann, *Deflation and Liberty*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2008. 29쪽 참조.

IX. 디플레이션: 역사적 증거들

역사적 사실은 당시에 ‘일어났던’ 사건의 기록이다. 그런데 그런 역사적 사실과 비교해야 할 것은 ‘일어났을 그러나 실제로는 일어나지 않았던’ 사건이다. 여기에서 일어났을 사건은 다른 길이나 진로를 선택할 경우에 일어날 것으로 예상되는 결과를 말한다. 통화량이 증대되고 난 다음, 그 결과 경기변동이 발생하고 난 다음, 연준이 취할 것으로 예상되는 길은 세 가지다. 연준이 통화량을 적극적으로 감축하는 것, 자유방임적 통화정책을 시행하는 것, 즉 통화량 증대와 감소, 어느 쪽도 하지 않는 것, 통화량을 증가시키는 것 등이다. 세 번째 경우는 역사적으로 일어났던 것으로 대공황 시기에 연준이 취했던 정책이다. 일어나지 않았던 일은 연준이 통화량을 적극적으로 감축하는 경우와 자유방임적 통화정책을 실시하는 것이다.

이제 역사에서 연준이 통화량을 감축하거나 통화량을 더 이상 증가시키지 않았다면 어떤 일이 일어났겠는가 하는 것을 이론에 의거 예상해보기로 한다. 만약 연준이 축소적 통화정책을 펼쳤다면 화폐수요의 증가에 의한 현금축적디플레이션과 은행의 신용축소에 의한 은행신용디플레이션에 연준의 통화정책에 의한 디플레이션이 추가 되었을 것이다. 다시 말하면, 연준에 의한 디플레이션은 디플레이션의 크기를 역사적 기록보다 더 크게 했을 것이라는 것이다. 만약 연준이 침체에 자유방임적 통화정책을 펼쳤다면 화폐수요의 증가에 의한 현금축적디플레이션과 은행의 신용축소에 의한 은행신용디플레이션은 연준의 통화공급 증가에 의한 인플레이션에 의해 일정 부분 상쇄되지 않았을 것이다. 다시 말하면, 연준에 의

한 인플레이션이 없었다면 디플레이션의 크기는 역사적 기록보다 더 컸을 것이라는 것이다. 요약하면 연준의 두 가지 정책 모두는 실제 일어났던 디플레이션보다 더 큰 디플레이션을 초래했을 것이다. 그리고 그런 디플레이션은 경제를 실제보다 더 빠르게 회복하게 만들 뿐 아니라 소비자의 구매력도 더 크게 한다.⁴⁵⁾ 디플레이션이 경제에 미치는 긍정적인 영향을 상기할 필요가 있다. 요약하면 1929-1933년에 연준의 확장적 통화정책은 민간의 자발적인 행위의 결과인 디플레이션의 긍정적인 영향을 상당 부분 삭감했다고 하겠다. 또는 연준이 축소적 통화정책을 펼쳤거나 자유방임적 통화정책을 펼쳤다면 민간의 자발적인 행위의 결과인 디플레이션의 긍정적인 영향을 더 크게 했을 것이다. 그러나 삭감한 정도 또는 긍정적인 영향을 더 크게 한 정도를 구체적인 수치로 보여줄 수는 없다. 다만 연준이 당시 채택한 확장적 통화정책의 부정적인 효과를 정성적으로 보여줄 수 있을 뿐이다.

앞에서 설명한 내용을 이해하기 위하여 역사적인 사례를 들어보자.⁴⁶⁾ 1839년부터 1843년까지 화폐공급은 34% 감소했다. 이 시기에 도매가격은 42% 하락했다. 은행의 수는 23% 감소했다. 이러한 하락, 즉 디플레이션은 잘못된 투자, 빚, 부실한 은행 등을 빠르고 급격하게 구조조정하게 만들었다. 그 결과 투자는 23% 하락했지만 실질소비는 21% 증가했고 실질국민총생산은 16% 상승했다. 즉 실질로 계산한 소비와 생산이

45) 그러나 일어났을 사건과 일어났던 사건을 비교하는 일은 쉽게 이해할 수 있는 것이 아니다.

46) Murray N. Rothbard, *A History of Money and Banking in the United States*, Ludwig von Mises Institute, 2005, 103쪽 참조, 이 부분의 내용은 테민(Temin) 교수의 연구를 라스바드가 인용한 것이다.

증가했다는 것이다. 물론 이 시기는 연준이 아직 설립되지 않았다. 그러므로 연준이 통화공급을 증가시키지는 않았다. 그러므로 앞에서 제시한 통계치는 순수하게 화폐공급 감소 효과 또는 디플레이션 효과만을 보여주고 있다. 만약 통화주의자의 주장처럼 화폐공급이 감소하고 있었을 때 연준이 화폐공급을 증가시키는 것이 좋은 정책이라면 1839-1843년 기간은 사실상 매우 어려운 상황이 되었어야 옳을 것이다. 그러나 역사적 결과는 앞에서 보았듯이 통화주의자가 예측한 것과 크게 다르게 나타났다. 그것은 통화주의자의 주장이 결코 옳지 않다는 것을 간접적으로 증명한다.

다른 한편, 1929-1933년 기간에 발생한 디플레이션이 실질생산에 미친 영향은 앞에서 제시한 사례와 다르다. 먼저 통화량은 27%, 물가는 31%, 은행의 수는 42% 감소했다. 이러한 수치는 1839-1843년 기간의 통계치와 다소간의 차이가 있지만 무시해도 될 정도이다. 두 시기에 통화량, 물가 등이 비슷하게 하락했다는 것이다. 그런데 1929-1933년 기간에 실질총투자(real gross investment)는 91%나 감소했고 실질소비와 실질국민총생산은 각각 19%와 30% 감소했다. 만약 연준이 존재하지 않아서 은행신용디플레이션과 현금축적디플레이션 효과가 연준에 의해 상쇄되지 않았다면 역사적 결과보다 화폐공급은 더 많이 감소했을 것이고 그 결과 디플레이션 정도는 더 컸을 것이다. 즉 연준의 확장적 통화정책이 재화들의 가격 하락을 억제했다는 것이다. 여기에 후버 정부는 기업들에게 임금을 동결하거나 임금의 하락을 억제할 것을 요구했고 특히 대기업들이 그런 정책을 적극적으로 수용했다. 여기에 후버 대통령은 확장적 재정정책을 통해 임금 하락을 또한 억제했다. 이 점은 역사적 현실에서는 연준의 통화정책을 제외하고도 가격

의 하락이 억제되었음을 의미한다. 만약 연준의 화폐공급 증가가 없었다면 그리고 정부의 임금 억제가 없었다면, 그 결과 더 크게 하락한 임금과 재화들의 가격은 실질투자를 덜 감소하게, 실질소비와 실질국민총생산은 더 상승하게 만들었을 것임을 예상할 수 있다. 또는 아무리 나쁘게 예측하더라도 역사적 결과보다 매우 좋았을 것이라는 것이다.

라스바드는 그런 상황을 이렇게 적고 있다. “테민[교수]는 다음과 같이 적절히 설명한다. [경제 상황이 좋아진] 이유는 19세기에 가격들의 하방 유연성에서 찾을 수 있다. 그 결과 엄청난 화폐[공급]의 축소는 가격들을 낮추지만 특별히 실질생산 세계 또는 생활수준에 타격을 가하지는 않는다. 그와 대조적으로 1930년대에 정부는 가격들과 임금율의 하락을 막는 엄청난 장애물을 놓아두었고 그 결과 생산과 생활수준의 심각하고 지속적인 하락을 초래했다.”⁴⁷⁾

또 다른 역사적 사례도 있다.⁴⁸⁾ 1920-1921년 기간의 침체가 여기에 해당한다. 제1차 세계대전 동안의 화폐공급의 증가가 극심한 인플레이션을 초래했다. 인플레이션을 억제하기 위하여 뉴욕 연준은 1920년 1월에 할인율을 단번에 4.75%에서 6%로 인상했다. 1920년 6월에 할인율을 다시 7%로 인상했다. 이때 할인율은 당시로서는 최고였다. 즉 이 시기에 연준은 축소적 통화정책을 실시했다. 1921년에 실업율이 11.7%로 심각했지만 연준은 1921년 5월까지 할인율을 낮추지 않았다. 연준은 7%라는 높은 할인율을 거의 1년이나 지속한 것이다. 그 결과 재화들의 가격이 정점에 달했던 1920년 6월로부터 정확히 1년

47) Rothbard(2005), 전계서, 103-104쪽에서 인용.

48) Murphy(2009), 전계서, 71쪽 참조.

만에 물가는 15.8%나 하락했다. 이 수치는 대공황 때 가장 높았던 연간 물가 상승률과 비교하면 50% 이상 디플레이션이 높았다는 것을 보여준다. 그럼에도 불구하고 1920-1921년 침체는 아주 짧게 끝났기 때문에 오늘날의 미국인 대부분은 그때의 침체를 잘 기억하지 못한다. 만약 연준이 충분한 화폐를 공급하지 않았기 때문에 1930년대 초의 침체가 대공황으로 바뀌었다는 통화주의자의 주장이 옳다면 1920-1921년 기간의 연준의 할인을 인상으로 인한 통화공급 축소는 1920년대를 비극으로 점철되게 만들었을 것임을 예상할 수 있다. 그러나 실제로 1920년대는 1920-1921년 기간을 제외한다면 미국 역사에서 가장 번영했던 시기이다. 비록 논쟁의 여지가 전혀 없는 것은 아니지만 말이다.

X. 연준의 확장적 통화정책의 폐해

연준의 확장적 통화정책이 인플레이션을 초래했다. 비록 인플레이션은 디플레이션을 일정 부분 상쇄했지만 디플레이션보다 크지 않았기 때문에 명시적으로 드러나지는 않았다.⁴⁹⁾ 그러나 육안으로 볼 수 없다고 존재하지 않는 것이 아니다. 존재하지만 식별할 수 없을 뿐이다. 인플레이션은 확장적 통화정책의 첫 번째 폐해이다.

그러면 인플레이션의 폐해는 무엇인가?⁵⁰⁾ 첫째, 인플레이션

49) 인플레이션을 재화의 가격 상승으로 정의하는 방법은 그런 점에서 문제가 있다. 이 점에 대해서는 아래에서 자세히 다루고자 한다.

50) 인플레이션의 폐해에 대한 자세한 설명은 Hayek, Friedrich A., "Can We Still Avoid Inflation?" in Ludwig von Mises et. al., *The Austrian Theory of*

은 소득재분배를 초래한다. 새로운 화폐를 비교적 일찍 받는 사람은 이득을 얻고 새로운 화폐를 비교적 늦게 받거나 고정 소득자는 손해를 보게 된다. 화폐공급 증가에 의한 소득재분배는 재산을 침해하는 것이지만 대부분의 사람은 그런 침해를 침해로 인식하지 못한다. 인플레이션에 의한 소득재분배가 일반적인 재산 침해와 다른 점이다. 바로 그 이유로 정부가 반복적으로 통화공급을 증가시켜 인플레이션을 초래할 수 있다. 인플레이션의 두 번째 문제점은 재화의 가격 상승 시점과 속도 등이 모두 다르다는 것이다. 화폐 공급의 증가가 재화의 가격에 미치는 영향은 일률적이지 않다는 것을 의미한다. 그 점에서 물가수준이라는 개념은 틀린 것이다. 그리고 어떤 재화의 가격 상승이 다른 재화보다 더 먼저였다면 그런 상태는 지속된다. 일반적으로 그렇다는 것이다. 그리고 인플레이션이 끝날 때 인플레이션에 의한 가격구조의 이러한 왜곡은 중지된다. 인플레이션의 세 번째 문제점은 경제계산을 어렵게 함으로써 계산비용(calculation cost)을 증대시킨다는 것이다. 여기에서 계산비용이란 계산의 부정확함으로 인하여 발생하는 각종 비용을 말한다. 인플레이션의 네 번째 문제점은 회계 관행의 신뢰성을 망가뜨리고 이윤을 부풀리게 만든다. 물론 기업가는 자본의 상각비용을 조정함으로써 화폐 가치의 하락을 어느 정도 회계에 반영할 수 있다. 그러나 세무 공무원은 부풀려진 이윤에 과세함으로써 그런 방법을 없앤다. 이러한 과세는 정부가 민간이 소유한 자본의 일부를 강제로 빼앗는 것과 다를없다. 그리고 인플레이션이 클 때 이러한 문제점은 작은 것이 아니다.

둘째, 통화공급을 증가시켜 이자율을 인위적으로 낮추면 정상적인 환경에서는 생존할 수 없는 비효율적인 기업들을 생존하게 만든다. 경기변동으로 인하여 과잉투자(overinvestment)된 산업이나 기업은 그런 과오투자(malinvestment)를 청산하지 않으면 안 된다. 자연 이자율보다 인위적으로 낮게 책정된 이자율은 청산되어야 할 비효율적인 기업들을 생존하게 만든다. 그리고 비효율적인 기업들이 생존한다는 것은 구조조정이 지연된다는 것이다. 여기에서 구조조정이란 노동, 자본 등과 같은 생산요소들을 가장 효율적인 용도로의 재배치를 의미한다. 그리고 그런 구조조정의 지연은 침체로부터 경제가 회복하는 것을 방해하고 지연시킨다.

셋째, 청산되어야 할 비효율적인 기업이 인위적으로 존립하게 되면 그런 기업은 새로운 기업이 진입하여 소비자의 욕구를 만족시켜야 할 기회를 빼앗는다. 그것은 소비자의 입장에서는 효용이 후퇴하는 것을 의미한다. 즉 비효율적인 기업을 인위적으로 존립하게 만들면 소비자의 효용도 낮아진다는 것이다.

넷째, 버스트 기간에는 수요가 크게 감소한 상황이기 때문에 생존 불가능한 기업 뿐 아니라 생존하고 있는 기업마저도 비용을 절감하지 않으면 안 된다. 그러나 인위적으로 낮아진 이자율 때문에 비용 절감 노력이 상당 부분 흐지부지 되기 쉽다. 화폐공급의 증가는 과오투자로 인한 비효율성을 제거함으로써 경제 전체의 생산성을 증가시킬 기회를 상당 부분 상실하게 만든다는 것이다. 이 점은 화폐공급의 증가가 다음 경기변동을 초래할 수 있는 여건을 미리 만든다는 것을 의미한다.

다섯째, 확장적 통화정책은 경기변동을 초래한다. 주지하듯이 경기변동이란 봄과 버스트로 이루어지고 봄은 지속가능하지 않다. 디플레이션이 진행중인 경우라도 확장적 통화정책

의 피해인 경기변동이 발생하지 않는 것이 아니다. 그렇기 때문에 1933년부터 인플레이션이 발생했고 1937-1938년 기간에 대공황 속에 일시적인 붐이 일어났던 것이다.

대공황 초기에 연준의 통화공급 증가에 따라 확장적 통화 정책의 폐해가 실제로 발생했지만 그 정도가 어느 정도인가를 계측해 볼 수는 없다. 앞서서도 지적했듯이 디플레이션에 의해 인플레이션으로 인한 부정적인 효과가 상쇄되었기 때문이다. 그러나 분명한 것은 확장적 통화 정책의 폐해가 발생했다는 것이다. 그런 폐해를 한 마디로 요약하면 침체를 더 악화 내지는 심화시켰다는 것이다.

XI. 통화주의자의 주장이 오류를 지니게 된 배경

이 글의 목적은 대공황 초기에 연준이 통화공급을 줄였다거나 아무런 조치를 취하지 않았기 때문에 침체를 크게 악화시켜 소위 ‘대공황’을 만들었다는 통화주의자의 주장이 미신이라는 점을 입증하는 것이다. 그렇기 때문에 그런 미신을 만들어내는데 중심적인 역할을 했다고 여겨지는 프리드만의 주장을 모두 분석 또는 비판할 필요는 없다. 여기에서는 프리드만이 ‘어떻게’ 그런 주장을 했는가를 ‘추론’하는 일에 초점을 맞추어 통화주의자의 주장에 대한 약간의 논평을 하고자 한다. 즉 프리드만이 그런 주장을 하게 된 원인에 대한 정밀한 분석보다는 프리드만이 오류를 범하게 된 배경 또는 그런 주장이 나오게 된 배경에 대해 분석을 하고자 한다.

첫째, 통화주의에는 경기변동이론이 없다.⁵¹⁾ 1920년대 붐과 1920년대 말에 시작된 대공황은 경기변동 현상이기 때문에

경기변동이론이 꼭 필요하다. 당시 일어났던 디플레이션과 같은 화폐현상 뿐 아니라 실업 등과 같은 현상까지도 종합적으로 이해할 수 있는 정확한 경제이론, 특히 경기변동이론이 필요하다. 그러나 당시의 통화주의에는 경기변동을 설명할 수 있는 이론이 없었다. 그 점은 지금도 큰 차이가 없다. 이론이 없는 상태에서 복잡한 경제 현상을 정확하게 분석할 수는 없다. 이것이 통화주의자가 연준의 통화정책을 분석함에 있어서 잘못을 범하게 된 첫 번째 이유라고 여겨진다.

둘째, 인플레이션과 디플레이션은 화폐공급 증가와 감소로 정의하는 것이 가장 정확하다. 만약 가격들의 일반적인 상승과 하락으로 정의하면 문제가 발생할 소지가 있다. 앞에서 보았듯이 디플레이션이라 하더라도 통화공급의 증가로 가격들의 일반적인 상승이 일어날 수 있을 뿐 아니라 대공황 시기의 디플레이션이라는 결과는 가격 하락 효과가 가격 상승 효과보다 크기 때문에 나타난 것이다. 제2차 세계대전 이후에 많은 연구자는 인플레이션과 디플레이션에 대한 부정확한 정의를 사용하기 시작했기 때문에 디플레이션이 일어나면 연준이 화폐공급을 감소시킨 것으로 주장하는 잘못을 범한 것으로 여겨진다.⁵²⁾

51) 오스트리아 학파는 경기변동이론을 일반 경제이론과 잘 통합하여 제시하고 있다. 그리고 그 점에서 오스트리아 학파의 경기변동이론이 유일하다. 오스트리아 학파의 경기변동이론에 대한 자세한 설명은 전용덕, 『오스트리아학파의 경기변동이론과 화폐·금융 제도』, 한국경제연구원, 2009를 참조. 오스트리아 학파의 경기변동이론을 실증분석한 것으로는 전용덕·김학수, 『정책실패와 국제금융위기』, 한국경제연구원, 2009를 참조.

52) 제2차 세계대전 이전까지 인플레이션과 디플레이션(뒤에서 다룸)이라는 용어는 화폐 재고의 증가와 감소라는 의미로 사용했다. 학문세계의 토론과 일상생활 모두에서 말이다. 그러나 소위 케인지언 혁명을 거치면

셋째, 통화주의자로 하여금 미신을 갖게 만든 가장 중요한 연구는 프리드만과 슈바르츠가 공저한 『미국의 화폐역사 1867-1960』(A Monetary History of the United States 1867-1960 (1963))이다. 그런데 그 책에서 1929-1933년 기간에 대한 연구는 연준의 결정과정과 각종 관료주의의 폐해 등에 관한 서술이 풍부하다. 그러나 연준을 제외한 다른 경제주체인 일반인과 은행의 행위, 당시 대통령이 기대하는 통화정책의 바람직한 방향과 견해, 주요 경제학자, 국회의원, 언론인, 주요 은행가와 기업인 등, 여론 주도층의 움직임에 대한 서술은 매우 부족하다. 그것이 시사하는 바는 연준의 결정에 영향을 미치는 요인들에 대한 종합적인 검토가 취약하다는 것이다.

넷째, 통화주의자가 인과관계를 파악함에 있어서 너무 가시적 현상에만 주의를 기울렸다고 짐작할 수 있다. 연준은 1920-1921년 7%까지 인상했던 할인율을 약간의 기복이 있지만 1924-1925년 사이에 3%까지 인하했다. 연준이 설립된 이후로 대공황 초기 이전까지 할인율이 가장 낮았던 시기는 1916-1917년 사이이고 그 때도 3%였다. 1924-1925년 이후 연준은 경기가 과열 양상을 보이자 할인율을 계속적으로 인상했다. 물론 1929년 10월 주식시장이 폭락하기 이전까지 할인율이 일시적으로 낮아진 경우도 있지만 크게 보아 할인율은 높아졌다. 1929년 10월에 대폭락이 있었을 때 할인율은 매우 높

서 두 용어의 의미는 근본적으로 변했다. 1950년대에는 인플레이션은 가격들의 일반적인 상승을, 디플레이션은 가격들의 일반적인 하락을 의미하는 것으로 고착되었다. Salerno(2003), 82쪽 참조. 그러나 Mises(1998)와 Rothbard(1993)는 1950년대 이후에 사용되게 된 두 용어의 정의는 과학적 토론을 위해서는 부적당한 것이라고 주장한다. Ludwig von Mises, *Human Action*, New Haven: Yale University Press, 1996, 422-424쪽 참조. Rothbard(1993), 번역본, 『인간, 경제, 국가』, 1161-1162쪽 참조.

은 6%였고 그 수치는 1920-1921년 기간의 7% 다음으로 높은 것이었다. 이러한 움직임은 마치 낮은 할인율이 침체를 방지하고 높은 할인율이 침체와 폭락을 가져왔다고 생각했을 수 있다. 그러나 이런 움직임은 경기변동의 일환으로 이해해야 한다. 1929년 10월은 1924-1925년 시작된 지속 불가능한 붐이 자체적으로 역전을 시작하는 시점으로 이해해야 한다.

다섯째, 미국을 제외한 주요국은 금본위제를 미국보다 빨리 포기했다. 그리고 그들은 미국보다 빨리 침체를 탈출했다. 물론 그들의 침체 탈출이 금본위제 포기 때문이라고 할 수는 없지만 두 사건은 거의 동시에 일어났다. 미국의 경우에 루즈벨트 대통령이 1933년에 금본위제를 포기할 즈음에 비록 일시적이지만 미국의 주요 경제 지표가 호전되었다. 두 사건의 동시적인 발생이 인과관계에 의한 것이 아닐 수 있음을 주지할 필요가 있다.

한 마디로, 통화주의자가 어떻게 잘못된 주장을 하게 되었는가에 대한 필자의 주장은 추론의 수준을 벗어나지 못한다. 통화주의자는 자신의 주장이 미신이라는 비판에 직면하여 그런 주장의 과학성을 스스로 검토해야 한다. 그 과정에서 자신들이 어디에 문제가 있었는가를 밝혀내야 한다. 문제의 소지가 어디에 있는가를 밝히는 일은 다른 연구자가 아닌 바로 자신들이기 때문이다.

XII. 결 론

1920-1921년 침체기에 연준은 할인율을 높였다. 주지하듯이 1920-1921년 침체는 아주 짧게 끝났다. 그러나 1929-1933년 대

공황기에 연준은 할인율을 당시까지 역사상 최저 수준으로 낮추었다. 그런데도 침체는 깊어지고 길어졌다. 즉 문자 그대로 대공황이 된 것이다. 어떻게 높은 이자율에서 침체가 빨리 끝나고 낮은 이자율에서 침체가 깊어지고 길어질 수 있는가. 사정이 이러한데도 통화주의자는 어떻게 그런 심각한 침체를 연준의 탓으로 돌릴 수 있는가.

1929년부터 1933년까지 연준이 아무런 조치를 취하지 않았다는 통화주의자의 주장은 미신이다. 앞에서 보았듯이 당시 연준은 통화공급을 증가시키는 방향으로 통화정책을 펼쳤다. 즉 연준은 큰 침체에 직면하여 확장적 통화정책을 펼쳤다는 것이 진실이다. 연방준비위원회의 확장적인 통화정책이 미친 부정적인 영향은 침체되고 있는 당시 경제를 더 나쁘게 만들었지만 미국인, 은행, 외국인 등의 적극적인 대응에 따라 그 효과가 어느 정도 상쇄되었다. 그러므로 연준이 아무런 조치를 취하지 않았다는 주장은 전적으로 틀린 것이다. 이러한 비판을 감안하여 현대의 통화주의자들은 당시에 충분한 통화공급이 이루어지지 않았다고 주장할지도 모르겠다. 그러나 통화공급을 증가시켰음에도 불구하고 투자, 소비, 국민총생산, 다른 거시지표 등이 나쁜 방향으로 움직였다는 것은 현대 통화주의자들의 주장도 틀렸음을 의미한다.

연준의 통화정책을 포함한 당시 모든 경제주체에게 강력한 영향력을 행사했던 후버 대통령은 금본위제를 포기할 정도로 강력한 인플레이션 정책을 취하지는 않았지만 자유방임적 정책을 허용하지도 않았다. 그는 대체적으로 중도적인 인플레이션 정책을 취했지만 일시적으로는 강력한 인플레이션 정책을 유도했고 실제로 그렇게 했다. 1931년 11월 위기시에 금본위제를 포기하기 직전까지 갔었다는 후버 자신의 지적은 그

점을 입증한다. 1932년에는 후버 대통령이 은행과 예금자를 비난했다는 사실도 그 점을 잘 보여준다.

통화주의자는 연준의 잘못된 정책이 없었다면 통상적인 침체가 되었을 것을 그런 잘못된 정책이 대공황을 만들었다는 이유로 연준을 비난한다. 연준이 경제를 더 심각하게 만든 것은 사실이다. 그러나 대공황 기간에 연준이 아무런 조치를 취하지 않았거나 통화량을 적게 공급했다는 통화주의자의 주장은 명백히 틀린 것이다. 통화주의자의 주장과 반대로 연준과 후버 대통령이 협조하여 오히려 확장적 통화정책을 시행함으로써 경제를 더 심각하게 만들었다는 것이 대공황 당시의 통화정책에 대한 진실이다. 통화주의자가 만들어내 미신은 작금의 경제 위기에 대한 연준의 통화정책에 영향을 미치고 있다. 미국 경제와 세계 경제가 대공황 초기와 같은 진로를 반복하지 않을까 우려하지 않을 수 없다.

화폐공급을 축소하거나 정부지출을 줄이는 방법 등은 단기적으로는 아마도 고통을 심화시킬지도 모른다. 그러나 그런 축소적 정책은 장기적으로는 구조조정을 앞당겨서 경제의 진정한 회복을 촉진한다. 반대로, 화폐공급을 증가시키거나 정부지출을 증가시키는 방법 등은 단기적으로는 구조조정의 고통을 덜어주지만 장기적으로는 경제가 스스로를 치유하는 길을 막아서 회복을 지연·심화시키고 심지어는 다음 경기변동의 씨앗을 심는다.

여기에서 자세히 다루지 않았지만 1920-1930년대 미국은 붐과 버스트로 이어지는 경기변동을 겪었다. 경기변동은 연준이 통화량을 증가시켜 이자율을 인위적으로 인하한 결과로 발생한다. 원인과 결과라는 관점에서 2000년대도 1920-1930년대와 큰 차이가 없는 경기변동이 발생했다. 경기변동의 한 국

면인 침체에 통화공급을 증가시키는 것은 문제를 악화시킬 뿐이다. 지폐를 찍어서 부(wealth)를 창출할 수 있는 마술은 불가능하다. 부를 증가시킬 수 있는 것은 재화와 용역을 생산하는 길 뿐이다.

마지막으로 이 연구가 지닌 취약점을 지적하고자 한다. 여기에서 인용한, 연방준비위원회가 연방회원은행의 지급준비금을 얼마나 증가시켰는가를 보여주는 통계는 1차 자료가 아니다. 그 점에서 이 글의 주장이 한계가 있다고 지적한다면 일리가 있는 것이다. 그러나 라스바드가 제시한 자료는 그렇게 허술한 것이 아닐 뿐 아니라 라스바드 자신이 천재적이고 매우 세심한 연구자라는 점에서 여기에서 내린 결론을 번복할 정도는 아니다. 라스바드가 작성한 1920년대 통화량 통계는 프리드만과 안나의 저술에 나오는 통계보다 더 정확하면 정확했지 덜 정확하지는 않기 때문이다.

이와 함께 이 글의 목적에 대한 오해의 소지가 발생할 수 있는 점을 다시 한 번 분명히 하고자 한다. 서두에서 밝혔듯이 이 글은 대공황 당시의 연준의 통화정책이 축소적 또는 아무 것도 하지 않았음을 주장하는 프리드만을 포함하는 통화주의자의 주장을 검토하는 것을 목적으로 하고 있다. 바로 그 이유로 이 글은 통화주의 전체에 대한 논박이 아니라는 점을 분명히 한다. 그런 일은 이 글의 목적을 벗어나는 것이다. 그리고 이 글이 대공황 당시의 사건만을 다루고 있다는 지적도 받아들인다. 그러나 대공황 당시의 사건이 너무 크고 중요해서 그 사건만을 다루는 것만으로도 위기 시의 통화정책의 함의를 이끌어내는데 부족함이 없다고 여겨진다.

❖ 참고문헌

전용덕, 『오스트리아학파의 경기변동이론과 화폐·금융 제도』, 한국경제연구원, 2009.

전용덕·김학수, 『정책실패와 국제금융위기』, 한국경제연구원, 2009.

Milton Friedman, *Free to Choose: A Personal Statement*, New York: Harcourt Books, 1990.

Milton Friedman and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, 1963.

Friedrich A., Hayek, "Can We Still Avoid Inflation?" in Ludwig von Mises et. al., *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 1996.

Jörg Guido Hülsmann, *Deflation and Liberty*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2008.

Ludwig von Mises, *The Theory of Money and Credit*, Liberty Fund, Indianapolis, 1980.

_____, *Human Action*, New Haven: Yale University Press, 1996.

Robert P. Murphy, *The Politically Incorrect Guide to the Great Depression and the New Deal*, Regnery Publishing, Inc., 2009.

Jim Powell, *FDR's Folly: How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Depression*, New York: Three Rivers Press, 2003.

Lionel Robbins, *The Great Depression*, The Ludwig von Mises

Institute, 2007.

Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, Sheed and Ward, Inc., Kansas City, 1975[1963].

_____, *What Has Government Done to Our Money?* Ludwig von Mises Institute, 1990[1963].

_____, *Man, Economy, and State*, Ludwig von Mises Institute, 1993[1962]. 『인간, 경제, 국가』, 전용덕·김이석 공역, 자유기업원, 2006.

_____, *A History of Money and Banking in the United States*, Ludwig von Mises Institute, 2005.

Joseph T. Salerno, "An Austrian Taxonomy of Deflation-with Application to the U.S." *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 6, no. 4, (Winter 2003), pp. 81-109.

 **Abstract**

**The Great Depression and the Myth Made by
Monetarists**

Yoong-Deok Jeon

Monetarists' argument that from 1929 to 1933 U. S. Federal Reserve Board (FRB) did "do-nothing policy" has been one of several myth of the Great Depression. The truth is that U. S. FRB actually did an expansionary monetary policy during that period. The policy of FRB made the stagnated economy of the U. S. worse even though the bad effect of the expansionary monetary policy was offset by aggressive response of U. S. citizens, bankers, and foreigners. This study has an important implication for the expansionary policy of U. S. Federal Reserve Board at the current crisis. This paper has some weakness. But it does not change the conclusion of the paper.

Key Words: Great Depression, Monetarist, U. S. Federal Reserve Board, Monetary Policy, and Supply of Money