

정책연구 2009-14

# 오스트리아학파의 경기변동이론과 화폐·금융제도

전 용 덕

# 오스트리아학파의 경기변동이론과 화폐·금융제도

1판1쇄 인쇄 / 2009년 12월 14일  
1판1쇄 발행 / 2009년 12월 18일

발행처 한국경제연구원  
발행인 김영용  
편집인 김영용

등록번호 제318-1982-000003호  
(150-705) 서울특별시 영등포구 여의도동 27-3  
하나대투증권빌딩 8층  
전화(대표) 3771-0001 (직통) 3771-0057 팩스 785-0270~1  
<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2009

한국경제연구원에서 발간한 간행물은  
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.  
(구입문의) 02-3771-0057

---

ISBN 978-89-8031-569-7

값 9,000원

## ■ 발 간 사

지난해 발생한 국제금융위기는 경기변동 과정의 일부이다. 경기변동이란 붐과 버스트로 이루어지고, 기업가는 과투자, 소비자는 과소비를 하게 되며, 모든 산업, 모든 경제 주체가 경기변동의 영향을 받는 경제현상을 말한다. 그런 경기변동 현상을 적절히 설명할 수 있는 경제이론은 오스트리아학파가 오래전에 발전시킨 경기변동이론이 유일하다. 그럼에도 불구하고 작금의 경기변동에 직면하여 전 세계는 케인스 경제학에 의존하여 재정지출을 확대하고 통화주의자의 처방에 따라 통화공급을 증대해 왔다. 그러나 케인스 경제학과 통화주의에는 경기변동 현상을 온전히 설명할 수 있는 이론이 없기 때문에 경기변동을 해결하기보다는 문제를 악화시키거나 다음 경기변동의 씨앗을 뿌리고 있다는 것이 정확한 실상일 것이다. 우리가 현재의 위기를 문제없이 해결하여 안정적인 경제성장을 이룩하고자 한다면 가장 먼저 해야 할 일은 경기변동 현상을 정확히 이해하는 것이고 그렇게 하기 위해서는 일반 경제이론과 통합되어 있는 이론인 오스트리아학파의 경기변동이론을 이해하는 것이다.

오스트리아학파에 의하면 경기변동은 직접적으로는 정부가 통화공급을 증가시켜 이자율을 인위적으로 낮추기 때문에 발생한다. 그러나 화폐공급 증대의 배후에는 현행 화폐·금융제도가 있다. 정부가 독점 발행하고 있는 지폐는 거의 언제나 과다 발행된다. 정부는 또한 지급준비금제도를 통제함으로써 민간 금융기관의 신용확대를 조장하거나 배후에서 도와주고 있다. 다시 말하면, 제도적 관점에서 경기변동은 화폐·금융제도의 문제점 때문에 발생한다는 것이다. 그러므로 우리가 세계적으로 빈발하고 있는 경기변동을 억제 또는 예방하고자 한다면 화폐·금융제도의 문제점을 개혁해야 한다는 결론에 이르게 된다. 그리고 여기에서 화폐·금융제도의 개혁이란 정부에 의해 독점화된 화폐·금융시장을 자유시장이 되도록 하는 것이다.

이 책은 국내에서 거의 소개되지 않은 오스트리아학파의 경기변동이론을 담

고 있다. 경기변동 현상을 이해하여 작금의 경기변동을 해결하기를 바랄 뿐 아니라 미래의 경기변동을 예방할 수 있기를 바라는 모든 이에게 이 책이 조금이나마 도움을 주었으면 한다. 오스트리아학파는 현상을 이해하기 위해서는 먼저 이론을 정확하게 규정해야 한다는 방법론적 관점을 채택하고 있다. 그러나 현상을 설명하는 보조수단인 실증분석도 매우 중요하고 그런 실증분석 결과를 이 책의 저자인 대구대 전용덕 교수와 본원의 김학수 연구위원이 한 편의 연구보고서로 최근 출판하였다. 오스트리아학파의 경기변동이론을 실증분석한 결과에도 관심 있는 독자는 참조하기 바란다. 이 책에 담긴 내용은 저자 개인 견해이며 본원의 공식 견해가 아님을 밝혀 두는 바이다.

2009년 12월  
한국경제연구원  
원장 김영용

## ■ 서 문

오스트리아학파의 경기변동이론은 루드비히 폰 미제스(Ludwig von Mises)가 1912년 독일어판 『화폐와 신용 이론』(The Theory of Money and Credit)을 출판함으로써 세상에 처음으로 소개되었다. 미제스의 저작과 유사한 경기변동이론이 프레데릭 하이에크에 의해 런던경제학부(London School of Economics)를 통해 당시 유럽의 중심지였던 영국에 소개되었다. 두 석학의 경기변동이론은 케인스가 출현하기 이전까지 유럽에 널리 퍼졌고 받아들여졌다. 두 연구자의 경기변동이론은 전성기 시대였던 1920~1930년대에는 ‘미제스-하이에크 이론’으로 불렸다고 한다. 그러나 불행히도 케인스의 등장으로 오스트리아학파의 경기변동이론에 대한 열기는 급격히 식었다. 이에 따라 경기변동에 대한 미제스의 위대한 저작도 하이에크의 빛나는 직관도 세상에서 철저히 외면되었다. 그러나 지난 몇 십 년 동안 오스트리아학파의 경제학(Austrian Economics)은 몇몇 연구자와 지지자의 불굴의 노력 덕택으로 크게 부활했을 뿐 아니라 최근 미국에서 대규모 경기변동이 발생하자 오스트리아학파의 경기변동이론에 관심이 고조되고 있다.

한국경제연구원 김영용 원장이 발간사에서 적절히 지적하였듯이 경기변동 현상을 설명할 수 있는 경제이론은 오스트리아학파가 오래전에 발전시킨 경기변동이론이 유일하다. 우리가 작금의 경기변동 현상을 이해하고 그에 합당한 대책을 마련하기 위해서 먼저 오스트리아학파의 경기변동이론을 소개할 필요가 있다. 이 책은 그런 필요성에 따라 만들어졌을 뿐 아니라 오스트리아학파의

---

\* 저자는 미국 오하이오 주립대 경제학 박사학위를 취득하고 현재 대구대 무역학과 교수로 재직하고 있다. 한국 하이에크 소사이어티 회원으로 활동하고 있으며, 자유시장경제에 관한 연구, 강의, 발표 등에 관심과 노력을 쏟고 있다.  
주요 저서와 논문으로는 『헌법재판소판례연구』(공저), 『공정거래법의 모순』, 『지식인과 한국경제』(공저), 『시장경제의 이해』(공저), Land Reform, Income Redistribution, and Agricultural Production in Korea(공저), Conglomerates and Economic Calculation(공저) 등이 있다.

경기변동이론을 국내에 최초로 본격적으로 소개하는 것을 목적으로 하고 있다. 무엇보다도 이 책의 발간을 계기로 우리 사회에서 경기변동에 대한 토론이 활발하게 이루어졌으면 하는 것이 저자의 바람이다.

그러나 저자는 경기변동이론을 서술함에 있어서 많은 어려움을 겪지 않을 수 없었다. 무엇보다도 단기간에 경기변동이론을 이해하는 일이 필자에게는 쉬운 일이 아니었을 뿐 아니라 쉽게 서술하는 일도 결코 만만한 일이 아니었기 때문이다. 다음으로 비록 필자가 오스트리아학파의 경제학을 어느 정도 이해하고 있었지만 짧은 시간 내에 경기변동과 관련된 내용을 모두 설명하는 일이 결코 쉬운 일이 아니었기 때문이다. 그리고 경기변동이론은 경제이론의 일부인 만큼 기초 경제이론에 대한 이해도 필요한데 어떻게 주된 내용을 손상하지 않으면서 기초 경제이론을 내용의 경중을 가려서 서술하느냐 하는 것도 문제였다. 경기변동과 관련이 적은 내용을 대거 생략하면 논리의 연결성이 취약해지고 경기변동과 관련되는 내용을 모두 서술하면 실제로 경제학 교과서를 쓰는 일이 되기 때문이다. 물론 필요한 내용이지만 경기변동과 관련성이 적은 경우에는 각주에 참고문헌을 첨부하여 관심 있는 독자가 찾아볼 수 있도록 하였다.

이 책이 짧은 시간 내에 완성되다 보니 몇 가지 약점을 지니게 되었다. 무엇보다도 경기변동이 발생하면 언제나 경제정책을 입안하는 데 있어서 결정적인 영향을 미치는 소위 케인스 경제학과 통화주의가 얼마나 불완전한 이론인가를 증명하는 일에 시간과 노력이 부족했다는 점이다. 그 결과 오스트리아학파의 경기변동이론이 케인스 경제학, 통화주의 등과 다른 점이 무엇인가를 비교하는 일에 있어서도 만족스럽지 못하다고 하겠다. 개정판을 만들 기회가 있으면 이 점을 보완하고자 한다.

이 책의 출판을 허락해 준 김영용 한국경제연구원 원장에게 매우 감사한다. 한국경제연구원 원내 세미나에 참석하여 유익한 논평을 준 경희대학교 안재욱 교수와 원내 세미나 참석자에게 고마움을 표한다. 인제대학교 배진영 교수, 김이석 박사 등의 보고서에 대한 논평도 이 책의 개선에 도움이 되었다. 출판을 위해 필요한 행정적인 지원을 마다하지 않은 한국경제연구원 김학수 연구위

원, 각종 자료를 찾는 일을 도와 준 최병일 연구원에게 감사한다. 이 책의 일부가 발췌·수정되어 한국경제연구원 연구보고서(『정책실패와 국제금융위기』)에 들어갔다. 그 결과 내용의 일부가 중복되었는데, 이에 대한 독자의 양해를 바란다. 그리고 요약과 본문에서 영문 표기와 몇 개의 그림 등이 중복되는 부분도 책의 형식상 어쩔 수 없는 것으로 독자의 이해를 바란다.

2009년 12월  
대구대학교 경산 캠퍼스에서  
전용덕 교수



# 목 차

---

요 약.....	15
I. 국제금융위기: 경기변동의 일부분 .....	41
1. 국제금융위기는 경기변동의 일부분 .....	41
2. 경기변동의 원인은 정부의 통화량 증가에 의한 이자율 간섭 .....	43
3. 케인스주의, 통화주의, 기타 원인 등에 대한 비판적 고찰 .....	46
4. 경기변동과 국제지폐제도 .....	47
5. 시사점과 결론 .....	47
II. 오스트리아학파의 경기변동이론 .....	48
1. 오스트리아학파의 경기변동이론을 선택한 이유들 .....	48
2. 오스트리아학파의 경기변동이론 .....	50
(1) 몇 가지 중요한 개념들 .....	50
1) 경기변동과 경기변화의 구분 .....	50
2) 경기변동에서 풀어야 할 과제들 .....	52
(2) 경기변동의 직접적 원인과 그 과정 .....	54
1) 표준버전과 주요 연구자들 .....	54
2) 자유시장하에서의 자원배분 .....	57
3) 경기변동의 직접적 원인: 화폐공급의 증가 .....	62
4) 경기변동과 인플레이션 .....	73
5) 경기변동의 궁극적 한계: 하이퍼인플레이션 .....	80
6) 경기침체의 2차 특징: 디플레이션 .....	82
7) 화폐공급에 대한 정의 .....	90
8) 실증적 함의 .....	92

9) 경기변동이론에 대한 오해 또는 비판과 그에 대한 반박 .....	94
3. 오스트리아학파의 경기변동이론: 두 관점에 의한 해석 .....	98
(1) ‘화폐-거시경제학’ 관점에 의한 해석 .....	98
(2) ‘재무적’ 관점에 의한 해석 .....	112
4. 경기변동의 제도적 원인 .....	118
(1) 정부가 통제하는 화폐제도 .....	118
(2) 정부는 금융제도도 통제 .....	122
(3) 금융산업을 불안정하게 하는 추가요인들 .....	129
5. 소결 .....	131
III. 케인스주의, 통화주의, 기타 원인: 비판적 고찰 .....	132
1. 케인스주의 .....	132
2. 통화주의 .....	140
3. 기타 원인 .....	142
(1) 과도한 저축 .....	142
(2) 탐욕과 어리석음 .....	149
(3) 과도한 경제적 자유와 너무 적은 규제 .....	151
4. 일본의 경험 .....	152
5. 소결 .....	156
IV. 경기변동과 국제지폐제도 .....	157
V. 시사점과 결론 .....	165
1. 경기변동의 직접적 원인으로부터 유도한 시사점 .....	166
(1) 침체기의 정부정책: 소극적 정책 .....	166
(2) 침체기의 정부정책: 적극적 정책 .....	169
2. 경기변동의 제도적 원인으로부터 유도한 시사점 .....	170
(1) 화폐제도와 금융제도가 화폐관련 정책과 목표보다 훨씬 중요 .....	170

3. 결론 .....	179
참고문헌 .....	182
<부록 A> 미국의 대외 경상수지와 환율 .....	191
<부록 B> 미국 재무성채권과 미국 정부증권의 각국별 보유현황 .....	205

## 표 목차

---

<표 1> 미국의 각 연도 화폐와 관련한 각종 통계 .....	44
<표 2> <그림 7>에서의 각 단계별 특징 .....	107
<표 3> 미국정부의 재정적자 .....	143
<표 4> 미국의 대중국 경상수지와 환율 .....	144
<표 5> 미국의 경상수지, 순저축, GDP, 저축률 추이 .....	148
<표 6> 일본의 연도별 주요 경제통계 .....	155
<표 7> 한·미·일의 조세부담률과 중앙정부의 재정적자 .....	160
<표 8> 미국 재무성채권 해외 보유현황 .....	162

## 그림 목차

---

<그림 1> 미국의 연방기금 목표금리(2000. 1~2009. 9) .....	45
<그림 2> 화폐의 수급과 구매력 .....	75
<그림 3> 저축이 유도한 확장 .....	99
<그림 4> 신용이 유도한 확장 .....	99
<그림 5> 하이에키언 삼각형 .....	102
<그림 6> 신용팽창의 동학 .....	104
<그림 7> 숫자로 본 붐과 버스트 .....	105
<그림 8> 투자와 소비의 네 가지 방향 .....	107
<그림 9> 시간과 프로젝트의 순현재가치 .....	114
<그림 10> 지속불가능한 투자 .....	116
<그림 11> 이자율이 프로젝트의 순현재가치와 투자결정에 미치는 영향 ..	117
<그림 12> 미국의 대중국 환율과 경상수지 적자 .....	145



## 요 약

### 1. 국제금융위기: 경기변동의 일부분

□ 국제금융위기는 경기변동의 일부분

- 최근 미국의 서브프라임 위기로 가시화된 국제금융위기는 경기변동의 일부분
- 따라서 금융위기에만 초점을 맞추는 것은 문제를 축소하고 왜곡하는 것임.
- 불행히도 현재 논의되고 있는 금융산업 구조조정 등은 모두 금융위기에만 초점을 맞추고 있음.
- 그 결과 경기변동에 대한 대책은 잘못되거나 불완전할 뿐 아니라, 더 나쁜 것은 대부분의 경우에 그 대책이라는 것이 다음 경기변동의 씨앗이 된다는 것임.

### 2. 오스트리아학파의 경기변동이론을 선택한 이유들

- 첫째, 현재 경제학계에서 일반 경제이론과 통합되어 제시된 경기변동이론은 오스트리아학파의 경기변동이론이 유일. 이것이 오스트리아학파의 경기변동이론을 채택한 첫 번째 이유이고 가장 중요한 이유임.
- 둘째, 오스트리아학파의 경기변동이론은 이번 경기변동이라는 사고가 발생하기 이전에 ‘공리’(axiom)로부터 유도된 유일한 이론임.

-셋째, 경기변동은 정부가 화폐부문과 금융부문에서 재산권을 침해하면 일어날 결과를 보여주는 대표적이고 중요한 사례. 따라서 경기변동에 대한 대책도 오스트리아학파의 경제학이 제시하는 처방을 채택하는 것이 민간의 재산권을 가장 잘 보호할 수 있음.

-넷째, 경기변동의 원인을 정확히 이해하여 경기변동을 훌륭하게 억제하면 경제를 안정시키기가 상대적으로 쉬워질 것임. 경제가 안정되면 그만큼 기업경영의 불확실성이 줄어들게 되기 때문에 기업이 투자와 그에 따른 경영전략을 수립하는 일이 상대적으로 쉬워진다는 것을 의미함. 그 결과 경제는 안정되고 번영할 것임.

-다섯째, 1930년대의 미국, 1990년대의 일본 등에서는 케인스경제학, 통화주의 등에 의한 경기변동에 대한 처방을 이미 실험해 보았다고 할 수 있음.  
○ 그 결과는 두 체계의 처방이 효과가 없거나 예상대로 부정적인 결과를 초래했음을 알 수 있음.

### 3. 경기변동과 경기변화의 구분

#### □ 경기변동과 경기변화의 구분

- 경기변화(business fluctuations)란?

- 우리는 경제의 모든 영역에서 끊임없이 변화하는 세계에 살고 있음.
- 라스바드는 그런 변화의 원인을 크게 여섯 가지로 구분하고 있음.
- 소비자의 기호변화, 시간선호(time preference)의 변화와 그에 따르는 저축과 소비 비율의 변화, 노동력의 양과 질, 그리고 노동력이 존재하는 위치의 변화, 자연자원의 발견 또는 소멸과 같은 자연자원의 변화, 생산가능성(production possibilities)을 변경시키는 기술적 변화, 기후의 변화와 같은 천재지변의 발생 등

- 경기변동(business cycles)이란?

- 경기변동은 경제가 일반적으로 붐과 버스트로 이루어지는 현상을 지칭
- 바로 그 이유로 예를 들어 ‘부동산 사이클’이 존재하더라도 그런 사이클은 일반적인 붐과 침체로 이루어진 경기변동과 관련이 없음.

- 오스트리아학파는 경기변동을 세 단계로 구분

- 경제 내의 거의 모든 부문에서 과투자(malinvestment)와 과소비(overconsumption)가 이루어지는 붐(boom) 시기
- 상당수 기업이 투자가 잘못되었다는 것을 인식하는 위기(crisis)국면-국제금융위기로 표현되는 상황은 이 국면의 일부를 지칭
- 상당수의 산업과 기업에서 파산·실업·구조조정·합병 등이 동시다발적으로 진행되고, 노동, 토지 등과 같은 본원적 요소들의 마찰적 실업 등이 일어나는 침체(depression)국면
- 위기국면과 침체국면을 통합하여 버스트(bust) 시기라고도 함.

- 경기변동에서 붐은 지속불가능하다는 점이 특징

#### 4. 경기변동에서 풀어야 할 과제들

- 경기변동의 첫 번째 특징은 경영상의 오류가 왜 한꺼번에 발생하는가 하는 점-이 점은 세 가지 사실 중에서 가장 중요한 것

- 경기변동의 두 번째 특징은 자본재산업(capital-goods industries)의 변동성이 소비재산업(consumer-goods industries)의 변동성보다 크다는 점임.

- 자본재산업이 소비재산업보다 붐 기간에는 더 크게 확장하고 침체기간에는 더 크게 축소된다는 것임.

- 경기변동의 세 번째 특징은 붐 기간 중에는 언제나 화폐공급이 증가한다

는 점임.

- 그와 반대로 침체기간에는 일반적으로 화폐공급이 감소한다는 점임.

## 5. 경기변동의 직접적 원인과 그 과정

### □ 자유시장하에서의 자원배분

- 정부의 통화간섭이 어떻게 경기변동을 초래하는가를 이해하기 위해서는 먼저 자유시장 또는 자유시장경제(free market economy)에서 이자율이 결정되는 과정과 그와 관련한 자원배분을 이해할 필요가 있음.

- 왜냐하면 자유시장경제에서 이자율이 결정되는 과정과 자원배분은 정부의 통화간섭정책이 가져올 결과를 평가하기 위한 기준이 되기 때문임.

- 통화량을 일정하다고 가정할 때 이루어지는 자원배분

- 그 통화량을 소비, 저축(투자), 현금보유로 나누어 배분
- 소비와 저축 또는 소비와 투자의 비율은 사람들의 시간선호(time preference)에 의해 결정-시간선호는 시제간(intertemporal) 자원배분을 결정한다는 의미
- 투자자금은 여러 단계의 생산구조(production structure)에 배분됨.
- 사람들의 시간선호가 ‘순이자율’(pure interest rate)을 결정함-여기에서 순이자율이란 불확실성이 존재하지 않는 세계에서의, 현재화폐에 대한 미래화폐의 시간할인율임.
- 자신의 총화폐소득에서 어느 정도의 ‘소비/저축’ 비율을 유지할 것인지는 구체적인 시간선호율에 의해 결정됨.

- 개인들의 시간선호의 총합에 의해 총시간시장스케줄들(aggregate time-market schedules)이 결정되고, 그것들이 사회 전체의 저축과 소비 간의 비율, 즉 총사회비율들(aggregate social proportions)을 결정

- 사람들의 시간선호가 낮아질수록 ‘투자/소비’ 비율이 높아지고, 생산구조를 길게 하며, 자본이 축적됨.

- 반대로, 사람들의 시간선호가 높아질수록 ‘투자/소비’ 비율이 낮아지고, 생산구조를 단축시키며, 자본이 소비됨.
- 시간선호가 낮아지는 것이 경제성장으로 가는 길이라면 시간선호가 높아지는 경우는 자본소비(capital consumption)가 일어나기 때문에 음(negative)의 경제성장으로 가는 길

- 자유시장에서 결정되는 이자율을 ‘자연이자율’(natural rate of interest)이라 함.

- 자연이자율은 순이자율에 특정 프로젝트의 위험프리미엄, 화폐의 구매력의 변화, 화폐가 실물에 미치는 영향을 반영하는 교역조건의 변화 등을 합산한 것임.
- 어떤 프로젝트의 위험프리미엄은 채권자 또는 대출자의 위험에 대한 평가에 따라 달라짐.
- 자연이자율에서 결정적인 요소는 순이자율임.
- 순이자율이 대부시장(loan market) 또는 금융시장의 이자율에 반영됨.
- 요약하면, 순이자율과 자연이자율은 시간시장에서 사람들의 시간선호에 의해 결정되고, 이와 동시에 사람들의 시간선호에 의해 소비와 저축 또는 투자가 결정됨—다시 말하면 자연이자율과 소비와 저축 또는 투자가 동시에(simultaneously) 결정된다는 것임.
- 저축과 투자는 언제나 동일한 것임.

- 자유시장에서 생산자의 자원배분과 소비자의 자원배분이 일치하는 상황을 “소비자들의 시제간 소비계획들이 기업가들의 시제간 투자계획들과 걸맞는 것이다.”라고 Carilli and Dempster(2001)는 적고 있음.

- 이제 만약 시간선호가 자발적으로 하락하여, 즉 자연이자율이 하락하여 저축과 투자가 증가한다고 가정함.

- 그 경우에 도달할 균형상태를 Rothbard(2006)는 다음과 같이 적고 있음.  
“자유시장에서 투자는 언제나 소비자의 가장 시급한 욕구들을 충족시키는 사업에 가장 먼저 이루어질 것이다. 그런 후, 그 다음 가장 시급한 욕구가 충족되고, 그 다음 순서로 계속된다. 이자율은 그 시급성에 따라 사업의 시간상 순서를 규율한다. 시장에서의 낮은 이자율은 더 많은 사업들이 이윤을 내면서 시도될 수 있다는 신호이다. 자유시장에서 증가된 저축은 더 낮은 이자율에서의 안정된 생산균형으로 경제를 이끌고 간다.”

-~요컨대 이러한 상황은 경제주체의 자발적인 시간선호 하락에 의해 유도된 것이기 때문에 모든 것이 잘 돌아가고, 예전보다 길어진 생산구조 (lengthened structure of production)는 무한정 유지됨.

- 우리는 이것을 ‘지속가능한’ 붐(sustainable boom)이라고 명명하고, 뒤에서 설명할 정부에 의한 화폐공급의 증가, 그중에서도 대부분을 차지하는 신용확장에 의한 붐, 즉 ‘지속불가능한’ 붐(unsustainable boom)과 구분함.
- 지속가능한 붐의 크기나 지속기간은 시간선호가 얼마나 빨리 하락하고 얼마나 지속적으로 하락하느냐에 달렸음.

#### □ 경기변동의 직접적 원인: 화폐공급의 증가

-~화폐공급을 증가시켜 이자율을 인위적으로 인하함으로써 경기변동 발생

-~이자율의 하락은 기업가로 하여금 저축된 자금이 실제보다 많은 것으로 믿게 만들.

- 그 자금을 이용하여 소비자로부터 멀리 떨어진 생산과정 또는 고차단계의 생산과정에 투자함.
- 기업가는 투자의 중심을 소비재산업에서 자본재산업으로, 저차의 생산에서 고차의 생산으로 이전

- 사람들의 시간선호를 반영하지 않는, 통화공급에 의한 정책금리조정은 기업가로 하여금 잘못된 의사결정, 즉 과오투자를 유도함.
- 여기에서 과오투자는 자본재산업에는 과잉투자를, 소비재산업에는 과소투자를 의미함—그 이유는 불확실성이 높은 자본재산업일수록 이자율의 변화에 민감하고, 상대적으로 불확실성이 낮은 소비재산업은 이자율의 변화에 덜 민감하기 때문임.
- 라스바드는 이런 상황을 미제스의 빌딩 건축업자의 예를 빌려와서 다음과 같이 설명함.
- “그 상황은 자신이 실제로 지니고 있는 양보다 건자재를 더 많이 가지고 있다고 잘못 믿고 높은 빌딩을 지으려던 공사청부업자의 상황과 유사하다. 너무 넓은 기초(고차단계)를 만드는 데 자신이 지닌 건자재를 다 소진해버려 빌딩을 계속 지을 건자재가 더 이상 남지 않았다는 것을 갑자기 깨닫게 된 것이다. 명백히 은행의 신용팽창은 자본투자를 조금도 증가시킬 수 없다. 투자는 여전히 저축으로부터 나올 수 있을 뿐이다.”

-화폐공급의 증가가 기업가에게는 과오투자를 유도한다면 소비자에게는 과소비를 자극함.

- 과잉투자는 과잉투자된 산업 또는 기업에 고용된 생산요소들에 대한 수요를 증가시키고 그들에게 지불하는 대가인 임금, 지대, 이자 등의 상승을 초래함.
- 이와 함께 과소투자된 산업에서도 유사한 결과가 나타남—생산요소의 일부가 과잉투자된 산업으로 이동하기 때문에 과소투자된 산업에서는 예전보다 가용생산요소가 더 희소해지기 때문임—그 결과 과소투자된 산업에서도 임금, 지대, 이자 등이 상승함.

-요컨대 화폐공급이 증가하여 이자율이 인위적으로 하락하면 소비자도 과소비를 하게 됨.

- 이 과정에서 대부분의 재화의 가격이 오르는 현상, 즉 인플레이션이 발생함.

-“경기변동과정은 무한정 지속되는가?”

- 앞에서 언급한 인플레이션이 모든 소비자에게 차츰 영향을 미침에 따라 소비자들은 소득이 증가하기 이전의 ‘소비/투자’(또는 ‘소비/저축’) 비율을 재확립하고자 함—다시 말하면 과소비를 종식하고 옛날의 소비/투자 비율로 돌아감.
- 과소비가 진정되기 시작하면 자본재산업의 일부 기업가들은 자신의 투자가 잘못된 것임을 인식하게 됨.
- 자본재산업 또는 고차산업의 투자가 낭비라는 점을 깨달을 뿐 아니라 그런 과오투자는 필연적으로 청산되어야 함.
- 이와 함께 수요가 자본재산업 또는 고차산업에서 소비재산업 또는 저차산업으로 돌아감.
- 따라서 통화공급(대부자금)의 증가가 초래한 이자율 하락에 의해 인위적으로 조장된 경기호황은 필연적으로 위기와 경기침체로 귀결됨.

-“따라서 소비재에 대한 과소소비(underconsumption)가 위기를 불러온다는 주장은 틀린 것임.

- 위기를 맞거나 침체를 겪는 산업은 자본재산업이지 소비재산업이 아님.
- 자본재산업이 침체 또는 위기를 겪는 것은 소비자들이 ‘소비/투자’ 비율을 통화팽창이 일어나기 이전의 수준으로 되돌리기 때문임.
- 그러므로 위기 또는 침체가 발생하는 것은 과소소비가 아니라 오히려 ‘과잉소비’ 또는 ‘과소저축’ 때문임을 알 수 있음.

-“현실에서 붐-버스트 사이클이 장기간 지속되고 폐해가 큰 이유는 무엇인가

- 정부나 민간금융기관이 오직 한 번만 화폐를 증가시키면 또는 화폐를

경제에 주입(injection)하면 짧은 붐-버스트만 발생할 것임.

- 그러나 현실에서 정부나 민간금융기관은 버스트가 일어나기 직전까지 또는 인플레이션이 매우 악화될 때까지 지속적으로 화폐공급을 증가시킨.
- 정부는 경기를 부양한다는 명분 또는 목적으로 지폐를 민간금융기관에 공급하고, 민간금융기관은 이익추구를 위하여 늘어난 지폐에 기초하여 대출을 받은 기업들의 부도위험이 높아질 때까지 지속적으로 신용을 주입하게 됨.
- 그리고 정부는 민간금융기관이 신용을 팽창하는 일에 보증을 씌.
- 다시 말하면 민간금융기관과 정부는 본질적으로(inherently) 인플레이션을 유발하고 선호하는 기관임.
- 그 결과 붐-버스트 사이클은 장기간 지속될 뿐 아니라 경기침체시에 그 폐해가 막대해지는 것을 피할 수 없음.
- 엄밀히 말하면 붐-버스트 사이클이 지속되는 기간과 폐해의 정도는 증가한 화폐량의 크기, 지폐와 신용이 주입된 기간, 재계로 대출된 신용의 양 등에 비례함.
- 추가적으로, 어떤 국가가 국제지폐 발행국가인가 국제지폐 피발행국가인가 하는 점이 또한 고려되어야 함.

- 신용팽창에 의해 유도된 붐 시기가 실제로 과오투자가 발생하는 시기

- 이것이 의미하는 바는 붐은 필연적으로 버스트를 동반한다는 점임.
- 소비자들이 예전의 '소비/저축' 비율을 재확립하고자 할 때 위기가 발생함.
- 침체는 붐 시기에 만들어진 오류와 낭비를 바로잡는 과정임-요컨대 견디기 힘든 침체기가 바로 '회복기'라는 것임.

- 경기침체기에 화폐정책과 재정정책은 어떤 효과를 초래하는가?

- 경기침체기에 만약 정부가 인플레이션 악화를 무시하고 통화공급을 지속하거나 통화공급의 확대를 지속하면 '천정부지의 인플레이션'(runaway

inflation) 또는 하이퍼인플레이션(hyper inflation)을 초래하게 됨.

- 확장적 재정정책은 구조조정으로 퇴출되어야 할 ‘무능한’ 기업가를 생존하게 만들 – 물론 그런 기업가는 다음 경기변동이나 변화된 환경에 잘 적응할 수 없음.
- 무능한 기업가를 생존하게 만드는 것은 소비자의 욕구를 만족시킨다는 관점에서든 문제가 있음 – 새로운 기업가가 소비자의 요구를 효율적으로 또는 효과적으로 만족시켜야 한다는 관점에서 보면 무능한 기업가를 생존하게 만드는 것은 소비자의 후생을 후퇴하게 만드는 것
- 경제주체들의 잘못된 의사결정을 수정해야 하는 경기침체에 인위적인 경기부양정책은 경기침체를 더욱 길고 헤어 나오기 어렵게 만들.
- 1990년대 이후의 일본이 대표적인 경우

#### □ 경기변동과 인플레이션

- 화폐공급의 증가에 의한 경기변동과정에는 인플레이션이 발생한다는 점을 앞에서 언급

- 인플레이션은 영합게임이라는 결과를 가져오는 소득재분배, 저축과 투자의 위축과 소비의 증가로 인한 생활수준의 하락, 기업가를 속게 하여 자본 소비가 일어나게 만들, 기업가 능력의 약화로 인한 자본주의를 약화시킴, 무능한 기업가를 생존하게 만드는 등의 부작용을 초래함.

#### □ 경기변동의 궁극적 한계: 하이퍼인플레이션

- 많은 경제학자와 대부분의 일반인은 국가가 그렇게 할 수 있다고 가정하지만 실제로는 어떤 국가도 그렇게 할 수 없음 – 하이퍼인플레이션 발생이 궁극적 한계

- 예를 들어 1920년대 독일의 하이퍼인플레이션은 정치, 경제, 문화 등을 포함한 인간의 삶의 모든 면에 크게 영향을 미침.

#### □ 경기침체의 2차 특징: 디플레이션

- 침체국면이 시작되기 직전의 상대적으로 짧은 기간의 위기는 화폐공급의 축소로 인하여 발생하는 디플레이션(deflation)에 의해 드러나는 경우가 대부분임 - 물론 이때 화폐수요의 변화로 인한 디플레이션도 발생함.

- 경기침체의 2차 특징은 매우 짧게 나타날 수도 있고 통계상으로 잘 나타나지 않을 수도 있음.

- 침체국면으로 진입하면서 정부가 어떤 정책을 얼마나 신속하게 시행하는가에 따라서, 또는 경기변동의 크기나 기간에 따라 2차 특징이 나타나는 양상은 다를 것이기 때문임.
- 그러나 그런 현상을 목격할 수 없다고 전적으로 나타나지 않는다고 말할 수는 없음.
- 봄이 아무리 짧아도 2차 특징은 나타남.
- 현실에서는 침체국면에 진입하고 난 다음에 정부가 대응하는 경우가 대부분임.

- 두 가지 이유로 디플레이션이 발생함.

- 은행의 신용축소에 의한 디플레이션 - 즉 '은행신용 디플레이션' 발생
- 화폐수요 증가로 인한 디플레이션 발생 - 불확실성의 증대, 투기적 목적 등을 포함하는 예비적 목적의 화폐수요가 증대 - 즉 '현금축적 디플레이션' 발생 - 화폐수요는 최종적으로 출발점으로 복귀하는 경향이 있으나 언제나 그렇지는 않음.

□ 실증적 함의

- 첫째, 정부가 화폐공급을 증가시켜 대부시장 이자율을 인위적으로 내리면, 그 이자율과 사회적 시간선호와의 간격은 증대하고, 재계로 대출된 신용팽창은 점차 과오투자를 유도하고 소비자로부터는 과소비를 유발함.
  - 과오투자와 과소비의 정도, 즉 경기변동의 크기는 대부시장 이자율과 시간선호에 의해 결정되는 자연이자율과의 차이에 달려 있을 뿐 아니라 재계로 대출된 신용팽창의 크기에 달려 있음.
  
- 둘째, 대부시장 이자율의 인위적인 하락은 소비를 늘리고 저축을 줄이게 됨—물론 이러한 현상은 단기적인 것임.
  - 그러나 정부는 지속적으로 통화를 공급하는 경우가 비일비재함—그 결과 ‘소비/저축’ 비율이 장기적인 추세로 복귀할 여유가 없는 경우가 발생할 수도 있음—이 경우에 소비/저축 비율은 상당히 긴 기간 동안에 정부의 간섭주의적인 통화정책의 영향을 받아서 높아짐.
  - 또는 지속적으로 화폐공급을 증가시키는 경우에 붐과 버스트 주기가 짧아지고 그 폐해는 점점 더 커질 것임을 예상할 수 있음.
  - 또는 앞의 경우에 시간선호스케줄 자체가 상승 또는 하락하는 경우가 발생할 수도 있음—전자의 경우는 소비/저축 비율이 상승하고 후자의 경우는 소비/저축 비율이 하락함.
  
- 셋째, 화폐공급의 증가는 투자와 소비의 증가를 통하여 거의 대부분의 재화의 가격을 상승하게 만들—화폐공급의 감소는 투자와 소비의 감소를 통하여 거의 대부분의 재화의 가격을 하락하게 함.
  - 그러나 언제나 그런 일이 일어나는 것은 아님—1920~1929년 기간의 미국 물가는 약간 하락하는 정도에 그쳤음—그 기간 동안에 실제로 화폐공급은 엄청나게 증가했음.
  - 그리고 화폐공급의 증가가 재화의 가격을 상승하게 만드는 정도, 상승하게 하는 시기 등이 모두 다르다는 것임.

- ④째, 현실에서는 경기변동과 경기변화가 중복되는 경우가 발생할 수 있고 실제로 발생하는 경우가 많음.

- 경기변화는 경기변동을 증폭시키는 방향으로 작용할 수 있고 그 반대의 경우도 발생할 수 있음.
- 두 경우 모두 경기변동을 실증분석하는 경우에 고려해야 할 사항일 뿐 아니라 경기변동의 효과만을 추출하는 것을 어렵게 만들.

- ⑤째, 경제성장으로 소득이 증가하면 그에 따라 사람들의 시간선호는 하락하는 경향이 있음—즉 소득증가로 순이자율과 자연이자율이 하락할 여지가 있다는 것임.

- 시간선호의 하락은 정부가 인위적으로 이자율을 끌어내리더라도 시간선호와 규제이자율의 격차가 크지 않을 수 있음을 의미함—그것은 정부가 화폐공급을 증가시켜 이자율을 인위적으로 하락시키더라도 경기변동의 크기가 다를 수 있음을 의미함.

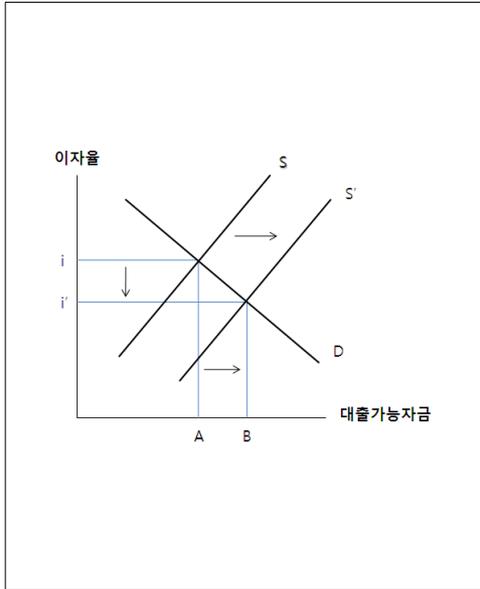
## 6. 오스트리아학파의 경기변동이론: 두 관점에 의한 해석

### □ 화폐—거시경제학 관점에 의한 해석

- ①Garrison(1996)은 자발적인 저축이 초래하는 호황을 ‘저축이 유도한 확장’(savings-induced expansion)으로, 단순한 화폐공급증가 또는 신용증가에 의해 유도된 확장을 ‘신용이 유도한 확장’(credit-induced expansion)으로 명명하여 구분하고 있음.

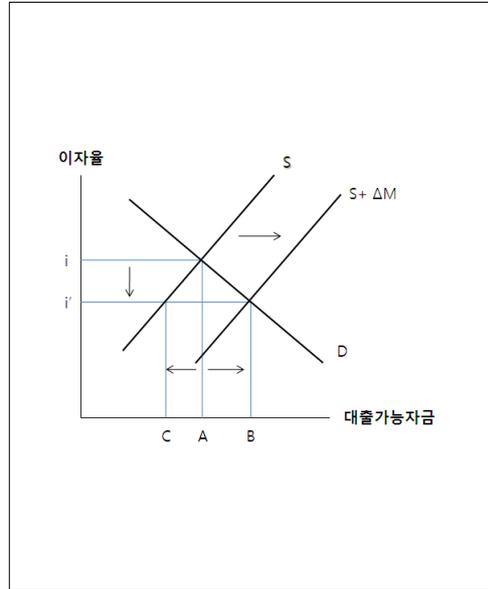
- <요약: 도 1>과 <요약: 도 2>에서 대부시장 이자율은  $i$ 에서  $i'$ 로 하락하지만 <요약: 도 1>에서 저축과 투자는 B에서 이루어지고 지속가능한 성장이 이루어진다. 하지만 <요약: 도 2>에서는 투자는 B에서 이루어지고 저축은 C밖에 되지 않기 때문에 성장이 지속되지 않음.

<요약: 도 1> 저축이 유도한 확장



출처: Garrison(1996), 113쪽에서 인용

<요약: 도 2> 신용이 유도한 확장



출처: Garrison(1996), 113쪽에서 인용

-여기에서 이자율은 투자의 총량만을 결정하는 것이 아니라 자원배분의 시제간 패턴을 결정함.

- 저축의 증가는 미래의 소비를 가까운 미래에서 먼 미래로 이전하게 만듦-저축이 유도한 이자율 하락은 상대적으로 내구성이 더 큰 자본에 투자하도록 유도하고 저차재보다는 고차재에 투자하도록 유도함.
- 소비의 시제간 선호의 변화에 맞춰 생산물을 가까운 미래(near future)에서 먼 미래(remote future)로 이동시키기 위하여 자본구조 내에서도 변화가 일어남.

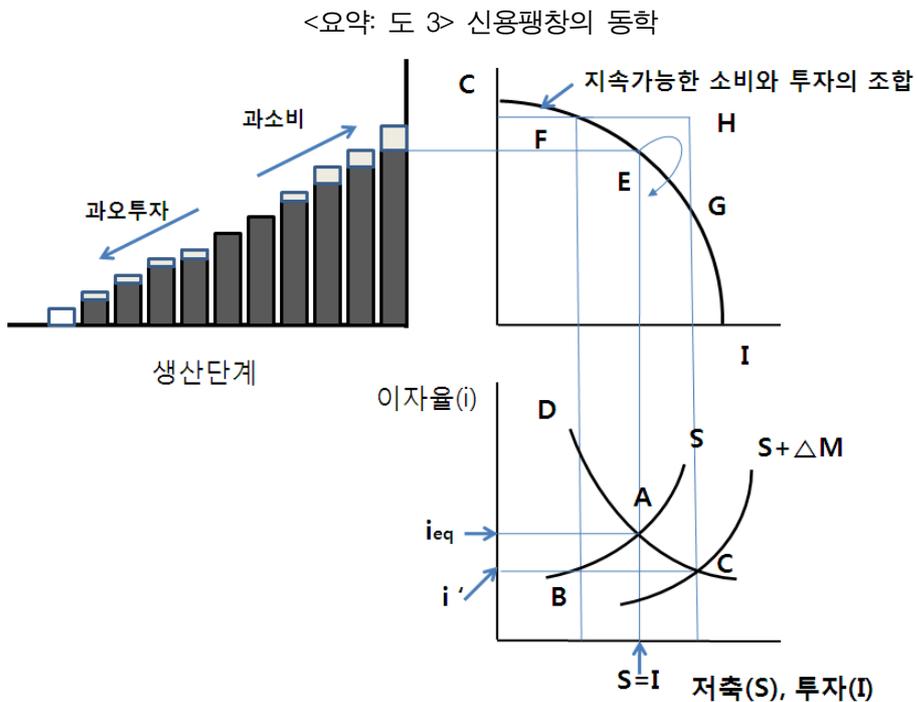
-화폐공급의 증가도 앞에서 설명한 자본의 이동을 유도함.

- 그러나 신용확장이 유도한 이자율 하락은 시제간 투자패턴과 시제간 소비선호의 불일치를 초래함-시간선호, 즉 저축선호(savings preferences)가 변하지 않는 상태에서 기업가들이 생산물을 가까운 미래에서 먼 미래로 이동시킨 것은 지속가능하지 않음.

- 이제 노동자, 토지소유자 등과 같은 생산요소들의 소비패턴과 기업가들의 생산결정은 충돌함.
- 저축과 소비패턴의 시제간 불일치는 중국적으로는 버스트를 유발함.
- 여기에서 버스트는 지속불가능한 붐을 자동조정하는 과정임.

- Garrison(2004)은 신용팽창으로 인한 경기변동의 역동적 과정을 세 개의 그래프로 설명했음.

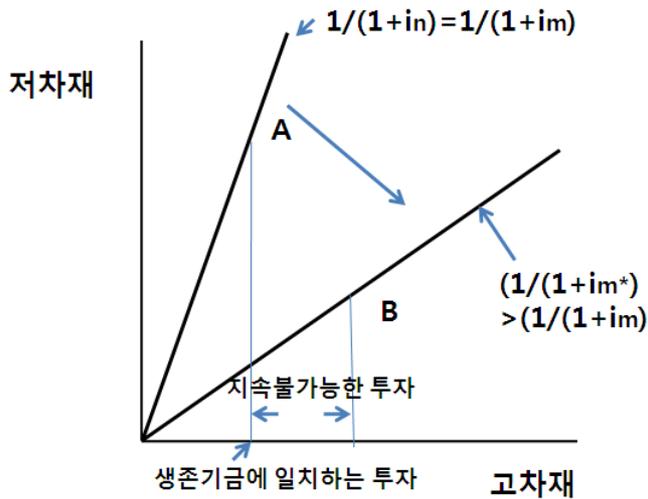
- <요약: 도 3>에서 저차재에서는 과소비, 고차재에서는 과투자 발생함을 보임.
- <요약: 도 3>에서 투자와 소비는 E에서 H를 향하여 나아가다가 C와 I가 동시에 감소하는 현상, 즉 침체가 일어남-대부시장의 균형점도 <요약: 도 2>와 동일



□ 재무적 관점에 의한 해석

- Sechrest(2001, 2006)는 오스트리아학파의 경기변동이론 중에서 핵심 부분이라고 여겨지는 과잉투자와 과잉투자가 발생하는 현상을 개별 기업가 또는 기업의 재무적 관점에서 설명
  - <요약: 도 4>에서 대부시장 이자율이  $m$ 에서  $m^*$ 로 인위적으로 하락되면 기업차원에서 A에서 B로 지속불가능한 투자가 발생
  - Sechrest는 경기변동을 초래하는 것은 저축과 신용의 차이 그 자체가 아니라 기업가가 처분할 수 있는 저축, 즉 생존기금과 기업가가 처분할 수 있는 신용간의 차이라고 결론을 내림.

<요약: 도 4> 지속불가능한 투자



7. 경기변동의 제도적 원인

□ 정부가 통제하는 화폐제도

- 정부가 지폐의 발행을 독점하기 때문에 금융시장에 간섭이 가능

- 정부는 화폐발행의 독점권한을 소유함으로써 지폐를 무한정 발행할 수 있고, 그 결과 인플레이션을 유발하고 최악의 경우에는 경제시스템 전체를 마비시킴.
- 정부가 지폐를 무한정 발행함으로써 발생하는 인플레이션은 그 자체가 소득재분배를 초래함.
- 정부의 지폐발행은 앞에서 서술한 경기변동을 초래함.
- 미래의 가격변동을 예측하는 일이 훨씬 어렵게 됨.
- 지폐의 공급이 시장에 대해 외생적이라는(exogenous to the market) 것임.

#### □ 정부는 금융제도도 통제

- 정부는 부분지급준비라는 제도를 통해 금융산업도 통제함.
  - 부분지급준비제도가 경기변동을 초래하는 신용팽창에 결정적인 역할을 함.
  - 부분지급준비제도는 법적 문제점과 윤리적 문제점을 동시에 가짐.
  - 부분지급준비제도에 의한 신용수단의 증가는 소득재분배를 초래
  - 정부는 부분지급준비제도를 제외하고도 금융산업에 많은 규제를 가하고 있음- 예를 들어 지점의 설치에 대한 허가, 금융기관 업무에 대한 각종 제한과 감독 등이 있음.

#### □ 금융산업을 불안정하게 하는 추가 요인들

- 현행 강제예금보호는 불건전한 금융기관에게는 보조금이 되고 건전한 금융기관에게는 세금의 역할을 하고 있음.
  - 다시 말하면 강제예금보호는 경제규제의 일종으로 경제규제의 장점과 단점을 지니게 된다는 것임.
  - 금융기관의 ‘도덕적 해이’(moral hazard)를 발생시키고 악화시킴.
  - ‘주인-대리인’ 문제도 발생시킴.

- 은행쇄도의 봉쇄는 예금자, 특히 대예금자의 은행에 대한 감시를 느슨하게 만들기 때문에 은행은 위험추구행위를 쉽게 할 수 있음.

## 8. 기타 원인에 대한 비판적 고찰: 외국의 과도한 저축

- 외국의 과도한 저축이란 각국의 경상수지 흑자가 미국에 유입된 것으로 미국달러의 총재고를 변화시키지 않음.

- 각국의 경상수지 흑자는 각국의 환율정책의 결과이고, 그런 환율정책은 국제지폐제도 때문에 발생하는 불가피한 현상

- 과도한 저축이 주택을 버블을 초래했다는 주장이 가진 추가적인 문제점

- 투자, 소비 등에 대한 잘못된 계산
- 미국에 비해 자본의 양이 훨씬 적은 나라들이 자본의 양이 풍부한 나라인 미국에 자본을 수출한다는 것은 논리적으로 맞지 않음.
- 미국이 외국의 저축을 이용하기 오래전에 미국인의 시간선호가 높아져서 자국 내 추가적인 저축이 바닥났음.
- 만약 미국의 신용팽창이나 화폐공급의 증가가 아니라 외국의 저축이 경기변동의 원인이라면 저축을 했다고 주장하는 나라들의 소비지출이 하락해야 함—그러나 그런 증거는 어디에도 없음.
- 저축은 우회생산을 가능하게 하기 때문에, 자본재의 증가, 생산의 증가, 그 결과로 인한 생산재들과 토지까지 포함한 재화들의 가격하락을 가져옴—붐 시기에는 대다수 재화의 가격이 상승했는데 그 점은 저축이 초래할 결과와 일치하지 않음.
- 만약 신용팽창이 아니고 대규모의 저축이 있었다면 은행을 포함한 기업들은 더 많은 저축을 소지해야 맞을 것임.
- 저축의 증가는 경제 전체에 걸쳐서 자본에 대한 대가인 자연이자율 또는 현행의 수익률(going rate of interest)은 낮아지는 방향으로 움직이게 만듦—그러나 붐이 지속되는 동안에는 기업들의 수익률은 정상수준 이상으로 상승하였음.

## 9. 경기변동과 국제지폐제도

- 1971년 이후 세계는 국제지폐본위제로 들어갔음.
- 최근에는 일본, 유럽 등의 지폐가 국제지폐본위화폐가 됨으로써 복수 지폐본위제가 되었음.
  - 복수의 지폐가 국제지폐본위화폐가 된 것은 여러 가지 이유가 있음.
  - 가장 중요한 이유는 전 세계 정부의 확장 욕구이고 미국도 예외는 아님.
- 국제지폐제도와 경기변동
  - 지폐가 표준화폐인 이상 지폐가 초래할 모든 폐해를 초래함.
  - 그런 문제점 위에 국제지폐본위제는 외국인을 약탈하는 제도임.
  - 국제지폐본위제에서는 법적 수단을 사용하여 금융기관을 통제할 수 없음.
  - 국제지폐 생산자들간에 담합이 일어날 것임.
  - 국제지폐 발행국이나 피발행국이나에 따라 생산가능곡선을 이동시킴.

## 10. 시사점

□ 침체기의 정부정책: 소극적 정책

- 침체기를 단축시키기 위한 가장 명확한 방법은 정부가 시장의 조정과정 (market's adjustment process)에 간섭하거나 개입하지 않는 것임-사실 이 점이 가장 중요함.
  - 거의 모든 정부는 이 시기에 적극적으로 무엇인가를 해야 한다고 생각하고, 실제로 그렇게 함.
  - 그러나 정부의 시장 개입 또는 간섭은 그것이 어떤 형태의 것이든 '완전한' 회복으로 가는 길을 방해하고 어렵게 함.

- 결국 정부의 시장 개입이나 간섭은 정부가 해결하겠다고 하는 바로 그 문제를 언제나 악화시킴.

- 정부가 행하는 시장간섭을 열거하면 그것이 바로 정부가 하지 말아야 할 훌륭한 ‘반침체’(anti-depression) 정책이 됨.

- 통화정책은 세 가지로 나눌 수 있음.

- 첫째, 정부가 확장적 통화정책을 실천하지 않는 것임.  
침체 이전보다 이자율을 더 낮추어 통화량을 더 증가시키면 통화량 증가는 재화들의 가격하락을 방해함.  
그런 가격하락 억제는 구조조정을 연기하고 침체를 더 길어지게 함.  
통화량 증가가 없을 때 비하면 그렇다는 것임.  
통화량 증가에 의한 추가적인 신용팽창은 더 많은 과오투자를 초래하고, 이런 과오투자는 미래 언젠가 침체를 유발할 뿐 아니라 청산되어야 함.  
궁극적으로 정부의 확장적 통화정책은 시장이 정상적으로 돌아가는 데 필요한, 더 높은 이자율의 출현을 방해하기 때문임.
- 둘째, 은행이 구조조정 대상인 기업에게 자금을 빌려주는 행위에 대하여 정부가 간섭하지 않는 것임.  
정부는 정부에게 잘 보인 기업에게 대출을 할 가능성이 높을 뿐 아니라 그런 기업은 대부분의 경우에 생산성이 낮음.
- 셋째, 정부가 민간은행의 신용축소(credit contraction)를 방해하지 말아야 함.  
신용의 축소 또는 디플레이션이 경기회복을 지연시키는 것이 아니라 오히려 단축함-정부가 민간은행의 신용축소를 방해하는 것은 정상적인 경기회복을 인위적으로 지연시킨다는 것을 의미함.

- 재정정책은 크게 네 가지로 나눌 수 있음.

- 첫째, 실업보조금을 중단하는 것임.

모든 실업보조금은 실업을 영구화할 뿐만 아니라 노동자가 일자리가 있는 곳으로 이동하는 것을 방해함—실업보조금이 일할 인센티브를 없앨 뿐 아니라 서둘러 일자리를 찾는 것을 방해하기 때문임.

- 둘째, 가격을 시장에서 결정되는 수준보다 높게 유지하도록 유도하는 정책을 그만두는 것

가격을 시장에서 결정되는 수준보다 인위적으로 높게 유지하면 재고가 쌓이게 되고 경제의 빠른 회복을 방해함.

실업보조금, 인턴제 보조금, 최저임금제 등과 같은 제도는 임금하락을 억제하거나 임금의 상승을 추구하는 제도임.

- 셋째, 정부가 소비를 촉진하고 그에 따라 저축을 억제하는 행위를 하지 않는 것임.

적자재정의 편성 또는 증세 등과 같은 정책이 소비를 촉진하는 좋은 예임.

일반적으로 말하면 정부의 크기가 조금이라도 커지면 그만큼 사회 전체의 ‘소비/투자’ 비율을 끌어올리고 그런 소비증가는 침체를 연장시킬 뿐임.

- ‘확장적’ 재정정책과 ‘확장적’ 통화정책은 사람들이 그토록 바라는 경기의 회복을 지연시키고 다음 경기변동의 씨앗을 뿌리는 것임.

- 침체기에 행하는 정부의 각종 지원정책은 인기에 영합은 하겠지만 장기적으로는 그 정책이 돕고자 하는 국민을 더 나쁘게 만든다는 것임.

#### □ 침체기의 정부정책: 적극적 정책

- 경기변동을 예방 또는 방지하는 것이 침체를 겪는 것보다는 좋은 방법인 것은 분명함.

- 첫째, 가장 먼저 해야 할 일은 정부의 크기를 줄이는 것임.
  - 정부는 세금을 감면함으로써 정부의 지출을 줄일 수 있음.
  - 세금은 어떤 종류의 것이든 소득에 부정적으로 작용하여, 그 결과 ‘저축/투자’에 부정적으로 작용함.
  - 감세는 사회 전체의 ‘저축/소비’ 또는 ‘투자/소비’ 비율을 자동적으로 증가시키는 방향으로 작용하여 경제가 침체를 벗어나는 데 필요한 시간을 단축시킴.
  - 장기적으로 세금을 줄여주는 것은 사회의 시간선호를 하락하게 만들고, 그 결과 경기침체를 벗어나는 데 없어서는 안 되는 ‘저축/투자’를 증가하게 만들.
  
- 둘째, 현존하는 재정적자를 줄이는 것도 침체기간을 단축시키고 경제를 빠르게 회복시킬 수 있는 방법임.
  - 현실에서 많은 나라의 정부가 엄청난 액수의 재정적자를 국민에게 부담시키고 있음.
  - 재정적자는 사실상 정부를 크게 만드는 방법임.
  - 대부분의 경우에 재정적자는 새로운 화폐를 발권하여 조달됨—새로운 화폐를 발행하는 것은 앞에서 지적한 인플레이션을 포함한 경기변동 등과 같은 각종 부작용을 초래함.
  
- 셋째, 정부의 각종 규제를 폐지하는 것임.
  - 시장경제를 추구한다는 나라들이라 하더라도 실제로는 건전한 경제행위를 억제하는 많은 규제가 있는 것이 사실임.
  - 정부가 불필요한 규제를 폐지함으로써 건전한 경제활동을 장려할 뿐만 아니라 규제로 인한 각종 부작용과 폐해를 줄여 경제를 효율적으로 만들 수 있기 때문임.
  - 물론 여기에서 자본주의의 근간인 재산권을 보호하는 각종 제도와 규제는 자본주의에 맞게 손질되어 존속되어야 함.

□ 경기변동의 제도적 원인으로부터 유도한 시사점: 화폐제도와 금융제도가 화폐관련 정책과 목표보다 훨씬 중요

-첫째, 민간이 화폐를 자유롭게 발행할 수 있는, 즉 화폐의 발권을 ‘자유시장’으로 만들.

○ 효율적 측면과 규범적 측면에서 화폐를 자유롭게 발행하는 것이 정부에 의한 화폐의 독점발행보다 우위에 있음.

-둘째, 화폐발행을 자유시장으로 만들기 위해서는 중앙은행을 폐지해야 함.

-셋째, 민간은행으로 하여금 100%지급준비를 의무화해야 함.

-넷째, 금융시장에 가해진 불필요한 규제와 잘못된 규제를 개혁하는 것도 긴요함.

○ 무엇보다도 강제성 예금보험제도는 폐지하고 은행쇄도를 제도적으로 허용해야 함.

-다섯째, 국제적으로 화폐제도를 개혁하는 일도 매우 중요함.

○ 특히 현재의 국제지폐 생산자들이 화폐의 발행을 자유시장으로 만들어 경쟁에 의해 화폐를 발행할 수 있도록 하면 국제지폐 생산자들이 아닌 나라들은 쉽게 제도를 변경할 수 있을 것임.

## 11. 결론

-경제학자들은 일반적으로 경기변동국면에서 발생하는 자원배분에만 관심을 기울임.

-그러나 경기변동은 자원배분 뿐 아니라 인간의 삶, 전부에 영향을 미친다

고 해도 결코 과언이 아님.

- 경기변동은 노숙자와 가족 붕괴의 증가, 살인과 성범죄와 같은 잔혹한 범죄의 증가, 결혼과 출산의 감소, 이혼과 자살의 증가, 영아 유기의 증가 등과 같은 사회병리적 현상의 직·간접적인 원인임.

- 만약 화폐발행시장과 유통시장이 정부의 간섭이 없는 자유시장이 되면 어떻게 될 것인가?

- 그런 경제에서는 경기변동이 발생하지 않을 것임.
- 그러나 앞에서 지적한 경기변동이 아닌 경기변화는 언제 어디에서나 일어날 것임 - 즉 국지적 차원의 혼란이나 불황, 그것도 아주 일시적인 불황이나 혼란은 발생할 수 있을 것임.
- 천재지변, 인간의 예측능력의 한계 등으로 인간세계에 약간의 문제는 언제나 발생할 수 있기 때문임.

- 하이에크는 언젠가 다음과 같이 경고한 적이 있음.

- 만약 사람들이 가격체계의 작동을 이해하지 못한다면 그 가격체계를 작동시킬 수 있을 것 같지 않다고 말함.

- 필자는 여기에서 한 걸음 더 나아가 다음과 같이 주장함.

- 이자율은 교환경제에서 매우 중요한 가격체계의 하나이고, 이자율을 포함한 모든 가격체계의 중심에는 화폐가 있음.
- 가격체계의 작동을 이해하기 위해서는 화폐 자체뿐 아니라 화폐와 관련된 모든 현상을 이해하는 것이 필연적으로 요구됨.

# 오스트리아학파의 경기변동이론과 화폐·금융제도

- I. 국제금융위기: 경기변동의 일부분
- II. 오스트리아학파의 경기변동이론
- III. 케인스주의, 통화주의, 기타 원인: 비판적 고찰
- IV. 경기변동과 국제지폐제도
- V. 시사점과 결론



# I. 국제금융위기: 경기변동의 일부분

## 1. 국제금융위기는 경기변동의 일부분

최근 미국의 서브프라임 위기로 가시화된 국제금융위기는 경기변동의 일부분이다. 따라서 금융위기에만 초점을 맞추는 것은 문제를 축소하고 왜곡하는 것이다. 불행히도 현재 논의되고 있는 금융산업 구조조정 등은 모두 금융위기에만 초점을 맞추고 있다. 그 결과 경기변동에 대한 대책은 잘못되거나 불완전할 뿐 아니라 더 나쁜 것은 대부분의 경우에 그 대책이라는 것이 다음 경기변동의 씨앗이 된다는 점이다. 뒤에서 보겠지만 여기에 화폐제도와 금융제도의 문제점이 원인이 되어 경기변동이 반복되고 있을 뿐 아니라 1990년대 이후에 미국을 포함한 세계의 주요국이 경기변동을 돌아가면서 겪고 있는 실정이다. 이와 함께 중국과 같은 국가의 국제화폐제도에 대한 개혁도 초점을 잃고 있다는 점을 아래에서 알 수 있을 것이다.

그러면 우리는 왜 오스트리아학파의 경기변동이론(Austrian Business Cycle Theory)을 이해해야 하는가? 무엇보다도 오스트리아학파는 오래전부터 ‘완전한’ 경기변동이론을 제시하고 있다. 여기에서 완전하다는 의미는 경기변동이론이 일반 경제이론과 잘 통합되어 있다는 것이다. 뒤에서 보겠지만 다른 이론, 예를 들어 케인스경제학, 통화주의 등은 경기변동과 관련한 이론이나 설명이 일반 경제이론과 잘 통합되어 있지 않다는 점에서 완전한 경기변동이론으로 볼 수는 없다. 아마도 완전한 경기변동이론으로서는 오스트리아학파의 경기변동이론이 유일한 것이 아닌가 여겨진다. 우리가 현재의 위기를 정확히 이해하고 그를 바탕으로 올바른 대책을 세우기 위해서는 완전한 경기변동이론이 필요하다. 오스트리아학파의 경기변동이론을 소개하게 된 다른 이유들에 대해서는 다음 장에서 자세히 언급하고자 한다.

오스트리아학파는 경기변동을 세 단계로 구분가능하다고 설명한다.<sup>1)</sup> 먼저

---

1) Rothbard(2006), 번역본, 1,140쪽.

경제 내의 거의 모든 부문에서 과오투자(malinvestment)와 과소비(overconsumption)가 이루어지는 붐(boom) 시기가 있다. 여기에서 과오투자란 과잉투자와 과소투자를 모두 포함한다. 상업세계(business world)에서, 과잉투자는 자본재산업에서 과소투자는 소비재산업에서 발생한다.<sup>2)</sup> 소비자 쪽에서는 과소비(overconsumption)가 발생한다. 이 시기에는 또한 주식시장과 부동산시장과 같은 자산(asset)시장에서 큰 붐이 발생한다. 그러나 붐이 영원히 지속될 수는 없다. 이제 상당수 기업이 자신들의 투자가 이윤이 나지 않고 그 결과 투자가 잘못되었다는 것을 인식하는 위기(crisis)국면이 도래한다. 국제금융위기로 표현되는 상황은 이 국면의 일부를 지칭한다. 위기국면에서부터 주식, 부동산 등과 같은 자산가격이 거의 동시에 하락 또는 경우에 따라서는 폭락한다. 상당수의 산업과 기업에서 파산·실업·구조조정·합병 등이 동시다발적으로 진행되고 노동, 토지 등과 같은 본원적 요소들의 마찰적 실업 등이 일어나는 침체(depression)국면에 도달한다.<sup>3)</sup> 위기국면과 침체국면을 통합하여 버스트(bust) 시기라고도 한다.

미국의 경우 주택산업, 자동차산업 등과 관련한 자본재산업에서의 과잉 투자가 있었을 것으로 여겨진다. 과소투자는 소비재산업에서 발생했을 것이나 이론으로밖에 알 수 없고 현실에서 직접 목격할 수 있는 것은 아니다. 미국의 소비자 쪽에서는, 무능력자 또는 지불능력이 취약한 계층이 주택을 소유하거나 유가가 상승하는데도 대형자동차를 소유하는 등의 소위 과소비가 일어났다. 물론 앞의 사례는 과소비 중에서도 눈에 잘 식별되는 것이고 붐 기간 동안에 소비가 평소에 비하여 증가했음을 보여주는 것이다. 그 결과 사회의 저축률이 하락했다. 실제로 미국의 가계저축률이 2005~2007년에는 1% 미만대로 떨어졌다. 그리고 과소비의 일부는 외국으로부터의 수입에 의해 지탱되었다. 왜냐하면 단기적으로 생산설비 등은 빠르게 증가시킬 수 없기 때문이다. 통화량 증가에 의한 경기변동은 미국을 제외한 다른 나라에도 영향을 미치고 있다. 가

2) 자본재산업과 소비재산업에 대한 자세한 설명은 아래를 참조.

3) 오스트리아학파는 노동과 토지를 본원적 생산요소로 지칭하고 만들어진 생산요소인 자본과 구분한다. 자본은 노동과 토지에 시간을 가미하여 만들어지기 때문이다. 그러므로 자본의 대가인 이자는 시간시장에서 결정된다. 이 점이 다른 경제학과 다른 점이고 오스트리아학과 경제학이 다른 경제학에 비해 우수한 점이다.

장 대표적인 나라중의 하나가 아이슬란드(Iceland)이다.<sup>4)</sup> 아이슬란드는 버스트 시기에 외국의 달러채권이 자국 금융시장을 대량으로 빠져나가는 바람에 금융이 위기에 처하게 되었고 그 결과 경제가 위기에 처하게 되었다. 이 부분에 대한 자세한 분석은 제II장과 제IV장에서 하고자 한다.

이 글은 작금의 국제금융위기를 이해할 수 있는 틀이 되는 오스트리아학파의 경기변동이론을 설명하는 것이 목적이다. 오스트리아학파의 경기변동이론을 실증 분석하는 일은 이미 전용덕·김학수(2009)가 발표하였기 때문에 여기에서는 생략한다. 그리고 경기변동을 분석하고 대책을 마련하는 데는 화폐제도와 금융제도에 대한 분석과 대책도 포함하지 않을 수 없다. 이 부분은 제II장과 제V장에서 자세히 언급하고자 한다.

## 2. 경기변동의 원인은 정부의 통화량 증가에 의한 이자율 간섭

정부가 통화량을 증가시켜 정부가 규제한 이자율을 자유시장(free market)에서 결정되는 이자율, 즉 자연이자율(natural rate of interest)보다 낮게 만들면 붐과 버스트로 이어지는 경기변동이 발생한다. 통화량 증가에 의해 이자율이 왜곡된 결과 생산자는 과투자를 하게 되고 소비자는 과소비를 하게 된다.

여기에서 정부가 통화량을 증가시킨 정도와 그 결과 이자율이 얼마나 하락했는가를 보기로 한다. <표 1>은 1994년부터 통화량 증가와 관련한 각종 자료를 보여준다. 이렇게 통화량이 극적으로 증가하게 된 것은 1980년 제정된 금융기관 규제철폐와 통화통제법(The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act)에서 시작된 예금에 대한 규제완화, 그 이후에도 지속된 각종 행정적인 규제완화, 각종 편법적인 지급준비율의 지속적인 인하 등이 원인이라고 할 수 있다.<sup>5)</sup> 예를 들어 미국 연방준비은행은 공휴일과 주말에는 민간금융기관이 보유한 상당 부분의 수표예금(checking deposits)을 법정지급준비금이 필요 없는 저축예금 형태의 계좌로 옮길 수 있는 방법, 즉 스위프(sweep)를 허락했다.

---

4) 최근의 아이슬란드 사태에 대해서는 Bagus and Howden(2009) 참조.

5) 자세한 내용은 Henderson and Hummel(2008), 4쪽 이후 참조.

그 결과 본원통화도 증가했지만 신용수단이 극적으로 증가했음을 알 수 있다. 이 점에 대한 자세한 설명은 다음 장으로 미룬다.

<표 1> 미국의 각 연도 화폐와 관련한 각종 통계

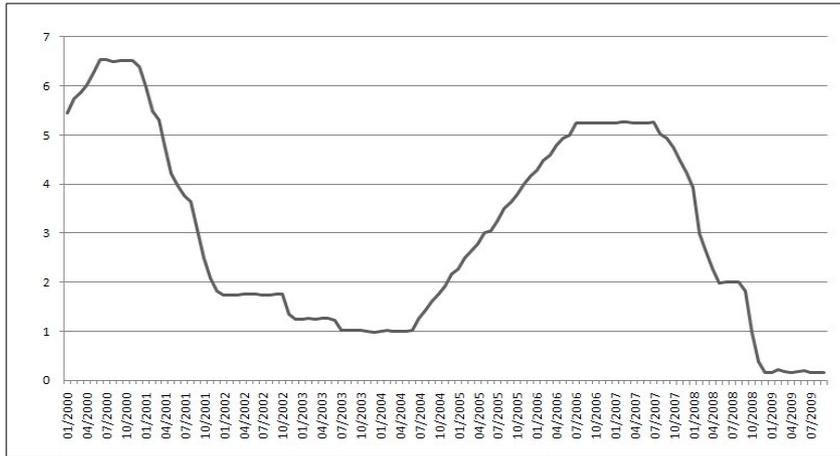
연도	본원 통화 (base money) (십억 달러) <small>1, 8)</small>	은행 보유 리저브 (reserve) (십억 달러) <sup>2)</sup>	화폐공급 (십억 달러) <small>3)</small>	신용수단 (fiduciary media) (조 달러) <sup>4)</sup>	통화승수 (배) <sup>5), 7)</sup>	신용수단 연평균 증가율 (%) <sup>6)</sup>
1994. 12	427.3	61.36	2,337.3	1.91	38.1	
1999. 12	608.0	41.7	3,858.0	3.25	92.5	14.21
2007. 12	836.4	42.7	6,901.9	6.07	161.6	8.12

자료: Reisman(2009)에서 정리

- 주: 1) 본원통화=발행된 지폐+중앙은행이 보유하고 있는 민간은행의 수표예금 (checking deposit liabilities)  
 2) 은행보유 리저브=지폐의 일부+요불예금(demand deposit liabilities)의 일부  
 3) 화폐공급=M1+스위프계좌(sweep accounts)+MMMF(개인과 기관 보유)+저축예금의 50%  
 4) 신용수단: 표준화폐인 지폐의 보증(back-up)이 전혀 없는 것으로, 이것이 순수한 신용증가를 보여줌.  
 5) 통화승수=화폐공급÷은행보유 리저브  
 6) 연평균증가율: 1999년은 1994년 대비, 2007년은 1999년 대비(복리계산)  
 7) 2005년 12월 통화승수는 126배 이상임.  
 8) 2007년 12월 본원통화 중에서 지폐가 7,638억 달러로, 본원통화의 대부분이 지폐임.

통화량 증가로 금융시장의 이자율은 <그림 1>과 같이 연방기금 목표금리가 2000년 말부터 하락하여 2003년에 역사적 최저점인 1%에 도달하였다. 그리고 연방준비위원회는 거의 1년 동안 목표금리를 1%에 고정했다. 그러나 이후 연방준비위원회는 목표금리를 인상하지 않을 수 없었다. 물가가 상승했을 뿐 아니라 무엇보다도 부동산 버블이 심각해지고 있었기 때문이다. 그 결과 목표금리는 2006년에 5.25%에 도달하였다.

<그림 1> 미국의 연방기금 목표금리(2000. 1~2009. 9)



자료: St. Louis FRB website

이자율이 낮아진 결과로 생산자는 과오투자, 소비자는 과소비를 한다는 점을 알았다. 그러나 이러한 붐은 지속가능하지 않다. 과오투자와 과소비는 시장의 청산과정이라 할 수 있는 버스트로 이어진다. 왜냐하면 소비자에게는 붐 시기의 과소비로 인하여 과잉생산된 재화를 구매할 수 있는 충분한 저축이 없기 때문이다. 과잉투자된 부문에서 재화는 과잉생산되었기 때문에 그 재화의 가격하락과 잘못 투자된 기계 등과 같은 자본의 구조조정이 필요하게 된다. 그러므로 버스트는 회복으로 가는 단계일 뿐 아니라 시장의 조정과정으로서 피할 수 없는, 또는 필연적인 것이다.

만약 버스트나 침체를 피하기 위하여 정부가 각종 시장간섭정책을 시행하면 그런 정책은 침체를 지연시키거나 다음 경기변동의 씨앗을 뿌리는 것이다. 이 점에 대한 자세한 설명은 제V장에서 하고자 한다. 따라서 경기변동에 대한 최선의 대응책은 시장의 조정과정에 정부가 간섭하지 않는 것이다. 정부의 시장간섭정책이 반복적인 경기변동의 원인일 뿐 아니라 세계적으로 경기변동이 여러 나라에서 시차를 두고 또는 동시에 발생하는 이유이다. 그러나 침체에 정부의 각종 시장간섭정책은 다음 시기의 경기변동을 초래한다는 이론을 실증적으로 증명하는 일은 쉽지 않다.

반복적일 뿐 아니라 세계에서 번갈아 일어나고 있는 경기변동은 현재의 화폐제도와 금융제도의 결합, 다시 말하면 현재의 반시장적 화폐제도와 금융제도 때문에 발생하고 있다. 다시 말하면 반복적 경기변동의 근저에는 잘못 만들어진 화폐제도와 금융제도가 있다는 것이다. 따라서 현재의 화폐제도와 금융제도를 분석하고 대책을 제안할 필요가 있다. 바로 그 이유로 자본주의 또는 시장이 실패한다는 주장은 전적으로 틀린 것이다. 이 부분에 대한 자세한 설명은 제II장에서 하고자 한다.

### 3. 케인스주의, 통화주의, 기타 원인 등에 대한 비판적 고찰

현실에서 주류 경제학은 케인스주의, 통화주의 등이다. 경기변동이 일어나자 미국 정부를 비롯한 세계의 많은 정부는 케인스주의의 정책처방에 따라 확장적 재정정책을 시행하고 있다. 미국 연방준비위원회는 통화주의의 정책처방에 따라 금융위기가 발생하여 민간금융기관의 신용이 극적으로 축소되자 지폐의 공급을 대량으로 증가시켰다. 즉 미국 연방준비위원회는 확장적 통화정책을 시행하고 있는 것이다. 그런 두 가지 사실이 의미하는 바는 케인스주의와 통화주의를 주류 경제학 또는 주류 경제학의 일부라고 불러도 무방하다는 것이다. 그러나 오스트리아학파를 제외하고 현존하는 모든 학파나 경제학은 안타깝지만 경기변동현상을 설명할 종합적인 이론이 없는 것이 현실이다. 여기에서는 케인스주의와 통화주의에서 경기변동이론과 관련한 부분을 주된 대상으로 비판하고자 한다. 왜냐하면 케인스주의와 통화주의이론 전체를 비판하는 것은 이 글의 목적을 벗어날 뿐 아니라 대상도 너무 많기 때문이다. 경기변동의 최초 발생지인 미국에서는 다른 이유들, 과도한 저축, 탐욕과 어리석음, 과도한 경제적 자유와 너무 적은 규제 등이 제시되고 있다. 물론 이러한 분석과 설명이 일면의 진리를 포함하고는 있지만 단편적일 뿐 아니라 부정확하다. 제III장에서는 오스트리아학파의 경기변동이론을 제외한 다른 학파의 설명이나 분석과 최근에 제시된 설명 등을 비판적으로 검토하고자 한다.

#### 4. 경기변동과 국제지폐제도

미국발 경기변동이 국제적으로 확산된 이유를 규명함으로써 작금의 금융위기가 ‘국제’금융위기로 명명된 이유를 밝히고자 한다. 각국의 환율정책 등은 미국의 통화량이 각국으로 확산되는 데 기여하는 전달메커니즘(transmission mechanism)인데 그런 메커니즘을 규명할 필요가 있다. 추가적으로 국제지폐로서 미국의 달러가 세계경제, 특히 세계금융시장에서 어떤 역할을 하는지 설명하고자 한다. 이 부분은 정교한 이론과 실증분석보다는 주요국의 거시자료를 이용하여 정성적 분석을 할 예정이다. 제도적으로는 국제지폐본위제의 발생과 본질을 분석하고 그런 제도가 이번 경기변동과 어떻게 관련되어 있는가를 설명한다. 구체적인 내용은 제IV장에서 서술하고자 한다.

#### 5. 시사점과 결론

앞에서 분석한 경기변동의 직접적인 원인으로부터 시사점을 유도할 수 있다. 물론 여기에서 정책적 시사점은 오스트리아학파의 경기변동이론과 그런 이론에 일치하는 화폐제도와 금융제도에 대한 이론을 기초로 유도된 것이다. 먼저 침체기의 정부정책, 즉 소극적 정책을 제안한다. 침체기에 있어서 정부의 적절한 정책은 확장적 재정정책과 확장적 통화정책을 실시하지 않는 것이다. 침체기는 사실상 회복기이기 때문에 그런 적극적 정책은 침체를 악화 또는 지연시키거나 다음 경기변동의 씨앗을 뿌리는 것이다. 침체기의 적극적 정부정책 또는 예방정책, 즉 경기변동을 예방하는 정책은 정부의 크기를 줄이는 등의 정책을 시행하는 것이다. 앞에서 경기변동의 제도적 원인을 분석하였기 때문에 그것에 근거하여 화폐제도와 금융제도에 대한 개혁방안을 제안한다. 마지막으로 화폐제도와 금융제도의 중요성을 강조하고 끝을 맺는다. 구체적인 내용은 제V장에서 서술하고자 한다.

## II. 오스트리아학파의 경기변동이론

### 1. 오스트리아학파의 경기변동이론을 선택한 이유들

먼저 본론으로 들어가기 이전에 우리가 오스트리아학파의 경기변동이론을 선택한 이유를 자세히 언급하기로 한다. 제I장에서도 지적하였듯이 경기변동도 인간의 행위, 특히 경제행위의 결과이기 때문에 경기변동이론은 일반 경제이론과 통합되어 제시되어야 한다. 여기에서 일반 경제이론이라 함은 재화와 화폐에 대한 수요와 공급의 법칙뿐 아니라 무엇보다도 자본과 화폐의 관계에 대한 이론을 포함한다.<sup>6)</sup> 현재 경제학계에서 일반 경제이론과 통합되어 제시된 경기변동이론은 오스트리아학파의 경기변동이론이 유일하다. 이것이 오스트리아학파의 경기변동이론을 채택한 첫 번째 이유이고 가장 중요한 이유이다.

현재 미국을 포함한 대부분의 나라는 대중요법에 따른 정책처방을 받아들이거나 경기변동에 대한 이론이 없는 경제체계, 예를 들면 케인스경제학이나 통화주의(monetarism)에 따라 정책을 시행하고 있거나 시행할 예정으로 있다.<sup>7)</sup> 각국의 그런 태도는 비과학적일 뿐 아니라 바로 그 이유로 각국이 채택한 정책이 경기변동으로 인한 폐해를 더 악화시킬 가능성이 큰 것이 사실이다. 정부의 확장적 재정정책과 확장적 통화정책(또는 두 정책 중의 어느 하나만이라도)은 단기에는 문제를 해결하는 것처럼 보이지만 장기에서는 폐해를 누적시킨다.<sup>8)</sup> 경기

6) 자본과 화폐의 연결에 대한 자세한 설명은 아래를 참조.

7) 대중요법은 현실에서 이론을 유도하거나 추출하는 행위와 크게 다르지 않다. 이러한 행위는 연구방법론 관점에서 보면 문제점을 지닌다. Mises(1962)는 현실에서 이론을 유도하거나 추출할 수 없다는 점을 다음과 같이 설명하고 있다. 정확한 이론화(theorizing) 과정은 먼저 인간의 행위에 대한 몇 가지 기본 ‘공리’(axiom)로부터 정확한 이론(이론들)을 유도하거나 만든다. 그다음에 그 이론(이론들)을 이용하여 현실세계의 관찰가능한 사실들(observable facts)의 의미를 해석한다. 이것이 정확한 연구방법론이다. 대중요법에 의거한 처방은 연구방법론에서도 전적으로 틀린 것이다. 그런 처방이 좋은 결과를 가져오기를 기대할 수는 없다. 연구방법론에 대한 추가설명을 아래에서 할 것이다. 연구방법론에 대한 자세한 설명은 Mises(1962), Rothbard(1975), 서론 참조. 기타 참고문헌은 Mises(1957, 1960, 1996), Hayek(1952), Rothbard(1957, 1975) 참조.

8) 이 점에 대한 자세한 설명은 제IV장을 참조.

변동에 대한 처방을 제안하기 위해서는 경기변동의 원인을 정확히 규명할 필요가 있다. 그렇게 하기 위해서는 경기변동이론을 먼저 명확히 정의할 필요가 있다. 문제나 사건에 대한 원인분석은 그에 앞서 문제나 사건에 대입할 수 있는 이론을 먼저 명확히 할 필요가 있기 때문이다. 오스트리아학파의 경기변동이론은 이번 경기변동이라는 사고가 발생하기 이전에 ‘공리’(axiom)로부터 유도된 유일한 이론이다. 이것이 오스트리아학파의 경기변동이론을 채택한 두 번째 이유이다. 그리고 오스트리아학파의 연구방법론에 대해서는 다음 장에서 더 자세히 다루고자 한다.

오스트리아학파는 경제학이라는 학문 또는 원리들을 만드는 과정에서 ‘현실주의적 전통’(realist tradition)을 가장 잘 따르고 있을 뿐 아니라 누구보다 뛰어난 자유시장 옹호자이다. 칼 멩거(Carl Menger)를 시조로 하는 오스트리아학파는 현재 주류 경제학이라고 할 수 있는 신고전학과 경제학에 비하여 정부의 시장에 대한 간섭을 최소화할 것을 주장한다. 바로 그 점에서 자유시장의 영역을 최대한 넓히고 보존할 것을 제안하고 있다.<sup>9)</sup> 그런 오스트리아학파의 경제학자들은 왜 사적 재산권(private property)이 사회적 협동을 위한 근본적인 틀이 되는지를 설명해왔다. 그들은 정부나 개인에 의해 재산권이 침해되면 발생할 피해를 강조해왔다.<sup>10)</sup> 경기변동은 정부가 화폐부문과 금융부문에서 재산권을 침해하면 일어날 결과를 보여주는 대표적이고 중요한 사례이다. 따라서 경기변동에 대한 대책도 오스트리아학파의 경제학이 제시하는 처방을 채택하는 것이 민간의 재산권을 가장 잘 보호할 수 있다. 그러나 뒤에서 자세히 보겠지만 일반인을 포함하여 전문가, 예를 들어 케인지언(keynesian), 통화주의자 등은 지금 또는 미래 언젠가 오히려 경기변동을 초래할 수 있는, 그 결과 개인의 재산권을 침해할 수 있는 정책을 제안하고 있다. 이것이 오스트리아학파의 경기변동이론을 채택하는 세 번째 이유이다.

경기변동의 원인을 정확히 이해하여 경기변동을 훌륭하게 억제하면 그것은

9) 오스트리아학파의 대표 저작으로는 Mises(1996), Rothbard(1993) 등을 참조.

10) 민간 특히 조직폭력배는 조직적으로 개인의 재산권을 침해한다. 그러나 그 영향은 매우 제한적일 뿐 아니라 현실에서 법, 경찰 등이 그런 문제를 해결한다. 민주주의하에서는 역설적이게도 정부가 개인의 재산권을 침해하는 경우가 거의 대부분이다. 민주주의가 개인의 재산권을 보호할 수 있는 제도가 아님을 보인 문헌으로는 Hoppe(2001) 참조.

그만큼 기업경영의 불확실성이 줄어들게 된다는 것을 의미한다. 그리고 그 결과 장기적으로 투자의 활성화를 통해 경제는 안정적으로 성장하고 사람들은 그에 따른 번영을 누리게 될 것이다.<sup>11)</sup> 경기변동의 억제를 통해 환율을 안정시키면 그만큼 대외환경도 불확실성이 감소한다. 다시 말하면 경기변동의 억제는 국내적 불확실성과 대외적 불확실성을 감소시키고 그것은 기업이 투자와 그에 따른 경영전략을 수립하는 일을 상대적으로 쉽게 만든다. 그 결과 경제는 장기적으로 안정적인 성장을 하게 되고 그에 따라 사람들은 번영을 누리게 될 것이다. 이것이 오스트리아학파의 경기변동이론을 채택하는 네 번째 이유이다.

1930년대의 미국, 1990년대의 일본 등에서는 케인스경제학, 통화주의 등에 의한 경기변동에 대한 처방을 이미 실험해 보았다고 할 수 있다. 물론 완전하게 그들의 처방을 따른 것은 아니지만 말이다. 그리고 그 결과는 예상대로 두 체제의 처방이 효과가 없었거나 부정적인 결과를 초래했음을 알 수 있다. 다만 1930년대의 미국이나 1990년대의 일본에 대한 잘못된 역사 해석이 지배적인 견해가 되면서 케인스경제학, 통화주의 등이 그 위세를 잃지 않고 있다. 물론 그런 견해가 아직도 지배적인 것은 현실정치에서 엘리트들의 잘못된 지식도 한몫을 하고 있는 것처럼 보인다. 이것이 오스트리아학파의 경기변동이론을 채택하는 다섯 번째 이유이다.

## 2. 오스트리아학파의 경기변동이론

### (1) 몇 가지 중요한 개념들

#### 1) 경기변동과 경기변화의 구분

경기변동의 원인을 논의하기 이전에 경기변동(business cycles)과 경기변화(business fluctuations)를 구분하는 일이 중요하다.<sup>12)</sup> 먼저 경기변화를 알아보자. 우리는 경제의 모든 영역에서 끊임없이 변화하는 세계에 살고 있다. 라스바드는

---

11) 이 점은 안재욱 교수가 한국경제연구원 원내 세미나에서 제시한 것이다.

12) 게리슨(Garrison)은 오스트리안(Austrians)을 포함해서 다른 학파들도 경기변동과 ‘산업 변화’(industrial fluctuation)를 동의어로 사용한다고 지적한다. Garrison(1989), 11쪽 참조.

그런 변화의 원인을 크게 여섯 가지로 구분하고 있다.<sup>13)</sup> 여섯 가지란, 소비자의 기호변화, 시간선호(time preference)의 변화와 그에 따르는 저축(투자)과 소비 비율의 변화, 노동력의 양과 질 그리고 노동력이 존재하는 위치의 변화, 자연자원의 발견 또는 소멸과 같은 자연자원의 변화, 생산가능성(production possibilities)을 변경시키는 기술적 변화, 기후의 변화와 같은 천재지변의 발생 등이다.

모든 경제는 언제나 이런 변화들의 일부 또는 전부를 겪는다. 하루와 같이 짧은 시간 동안에는 경제는 앞에서 지적한 여섯 가지 변화의 일부만 일어나지만, 상대적으로 긴 시간 동안에는 여섯 가지 변화 전부가 어느 정도의 시차를 두고 일어날 수도 있다. 변화의 정도도 단기에 비하면 장기에 더 클 것이다. 다시 말하면 우리는 하루라도 변화가 없는(changeless) 세상에서 살 수 없고, 그것이 의미하는 바는 우리는 ‘경제여건’(economic data)이 변하지 않는 세상에서 살 수 없다는 것이다. 경제여건의 변화가 초래하는 것은 경기변화이고, 그런 경기변화를 설명하기 위하여 경기변동이론은 필요하지 않다. 예를 들어 정보기술의 발전은 생산가능성을 높여서 경제성장을 초래하지만 일반적으로 붐과 버스트로 이루어진 경기변동을 초래하지는 않는다. 그리고 일반 경제이론으로 그런 경기변화를 충분히 설명할 수 있다. 다른 예를 들어 보면, 조선산업 또는 부동산 산업만의 침체가 일반적인 침체 또는 경제 전반의 침체를 촉발하지는 않는다. 왜냐하면 그 경우에도 경제 내의 다른 산업(산업들)은 수요가 증가하여 그 산업(산업들)을 번창하게 만들 뿐 아니라 경제성장에 기여하기 때문이다. 요컨대 ‘실물경기변동’(real business cycle)이라는 말은 성립하지 않는다는 것이다.

경기변동은 경제가 일반적으로 붐과 버스트로 이루어지는 현상을 지칭한다. 바로 그 이유로 예를 들어 ‘부동산 사이클’이 존재하더라도 그런 사이클은 일반적인 붐과 침체로 이루어진 경기변동과 관련이 없다. 경기변동의 특징은 세 가지 국면으로 이루어져 있다. 세 가지 국면이란 경제 내의 모든 산업 또는 거의 대부분의 산업에서 일정 기간 붐이 일어나고 잇달아 그런 산업이 위기와 침체로 이어진다는 점을 ‘제I장’에서 지적하였다. 경제여건의 변화에 의해 경기변화가 초래된다면, 뒤에서 자세히 규명하겠지만 경기변동은 화폐와 직접적

---

13) 경기변화의 여섯 가지 원인에 대해서는 Rothbard(1975), 12쪽 참조.

인 관련이 있고 화폐제도·금융제도와 간접적으로 또는 제도적으로 관련되어 있다. 왜냐하면 인간의 모든 경제행위와 관련이 있는 것은 일반 교환수단인 화폐가 유일하기 때문이다.

현실에서는 경기변동과 경기변화가 동시에 진행되는 경우가 발생할 수 있다. 실제로 언제나 그런 것은 아니지만 많은 경우에 그렇다. 그런 상황에서는 적어도 ‘이론적으로는’ 두 경우를 식별하는 것이 가능하다. 그러나 현실에서 일어난 관측치에서 두 경우를 명약관화하게 구분하는 것은 매우 어려운 일이다. 그러나 두 경우를 현실에서 식별하는 일이 어렵다고 그 자체가 없는 것은 아니다. 그러므로 현실의 관측치를 다루는 경우에는 경기변동과 경기변화가 동시에 진행될 수 있음을 염두에 두고, 관측치의 분석과 해석에 경각심이 요구된다.

## 2) 경기변동에서 풀어야 할 과제들

경기변동이론으로 설명해야 할 의문 또는 ‘관찰할 수 있는 사실’은 크게 세 가지다. 경기변동의 첫 번째 특징은 경영상의 오류가 왜 한꺼번에 발생하는가 하는 점이다. 이 점은 세 가지 사실 중에서 가장 중요한 것이다. 대부분의 기업이 경영을 잘하여 적절한 이윤을 내고 있는 상태에서, 경고도 없이 왜 갑자기 많은 기업이 손실을 입게 되는가 하는 것이다. 다시 말하면 많은 기업이 왜 갑자기 그들의 예측이 결정적으로 잘못되게 된 것인가 하는 것이다.

주지하듯이 기업가의 결정적 기능 또는 주요 기능은 예측(forecasting)이다. 기업가는 현재시점에 투자와 비용을 지불하고 미래시점에 자신의 생산물을 소비자와 다른 기업에게 판매하여 이윤을 창출하려고 노력한다. 필연적으로 기업가는 자신의 생산물에 대한 소비자의 수요 또는 다른 기업가의 수요를 예측해야 한다. 좀 더 구체적으로 기업가는 자신이 생산하는 재화의 미래가격(future price of final product)을 예측해야 한다. 이 과정에서 미래가격을 잘 예측한 기업가는 이윤을 얻게 되고 그렇지 못한 기업가는 손실을 입는다.<sup>14)</sup> 시장은 미래를

---

14) 그러므로 이윤은 불확실성(uncertainty), 특히 최종재화의 미래가격의 불확실성 때문에 발생하고, 독점 때문에 발생하는 것은 아니다. 즉 ‘독점이윤’(monopoly profit)이라는 말은 틀린 것이다. 독점으로부터 발생하는 것은 ‘독점이득’(monopoly gain)이라고 규정해야 한다. 독점과 독점이득에 대한 자세한 설명은 Rothbard(1993), 제10장 참조.

잘 예측한 기업가에게는 이윤과 영업확장의 기회를 제공하고, 무능하고 비효율적인 기업가를 시장에서 도태시킨다. 다시 말하면 시장은 기업가에게 일종의 ‘훈련장’(training ground)을 제공한다.<sup>15)</sup>

일반적으로 특정 시점에서는 약간의 ‘기업가-경영자’만이 손실을 입고, 다수의 기업가는 이윤을 내거나 손익분기점에 놓이게 된다. 그러나 경기변동에서 많은 기업가가 갑자기 손실을 입는 위기의 순간이 찾아오는 것을 어떻게 설명할 것인가? 그것도 그 이전까지 오랜 기간 동안 이윤을 창출하여 시장에서 유능한 기업가로 평가받았던 다수의 기업가가 일순간에 손실을 입고 위기에 놓이게 되는 현상을 어떻게 설명할 것인가?<sup>16)</sup> 질문의 요점은 다수 기업가 또는 많은 기업가의 예측이 왜 갑자기 실패하는가 하는 것이다. 그리고 그런 예측의 실패가 거의 비슷한 시점에 집중되기 때문에 필연적으로 경제 내에서 대규모의 ‘과오’(error)를 초래한다. 다수 기업가의 과오가 집중되는 것, 그로 인한 대규모 과오의 발생 등이 경기변동이론이 풀어야 할 가장 중요한 과제이다.<sup>17)</sup>

여기에서 앞에서 지적한 경제여건의 변화가 그런 갑작스러운 예측의 실패를 가져온다고 말할 수 있을 것이다. 그러나 경제 내의 모든 산업에서 여건의 변화가 일어나는 일은 없을 뿐 아니라 그런 여건의 변화는 일부 예외를 제외한다면 대부분이 갑자기 발생하는 것이 아니라 서서히 나타나는 것이기 때문에 예측이 어느 정도 가능하다. 예를 들어 소비자의 기호가 변하는 경우라 하더라도 모든 산업의 모든 소비자의 기호가 변하는 경우는 없을 것이고 일부 산업의 그런 변화마저도 갑자기 변하는 경우는 흔하지 않다는 것이다. 요컨대 경제여건의 변화로 다수 기업가의 갑작스러운 예측의 실패, 그것도 거의 동일한 시점에서의 실패를 설명할 수는 없다는 것이다.

---

15) 또는 기업을 창업하여 경영하는 것을 ‘상업실험’(commercial experiment)이라고 부르기도 한다.

16) 예를 들어 김우중은 한때 뛰어난 경영전략가로 칭찬받았지만 그가 설립하고 경영했던 대우그룹은 1997년 경제위기에 공중분해되었다. 대우그룹의 해체는 그의 개인적인 잘못도 있을 것이다. 그러나 그 점보다는 오히려 우리가 지금부터 논의하고자 하는 경기변동의 피해자로 보는 것이 더 중요할 것으로 여겨진다. 그럼에도 불구하고 그는 그 시점에서만은 무능한 기업가였음이 분명한 것처럼 보인다.

17) Rothbard(2006) 번역본, 1,138쪽.

경기변동의 두 번째 특징은 자본재산업(capital-goods industries)의 변동성이 소비재산업(consumer-goods industries)의 변동성보다 크다는 점이다. 다시 말하면 자본재산업이 소비재산업보다 봄 기간에는 더 크게 확장하고 침체기간에는 더 크게 축소된다는 것이다. 여기에서 자본재산업은 소비자로부터 멀리 떨어진 고차의 생산[higher orders of production(furthest from the consumer)]을 말하고 소비재산업은 소비자에게 가까운 저차의 생산[lower orders of production(near the consumer)]을 말한다.<sup>18)19)</sup> 구체적으로 Rothbard(1996)는 자본재산업이란 산업용 원자재(industrial raw materials), 산업플랜트(industrial plants), 내구성 기계와 장비(durable machine and equipment) 등을 다른 산업에 공급하는 산업을 지칭한다고 했다.<sup>20)</sup> Salerno(1989)는 고차재산업의 예로서 어떤 특별 프로젝트를 위한 맞춤형 컴퓨터와 소프트웨어, 거대한 오일 착암기를 만드는 시설의 확충, 수력발전소의 건설을 위한 부지계획 등을 들고 있다.<sup>21)</sup>

경기변동의 세 번째 특징은 봄 기간 중에는 언제나 화폐공급이 증가한다는 점이다. 그와 반대로 침체기간에는 일반적으로 화폐공급이 감소한다는 점이다. 물론 침체기간에 화폐공급이 감소하는 것은 언제나 발생하는 보편적인 현상은 아니다.

## (2) 경기변동의 직접적 원인과 그 과정

### 1) 표준버전과 주요 연구자들

현재 오스트리아학파의 선두 그룹에 속하는 블락(Block)은 Tullock(1988)에게 경기변동에 대한 표준버전으로 Rothbard(1996)를 제시하고 있다. 그러므로 여기

18) 주의해야 할 것은 자본재산업과 소비재산업의 구분은 자본집약적 산업과 노동집약적 산업의 구분과 다른 것이라는 점이다.

19) 오스트리아학파의 경제학에서 소비재산업을 저차의 생산, 자본재산업을 고차의 생산으로 지칭하는 것은 소비재산업을 시작으로 번호를 매기기 때문이다. 그렇게 하는 것은 경제가 성장할수록 소비자로부터 멀리 있는 산업인 자본재산업이 추가되는데 그 경우에 번호를 추가하는 일을 편리하게 하기 위하여 채택한 것으로 여겨진다.

20) 자본재산업에 대해서는 Rothbard(1996), 73쪽 참조.

21) Salerno(1989), 143쪽 참조.

에서는 미제스의 전통을 가장 잘 이어받았을 뿐 아니라 오스트리아학파의 현재 핵심 연구자들로부터도 표준버전으로 간주되고 있는 Rothbard(1975, 1993, 1996)를 주로 참조하여 경기변동에 대한 설명을 하고자 한다. 다만 도움이 된다면 미제스, 하이에크뿐 아니라 다른 연구자, 특히 라스바드 이후의 연구자의 설명도 참조하고자 한다. 그러나 Garrison(1989)은 별다른 설명 없이 표준버전은 없고 있을 수도 없다고 지적한다. 그런 지적이 있지만 설득력, 설명의 명백성과 간결성, 추종자의 수, 미제스의 전통을 얼마나 잘 계승했는가라는 점 등에서 표준버전을 용인하는 것이 적절한 것으로 여겨진다.

오스트리아학파에서 중요한 위치를 점하고 있는 미제스와 하이에크는 경기변동의 원인이 신용팽창에 있다는 점에 동의하지만 그 과정과 결과에 대해서는 약간 다른 설명을 하고 있다.<sup>22)</sup> 게리슨은 미제스의 과오투자와 하이에크의 강요된 저축(forced saving)이 그들의 설명내용을 대조해 볼 때 동일한 것으로 이해해야 한다고 주장한다.<sup>23)</sup> 그러나 미제스는 과소비가 발생한다는 주장을 하지만 하이에크는 과소비는 일어나지 않는다고 주장한다. Garrison(2004)은 두 학자의 견해를 현대적 관점에서 해석하면서 비교한 결과, 미제스의 설명이 하이에크의 설명보다 우수하다는 결론에 도달했다. 비록 완전하지는 않지만 말이다. 이 점도 라스바드의 설명을 표준버전으로 채택하게 만든다. 왜냐하면 라스바드가 미제스가 인정한 가장 우수한 제자였기 때문이다.<sup>24)</sup> 그리고 무엇보다도 Rothbard(1993)는 또한 경기변동이론에 중요한 역할을 하는 생산이론(production theory)의 세부적인 내용을 Mises(1996)의 기초 위에 완성했기 때문이다.<sup>25)</sup> 그럼에도 불구하고 미제스가 제시한 이론의 문제점, 미제스와 하이에크

22) 흥미로운 것은 이 위대한 두 경제학자가 처음부터 자체로서 완결된 형태를 지닌 경기변동이론을 제시했던 것은 아니라는 점이다. 그 점은 아마도 경기변동이론이 쉽지 않은 분야임을 보여주는 증거인 것처럼 보인다. Garrison(2004), 각주 1번 참조.

23) Garrison(2004), 334쪽 참조.

24) 미제스는 Rothbard(1993)의 *Man, Economy, and State*라는 초대형 저작을 서평하는 글에서 다음과 같이 썼다. “라스바드는 경제학에 대한 체계적인 전문서인, 이 초대형 저작을 출판함으로써 저명한 경제학자의 반열에 올랐고 (중략). 그의 저작의 모든 장에서 라스바드는 전임자들의 최선의 가르침을 채택하고 (중략) 그는 그 가르침에 매우 중요한 이론적 공헌을 추가한 것이다.” Salerno(2009), 3쪽에서 재인용.

25) 사실 미제스의 생산이론은 매우 부실하여 라스바드는 *Man, Economy, and State*라는 책

의 차이 등에 대한 자세한 논의는 아래에서 하고자 한다.

최초로 경기변동이론을 다룬 문헌은 미제스가 1912년에 쓴 독일어판 *Theory of Money and Credit*이다. 이어서 하이에크가 1933년에 *Monetary Theory and the Trade Cycle*을 출판했다. Mises(1996)와 이후의 연구자에 따르면 오스트리아학파의 경기변동이론을 초기에 정립한 연구자들로는 Mises(1978, 1980, 1996a, 1996b), Hayek(1967, 1975, 1996), Strigl(2000) 등이 있다.<sup>26)</sup> 소위 케인스혁명이 있기 이전에 유럽에서는 미제스와 하이에크의 경기변동이론이 잘 알려졌는데 그런 이유로 두 학자의 경기변동이론을 ‘미제스-하이에크이론’이라고 불렀다고 한다.<sup>27)</sup> 초기의 실증적인 분석으로는 Robbins(1971)가 있다. 라스바드 이후에 그런 이론을 현대 거시경제학적 관점에서 해석한 것으로는 Garrison(1989, 1996, 1998, 2004) 등이 있다. 특히 Garrison(1989)은 자본이론이란 관점에서 케인스주의, 통화주의, 새고전주의(New Classicism) 등을 비교했다. 역사적으로는 오스트리아학파 경기변동이론의 주요 내용을 제시한 선구자로는 Cantillon(2001)이 있다. 그의 이론은 지난 250년 동안 주류경제학들에 의해 무시되었지만 리카도(Ricardo), 통화학파(Currency School), 빅셀(Wicksell), 미제스, 하이에크, 현대 오스트리아학파 등에 흡수되고 계승된 것이다. 특히 칸티용의 경기변동이론과 관련한 주요 직관은 미제스에 의해 재발견된 것이다.<sup>28)</sup> Thornton(2006), Hülsmann(2001) 등에 의하면 칸티용이 비록 현대 오스트리아학파 경기변동이론을 모두 갖춘 내용을 제시하지는 못했지만, 적어도 그는 화폐와 금융에 대한 정부의 간섭이 경기변동을 일으킨다는 설득력 있는 이론을 제시했다고 한다. 최근 Hülsmann(1989)은 정부가 만들어낸 오류(error)에 의해 경기변동이 발생한다는 주장을 함으로써 전통적인 오스트리아학파의 경기변동이론을 확장한 것처럼 보이는데 오스트리아학파 내에서도 많은 연구자의 관심을 받고 있는 것 같지는 않다. 따라서 연구자들간의 활발한 토론이 있어야 할 주제인 것으로 보

---

을 저술할 때 미제스의 기본개념만을 채택한 것이라고 한다. Salerno(2009) 참조.

26) 더 자세한 내용에 대해서는 Mises(1996), 각주 2번 참조.

27) 그러나 케인스경제학의 등장으로 미제스-하이에크 이론은 주류학계에서 외면당했다. 그러나 그동안 많은 연구자의 불굴의 노력으로 최근 상당히 부활하고 있다.

28) 이 점에 대해서는 Hülsmann(2003b) 참조.

인다.

오스트리아학파의 경기변동이론에는 어떤 요소들이 영향을 미쳤는가? 그 점을 Garrison(1989)은 다음과 같이 적고 있다. “멩거(1950)는 재화들의 서로 다른 순서와 생산과정에서의 그 재화들의 시제간(intertemporal) 연속성을 일치시켰다. 그리고 그는 재화들의 가치에 영향을 미치는 시제간 보완성에 주의를 기울였다. 뵘-바베르크(1959)는 ‘우회’(roundaboutness)라는 관점에서 시간이라는 요소를 다루었다. 그리고 그는 이자율과 경제의 생산과정을 특징짓는 우회의 정도는 상호 역관계가 있음을 입증했다. 미제스(1953)는 뵘-바베르크의 자본이론 배경 안에서 빅셀이 제시한 은행이자율과 소위 자연이자율의 구분을 발전시킴으로써 화폐이론과 자본이론을 통합했다.”<sup>29)</sup>

## 2) 자유시장하에서의 자원배분

오스트리아학파가 주장하는 경기변동의 직접적인 원인은 무엇인가? 경기변동에서 풀어야 할 수수께끼 중에서 가장 중요한 것은 앞에서 이미 지적했듯이, 왜 경영상의 과오(business errors)가 갑자기 한꺼번에 나타나는가 하는 것이다. 순수한 자유시장(free market)에서는 잘 훈련된 기업가들이 있어서 그 기업가들이 일시에 과오를 범하지는 않는다. 그러므로 경영상의 과오가 한꺼번에 나타나는 경우는 발생할 수 없다.

결론부터 먼저 말하면 뵘-버스트 사이클은 정부가 통화정책을 통해 이자율에 간섭함으로써 발생한다. 구체적으로 화폐공급의 증가 중에서 재계(business world)로 대출된 부분이 경기변동의 직접적인 원인이다. 다시 말하면 정부가 화폐공급의 증가를 통해 이자율을 인위적으로 낮춤으로써 경기변동을 초래한다. 일반적으로 말하면 시간시장(time market)과 금융시장을 포함한 자본시장(capital market)에 대한 정부의 간섭이 경기변동을 초래한다는 것이다.

정부의 통화간섭이 어떻게 경기변동을 초래하는가를 이해하기 위해서는 먼저 자유시장 또는 자유시장경제(free market economy)에서 이자율이 결정되는 과정과 그와 관련한 자원배분을 분석할 필요가 있다.<sup>30)</sup> 왜냐하면 자유시장경제

29) Garrison(1989), 13쪽에서 인용. 괄호 안의 숫자는 해당 연구자의 문헌이 출판된 연도이다. 이 글의 참고문헌에는 일부 포함되지 않는 것도 있다.

에서 이자율이 결정되는 과정과 자원배분은 정부의 통화간섭정책이 가져올 결과를 평가하기 위한 기준이 되기 때문이다. 그러면 각국 경제는 자유시장을 얼마나 포함하고 있는가?<sup>31)</sup> 미국을 예로 들면 미국 중앙은행이라 할 수 있는 연방준비제도이사회가 1913년 설립된 이후에는 순수한 자유시장경제를 관찰할 수 없다. 물론 그 이전 기간이라도 미국이 반드시 순수한 자유시장경제라 할 수 없지만 말이다. 특히 각종 제도가 순수 자유시장과 일치하는가 하는 점은 시대별로 다르다고 할 수 있다. 현실의 경제가 순수 자유시장이 아닌 시장 또는 부분을 내포하고 있다는 사실은 경제 내의 각종 제도를 자유시장이라는 기준으로 정확히 평가할 필요가 있음을 의미한다. 설명을 위하여 자유시장경제라는 가정하에서 초기에 경제 내의 통화량이 일정하다고 가정한다. 통화량을 어떻게 정의하는가 하는 것, 신용확장이 이루어지는 과정 등은 별도의 설명이 필요하기 때문에 다른 곳에서 다룬다.

먼저 그 통화량의 일정 부분은 소비에 쓰인다. 특수한 경우를 제외하고, 인간은 생존을 위하여 소비하지 않을 수 없다. 그 점은 경기변동의 침체국면에서도 큰 차이가 없다. 다만 불황에서는 호황에 비해 소비가 상대적으로 위축된다. 소비를 위하여 사용되는 통화량을 제외한 나머지 통화량의 거의 대부분은 저축되어 투자된다. 전체 통화량의 작은 부분은 미래의 불확실성에 대비하여 현금의 형태로 보유된다. 그러나 순수 자유시장에서 현금보유는 전체 통화량에서 비중이 크지 않을 뿐 아니라 큰 역할을 하지 않기 때문에 여기에서는 편의상 잠시 논의에서 제외한다. 그러나 경기변동과정에서는 현금보유가 큰 역할을 하기 때문에 그때 다시 논의에 포함하고자 한다. 투자자금은 여러 단계의 생산구조(production structure)에 배분된다.<sup>32)</sup> 소비와 저축 또는 소비와 투자의 비

30) 자유시장에서의 이자율 결정과 자원배분에 대한 자세한 설명은 Rothbard(1993), 제6장을 참조.

31) 어떤 나라를 자본주의 국가라고 부를 때는 통상적으로 모든 시장이 자유시장이라고 여기는 경향이 있다. 그러나 실제로는 미국과 같은 자본주의 국가도 ‘정부에 의해 통제된 시장’(hampered market)이 많다. 특히 화폐의 발행시장과 유통시장은 국가의 통제를 받고 있는 나라가 대부분이다. 그 점에서 완전한 자유시장경제는 현실에서는 볼 수 없다. 그렇기 때문에 나라마다 자본주의라는 제도의 도입 정도가 모두 다르다.

32) 원료를 구입하여 가공하고 최종적으로는 소비재 형태로 만들어 유통시킨다. 이러한 과정에서 기업가는 이윤이 발생하는 점까지 생산을 통합하여 관리한다. 이때 발생하는

율은 사람들의 시간선호(time preference)에 의해 결정된다.<sup>33)</sup> 한마디로 시간선호는 시제간(intertemporal) 자원배분을 결정한다. 여기에서 시간선호란 미래에 대비하여 현재를 선호하는 정도를 말한다. 사람들이 현재를 선호할수록 시간선호가 높아진다고 하고 사람들이 미래를 선호할수록 시간선호가 낮아진다고 한다. 사람들의 시간선호가 ‘순이자율’(pure interest rate)을 결정한다. 여기에서 순이자율이란 불확실성이 존재하지 않는 세계에서의 현재화폐에 대한 미래 화폐의 시간할인율이다. 예를 들어 현재 100만 원의 화폐가 1년 후에 105만 원의 화폐를 획득할 것으로 예상되어 그 결과 교환된다면 순이자율은 연 5%이다. 물론 불확실성이 완전히 제거된 상태라고 가정했을 때 말이다.

여기에서 시간선호에 대해 간단한 설명을 추가하고자 한다. 불행하게도 개인의 시간선호는 외부에서 관찰할 수 있는 것이 아니다. 비록 소비와 저축의 형태로 외부로 표출되지만 말이다. 문제는 시간선호가 각 개인에 의해 심리적으로 결정되기 때문에 인간행위학(praxeology)은 시간선호에 대해 궁극적인 설명을 제공할 수는 없다. 그러나 인간행위학은 시간선호에 영향을 주는 것들에 대해 몇 가지 진실을 말할 수 있다. 첫째, 다른 조건이 일정하다면 개인의 실질소득이 증가하면 그의 시간선호스케줄상에서 시간선호율이 낮아진다는 것이다. 다시 말하면 경제적으로 여유로워지면 미래를 선호하게 된다는 것으로, 사람들의 행위에서 흔히 관찰할 수 있는 변화이다. 둘째, 가까운 미래에 종말이 올 것이 확실시된다면 인간은 미래에 대한 요구를 멈출 것이다. 그런 상황에서 시간선호는 급상승할 것이다. 셋째, 앞의 경우와 반대로 인간이 영생할 수 있는 신약이나 방법을 발견한다면 시간선호는 매우 낮아질 것이다. 마지막으로 시간선호스케줄 자체가 이동할 수도 있다는 점이다.<sup>34)</sup>

---

생산단계를 생산구조라고 일컫는다. 설명이나 연구의 목적에 따라 생산구조는 작게 또는 크게 나눌 수 있다. 현실에는 각종 생산조직, 예를 들어 카르텔, 수직통합 등이 존재하는데 그것을 통칭할 때도 생산구조라고 한다. 생산구조에 대한 자세한 설명은 Rothbard(1993), 제5~7장 참조.

33) 경기변동이론뿐 아니라 모든 인간행위의 중심에는 시간선호가 존재한다. 시간선호에 대한 자세한 설명으로는 Mises(1996), 제18장과 제19장, Jevons(1965), Fetter(1977), Rothbard(1993), Reisman(1996), 55-58쪽 참조.

34) Rothbard(2006), 번역본, 512-513쪽 참조.

자신의 총화폐소득에서 어느 정도의 ‘소비/저축’ 비율을 유지할 것인지는 구체적인 시간선호율에 의해 결정된다. 개인들의 시간선호의 총합에 의해 총시간시장스케줄들(aggregate time-market schedules)이 결정되고, 그것들이 사회 전체의 저축과 소비 간의 비율, 즉 총사회비율들(aggregate social proportions)을 결정한다. 그 결과 “시간선호스케줄들이 높으면 높을수록 저축 대비 소비의 비율은 커질 것이고, 반면에 시간선호스케줄들이 낮으면 낮을수록 저축 대비 소비의 비율은 점점 낮아질 것이 명백하다. 그와 동시에 경제에서 높은 시간선호스케줄들은 높은 이자율로 이끌고 낮은 스케줄들은 낮은 이자율로 이끈다는 것을 보았다.”<sup>35)</sup> 사람들의 시간선호가 낮아질수록 ‘투자/소비’ 비율이 높아지고, 그 결과 생산구조가 길어지며 자본이 축적된다. 사람들의 시간선호가 높아질수록 ‘투자/소비’ 비율이 낮아지고, 그 결과 생산구조가 단축되며 자본이 소비된다. 여기에서 생산구조가 길어진다는 것은 생산단계가 예전보다 많아지는 것을 의미하고 생산구조가 짧아진다는 것은 생산단계가 예전보다 줄어든다는 것을 의미한다. 시간선호가 낮아지는 것이 경제성장으로 가는 길이라면 시간선호가 높아지는 경우는 자본소비(capital consumption)가 일어나기 때문에 음(negative)의 경제성장으로 가는 길이다.

자유시장에서 결정되는 이자율을 ‘자연이자율’(natural rate of interest)이라 하고, 자연이자율은 앞에서 설명한 순이자율에 특정 프로젝트의 위험프리미엄, 화폐의 구매력의 변화, 화폐가 실물에 미치는 영향을 반영하는 교역조건의 변화 등을 합산한 것이다.<sup>36)</sup> 어떤 프로젝트의 위험프리미엄은 채권자 또는 대출자의 위험에 대한 평가에 따라 달라진다. 채권자는 그 대출에 관한 한 기업가의 위치에 있기 때문에 위험프리미엄을 ‘기업가적 위험’(entrepreneurial risk)이라고 부르기도 한다. 위험프리미엄은 프로젝트 평가자마다 다르기 때문에 이자율이 하나로 동일해지지 않고 여러 가지 이자율로 이루어지는 이자율구조(structure of interest rates)를 만들어낸다. 즉 현실에서 이자율이 동일해지지 않고 하나의 구조 형태를 가지게 되는 가장 중요한 이유는 기업가적 위험의 존재 때문이라는 것

35) Rothbard(2006), 번역본, 466쪽 인용.

36) 교역조건의 변화에 대한 설명은 생략한다. 자세한 설명은 Rothbard(1993)를 참조.

이다. 화폐의 구매력의 변화는 양(positive)일 수도 있고 음(negative)이 될 수도 있다. 자연이자율에서 결정적인 요소는 순이자율이다. 순이자율이 대부시장(loan market) 또는 금융시장의 이자율에 반영된다.

요컨대 순이자율과 자연이자율은 시간시장에서 사람들의 시간선호에 의해 결정되고 이와 동시에 사람들의 시간선호에 의해 소비와 저축 또는 투자가 결정된다. 다시 말하면 자연이자율과 소비와 저축 또는 투자가 동시에 (simultaneously) 결정된다는 것이다. 그리고 저축과 투자는 언제나 동일한 것이다.<sup>37)</sup> 자유시장에서 생산자의 자원배분과 소비자의 자원배분이 일치하는 상황을 “소비자들의 시제간 소비계획들이 기업가들의 시제간 투자계획들과 맞아떨어지고 있는 것이다.”라고 Carilli and Dempster(2001)는 적고 있다.<sup>38)</sup> 문제는 순이자율과 자연이자율은 정부의 간섭이 없는 자유시장에서 결정되는 것이기 때문에 정부의 시장간섭이 존재하는 현실에서 우리는 그 두 종류의 이자율을 직접 관찰할 수는 없다는 점이다. 물론 정부의 간섭이 매우 작아지면 그 두 이자율의 근사치는 현실에서 볼 수도 있다. 그러나 정부의 간섭이 작아지는 경우는 위기가 발생하는 예외적인 경우가 대부분이고 그 경우에 위험프리미엄은 비정상적으로 높아지기 때문에 그 점을 감안하여야 할 것이다.

이제 만약 시간선호가 자발적으로 하락하여, 즉 자연이자율이 하락하여 저축과 투자가 증가한다고 가정하자. 그 경우에 도달할 균형상태를 Rothbard (2006)는 다음과 같이 적고 있다.

“자유시장에서는 투자는 언제나 소비자의 가장 시급한 욕구들을 충족시키는 사업에 가장 먼저 이루어질 것이다. 그런 후, 그 다음 가장 시급한 욕구가 충족되고, 그 다음 순서로 계속된다. 이자율은 그 시급성에 따라 사업의 시간상 순서를 규율한다. 시장에서의 낮은 이자율은 더 많은 사업들이 이윤을 내면서 시도될 수 있다는 신호이다. 자유시장에서 증가된 저축은 더 낮은 이자율에서의 안정된 생산균형으로 경제를 이끌고 간다.”<sup>39)</sup>

37) 그러나 케인스경제학은 저축과 투자가 동일한 것이라는 관점을 부정한다. 여기에 대한 자세한 설명은 아래에서 하고자 한다.

38) Carilli and Dempster(2001), 326쪽 인용.

요컨대 이러한 상황은 경제주체의 자발적인 시간선호 하락에 의해 유도된 것이기 때문에 모든 것이 잘 돌아가고, 예전보다 길어진 생산구조(lengthened structure of production)는 무한정 유지된다. 우리는 이것을 ‘지속가능한’ 붐(sustainable boom)이라고 명명하고, 뒤에서 설명할 정부에 의한 화폐공급의 증가, 그중에서도 대부분을 차지하는 신용확장에 의한 붐, 즉 ‘지속불가능한’ 붐(unsustainable boom)과 구분한다. 지속가능한 붐의 크기나 붐의 지속기간은 시간선호가 얼마나 빨리 하락하고 얼마나 지속적으로 하락하느냐에 달려 있다.

### 3) 경기변동의 직접적 원인: 화폐공급의 증가

더 구체적으로 라스바드는 경기변동의 원인을 재계로 대출된 ‘신용팽창’(credit expansion)으로 정의 한다.<sup>40)</sup> 본론으로 들어가기 이전에 여기에서 검토해야 할 점이 두 가지 있다. 첫째는 신용팽창이라는 개념이 지폐제도하에서 경기변동의 원인으로 적절한 것인가 하는 것이다. 둘째는 경기변동이 ‘재계’로 대출된 신용팽창 때문에 발생한다면 소비자로 대출된 신용은 경기변동과 어떤 관련이 있는가 하는 것이다. 여기에서는 첫째 문제를 먼저 다루고 둘째 문제는 아래에서 언급하고자 한다.

먼저 신용팽창이 무엇인가를 정의하기로 한다. 신용팽창이라는 개념은 화폐제도에 따라 달라진다. 화폐제도는 크게 상품화폐제도와 지폐제도 또는 불환화폐제도로 나눌 수 있다. 상품화폐에서 표준화폐(standard money)는 상품화폐 자체이다. 금 또는 은이 최근까지 주요국에서 사용된 상품화폐이다. 이러한 상품화폐의 실제가치 또는 무게와 일치하는 정도까지 은행이 예금증서나 은행권을 발행한다면 그런 예금증서나 창고영수증은 진짜화폐증서(true money certificates)이다. 만약 은행이 상품화폐의 실제가치 또는 무게를 넘어서서 예금증서나 은행권을 발행한다면 그런 초과분은 가짜화폐증서 또는 신용수단(fiduciary media)이다. 가짜화폐증서로 이루어진 자금을 순환신용(circulating credit)이라 부르고, 순수한 저축에서 오는 ‘저축된 자금’(saved fund)과 구별한다. 신용수단의 증가

39) Rothbard(2006), 번역본, 1,134쪽에서 인용.

40) 이 점은 Rothbard(1975), 17쪽 참조.

또는 순환신용의 증가가 신용팽창이라 부르는 것이다.<sup>41)</sup>

현재는 거의 모든 나라가 지폐를 표준화폐로 사용하고 있다. 표준화폐인 지폐의 가치와 일치하는 정도까지 은행이 예금증서나 은행권을 발행한다면 그런 예금증서나 은행권은 진짜화폐증서이다. 만약 은행이 표준화폐인 지폐의 총액을 넘어서서 예금증서나 은행권을 발행한다면 그런 초과분은 가짜화폐증서 또는 신용수단이다. 가짜화폐증서로 이루어진 자금을 순환신용(circulating credit)이라 부르고, 순수한 저축에서 오는 저축된 자금과 구별한다. 신용수단의 증가 또는 순환신용의 증가가 신용팽창이라 부르는 것이다.

여전히 의문이 남는다. 표준화폐의 증가는 아무 문제가 없는가? 다시 말하면 적정화폐량(optimal quantity of money)이 얼마인가 하는 의문이 대두된다. 미제스, 라스바드 등은 상품화폐라도 금속류의 사용목적이 결제수단으로 사용되는 경우에 한해서만 그 상품화폐는 다른 용도의 쓰임새가 없다는 이유로, 경제가 성숙되고 그에 따라 상품화폐가 충분히 발달하고 나면, 상품화폐 공급량은 더 이상의 증가가 필요하지 않다는 주장을 했다.<sup>42)</sup> 그들은 어떤 시점에 어떤 공급량이라도 화폐는 교환수단으로서 언제나 최선으로 활용될 것이라는 이유로 그런 주장을 했다. 물론 금속류의 산업용 목적을 위한 증가는 사회에 바람직한 것이라는 단서를 붙이고서 말이다. 그러나 Barnett II and Block(2004)은 그들의 주장과 달리 상품화폐의 경우에 시장에서 자생적으로 결정되는 양이 적정화폐량이라고 주장했다. 화폐의 수요에 따라 화폐가치가 변하고, 그 결과 화폐의 공급이 증가하기도 하고 감소하기도 한다는 것이다. 또 그렇게 결정되는 것이 시장 원리와 일치한다는 것이다. 물론 상품화폐의 발행자는 민간기업가이고 중앙은행은 없다. 그들을 규율하는 것도 또한 재산권과 관련한 손해와 배상에 관련한 원칙과 법률이다. 요컨대 화폐가치의 증감에 따라 화폐발행자인 민간기업가는 화폐공급을 증가시키기도 하고 감소시키기도 한다는 것이다. 상품화폐의 경우에 적절한 상품화폐량을 초과하여 발행된 신용수단을 신용팽창으로 간주하기 때문에 상품화폐량의 증감은 이제 경기변동과 아무 상관이 없어진다.<sup>43)</sup> 바네

41) 상품화폐의 신용팽창에 대해서는 Rothbard(2006), 번역본, 1,129쪽 참조.

42) 이 점에 대해서는 Mises(1981), Rothbard(1993) 참조.

43) 엄밀히 말하면 미제스와 라스바드는 이 부분에 대해서 견해를 달리한다. 여기에서는

트II와 블락(Barnett II and Block)의 주장은 신용팽창이 경기변동을 초래한다는 오스트리아학파의 주장과 잘 일치한다. 바네트II와 블락의 주장대로 적정화폐량은 시장에서 화폐에 대한 수요, 즉 화폐가치에 의해 결정될 것이기 때문이다. 예를 들어, 화폐수요가 증가하여 화폐가치가 상승하고 그런 상승이 화폐발행에 드는 비용을 보전하고도 남을 정도라면 화폐공급자인 민간기업가는 상품화폐를 추가로 공급할 것이다. 반대의 경우에 화폐공급자는 화폐를 녹여서 일시적으로 보관하거나 산업용 용도로 돌리거나 다른 나라로 수출할 것이다. 그 결과 화폐수요가 변하더라도 화폐공급이 그에 따라 변함으로써 화폐의 가치는 매우 안정될 것이다.

그러나 지폐제도의 경우에 상품화폐제도하에서와 같은 시장의 자동조절기능이 없기 때문에 중앙은행이 발행하는 지폐의 양의 얼마를 적정한 공급량으로 인정할 것인가 하는 원칙의 문제가 발생한다. 만약 지폐제도가 자유시장의 화폐인 상품화폐의 ‘내생적’ 결정—내생적 결정이란 바네트II와 블락이 주장한 바 대로 시장에서 화폐수요에 따라 화폐공급이 이루어지는 것을 말함—을 모방하는 것이 최선이라고 가정한다면 중앙은행이 증가시킨 지폐 중에서 얼마가 불필요한 것인가를 알 방법은 없다. 왜냐하면 자유시장의 결과를 직접 볼 수 없기 때문이다. 그리고 그 점에서 통화공급의 증가를 일정한 비율로 유지하자는 통화주의자의 주장도 결함이 있음을 알게 된다. 통화수요가 증가하거나 감소하는 상황에서는 일정한 화폐공급의 증가는 과소하다거나 과다하다는 문제를 일으킨다. 다른 말로 하면 통화주의자의 소위 ‘준칙주의’는 변화하는 시장의 상황을 정확히 반영할 수 없기 때문에 과다 또는 과소 발행될 여지가 언제나 있다. 적정량을 넘어서는 과다한 통화량은 경기변동을 초래하고, 과소한 통화량은 화폐가치의 상승으로 인한 각종 불편함을 야기할 것이다. 한마디로 준칙주의는 구조적인 문제점을 내포하고 있다는 것이다. 그리고 통화주의자의 더 나쁜 점은 상품화폐를 부인하고 있다는 것이다. 상품화폐의 부인은 상품화폐의 대안인 지폐를 화폐로 사용하는 것을 의미하고 현실에서 정부는 여러 가지 이유로 그런 지폐를 언제나 과다하게 발행하는 내재적 경향이 있다. 이 점

---

라스바드의 견해를 따르기로 한다. 그러나 라스바드의 견해를 받아들여더라도 여전히 의문은 남는다. 이 점은 아래에서 추가적으로 논의하고자 한다.

은 뒤에서 자세히 다룰 것이다. 물론 그렇게 과다 발행된 지폐는 은행의 신용 확대 과정을 통해 통화공급의 증가를 초래한다. Hülsmann(2008b)은 지폐공급의 증가 그 자체도 신용팽창과 함께 경기변동의 원인이라고 주장한다. 그는 비록 다소 모호하게 ‘과다한’ 지폐의 증가라는 표현을 쓰고 있지만 말이다. 중앙은행이 표준화폐인 지폐를 적정량을 초과하여 증가시키는 것은 분명 문제가 있지만 지폐의 증가 그 자체는 신용팽창은 아니다. 상품화폐제도와 달리 지폐제도하에서는 적정한 수준을 넘어서는 지폐의 증가와 신용팽창을 구분할 필요가 있다는 것이다. 다르게 말하면 만약 현재의 부분지급준비제도를 100%지급준비제도로 바꾸더라도 중앙은행이 지폐 총량을 결정하는 상황에서는 경기변동의 여지가 여전히 남게 된다는 것이다. 비록 역사적 자료를 보면 지폐증가의 정도는 신용팽창의 정도보다 언제나 작지만 말이다. 결국 지폐의 적정량에 대한 연구가 필요하다는 것이다. 그럼에도 불구하고 <표 1>에서 보듯이 화폐공급량이 증가하는 가장 중요한 이유는 민간은행의 신용팽창임이 분명해 보인다. 그리고 중앙은행은 은행의 지급준비율을 낮추어준다든지 하는 방법으로 그런 신용팽창에 크게 기여한다. 이 점에 대해서는 아래에서 자세히 다루고자 한다. 요컨대 경기변동의 직접적인 원인은 지폐증가의 일정 부분과 신용수단의 증가라고 하겠고, 일반적으로 표현하면 정부에 의한 화폐시장과 금융시장에 대한 간섭이 경기변동의 원인이다. 궁극적으로 경기변동은 화폐시장과 금융시장을 규율하는 제도적 틀 때문에 발생하고 있다. 두 시장의 제도적 측면에 대한 자세한 설명은 다음으로 미룬다.

신용팽창이라는 개념을 경기변동의 원인으로 지목하는 것은 상품화폐제도하에서만 유의하다. 지폐제도하에서 화폐공급은 본원통화와 신용수단의 합이다. 주지하듯이 신용수단의 증가를 신용팽창이라고 정의한다. 본원통화의 대부분은 정부가 발행한 지폐이다. 지폐제도하에서는 본원통화도 증가하고 신용수단도 증가하기 때문에 신용팽창을 경기변동의 원인으로 지목하는 것은 화폐공급의 증가에서 정부의 역할을 배제하거나 정부가 명시적으로는 아무런 역할을 하지 않는 것처럼 보이게 할 수 있다. 지폐제도하에서는 ‘화폐공급의 증가’가 경기변동의 원인이라고 설명하는 것이 더 정확한 것처럼 보인다. 미국에서

경제위기가 발생하자 연방준비은행이 지폐공급을 극적으로 증가시킨 사례는 그 점을 분명하게 보여준다. 사실 오늘날 오스트리안 중에 Reisman(2009)과 같은 연구자는 신용팽창 개념을 그대로 사용하지만 Hülsmann(2008a, 2008b)은 신용수단의 팽창뿐 아니라 지폐 자체의 증가도 인플레이션 등을 정의할 때 명시적으로 사용하고 있다. 아래에서는 예외적인 경우를 제외하고는 신용팽창이라는 용어 대신에 ‘화폐공급의 증가’라는 표현을 사용하고자 한다.

이제 은행이 통화량을 증가시켜 기업들에 대출한다고 가정한다. 통화공급의 증가는 대부시장의 이자율을 인위적으로 끌어내린다. 이자율 하락은 기업가로 하여금 저축된 자금이 실제보다 많은 것으로 믿게 만든다. 그리고 기업가는 그 자금을 이용하여 소비자로부터 멀리 떨어진 생산과정 또는 고차단계의 생산과정에 투자한다. 다시 말하면 기업가는 투자의 중심을 소비재산업에서 자본재산업으로, 저차의 생산에서 고차의 생산으로 이전한다. 사람들의 시간선호를 반영하지 않는, 통화공급에 의한 정책금리조정은 기업가로 하여금 잘못된 의사결정, 즉 과오투자를 유도한다. 여기에서 과오투자는 자본재산업에는 과잉투자를, 소비재산업에는 과소투자를 의미한다. 이 부분에 대한 ‘화폐-거시경제학’적 해석은 아래에서 자세히 다루고자 한다. 자본재산업에 과잉투자가, 소비재산업에 과소투자가 일어나는 것은 불확실성이 높은 자본재산업일수록 이자율의 변화에 민감하고, 상대적으로 불확실성이 낮은 소비재산업은 이자율의 변화에 덜 민감하기 때문이다. 라스바드는 이런 상황을 미세스의 빌딩 건축업자의 예를 빌려와서 다음과 같이 설명한다.

“그 상황은 자신이 실제로 지니고 있는 양보다 건자재를 더 많이 가지고 있다고 잘못 믿고 높은 빌딩을 지으려던 공사청부업자의 상황과 유사하다. 너무 넓은 기초(고차단계)를 만드는 데 자신이 지닌 건자재를 다 소진해버려 빌딩을 계속 지을 건자재가 더 이상 남지 않았다는 것을 갑자기 깨닫게 된 것이다. 명백히 은행의 신용팽창은 자본투자를 조금도 증가시킬 수 없다. 투자는 여전히 저축으로부터 나올 수 있을 뿐이다.”<sup>44)</sup>

44) Rothbard(2006), 번역서 1,135-1,136쪽에서 인용. 이 인용문에서 원문의 각주 110번은 크게 중요하지 않기 때문에 제거했다.

화폐공급의 증가가 기업가에게 과잉투자를 유도한다면 소비자에게는 과소비를 자극한다.<sup>45)</sup> 과잉투자는 과잉투자된 산업 또는 기업에 고용된 생산요소들에 대한 수요를 증가시키고 그들에게 지불하는 대가인 임금, 지대, 이자 등의 상승을 초래한다. 특히 노동자에게 돌아가는 임금상승이 가장 가파르다. 이와 함께 과소투자된 산업에서도 유사한 결과가 나타난다. 생산요소의 일부가 과잉투자된 산업으로 이동하기 때문에 과소투자된 산업에서는 예전보다 가용 생산요소가 더 희소해지기 때문이다. 그 결과 과소투자된 산업에서도 임금, 지대, 이자 등이 상승한다. 소비자들은 증가한 자신의 소득 중에서 예전보다 더 많은 비율로 소비를 증가시키게 된다. 요컨대 화폐공급이 증가하여 이자율이 인위적으로 하락하면 소비자도 과소비를 하게 된다. 그리고 이 과정에서 대부분의 재화의 가격이 오르는 현상, 즉 인플레이션이 발생한다.<sup>46)</sup>

다음 주제로 넘어가기 전에 이자율이 기업가와 소비자에게 어떤 의미를 가지고 그들의 행동에 어떻게 영향을 미치는가를 라스바드의 설명을 통해 알아본다.

“은행들의 신용팽창[이 글에서 필자는 ‘화폐공급의 증가’로 재정의함]이 필수 불가결한 ‘신호’-기업가들에게 얼마나 많은 저축이 이용가능한지, 그리고

- 
- 45) 오스트리아학파에서 매우 중요한 위치를 점하고 있는 연구자들인 미제스와 하이에크는 경기변동의 원인이 신용팽창 또는 화폐공급의 증가에 있다는 점에 동의하지만 그 과정과 결과에 대해서는 약간 다른 설명을 하고 있다. Garrison(2004)은 미제스의 과잉투자와 하이에크의 강요된 저축(forced saving)이 그들의 설명내용을 대조해 볼 때 동일한 것으로 이해해야 한다고 주장한다. 그러나 미제스는 과소비가 발생한다는 주장을 하지만 하이에크는 과소비는 일어나지 않는다고 주장한다. Garrison(2004)은 두 학자의 견해를 현대적 관점에서 해석하면서 비교한 결과, 미제스의 설명이 하이에크의 설명보다 우수하다는 결론에 도달했다. 비록 완전하지는 않지만 말이다. 여기에서는 미제스의 견해를 채택하기로 한다. 미제스와 하이에크의 차이에 대해서는 Garrison(2004)을 참조.
- 46) 제2차 세계대전 이전까지 인플레이션과 디플레이션(뒤에서 다룸)이라는 용어는 화폐재고의 증가와 감소라는 의미로 사용했다. 학문세계의 토론과 일상생활 모두에서 말이다. 그러나 소위 케인스혁명을 거치면서 두 용어의 의미는 근본적으로 변했다. 1950년대에 인플레이션은 가격들의 일반적인 상승을, 디플레이션은 가격들의 일반적인 하락을 의미하는 것으로 고착되었다. Salerno(2003), 82쪽 참조. 그러나 Mises(1998)와 Rothbard(2006)는 1950년대 이후에 사용되게 된 두 용어의 정의는 과학적 토론을 위해서는 부적당한 것이라고 주장한다. Mises(1996), 422-424쪽 참조. Rothbard(2006), 번역본, 1,161-1,162쪽 참조. 여기에서는 그런 문제를 무시하고자 한다.

어느 정도 길이의 사업이 이윤을 낼 수 있는지에 대해 말해 주는 이자율 -를 부당하게 변경하였다. 자유시장에서 이자율은 시간차원에서 소비자 욕구의 시급성에 대한 필수불가결한 안내자이다. 그러나 시장에 대한 은행의(앞의 재정의에 따라 ‘정부의’) 간섭은 이 자유가격을 혼란시킨다. 그 결과 기업가들은 소비자 소망을 적절하게 만족시키거나 소비자들에게 가장 혜택을 주는 시간-생산구조를 추정하지 못하게 된다. 소비자들이 그렇게 할 수 있는 순간, 즉 증가된 화폐가 그들의 수중에 들어가는 순간, 그들은 자신들의 시간선호와 따라서 종전의 가격격차(이자율차이)와 투자-소비비율을 재확립시킬 기회를 가진다. 고차단계에서의 과잉투자와 저차단계에서의 과소투자는 이제 가장 두드러진 형태로 드러나게 된다.”<sup>47)</sup>

여기에서 분명히 해야 할 점은 은행의 대출이 소비자에게 직접 가는 경우, 즉 소비자금융이 경기변동과 어떤 관련이 있는가 하는 것이다. 다른 예는 은행이 신용을 창출하여 정부가 재정적자를 충당하기 위하여 발행한 채권을 구입하는 경우가 되겠다. 라스바드는 은행의 신용팽창이 기업에게 대출된 경우에만 과잉투자의 유발을 통해 경기변동을 초래한다는 점을 다음과 같이 적고 있다.

“새롭게 재계에 대출된(또는 기업채권을 구매하는 것을 통한) 은행의 인플레이션적 신용팽창만이 붐-버스트 사이클을 초래하는 고차자본재에 대한 과잉투자를 유발하는 것임을 오스트리아학파의 경기변동이론은 보여준다. 정부의 재정적자를 충당하기 위하여 사용된 은행의 인플레이션적 신용은 경기변동을 야기하지 않는다. 왜냐하면 그런 신용은 고차의 자본재에 대한 과잉투자를 유발하지는 않고 자원을 민간부문에서 공공부문으로 단순히 재배분하는 것이고 또한 가격들을 밀어올리는 경향이 있다. 따라서 미제스는 ‘단순 인플레이션’(simple inflation)과 진정한 ‘신용팽창’을 구분한다. 단순 인플레이션이란 은행들이 정부채권을 구매하는 과정에서 더 많은 예

---

47) Rothbard(2006), 번역서, 1,135쪽에서 인용.

금을 창출한 결과이고 진정한 신용팽창이란 그 신용이 재계로 대출되어 경기변동을 유발하는 것을 말한다. (중략) 미제스는 제2차 세계대전 이후의 상대적으로 새로운 현상인 은행들의 대규모 소비자금융을 다루지 않았고 그런 소비자금융 역시 경기변동을 야기한다고 말할 수 없다는 점이다. (중략) 왜냐하면 소비자 금융은 경기후퇴기에 청산되어야 할 ‘과잉’투자를 초래하지 않을 것이기 때문이다. 충분한 투자가 이루어지지 않는 것이 아니라 나중에 청산되어야 할 투자의 홍수는 없는 것이라는 점이다. 그러므로 과잉투자로 인한 경기변동효과는 은행이 재계에 대출한 신용으로부터만 발생하기 때문에 소비자의 시간선호로부터 투자/소비 비율을 낮추는 효과는 비대칭적일 것이다.”<sup>48)</sup>

이제 “경기변동과정은 무한정 지속되는가?” 라는 의문을 해결해야 할 차례이다. 먼저 소비자들의 경우를 보기로 하자. 앞에서 언급한 인플레이션이 모든 소비자에게 차츰 영향을 미침에 따라 소비자들은 소득이 증가하기 이전의 ‘소비/투자’(또는 ‘소비/저축’) 비율을 재확립하고자 한다. 다시 말하면 과소비를 종식하고 옛날의 소비/투자 비율로 돌아간다는 것이다. 이것은 신용팽창으로 시간선호가 변하지 않는다고 가정하는 것이고 그런 가정은 무리가 없는 것처럼 보인다.

과소비가 진정되기 시작하면 자본재산업의 일부 기업가들은 자신의 투자가 잘못된 것임을 인식하게 된다. 자본재산업 또는 고차산업의 투자가 낭비라는 점을 깨달을 뿐 아니라 그런 과오투자는 필연적으로 청산되어야 한다. 이와 함께 수요가 자본재산업 또는 고차산업에서 소비재산업 또는 저차산업으로 돌아간다. 따라서 통화공급(대부자금)의 증가가 초래한 이자율 하락에 의해 인위적으로 조장된 경기호황은 필연적으로 위기와 경기침체로 귀결된다.

따라서 소비재에 대한 과소소비(underconsumption)가 위기를 불러온다는 주장은 틀린 것이다. 케인스주의자들은 경제위기가 민간의 소비위축으로 발생하기 때문에 공공지출을 증가시킬 것을 주장한다. 그들 주장의 일반적인 의미는 위

---

48) Rothbard(1978), 152-153쪽에서 인용. 이탤릭체는 저자가 강조한 것이다.

기가 과소소비에 의한 것이라는 점이다. 그러나 위기를 맞거나 침체를 겪는 산업은 자본재산업이지 소비재산업이 아니다. 다시 말하면 문제가 되는 것은 소비재에 대한 소비자의 수요가 아니라 고차 또는 생산재에 대한 기업가적 수요 (entrepreneurial demand)이다. 그리고 자본재산업이 침체 또는 위기를 겪는 것은 소비자들이 ‘소비/투자’ 비율을 통화팽창이 일어나기 이전의 수준으로 되돌리기 때문이다. 그러므로 위기 또는 침체가 발생하는 것은 과소소비가 아니라 오히려 ‘과잉소비’ 또는 ‘과소저축’ 때문임을 알 수 있다. 부연 설명하면 문제를 일으키는 것은 소비지출의 감소 그 자체가 아니다. 문제가 되는 것은 기업가들의 과오투자에 의해 만들어진 자본구조(capital structure)가 생산하는 생산물들과 소비자의 수요패턴이 일치하지 않는다는 점이다. 즉 소비자의 수요패턴은 과오투자에 의해 만들어진 생산구조를 지탱해 줄 수 없다는 것이다.

그렇다면 현실에서 붐-버스트 사이클이 장기간 지속되고 폐해가 큰 이유는 무엇인가. 정부나 민간금융기관이 오직 한 번만 화폐를 증가시키면 또는 화폐를 경제에 주입(injection)하면 짧은 붐-버스트만 발생할 것이다. 그러나 현실에서 정부나 민간금융기관은 버스트가 일어나기 직전까지 또는 인플레이션이 매우 악화될 때까지 지속적으로 화폐공급을 증가시킨다. 정확하게 말하면 정부는 지폐를 증가시키고 그를 바탕으로 민간금융기관은 지속적으로 신용을 기업에 대부한다. 정부는 경기를 부양한다는 명분 또는 목적으로 지폐를 민간금융기관에게 공급하고, 민간금융기관은 이익추구를 위하여 늘어난 지폐에 기초하여 대출을 받은 기업들의 부도위험이 높아질 때까지 지속적으로 신용을 주입하게 된다. 그리고 정부는 민간금융기관이 신용을 팽창시킬 수 있도록 보증을 선다. 다시 말하면 민간금융기관과 정부는 본질적으로(inherently) 인플레이션을 유발하고 선호하는 기관이다. 그 결과 붐-버스트 사이클은 장기간 지속될 뿐 아니라 경기침체시에 그 폐해가 막대해지는 것을 피할 수 없다. 엄밀히 말하면 붐-버스트 사이클이 지속되는 기간과 폐해의 정도는 증가한 화폐량의 크기, 지폐와 신용이 주입된 기간, 재계로 대출된 신용의 양 등에 비례한다.<sup>49)</sup> 추가

49) 혹자는 붐 기간이 충분히 지속되면 과오투자는 자연스럽게 종결된다고 주장한다. 그러나 일단 과잉투자된 자본은 어떤 방법으로든지 청산되고 재조정되어야 하기 때문에 붐 기간이 길어지고 그 정도가 클수록 버스트의 폐해는 길어지고 그 정도는 클 것이다.

적으로 어떤 국가가 국제지폐 발행국가인가, 국제지폐 피발행국가인가 하는 점 등이 또한 고려되어야 한다. 이 점은 제IV장에서 자세히 다룰 것이다.

신용팽창에 의해 유도된 붐 시기가 과오투자가 실제로 발생하는 시기이다. 다시 말하면 붐 시기가 오류가 만들어지는 시기라는 것이다. 이것이 의미하는 바는 붐은 필연적으로 버스트를 동반한다는 점이다. 소비자들이 예전의 ‘소비/저축’ 비율을 재확립하고자 할 때 위기가 발생한다. 침체는 붐 시기에 만들어진 오류와 낭비를 바로잡는 과정이다. 요컨대 건디기 힘든 침체기가 바로 ‘회복기’라는 것이다.

‘침체-회복기’의 특징은 무엇인가. 첫째, 잘못된 투자가 구조조정된다. 투자의 구조조정은 여러 가지 형태로 나타난다. 어떤 투자는 전적으로 포기된다. 다른 투자는 다른 용도로 전용된다. 채무조정도 이루어진다. 둘째, 붐 시기에 상승했던 생산재의 가격은 이제 하락한다. 그것이 의미하는 바는 세 가지다. 어떤 구체적인 기계나 장비의 가격이 하락하는 것이고, 소비재들의 가격에 비해 생산재들의 상대가격이 하락한다는 것이며, 자본의 총량이라 할 수 있는 것, 예를 들어 주식시장, 부동산시장 등의 가치가 하락한다는 것을 의미한다. 셋째, 자본재들의 가격하락은 그런 산업들에 사용되었던 생산요소들, 즉 토지, 노동 등에 지불되는 대가인 지대, 임금 등의 하락을 초래한다. 이런 생산요소들은 고차생산에서 저차생산으로 이동해야 하고 그것은 필연적으로 마찰적 실업(frictional unemployment)을 불러온다. 기업의 파산, 대형 구조조정 등에 의해 마찰적 실업의 크기는 경우에 따라서는 심각한 수준일 수도 있다. 그러나 만약 정부의 경기부양정책과 같은 시장간섭이 없다면 실업은 일시적이 될 것이다. 그러나 대공황의 경우에서 잘 알 수 있듯이 정부가 노동자들의 임금하락을 억제하여 인위적으로 높게 유지하면, 즉 시장에서 노동에 대한 수요와 공급을 일치시키는 자유시장 임금수준보다 임금을 높게 유지하면, 실업은 영구적 또는 반영구적이 된다. 그리고 노동조합이나 최저임금법과 같은 임금의 하락을 억제하는 법이나 제도는 조직적으로 임금의 하락을 억제한다. 넷째, 구조조정이 빠르게 진행될 수록 침체-회복기는 빠르게 종료될 것이다. 그런 구조조정을 방해하는 어떤

---

Rothbard(1975), 35쪽 참조.

것도 침체를 지연시킬 뿐이고 생산요소 소유자들, 특히 노동자들의 고통을 크게 할 뿐이다. 요약하면 침체-회복기는 자유시장의 균형이 복구되고 팽창적 왜곡이 배제될 때 끝나고, 침체과정에 대한 어떤 정부간섭도 단지 침체기간을 연장하거나, 사태를 악화시키거나, 다음 파멸의 씨앗을 심는 것이다.

경기침체에 화폐정책과 재정정책은 어떤 효과를 초래하는가? 경기침체기에는 인플레이션이 점차 악화되기 때문에 정부는 이자율을 상승시키지 않을 수 없다. 만약 정부가 인플레이션 악화를 무시하고 통화공급을 지속하거나 통화공급의 확대를 지속하면 ‘런어웨이인플레이션’(runaway inflation) 또는 ‘하이퍼인플레이션’(hyper inflation)을 초래하게 된다. 경제주체들의 잘못된 의사결정을 수정해야 하는 경기침체에 인위적인 경기부양정책은 경기침체를 더욱 길고 헤어 나오기 어렵게 만든다. 1990년대 이후의 일본이 대표적인 경우이다. 일본의 사례는 다음 장에서 자세히 다루고자 한다. 확장적 재정정책은 구조조정으로 퇴출되어야 할 ‘무능한’ 기업가를 생존하게 만든다. 물론 그런 기업가는 다음 경기변동이나 변화된 환경에 잘 적응할 수 없다. 무능한 기업가를 생존하게 만드는 것은 소비자의 욕구를 만족시킨다는 관점에서든 문제가 있다. 구조조정으로 새로운 기업가가 소비자의 요구를 효율적으로 또는 효과적으로 만족시켜야 한다는 관점에서 보면 무능한 기업가를 생존하게 만드는 것은 소비자의 후생을 후퇴하게 만드는 것이다.

신용팽창을 위주로 한 화폐공급의 증가가 붐과 버스트로 이루어진 경기변동을 초래함을 살펴보았다. Garrison(1989)에 의하면 오스트리아학파의 경기변동 이론은 경기변동의 원인이 정부의 화폐공급 증가에 있다는 점에서 ‘명목적’(nominal)이면서 ‘외생적’(exogenous)이다.<sup>50)</sup> 그리고 경기변동과정이 시장 내에서 자원 재배분이 이루어지는 과정이라는 점에서 ‘실물적’(real)이면서 ‘내생적’(endogenous)이다. 즉 경기변동은 명목적 원인으로 시작해서 실물적 변화를 초래하고 외생적 원인으로 시작해서 내생적 변화를 거치는 과정이라는 것이다. 오스트리아학파의 경기변동이론을 한마디로 요약하면, 정부의 시장간섭은 시장의 시제간 자원배분을 단기적으로 혼란하게 만든다는 것이다.

---

50) 이 부분은 Garrison(1989), 4-7쪽 참조.

#### 4) 경기변동과 인플레이션

화폐공급의 증가가 경기변동만을 초래하지는 않는다. 표준화폐가 지폐인 현행 화폐제도와 부분지급준비를 규정한 현행 금융제도 아래에서는 정부와(또는) 은행이 문자 그대로 무(無)에서 화폐 또는 신용을 창출할 수 있다. 이러한 화폐공급의 증가는 경기변동을 제외하고도 몇 가지 폐해를 초래한다.

첫째, 화폐공급의 증가는 대부분의 재화들의 일반적인 가격상승 또는 인플레이션을 초래한다.<sup>51)</sup> 인플레이션을 설명하기 위해 화폐시장의 균형을 보기로 한다.<sup>52)</sup> 화폐도 다른 재화와 마찬가지로 수요와 공급이 존재한다. 여기에서 수요와 공급은 저장 또는 재고(stock) 개념이다. 저장 또는 재고는 일정 시점에서의 총량을 말한다. 화폐에 대한 전체 수요 또는 재고수요(stock demand)는 두 가지로 구성되어 있다. 화폐에 대한 교환수요(exchange demand)와 화폐에 대한 예비수요(reservation demand)이다. 노동, 토지, 자본재의 판매자로서의 각자는 경제주체로서 화폐소득을 얻기 위하여 노동, 토지, 자본재 등을 공급하고 그 교환으로 화폐를 수요한다. 이것이 화폐의 교환수요이다. 교환수요와 화폐의 구매력(purchasing power of money) 또는 화폐의 ‘가격’ 또는 ‘가치’ 간의 관계는 노동, 토지, 재화의 경우에 조금씩 다르다.<sup>53)</sup> 그럼에도 전체적으로 교환수요와 화폐의 구매력 간의 관계는 음(negative)이다. 여기에서 음의 관계란 화폐의 구매력이 상승하면 교환수요는 감소하고 화폐의 구매력이 하락하면 교환수요는 증가한다는 것을 의미한다. 화폐의 높은 교환가치는 화폐단위로 본 낮은 재화가격에 해당하고 화폐의 교환가치가 낮은 것은 화폐단위로 본 재화가격이 높은 것에 해당한다. 노동, 토지, 자본재의 판매자로서의 각자는 경제주체로서 자신이

---

51) 인플레이션이 어떻게 자유시장경제를 파괴하는가를 다룬 재미있고 간결한 문헌으로는 Higgs(1979) 등이 있다.

52) 화폐의 수요와 공급이 일반 재화와 다른 점과 화폐시장의 균형에 대한 자세한 설명은 Rothbard(1996), 제11장 참조.

53) 화폐의 가격 또는 가치는 시장에서 화폐로 살 수 있는 모든 재화와 서비스로만 표현될 수 있다. 그렇기 때문에 화폐의 가격이 다른 재화처럼 시장에서 특별한 표현을 지니고 있지 않다. 즉 모든 재화의 배열을 하나로 표현할 수 있는 유일한 단위는 없다는 것이다. 그러나 화폐의 가격 또는 가치 또는 화폐의 구매력이란 개념은 유효하다. 여기에 대한 자세한 설명은 Rothbard(1996), 제11장 참조. 그리고 노동, 토지, 재화 관점에서 교환수요와 화폐의 구매력의 관계에 대한 자세한 설명도 앞의 책, 제11장 참조.

판매하고자 하는 생산요소 또는 재화의 가격이 높을 때 많이 판매하고자 하고, 그 가격이 낮을 때 적게 판매하고자 한다. 이러한 상황을 화폐의 가격 또는 구매력으로 환원하면 화폐의 가격이 낮을 때 화폐를 많이 수요하고 화폐의 가치가 높을 때 화폐를 적게 수요한다. 이것이 재화를 팔고 화폐를 수요하는 것, 즉 화폐에 대한 교환수요이다. 화폐의 가격 또는 가치와 화폐의 교환수요는 음(negative)의 관계이다. 그리고 미래의 불확실성을 위하여 화폐를 보유하고자 하는 것이 예비수요이다. 화폐의 구매력이 상승할수록 화폐의 예비수요도 감소한다. 화폐의 구매력이 높아지기 때문에 적은 화폐량으로도 동일한 수요를 만족시킬 수 있기 때문이다. 반대로 화폐의 구매력이 하락할수록 화폐의 예비수요도 증가한다. 투기수요는 예비수요의 일부분이다. 화폐에 대한 총수요 중에 더 쉽게 변하기 때문에 더 중요한 것이 화폐를 보유하려는 예비수요이다.

일정 시점에 화폐라는 상품 또는 화폐라는 재화의 총재고(total stock)는 주어져 있다. 어떤 시점에서든 이 재고는 누군가의 소유이다.<sup>54)</sup> 이 점은 상품화폐제도와 지폐제도, 어느 화폐제도에서도 동일하다.<sup>55)</sup> 다만 화폐공급의 주체가 다를 뿐이다. 그러므로 일정 시점에서 화폐의 총재고는 화폐의 구매력과 무관하다.

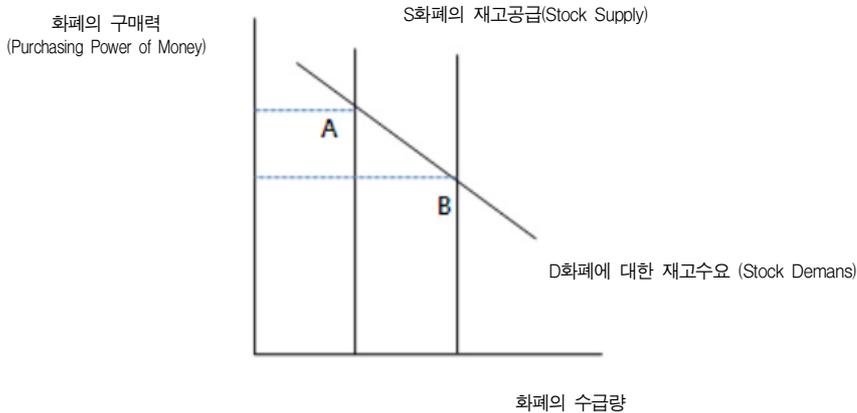
화폐시장을 분석하기 위해서는 ‘재고’ 분석방법이 편리하다. 왜냐하면 화폐는 시장 전반에 퍼져 있고, 모든 이가 끊임없이 수요하고 공급하는 것이며, 무엇보다도 화폐의 수요와 공급에서 신규생산에 비해 기존의 화폐량이 차지하는 비율이 높기 때문이다. 화폐의 가격 또는 화폐의 구매력은 화폐를 보유하려는 수요곡선과 화폐의 총재고에 의해 결정된다. <그림 2>에서 수평축은 화폐의 수급량을 나타내고 수직축은 화폐의 구매력을 나타낸다. 수직축은 위로 갈수록 화폐의 구매력이 상승하는 것을 의미하고 반대로 아래로 내려올수록 화폐의 구매력은 하락한다. 일반적으로 화폐의 구매력과 재화들의 일반적인 가격은 반대의 관계를 가진다. 다시 말하면 화폐의 구매력이 상승하면 재화들의 일반적인 가격은 하락하고 화폐의 구매력이 하락하면 재화들의 일반적인 가격은

54) 그러므로 화폐가 순환한다는 의미를 내포한 ‘화폐의 유통속도’라는 개념은 틀린 것이다. 자세한 것은 Rothbard(1996), 제11장 참조.

55) 상품화폐제도와 지폐제도에 대한 자세한 설명은 아래에서 하고자 한다.

상승한다. 물론 그 경우에도 개별재화의 가격은 다르게 움직일 수 있다. 개별 재화의 가격은 화폐의 수요와 공급뿐 아니라 개별재화의 수요와 공급에 의해서도 영향을 받기 때문이다. 그러므로 각 재화의 가격은 네 가지 요인에 의해 결정된다. 그 재화에 대한 수요와 공급, 화폐의 수요와 공급 등이다. 이 네 가지 요인이 어떻게 작용하느냐에 따라 각 재화의 가격은 변한다.<sup>56)</sup> <그림 2>에서 화폐의 재고수요는 우하향한다. 화폐의 총재고는 일정 시점에서는 일정하다. 물론 이 총재고량은 상품화폐의 경우에는 화폐생산자에 의해 결정되고 지폐제도하에서는 중앙은행의 지폐와 민간은행의 신용창출에 의해 결정된다는 점을 앞에서 지적하였다. <그림 2>에서 화폐의 수요와 공급이 만나는 최초의 균형점인 A에서 화폐의 구매력이 결정되고 이에 따라 재화들의 일반적인 가격수준도 동시에 결정된다.

<그림 2> 화폐의 수급과 구매력



이제 화폐공급이 증가하는 경우에 인플레이션이 발생하는 과정을 보기로 한다. <그림 2>에서 보듯이 화폐수요가 일정한 상태에서 화폐공급의 증가는 화폐시장의 균형점을 A점에서 B점으로 이동하게 만든다. 이것이 의미하는 바는

56) 이에 대한 자세한 설명은 Rothbard(1993), 제4장 참조.

대부분의 재화의 가격은 상승하고 그와 반대로 화폐 한 단위의 구매력은 그만큼 하락한다. 화폐의 공급이 증가함에 따라 균형점이 A점에서 B점으로 이동하는 과정을 인플레이션이라고 할 수 있다. 그러나 화폐공급의 증가가 ‘모든’ 재화의 일반적인 가격상승을 초래하지는 않는다. 앞에서 지적했듯이 개별재화 시장에서의 수요와 공급도 그 재화의 가격에 영향을 미치기 때문이다. 예를 들어 정보산업과 관련된 기기인 컴퓨터, 노트북컴퓨터, 컴퓨터 관련 부속품 등의 가격은 지난 20여 년 동안 엄청나게 하락해왔다. 화폐공급의 지속적인 증가가 대부분의 재화의 가격을 상승하게 만들었음에도 불구하고 말이다. 화폐공급의 증가에 의한 재화들의 가격상승은 재화마다 상승시기, 상승속도, 상승정도, 상승이 끝나는 시기 등에서 모두 다르게 나타난다. 화폐공급 증가에 의한 인플레이션은 신고전학파에서 주장하듯이 재화들의 가격이 일률적으로 그리고 동시에 같은 정도로 상승하는 것을 의미하지는 않는다. 다시 말하면 신용팽창이 인플레이션을 일으키기는 하지만 ‘물가수준의 상승’과 같은 의미의 인플레이션을 일으키지는 않는다는 것이다. 그러나 화폐공급의 증가는 대부분의 재화의 일반적인 가격 상승을 초래한다. 요컨대 화폐공급의 증가는 인플레이션을 초래하는데 이 때 인플레이션이란 거의 대부분의 재화의 일반적인 가격 상승을 의미한다.

둘째, 신용팽창에 의한 인플레이션은 다른 어떤 종류의 인플레이션과도 유사한 효과를 만들어낸다. 무엇보다도 인플레이션은 소득을 재분배한다.<sup>57)</sup> 소득을 재분배한다는 의미는 인플레이션으로 이득을 보는 사람(winners)과 손해를 보는 사람(losers)이 발생한다는 것이다. 라스바드는 그 점을 이렇게 적고 있다.

“새로운 화폐의 최초 수령자는 가장 큰 이득을 얻고, 다음은 그보다는 조금 적게 얻는 등, 이런 이득을 보는 과정은 중간지점에 도달할 때까지 지속되다가 그 이후부터는 각 수령자가 새로운 화폐를 기다리면서 조금씩

---

57) 소득재분배라고 말하지만 엄밀하게 말하면 타인의 재산을 침해하는 것이다. 그럼에도 불구하고 그런 사실이 문제가 되지 않는 것은 그런 현상을 이해하는 일이 쉽지 않기 때문이다. 만약 사람들이 이런 현상을 정확히 이해한다면 화폐발행에 의한 재산침해를 용인하지 않을 것이다.

더 많은 손실을 본다. 왜냐하면 첫 번째 개인들의 [재화의] 판매가격들은 솟아오르는 반면 [생산요소와 중간재] 구입가격은 거의 그대로 유지되기 때문이다. 그러나 나중에는 구입가격들은 오르는 반면 판매가격들은 변화하지 않은 채 유지되기 때문이다. (중략) 이것들[새로운 지폐 혹은 새로운 요구불예금]은 시장사회에서 다른 이들에게 드러나게 손해를 입히지 않고서는 어떤 이에게 혜택을 베풀지 않는다. (중략) 인플레이션을 일으키는 사람이 얻는 이득은 눈에 띄고 극적인 반면, 다른 이들이 입는 손실들은 숨어 있고 보이지 않지만 실질적 효력은 다르지 않다. (중략) 경제의 반은 인플레이션 지불자이고 나머지 반은 인플레이션 소비자들이다.”<sup>58)</sup>

다른 한편 휠즈만은 인플레이션이 어떤 결과를 가져오는가를 다음과 같이 적고 있다.

“실제로 [인플레이션으로 인한 소득] 재분배는 언제나 (우리가 중앙은행이라고 잘못 부르고 있는) 불환지폐생산자 자신들을 위하게 되고 금융부문과 증권거래소에 있는 중앙은행의 파트너들을 위하게 된다. 그리고 물론 인플레이션은 결국 정부와 기업세계에서 정부와 가장 가까운 협력자들에게 이득이 된다. 인플레이션은 앞에서 언급한 개인들과 그룹들이 부당하게 일반 국민을 희생하여 그들 자신을 부유하게 만드는 매개물이다.”<sup>59)</sup>

휠즈만은 여기에서 한 걸음 더 나아가 인플레이션이 소득재분배과정을 통해 경쟁으로부터 정치적·경제적 기득권을 보호하게 된다고 말하고 있다.

인플레이션으로 인한 소득재분배에 대해 라스바드와 휠즈만은 상호보완적이다. 왜냐하면 휠즈만은 인플레이션이 정부와 기업세계에서 정부와 가장 가까운 협력자에게 이득을 준다는 점을 강조했다면 라스바드는 국민 일반도 인플레이션 지불자와 인플레이션 소비자로 나눈다는 점을 보여주었기 때문이다.

---

58) Rothbard(2006), 번역본, 1,128-1,129쪽에서 인용.

59) Hülsmann(2008b), 35쪽에서 인용.

인플레이션이 가져오는 소득재분배의 분명한 특징은 두 가지다. 한 가지는 인플레이션이 영합(zero-sum)게임이라는 것이다. 이득을 보는 사람의 이득과 손해를 보는 사람의 손실이 같기 때문에 이득과 손실의 합이 영(零)이라는 것이다. 다른 한 가지는 이득을 보는 사람과 손해를 보는 사람을 명확히 구분하기 어렵다는 것이다. 다시 말하면 인플레이션으로 인한 소득재분배는 눈으로 직접 목격하기가 어렵다. 아마도 바로 그 점이 정부가 지속적인 인플레이션을 통해 끊임없이 화폐가치를 손상할 수 있는 이유일 것이다.

인플레이션으로 인해 개인들이 취한 이득과 손실은 모두 다르기 때문에 모두 다르게 반응한다. 신용팽창은 어떤 이의 현금잔고(cash balance)를 높일 것이고 다른 이들은 현금수지를 낮출 것이다. 그 결과 지출패턴에 다양한 변화가 일어난다. 일부 재화의 가격은 다른 재화의 가격보다 더 많이 상승하였기 때문에 인플레이션은 일부 사람에게서는 영구적 이득을 주고 일부 사람에게서는 영구적 손실을 입힌다. 특히 상대적으로 '고정된' 소득을 받는 집단, 예를 들어 연금으로 생활하는 사람은 단기적 피해자 또는 영구적 피해자이다.

셋째, 화폐공급의 증가에 의해 초래되는 인플레이션은 '저축-투자'의 역제를 통해 시장의 '소비/투자' 비율을 변화시킨다. 먼저 인플레이션으로 기존의 대출자들은 손해를 본다. 특히 이미 빌려준 기간을 연장해주었으나 자신들의 이자에 구매력 프리미엄을 부과하기엔 너무 늦어버린 대출자들은 손해를 보게 된다. 이는 장래의 대출을 위축시키고, 그 결과 저축-투자를 위축시키는 경향이 있다. 저축-투자의 위축이란 상대적으로 소비가 늘어난다는 것이고 그 결과 사회 전체의 생활수준은 떨어진다.

넷째, 인플레이션은 기업가 또는 사업가를 속게 만든다. 기업회계는 전통적으로 화폐단위가 안정적인 세계에 맞추어져 있다. 구입한 자본재들은 구입한 가격으로 자산항목에 계상되어 있다. 문제는 그 자본재들을 팔 때 발생한다. 기업가는 인플레이션으로 마치 이득이 발생하는 것으로 간주할 수 있지만 중고(中古) 자본재를 새로운 자본재로 교체하면서 높은 가격을 지불해야 하기 때문에 실제로 그런 이득은 새로운 자본재를 살 때 흡수된다. 그 결과 인플레이션은 기업가를 속게 한다. 인플레이션으로 인한 이득은 기껏해야 자본재를 교

체할 수 있는 정도에 불과한데도 마치 이윤이 발생한 것처럼 기업가를 착각하게 만든다는 것이다. 이에 따라 사업가가 이렇게 발생한 이윤을 소비하고 그래서 무의식중에 자본도 소비하도록 유혹을 받는다. 그 결과 인플레이션이 저축-투자를 억제하는 동시에 자본소비가 일어나도록 하게 하는 경향이 있다.

다섯째, 앞에서 지적한 회계실수는 다른 부수적인 효과도 발생시킨다. 회계실수는 자본장비의 비중이 높고 그런 자본장비를 가격이 낮을 때 압도적으로 많이 구입한 기업들에게 가장 크게 영향을 미친다. 특히 인플레이션이 상당 기간 지속되면 그런 기업들이 가장 낡은 장비를 지니게 되고 그 결과 외양상으로는 많은 이윤이 발생하는 것처럼 보이게 만든다. 그러나 이러한 고이윤은 실제로는 고이윤이 아님을 앞에서 지적했다. 이러한 고이윤은 시장에서 하나의 신호로 작용하여 기업의 신규유입이나 기존 기업의 신규투자를 유도한다. 해당 분야에서 정당화될 수 없는 투자의 팽창이 발생한다는 것이다. 이에 따라 물론 다른 산업 또는 분야에서는 과소투자가 일어난다. 이러한 자원배분의 왜곡은 기업가의 소비자를 만족시키는 능력을 감소시킨다. 기업가 능력의 이러한 감소는 장기적으로 자본주의를 약화시키는 요인으로 작용한다. 물론 이러한 경향은 투자가 증가하고 있는 분야에서 두드러질 것이다.

여섯째, Schumpeter(1949)는 인플레이션이 혁신의 원조라고 주장했다. 그는 신용창출이 위대한 아이디어는 가졌지만 자본이 부족한 최근에 나타난 기업가들에게 자본을 공급해 줄 수 있는 방법이라는 것이다. 그러나 인플레이션이 앞에서 지적한 소득재분배라는 윤리적 문제 등을 일으킨다는 점을 제외하더라도 현실의 실제 경험은 신용팽창은 경쟁자들로부터 경쟁을 견딜 수 없는 기존의 기업들을 생존하게 만드는 유력한 수단이라는 것이다. 은행이 신용창출을 통해 어떤 기업가에게 새로운 화폐를 공급하는 것은 결국 그 기업가를 제외한 사회의 모든 구성원을 희생하여 그 기업가를 보조하는 것이다. 라스바르도 이와 유사한 점을 지적한다.<sup>60)</sup> 일부 사람들이 신용팽창을 ‘강요된 저축’(forced saving)과 이에 따른 자본구조의 고도화를 유도할 수 있는 바람직한 것으로 여긴다는 것이다. 그러나 라스바르는 팽창된 신용 중에서 상대적으로

---

60) Rothbard(2006), 번역본, 1,136-1,137쪽 참조.

많은 부분이 실질적 시간선호가 낮거나 낮아진 사람의 수중에 들어갈 때만이 그들이 원하는 효과를 얻을 수 있다는 것이다. 라스바드는 신용팽창은 얼마든지 그 반대효과를 유도할 수 있다고 지적한다. 그 결과 그는 강제저축의 지지자들이 원하는 재분배를 위해서는 차라리 조세를 활용하는 것이 더 설득력이 있다고 주장한다. 이 부분은 조심스러운 해석이 필요하다. 라스바드가 조세를 적극적으로 찬성한 것이 아니라 굳이 강제저축을 형성하고자 한다면 신용팽창보다 조세가 더 적절한 수단이라는 것이다. 그러나 라스바드는 궁극적으로 그런 조세도 물론 찬성하지 않는다. 이 점에 대해서는 아래에서 좀 더 논의할 것이다.

##### 5) 경기변동의 궁극적 한계: 하이퍼인플레이션<sup>61)</sup>

만약 한 국가가 그 나라의 지폐를 무한정 발행할 수 있는가? 많은 경제학자와 대부분의 일반인은 국가가 그렇게 할 수 있다고 가정한다. 그러나 실제로는 어떤 국가도 그렇게 할 수 없다. 지폐의 무한정한 발행으로 인해 발생할 수 있는 런어웨이인플레이션 또는 하이퍼인플레이션 현상이 역설적이게도 지폐의 무한정한 발행을 억제하는 궁극적 한계이다. 1923년 독일의 경험과 최근의 짐바브웨 사태 등은 하이퍼인플레이션과 같은 일이 드물지만 실제로 일어난다는 점을 보여준다. 그러나 그것으로 모든 것이 무너지는 점에서 지폐발행의 한계는 분명히 존재한다.

정부가 지폐를 증가시키고 은행들이 신용을 팽창시키는 초기에는, 이 과정의 진정한 성격에 대해 인식하지 못하는 일반 대중이 재화들의 가격상승이 일시적이라고 믿으면서 예전보다 더 많은 화폐를 보유하는 경향이 있다. 다시 말하면 예전에 비해 소득 가운데 더 많은 부분을 현금잔고의 형태로 유지하고자 한다. 인플레이션으로 화폐의 가치가 하락하기 때문에 예전보다 더 많은 현금을 보유할 필요가 있기 때문이다. 그 결과 재화의 가격은 화폐량의 증가와 비례하여 증가하기보다는 오히려 덜 상승하는 경향이 있다. <그림 2>에서 화폐공급이 증가하는 초기에는 B점에서 균형하기보다는 화폐수요의 증대로 B점보

61) 툴록(Tullock)은 인플레이션의 궁극적 한계가 오스트리아학파의 경기변동이론에 없다는 지적을 했지만 그런 지적은 그의 무지를 드러낸 것이다. Salerno(1989), 141쪽 참조.

다 약간 위쪽에서 화폐의 수요와 공급이 일치한다는 것이다. 물론 이 점은 일시적으로 수요와 공급이 일치하는 점이다. 그것이 의미하는 바는 정부와 은행이 일반 대중으로부터 예상했던 것보다 더 많은 실질적 자원을 획득하게 된다는 것이다.

그러나 정부가 이런 현상을 영구히 지속시킬 수는 없다. 궁극적으로 일반 대중은 현실에서 무슨 일이 일어나고 있는지 깨닫기 시작한다. 가격이 지속적으로 상승할 것이 예측되기 시작하면 사람들은 화폐의 보유를 줄이고 재화를 구매하는 것을 서두른다. 다시 말하면 화폐의 사회적 수요는 감소하고 재화들의 가격은 화폐공급의 증가보다 더 빠르게 상승하기 시작한다. 이러한 상황이 되면 인플레이션의 ‘조세’효과는 정부가 예상했던 것보다 낮아질 것이다. 왜냐하면 공급이 증가된 화폐의 구매력이 떨어지기 때문이다. 그리고 그렇게 되는 것은 재화들의 가격이 화폐공급의 증가보다 큰 폭으로 상승하기 때문이다. 인플레이션이 이런 단계에 이르면 런어웨이인플레이션 또는 하이퍼인플레이션이 시작되는 것이다.

가격상승이 지속됨에 따라 이제 일반 대중은 ‘화폐로부터의 탈출’(flight from money)을 시작한다. 화폐로부터의 탈출이란 최대한 화폐를 팔고 미래의 가치 저장소로서 ‘재화(들)’을 사기 시작하는 것을 의미한다. 화폐에 대한 수요를 실질적으로 영(零)으로 떨어뜨리기 때문에 재화의 가격은 ‘천문학적으로’ 상승한다. 그 결과 화폐단위의 구매력은 실질적으로 영(零)으로 떨어진다. 이러한 상황에 접근하면 사람들은 화폐를 사용하여 재화를 구매하는 일에 몰두하게 되기 때문에 일할 인센티브를 잃고, 그 결과 생산은 급격하게 위축된다. 그런 축소는 재화들의 가격을 더 한층 상승하게 만든다. 경제가 이런 하이퍼인플레이션 단계에 도달하면 그 경제는 사실상 붕괴되고, 시장은 실질적으로 끝장이 난다. 그런 사회는 화폐교환에서 물물교환상태로 환원되고 사람들은 완전히 빈털터리가 된다. 이제 남은 일은 화폐제도를 어떻게 재건하는가 하는 것뿐이다.

앞에서 인플레이션이 가져올 문제점 또는 폐해를 지적했다. 그러나 하이퍼인플레이션과 같은 극한상황은 앞에서 지적한 경제적 문제점을 넘어 인간의 삶에 훨씬 깊고 넓게 영향을 미친다. 그 점을 Cantor(1994)는 토마스 만(Thomas

Mann)의 ‘숏 스토리(short story)’인 『무질서와 때 이른 슬픔』(*Disorder and Early Sorrow*)을 이용하여 1920년대 독일의 하이퍼인플레이션이 정치, 경제, 문화 등을 포함한 인간의 삶에 미친 영향을 분석했다. 하이퍼인플레이션이 권위를 해체하고, 허무주의와 상대주의(relativism)를 만연시키고, 인간의 삶을 위선적으로 만들고, 투기의 난무로 인하여 세상을 뒤죽박죽으로 만들고, 계획을 세우는 것을 불가능하게 하고, 중산층을 무너뜨리고, 그 결과 사회의 질서와 정의를 무너뜨린다.<sup>62)</sup> 그리고 하이퍼인플레이션은 인간의 진정성(authenticity)을 무너뜨리고, 사람들의 옷 입는 습관마저도 바꾸고, 상품의 판매에서 사기(fraud)를 증가시킴으로써 비합리성을 증대시키고, 인간들은 점점 더 위선적이 되고, 인간의 시간선호 또는 시간지평(time horizon)을 단축시키고, 정치적으로 비합리적이 된 결과로 히틀러와 나치즘의 등장을 초래한다.<sup>63)</sup> 칸터는 이러한 모든 현실 아닌 현실을 하이퍼인플레이션에 대칭되는 하이퍼리얼리티(hyperreality)라고 불렀다. 요컨대 칸터(Cantor)는 다음과 같이 적고 있다.

“[토마스] 만은 인플레이션이 일상의 삶에 미친 영향에 주의를 기울여서 미제스가 행한 인플레이션에 대한 훌륭한 경제적 분석에 대해 유용한 보조물을 제공한다. 미제스가 바이마르공화국에서 일어났던 일을 설명한 것이라면, [토마스] 만은 인플레이션이 보통 사람에게 어떤 의미를 가진 것 인지를 보여주고 그렇게 함으로써 그의 독자에게 인플레이션이 초래하는 모든 공포를 보여주려 한 것이다.”<sup>64)</sup>

## 6) 경기침체의 2차 특징: 디플레이션

앞에서 경기변동이 일어나는 원인을 밝히고 붐과 버스트 과정을 서술했다. 그러나 그것만으로 경기변동과정이 모두 끝난 것이 아니다. 이제 경기침체의

62) Hülsmann(2008b)은 인플레이션이 계층간 이동을 억제하는 브레이크 역할을 한다는 주장을 했다. 우리 사회의 계층간 이동이 어려워지고 있다는 오래된 지적은 해방 이후 지금까지, 단기에서는 낮지만 장기에서는 결코 낮지 않은 인플레이션과 무관하지 않다.

63) 미제스는 인플레이션이 나치즘의 등장에 미친 영향을 분석했다. Mises(1944), 193-228쪽 참조.

64) Cantor(1994), 27쪽에서 인용.

2차 특징이 나타난다. 물론 이 2차 특징은 매우 짧게 나타날 수도 있고 통계상으로 잘 나타나지 않을 수도 있다. 침체국면으로 진입하면서 정부가 어떤 정책을 얼마나 신속하게 시행하는가에 따라서 또는 경기변동의 크기나 기간에 따라 2차 특징이 나타나는 양상은 다를 것이기 때문이다. 그러나 그런 현상을 목격할 수 없다고 전적으로 나타나지 않는다고 말할 수는 없다. 봄이 아무리 짧아도 2차 특징은 나타난다. 그러나 현실에서는 2차 특징을 목격할 수도 있고 그렇게 못할 수도 있다. 그리고 현실에서는 침체가 상당히 진행되고 난 다음에 정부가 대응하는 경우가 대부분이다. 여기에서는 정부가 간섭을 하지 않는 경우라고 가정하고 2차 특징을 설명하고자 한다.

인플레이션이 끝나는 국면에서 경기침체국면이 시작된다. 침체국면이 시작되기 직전의 상대적으로 짧은 기간의 위기는 화폐공급의 축소로 인하여 발생하는 디플레이션(deflation)에 의해 드러나는 경우가 대부분이다.<sup>65)</sup> 물론 이 때 화폐수요의 변화로 인한 디플레이션도 발생한다. 그러나 화폐수요의 변화는 적절한 시간이 지나면 정상으로 복귀한다. 그 점에서 화폐수요의 변화로 인한 디플레이션은 화폐공급의 축소로 인한 디플레이션보다 그 기간이 일반적으로 짧다. 경기침체에서 언제나 디플레이션이 일어나야 할 이유는 없다. 그러나 대부분의 경우에 디플레이션이 발생한다.

침체국면과 함께 통화공급 측면에서 일어나는 큰 변화로 인한 디플레이션을 먼저 보기로 한다. 정부의 지폐공급 증가와 은행의 신용팽창으로 봄 시기에 인플레이션이 일어난다는 점을 앞에서 서술했다. 이제 차용인들(borrowers)의 상당수가 재무상으로 어려움을 겪거나 파산하기 때문에 은행들은 대출한 신용을 축소하지 않을 수 없다.<sup>66)</sup> 차용인인 기업이 적자를 내고 어려움에 처하고 있다

65) 디플레이션을 다룬 연구자와 문헌은 상당수 있다. 그러나 Salerno(2003)는 아마도 처음으로 디플레이션을 발생원인에 따라 크게 4가지로 나누고 개관했다. 주로 미국 사례를 이용하여 유익한 디플레이션과 유해한 디플레이션으로 나누고 적절한 통화정책 방향을 제시했다.

66) 정부가 지폐의 공급을 축소하는 경우에도 신용축소와 동일한 효과가 나타난다. 그러나 정부가 위기를 맞아 다시 화폐공급을 확대할 수도 있고 인플레이션을 우려하여 지폐공급을 축소할 수도 있다. 어느 경우에도 경기변동의 2차 국면에서 정부가 다시 시장에 개입하는 것이다. 앞에서 우리는 그런 경우를 제외한다고 가정했다. 경기변동과정에서 정부가 시장에 다시 간섭하면 발생할 결과에 대해서는 제V장을 참조.

는 소식이 전해지면 그런 소식은 곧 바로 은행들의 지급능력에 대한 의심으로 바뀌게 된다. 비록 예금보호제도가 은행쇄도(bank run)를 어느 정도 막아주지만 궁극적으로 은행이 파산의 위험에 처하는 것을 막아주지는 못한다. 우리나라의 1997년 위기와 미국의 금번 경제위기에서 민간금융기관들이 파산했고 두 나라 모두 새로운 화폐를 찍어서 국유화한 것이 좋은 예이다. 민간은행의 부분 지급준비제도는 본질적으로 은행쇄도와 그로 인한 파산의 위험을 안고 있기 때문이다. 은행 자신이 차용자의 파산으로 인하여 대출을 회수할 수 없는 경우도 발생하기 때문에 다른 곳에서 신용을 축소해야 한다. 경기침체국면으로 들어가면 신규투자에 대한 평가도 매우 엄격해지기 때문에 신규대출이 억제된다. 침체국면에서 기업들이 이윤을 낼 수 있는 기회가 적기 때문에 대출에 대한 수요가 줄어들고, 그 결과 신용이 축소된다는 주장은 은행이 기업 대출을 줄이는 대신에 채권과 같은 상대적으로 안전자산에 투자를 할 수 있기 때문에 틀린 것이다. 요컨대 신용을 축소하고자 하는 동기나 압력은 은행 자신으로부터 오는 것이지 기업 차용자들로부터 오는 것이 아니라는 것이다.

통화공급의 감소, 특히 은행의 신용감소로 인하여 화폐의 구매력은 상승하고 재화들의 가격은 일반적으로 하락한다. 디플레이션이 일어나는 것이다. Salerno(2003)는 은행의 신용축소에 의한 디플레이션을 ‘은행신용디플레이션’(bank credit deflation)이라고 부를 것을 제안했다. 신용감소에 의한 디플레이션은 <그림 2>에서 B점에서 A점으로 돌아가는 과정이다. 만약 화폐수요가 변하지 않는다고 가정하면 말이다. 물론 현실에서는 화폐수요의 변화는 필연적이기 때문에 B점에서 A점으로 돌아가지는 않을 것이다. 다만 신용감소로 인하여 디플레이션의 발생이 필연적이라는 것이다. 화폐수요의 변화는 아래에서 자세히 논의할 것이다.

디플레이션을 반대하는 사람과 달리 신용축소에 의한 디플레이션은 시장의 조정과정을 크게 도와준다. 디플레이션이 생산자에 미치는 영향을 먼저 알아보자. 신용의 축소가 고차재산업에 대한 투자를 줄어든게 하고 저차재산업으로의 투자를 증가하게 하는 것은 아니다. 한마디로 신용의 축소는 기존에 만들어졌던 생산구조의 길이가 짧아지는 것이다. 신용축소는 과잉투자되었던 고차

재산업의 일부를 없어지게 만드는 것이다. 소비자 쪽에서는 그런 조정이 자신에게 필요한 수준의 ‘소비/투자’ 비율로 돌아가는 것을 도와준다. 만약 소비자의 시간선호가 자체가 변한다면 조정은 더 빨리 이루어지고 덜 필요하다. 여기에서 시간선호가 변한다는 것은 경기변동 이전에 비해 소비를 줄이고 저축을 늘리는 것을 말한다.<sup>67)</sup> 침체를 극복하기 위해서 필요한 것은 예전보다 ‘더’ 많은 저축과 ‘더’ 적은 소비이다. 즉 예전보다 더 많은 소비, 그에 따른 더 적은 저축과 투자가 침체를 극복한다는 주장은 전적으로 틀린 것임을 앞에서 보았다. 디플레이션, 즉 재화들의 일반적인 가격하락은 붐 기간에 비해 더 많은 저축과 더 적은 소비를 하게 만든다. 화폐가치의 상승으로 실질소득이 상승하기 때문이다. 앞에서 신용팽창을 통한 인플레이션이 ‘저축-투자’를 억제하는 동시에 자본소비가 일어나도록 하게 하는 경향이 있다는 점을 지적했다. 이제 디플레이션은 인플레이션에 일어났던 과정을 역전시킨다. 손실과 자본소비로 여겨졌던 것이 실제로는 이윤이 된다는 것을 기업가는 알게 된다. 왜냐하면 이제 대체해야 할 기계와 같은 자산이 교체하는 데 예전보다 비용이 적게 든다는 것을 알기 때문이다. 그러나 현실에서 기업가는 손실을 과다하게 계상함으로써 붐 기간에 비해 디플레이션 기간에 소비를 억제하고 저축을 늘리게 된다.

화폐공급의 감소에 의한 디플레이션은 1단계로 무능한 기업가로부터 화폐공급을 축소하는 것이다. 특히 소비자로부터 떨어진 고차재단계에 있는 기업으로 가는 화폐공급이 축소된다. 이러한 축소는 그 단계에 있는 본원적 생산요소들에 대한 수요를 감소하게 만들고, 그 결과 그 생산요소들의 가격, 소득 등을 낮춘다. 그리고 고차재재화의 판매가격과 생산요소들에 지불하는 가격의 차이 (spread)를 예전보다 크게 만들고 자연이자율을 올라가게 만든다. 이러한 상황은 생산요소들을 고차재산업에서 소비자에게 근접한 저차재산업으로의 이동을

67) 마틴 펠트스타인은 중앙일보 칼럼에서 미국 가계의 순저축률이 최근 거의 0%대로 떨어졌다가 2009년 초부터 급격히 상승해 2009년 5월에는 세후 개인소득의 6.9%까지 치솟았다고 설명한다. 높은 저축률은 미국이 2005~2007년에 경험했던 1%대 미만의 가계 저축률에 비하면 급등한 수치임이 분명하다. 그는 앞으로도 이 저축률이 높은 수준을 유지할 것으로 전망했다. 이것이 여기에서 직접 증명하기는 어렵지만 경기변동으로 미국인의 시간선호가 변한 증거가 아닌가 생각된다. 중앙일보, 2009. 8. 4, “치솟는 저축률, 미국경제에 약인가 독인가” 참조.

촉진한다. 이러한 과정은 새로운 왜곡이 아니라 신용팽창으로 만들어진 지금까지의 왜곡을 제거하는 ‘회복과정’ 또는 ‘시장의 조정’이라고 할 수 있다. 신용축소에 의한 디플레이션은 그런 과정이 없는 상황에 비하여 경제를 신용팽창에 의한 왜곡이 없는 시장, 즉 자유시장으로 더 빨리 돌아가게 만든다.

그러나 일부 연구자는 화폐공급의 축소 또는 신용축소가 신용팽창으로 인한 왜곡을 과다하게 교정하여 새로운 왜곡을 만들어내기 때문에 반대할지도 모른다.<sup>68)</sup> 물론 디플레이션 과정은 자유시장 균형점을 지나칠 수 있다. 비록 일시적이지만 디플레이션은 이자율을 자유시장 수준보다 더 높아지게 만들고 투자는 자유시장 수준보다 더 낮아지게 만들 수 있다. 아마도 디플레이션이 진행되는 동안의 미래에 대한 전망 등이 자유시장하에서의 미래전망보다 비관적이게 될 가능성이 크기 때문이다. 그러나 그런 경우에도 어떤 피해도 발생하지 않는다. 왜냐하면 경기침체의 2차 특징이라 할 수 있는 신용축소는 신용팽창시에 발생하는 과오투자와 같은 오류를 발생시킬 수 없고 그 결과 추가적인 붐-버스트 사이클을 발생시키지 않기 때문이다.

그렇다면 신용축소에 의해 초래되는 디플레이션의 한계는 없는가? 신용의 팽창은 무제한적이지만 신용의 축소는 물론 무한정하지 않다. 신용축소는 그 이전에 만들어진 신용팽창의 한계를 넘어설 수는 없다. 그러나 실제로 신용의 축소가 어느 수준이 될 것인가는 현재로서는 알 수 없다. 왜냐하면 상품화폐의 경우에 적정통화량이 시장에서 내생적으로 결정되지만 지폐제도에서는 그런 과정으로 결정되지 않을 뿐 아니라 현재까지 그에 대한 연구도 없는 실정이기 때문이다. 그리고 현실에서는 경기변화도 거의 언제나 발생하여 자본가를 포함한 경제주체의 행위에 영향을 미치기 때문이다.

경기침체의 2차적인 특징 중에서 다른 하나는 화폐에 대한 수요가 변한다는 것이다. 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 내구소비재인 주택, 자동차 등에서 그런 일이 일어난다. 은행과 대출자

---

68) Rothbard(2006), 번역본, 1,144쪽 참조.

들은 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 기업들에게도 신규투자를 연기하거나 중단하게 만든다. 다시 말하면 그들은 불확실성이 어느 정도 사라질 때까지 투자를 유보하고 현금을 보유하게 된다. 이것이 경기침체에 일어나는 화폐수요의 최초의 변화이다.

우리는 이러한 화폐수요의 증가를 ‘퇴장’(hoarding)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 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 지적할 수 있는가? 이때의 화폐수요 증가는 개인들의 효용을 감소시키기보다는 증가시키는 행위이다. 그리고 화폐수요의 증가는 재화들에 대한 수요를 감소하게 만들기 때문에 재화들의 가격을 일반적으로 하락하게 만든다. 그러므로 화폐수요의 증가도 디플레이션을 초래한다. 그리고 Salerno(2003)는 퇴장이라는 용어 대신에 ‘현금축적’(cash building)이라는 용어를 사용할 것을 제안하고 이러한 경우에 발생하는 디플레이션을 ‘현금축적디플레이션’(cash-building deflation)이라고 지칭하자고 제안한다.<sup>69)</sup> 다만 디플레이션의 원인이 은행신용디플레이션과 다를 뿐이다. 그러나 경기침체의 화폐수요의 제1단계 변화는 일정한 시간이 지나면 다시 변화하게 된다. 제2단계로 넘어가는 것이다.

제2단계의 화폐수요의 변화는 시장의 조정과 청산이 끝났을 때 발생한다. 진행 중인 파산이 마무리되고 차용자들이 현금을 확보하기 위하여 동분서주하는 기간이 어느 정도 지나면 화폐수요는 다시 예전의 수준으로 하락하게 된다. 만약 디플레이션으로 인한 재화 일반의 가격이 하락하고 그와 함께 과오투자의 조정으로 인한 고차재산업의 재화의 가격이 하락하면 제2단계의 화폐수요

69) 아래에서는 케인지언의 용법으로 사용할 때는 퇴장을, 오스트리아학파의 용법으로 사용할 때는 현금축적이라는 용어를 사용하고자 한다.

변화는 빠르게 제자리를 찾아가게 된다. 제2단계의 화폐수요의 변화는 일반적으로 말해 경제가 ‘정상’으로 돌아가는 과정’의 일부라고 하겠다.

앞에서 경기변동과정에서 디플레이션은 거의 필연적으로 발생한다는 것을 알았다. 그런 디플레이션은 화폐의 공급과 화폐의 수요차원, 두 측면에서 발생한다는 점도 알았다. 그리고 그런 디플레이션은 경제를 회복시키고 정상으로 돌아가게 만드는 데 기여를 한다는 사실도 알았다. 다시 말하면 통화팽창으로 인한 화폐적 혼란(monetary disturbances)은 침체와 디플레이션 등을 통해 스스로 역전하는(self-reversing)하는 특징을 가진다.<sup>70)</sup> 그리고 앞에서 지적했듯이 어느 정도 스스로 역전할 것인가는 정부의 정책과 각종 제도에 달려 있다. 예를 들어 최저임금법이 시행되고 있다고 가정하자. 만약 최저임금제와 같은 가격고정(price fixing)이 없다면 경제가 정상적인 수준에 도달할 때까지 임금은 하락할 것이다. 노동의 가격이라 할 수 있는 임금도 버스트 국면에서 하락할 것임은 분명하다. 그러나 최저임금제가 임금의 하락을 방해한다면 화폐적 혼란을 충분히 제거할 수 있는 수준에 도달하기 이전에 또는 경제가 정상적인 수준으로 도달하기 이전에 스스로 역전하는 일이 중단될 것이다. 요약하면, 만약 침체와 디플레이션을 방해하는 제도가 많다면 경제가 정상으로 돌아오는 데 긴 시간이 필요하지만 그런 제도가 적다면 경제는 빠르게 정상으로 복귀할 것이다. 다만 전자의 경우는 현실적으로 어려움이 작고 후자의 경우는 어려움이 클 것이다.<sup>71)</sup>

그러나 디플레이션에는 다음과 같은 부정적인 측면도 있다. 디플레이션은 인플레이션과 마찬가지로 소득재분배효과를 초래하는 것이 사실이다. 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, 기

---

70) Hayek(1941), 33-34쪽 참조.

71) 1930년대 초반의 미국에는 임금의 변동을 억제하는 제도가 많았다. 그 결과 역전과정이 더디고 길어졌기 때문에 통상의 침체가 아니라 대공황이 된 것이다. Murphy(2009) 참조.

업의 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.<sup>72)</sup> 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 소득재분배과정의 역순으로 진행되는가 하는 의문도 있다. 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 이전 인플레이션의 역순의 일종은 확실히 아니라고 주장한다.<sup>73)</sup> 이 부분은 더 많은 연구가 필요하다.

화폐공급의 증가 또는 신용팽창으로 인한 경기변동이 이미 발생했다면 신용축소에 의한 디플레이션과 화폐수요 증가에 의한 디플레이션 또는 재화들의 일반적인 가격하락은 침체를 악화시키기보다는 침체를 앞당겨서 경제가 정상적인 상태로 돌아가는 일에 긍정적인 기여를 한다는 사실을 알았다. 비록 소득재분배라는 부정적인 측면이 없는 것이 아니지만 말이다. 그리고 소득재분배도 일부는 인플레이션에 의한 소득재분배의 역순으로 진행될 가능성이 있다는 점을 고려해야 한다. 그리고 신용확장이 비자발적인 것이라면 신용축소와 화폐수요 증가는 자발적인 것이다.

종합하면 적어도 신용축소와 화폐수요 증가에 의한 디플레이션은 부정적인 점보다도 긍정적인 점이 큰 것이다. 그 결과 만약 이때 다시 확장적 재정정책

---

72) Mises(1980), 262쪽 이후 참조.

73) Hülsmann(2008b), 29쪽 참조.

이나 확장적 통화정책을 시행하면 앞서서도 지적하였듯이 다시 파멸의 씨앗을 심는 것이다. 그러나 이 점에 대해서 상당수 경제학자, 정치가, 지식인은 동의하지 않는다. 특히 그들은 디플레이션에 대한 어떤 공포를 가지고 있는 것처럼 보인다. 특히 디플레이션의 두려움 때문에 확장적 통화정책을 시행하는 것은 중국적으로는 ‘리플레이션’(reflation), 즉 사실상 인플레이션을 다시 가져오게 된다.<sup>74)</sup>

#### 7) 화폐공급에 대한 정의

화폐공급을 어떻게 정의할 것인가 하는 문제는 경기변동에 대한 이론보다는 실증분석을 하는 경우에 중요한 것처럼 여겨진다.<sup>75)</sup> 라스바드는 국민소득과 밀접한 관련이 있는 어떤 것을 화폐공급으로 정의하는 방법이 있다고 지적한다. 만약 개구리 울음소리가 국민소득과 밀접한 관련이 있다면 개구리 울음소리를 화폐공급으로 정의할 것인가? 추가적인 문제는 통계적인 상관관계가 인과관계를 증명해주지는 못한다는 점이다. 이 점은 연구방법론과 관련이 있는 것으로 이미 앞에서 지적했다. 요컨대 화폐공급에 관해 이론적으로 먼저 정의할 필요가 있다는 것이다. 그리고 그는 화폐공급을 개념적으로 정의하는 일은 역사적 사건, 특히 인플레이션과 경기변동의 결과에 응용할 뿐 아니라 경제이론을 위해 필요하다 주장한다.

Mises(1980)는 화폐는 일반 교환수단(general medium of exchange)으로서, 그것으로 모든 다른 재화와 교환할 수 있으면서 시장에서 그런 재화에 대한 최종적인 지불수단이 되는 것이라고 지적한다. 라스바드는 미제스의 가이드라인을 이용하여 교환경제에 적절한 화폐공급 개념을 정의한다. 여기에서 가장 중요한 잣대는 어떤 지불수단을 받는 사람이 그것을 인정해주는가 하는 것과 밀접한 관련이 있다. 즉 화폐공급 개념도 ‘주관적인’ 것이라는 것이다. 예를 들어 예금보험제도가 없었던 시대에 어떤 은행이 위기에 처하면 그 은행에 예치한 요구불예금은 사실상 지불수단의 구실을 할 수 없다. 그렇다면 그것은 화폐가

---

74) 리플레이션에 대해서는 Hülsmann(2008b), 11쪽 참조.

75) 이 부분은 주로 Rothbard(1978)을 참조.

아니다. 그러나 예금보험제도가 시행되면서 요구불예금은 즉각 100% 현금으로 찾아 쓸 수 있다. 즉 요구불예금은 화폐공급에 포함되어야 하는 것이다.<sup>76)</sup> 요약하면 화폐공급을 정의함에 있어 가장 중요한 잣대는 ‘즉각 액면가대로 되찾을 수 있는’(redeemable at par on demand)가 하는 것이다. 그것은 물론 일차적으로는 교환수단을 받는 사람의 주관적인 판단에 달려 있지만 당시의 화폐제도와 금융제도에 따라 또한 달라지기도 한다. 그렇다면 미 재무성채권(Treasury bills)을 화폐로 볼 수 있는가? 혹은 채권시장에서 쉽게 처분할 수 있기 때문에 재무성채권을 화폐로 간주해야 한다고 주장한다. 그러나 채권을 화폐라고 말할 수는 없다. 그 이유는 마치 주식이 매우 유동적인 자산이지만 누구도 화폐라고 말하지 않는 것과 같다. 그는 이러한 기준을 가지고 모든 민간금융기관의 예금과 정부발행의 채권 등을 검토하여 어떤 신용수단을 화폐공급에 포함할 수 있는 수단인가 검토한다.

그는 또한 통화공급을 두 가지로 구분해야 한다고 주장한다. 그는 Ma(a는 오스트리안을 대표하는 두문자)와 Mb(b는 재계로의 대출 또는 경기변동을 의미하는 두문자)로 구분한다. Ma는 정의상 인플레이션과 관련이 있고 Mb는 경기변동과 관련이 있는 통화공급의 정의다. 앞에서 지적했듯이 소비자에게 전달된 은행대부는 재화의 가격만을 상승시키고 붐-버스트를 만들어내지 않기 때문이다.<sup>77)</sup> 그의 분류에 따르면 Ma는 현금공급합계(total supply of cash)에서 민간은행이 보유한 현금(cash held in the banks)을 제외하고, 요구불예금합계(total demand deposits), 저축예금합계(total savings deposits in commercial and savings banks), 저축과 대부조합에 투자된 지분합계(total shares in savings and loan associations), 현재의 상환율로 할인한 저축예금과 소액의 CD(time deposits and small CDs at current redemption rates), 생명보험회사의 증권리저브합계에서 증권담보부대출을 제외한 금액(total policy reserves of life insurance companies - policy loan outstanding), 현재의 상환율로 할인한 저축성 채권(savings bonds, at current rates of redemption) 등을 모두 합산하며, 저축은

76) 미세스가 저작한 ‘화폐와 신용이론’의 독일어 초판에는 그 당시 요구불예금을 통화공급으로 볼 것인가를 두고 심한 논쟁이 벌어졌다고 서술되어 있다고 한다. 그러나 오늘날 그 점을 의심하는 연구자는 없다. Rothbard(1978), 145쪽 참조.

77) 그 점에서 이번 위기는 일부 과장된 측면이 있는 것으로 사료된다.

행, 저축대부조합, 생명보험회사 등이 보유한 요구불예금(demand deposits owned by savings banks, saving and loan association, and life insurance companies)을 제외한다.

Mb는 금융기관의 기업대출(commercial bank loans to business)에서 주택금융(residential mortgages)으로 대부분 이루어진 저축은행과 저축대부조합의 대출을 제외한다. 물론 우리나라의 경우에 모든 금융기관이 주택금융을 취급한다는 점을 이해할 필요가 있다. 특히 Mb는 대략적으로 금융기관이 재계에 빌려준 화폐의 양이다. 금융기관이 소비자에게 빌려준 자금, 즉 소비자금융은 가격의 상승은 가져오지만 경기변동은 초래하지 않는다는 점을 앞에서 지적하였다. 물론 기업이 자신의 저축으로 연구개발에 투자한다면 이것은 문제가 되지 않을 것이다.

그러나 오늘날 실증분석에서 대부분의 연구자는 두 개념을 분리하여 다루지 않는다. 오스트리아학파의 이론과 일치하게 통계가 작성되어 있지 않기 때문일 뿐 아니라 대응할 수 있는 자료가 어느 정도 있기 때문일 것이다. 현재로서는 어쩔 수 없는 일이다. 그리고 라스바드가 규정한 Ma와 Mb의 구체적인 내용은 30여 년 전의 금융환경에 바탕을 두고 있기 때문에 비현실적일 뿐 아니라 만약 지금 화폐공급량 통계를 작성하고자 한다면 그동안의 금융시장의 변화를 반영하여야 하는 것은 너무나 당연하다. 여기에서 Ma와 Mb를 제시한 것은 하나의 예시를 보이기 위한 것이다.

#### 8) 실증적 함의

실증분석을 위한 함의를 논의하기 이전에 이론과 실증분석의 관계에 대한 오스트리아인의 시각을 먼저 제시하고자 한다. 오스트리아학파는 실증분석이 이론을 증명할 수 없다는 견해를 지지한다. 그들이 그렇게 생각하는 것은 이론은 실증분석에 선행하는 또는 선행적인(a priori) 것이기 때문이다.<sup>78)</sup> 만약 동일한 현상(facts)을 두 가지 이론으로 설명이 가능하다면 그 현상으로 이론을 선택할 수는 없다. 이론의 선택 또는 이론의 우열은 실증분석에 있는 것이 아니라 이론 그 자체의 정확성에 달려 있고, 만약 정확성이 동일하다면 간결성 등에 달

---

78) 연구방법론에 대한 자세한 설명은 각주 7번과 Mises(1962)를 참조.

려 있다. 그러나 실증분석은 이론을 설명하는 보조수단으로 사용할 수 있거나 이론을 통해 현실을 이해하는 데 보조수단이 될 수 있다. 실증분석이 많아진다는 것은 보조수단이 풍부해진다는 것을 의미하고 보조수단이 많은 것이 적은 것보다 좋은 것임은 분명하다. 그리고 여기에서 그동안 이루어진 실증분석을 몇 가지 나열하면 다음과 같다. 그런 실증분석으로는 Callahan and Garrison(2003), Johnsson(2005), Keeler(2001), Mulligan(2002, 2006), Powell(2002), Rothbard(1975), Vedder and Gallaway(1991), Woods(2009) 등 다수가 있다. 정밀한 실증분석은 아니지만 오스트리아학파의 경기변동이론을 이번 경제위기에 적용한 국내문헌으로는 김이석(2008), 전용덕(2009a) 등이 있다. 이제 미래에 누군가 실증분석을 할 것을 염두에 두고 경기변동이론으로부터 실증적 함의를 유도하고자 한다.

첫째, 정부가 화폐공급을 증가시켜 대부시장 이자율을 인위적으로 내리면, 그 이자율과 사회적 시간선호와의 간격은 증대하고, 재계로 대출된 신용팽창은 점차 과오투자를 유도하고 소비자로부터는 과소비를 유발한다. 과오투자과 과소비의 정도, 즉 경기변동의 크기는 대부시장 이자율과 시간선호에 의해 결정되는 자연이자율과의 차이에 달려 있을 뿐 아니라 재계로 대출된 신용팽창의 크기에 달려 있다. 그리고 문제는 현실에서 개인의 시간선호나 개인의 총합인 사회적 시간선호를 관찰할 수 없기 때문에 정부규제이자율이 시간선호보다 낮다는 가정은 일반적으로 받아들일 수 있지만 ‘언제나’ 그렇다고 할 수는 없다.

둘째, 대부시장 이자율의 인위적인 하락은 소비자로 하여금 소비를 늘리고 저축을 줄이게 유도한다. 물론 이러한 현상은 단기적인 것이다. 그러나 정부는 지속적으로 통화를 공급하는 경우가 비일비재하다. 그 결과 ‘소비/저축’ 비율이 장기적인 추세로 복귀할 여유가 없는 경우가 발생할 수도 있다. 이 경우에 소비/저축 비율은 상당히 긴 기간 동안에 정부의 간섭주의적인 통화정책의 영향을 받아서 높아진다. 또는 지속적으로 화폐공급을 증가시키는 경우에 붐과 버스트 주기가 짧아지고 그 폐해는 점점 더 커질 것임을 예상할 수 있다. 또는 앞의 경우에 시간선호스케줄 자체가 상승 또는 하락하는 경우가 발생할 수도 있다. 전자의 경우는 소비/저축 비율이 상승하고 후자의 경우는 소비/저축 비

율이 하락한다.

셋째, 화폐공급과 물가의 관계는 다음과 같다. 화폐공급의 증가는 투자와 소비의 증가를 통하여 거의 대부분의 재화의 가격을 상승하게 만든다. 화폐공급의 감소는 투자와 소비의 감소를 통하여 거의 대부분의 재화의 가격을 하락하게 만든다. 그러나 언제나 그런 일이 일어나는 것은 아니다. 1920~1929년 기간의 미국 물가는 약간 하락하는 정도였다. 그 기간 동안에 실제로 화폐공급은 엄청나게 증가했음에도 불구하고 말이다. 그리고 화폐공급의 증가가 모든 재화의 가격을 동일한 비율로 상승하게 만드는 것도 아니다. 한마디로 화폐공급의 증가가 재화의 가격을 상승하게 만드는 정도나 상승하게 하는 시기 등이 모두 다르다는 것이다.

넷째, 경제성장과 시간선호의 관계도 흥미롭다. 경제성장으로 소득이 증가하면 그에 따라 사람들의 시간선호는 하락하는 경향이 있다. 즉 소득증가로 순이자율과 자연이자율이 하락할 여지가 있다는 것이다. 시간선호의 하락은 정부가 인위적으로 이자율을 끌어내리더라도 시간선호와 규제이자율의 격차가 크지 않을 수 있음을 의미한다. 그것은 정부가 화폐공급을 증가시켜 이자율을 인위적으로 하락시키더라도 경기변동의 크기가 다를 수 있음을 의미한다.

#### 9) 경기변동이론에 대한 오해 또는 비판과 그에 대한 반박

여기에서는 앞에서 이미 언급한 오스트리아학파의 경기변동이론에 대한 오해 또는 비판을 제외한 나머지만을 서술하고 그것을 비판하고자 한다. 첫째, 미제스가 주장한 과오투자에 대한 것이다. Haberler(1939)는 미제스의 과오투자를 ‘과잉투자’라고 오해했다.<sup>79)</sup> 그 결과 그는 붐에 대한 미제스의 이론은 과잉투자이론이라고 불렀다. 이러한 오해는 Tullock(1988)의 오스트리아학파의 경기변동이론에 대한 비판에서도 잘 나타나고 있다. 톨록(Tullock)은 오스트리아학파의 경기변동이론이 자본재산업들과 소비재산업들에 대한 일반적인 과잉투자를 불러온다고 주장한다.

둘째, Tullock(1988)은 왜 기업가들이 경험을 통해 경기변동을 예측하고 그런

---

79) Haberler(1939), 제3장 참조.

변동에 맞게 그들의 투자행위를 조정하지 않는가 하는 의문을 제기한다. 다른 말로 하면 시장의 참가자들이 학습과정을 통해 체계적인 예측오류(systematic forecasting errors)를 배제할 수 있는 ‘합리적 기대’(rational expectation)를 할 것이라는 점을 왜 오스트리아학파의 연구자들은 가정하지 않는가 하는 의문을 제기한다. 여기에서는 이 점에 대한 Garrison(1986)의 설명을 요약하고자 한다.<sup>80)</sup> 먼저 결론부터 말하면, 개인적 차원에서의 합리성이 거시경제 또는 경제 전체 차원에서의 합리성을 보장하지 않거나 비합리성(irrationality)을 초래한다는 것이다.

기대가 경기변동의 효과를 간단히 무효화시킬 것이라는 주장은 틀린다는 것이다. 먼저 시장참가자의 전부가 아닌 일부가 신용팽창이 붐과 버스트를 만들어내고 그런 신용팽창이 지금 진행중이라는 것을 안다고 가정하자. 그리고 그들이 경기변동을 잘 이해하기 때문에 붐이 궁극적으로 끝나고 엄청난 손해가 발생할 것이라는 사실을 합리적으로 기대한다고 가정하자. 그 경우에 그가 버스트가 시작되기 직전에 자원을 처분하여 이윤을 얻을 수는 있다.<sup>81)</sup> 물론 이 경우에 그의 행동은 경기변동으로 인한 자원의 잘못된 배분을 경감하는 것이 아니라 오히려 악화시킨다. 그러나 합리적으로 예상하는 경우에도 시장참가자의 일부가 처음부터 붐을 방지할 수는 없다. Garrison(1986)은 그 점을 이렇게 요약한다. “버스트가 궁극적으로 일어날 것이라는 기대가 붐이 현실화되는 것을 막을 수 있다고 주장하는 것은 행운의 편지에 관한 유사한 기대가 행운의 편지가 시작되는 것을 방지할 수 있을 것이라고 주장하는 것에 비유할 수 있다.”<sup>82)</sup> 또는 다르게 표현하면 경기변동을 정확히 예측한 경우라도 기대를 현실화할 수 있는 능력은 궁극적으로 제한된다.<sup>83)</sup> 비록 지출능력이 현재 자신이 소유한 자기에 국한되지 않는다 하더라도 말이다.

만약 모든 시장참가자가 경기변동이론을 잘 이해한다고 가정하자. 그런 경우에도 지폐증가와 신용팽창으로 인한 왜곡을 바로잡을 방법이 없다. 예를 들

80) Mises(1980), O’Driscoll(1977, 106-108쪽, 1979, 166-168쪽) 등도 털록이 제기한 문제에 대한 설명을 하고 있다.

81) 그러나 현실에서 버스트가 시작되는 시점과 누가 손해를 볼 것인가를 예측하는 것은 실제로 쉽지 않다.

82) Garrison(1986), 446쪽에서 인용.

83) Garrison(1989), 9쪽 참조.

어 화폐공급의 증가기간 동안에 철광석의 가격이 10% 상승한다고 가정하자. 10%의 상승은 실질적인 수요의 증가와 화폐공급 증가에 의한 수요증가의 합계이다. 예를 들어 4%의 가격상승은 실질적인 수요증가로 인해, 6%의 가격상승은 화폐공급의 증가에 의한 수요증가로 인한 것이라고 가정하자. 붐과 버스트의 발생을 이해하는 시장참가자라도 실질수요의 증가와 신용팽창에 의한 수요증가를 정확히 구분하는 것은 매우 어려운 일이다. 케리슨의 비유를 빌리면 라디오신호에 잡음이 들어가 있다는 사실을 아는 것과 잡음이 들어 있는 신호와 잡음이 들어 있지 않은 신호를 구분하는 일은 동일한 일이 아니라는 것이다. 그리고 화폐공급으로 인한 화폐조작(monetary manipulation)이 길어질수록 두 신호를 구분하는 일은 점점 더 어려워진다.

비록 Tullock(1988)의 주장이 전적으로 틀린 것은 아니지만 오스트리아학파의 경기변동이론과 같은 소수 견해가 다른 사람 또는 연구자에게 전파되는 데 매우 많은 노력 또는 시간이 필요하다는 점을 주지하면 털록의 비판을 전적으로 받아들이기는 어렵다. 특히 케인스주의는 정부가 통화량을 증가시켜 경제성장을 유도할 수 있다는 믿음 또는 지식을 사람들로 하여금 갖게 한다. 그런 지식은 소수 견해의 전파를 더욱 어렵게 한다. 잘못된 지식이 사회나 학문세계에 퍼져 있으면 기업가들을 포함한 모든 사람이 경험을 통해 배운다는 것도 쉬운 일이 아니다. 잘못된 지식이 경험을 정확하게 해석하고 이해하는 일을 방해하기 때문이다.

추가적으로 비록 화폐조작에 의해 거래의 총량이 영향을 받지 않는 경우라도 부조정(discoordination)의 요소는 여전히 존재한다. 시장과정은 어떤 재화에 대하여 하나의 가격으로 수렴하도록 하는 경향이 있고 그 결과 개별시장 참가자는 동일한 가격을 지불한다. 그러나 화폐공급이 증가하는 동안에는 가격이 변하면 그 가격변화의 얼마가 실질적인 수요의 증가에 의한 것이고 화폐공급 증가에 의한 증가인가에 대해서 각자 다른 추정을 하게 되고, 그 결과 가격은 제각각 다를 것이다. 따라서 가격변화에 대한 서로 다른 인식을 기초로 하여 시장참가자들은 부조정행위에 들어가게 된다. 시장 전체에 걸쳐서 화폐로 유도된 왜곡으로 인한 체계적인 저보상(undercompensation)과 초과보상(overcompensation)이 없는

경우라도 자원은 신용팽창이 유도한 가격변화로 인한 초과보상이 존재했던 곳에서 탈출하여 저보상이 존재했던 곳으로 들어가게 된다.

셋째, 오스트리아학파의 방법론에 대한 비판이다. Tullock(1988)은 오스트리아학파의 경기변동이론이 사이클의 형태를 취하기보다는 소위 무작위보행(random walk)의 형태를 띠고 있는 통계검증 결과를 무시한다고 주장한다. 그러나 이런 주장은 요점을 놓친 것이다. 역사적 사실 또는 통계적 사실을 경제이론을 검증하는 데 이용할 수는 없다. 이론을 검증할 수 있는 유일한 길은 그 이론이 기초하고 있는 전제들(premises)의 정확성과 합리적 추론(reasoning)의 정확성이다. 역사적 사실은 매우 복잡하여 이론을 검증할 수는 없다. 자연과학 실험에서처럼 사실만을 추출하여 통제할 수는 없기 때문이다. 언제나 많은 원인이 서로 영향을 주고 또 받으면서 역사적 사실이 형성된다. 그러므로 어떤 역사적 사건의 원인들을 규명하기 위해서는 역사적 사실 이전에 이론이 먼저 만들어지거나 존재해야 한다. 즉 이론은 역사적 사실보다 선행적이라는 것이다. 예를 들어보자. 어떤 시기에 쌀의 가격이 올랐다고 가정하자. 이제 우리가 쌀 가격 인상의 원인을 찾는다고 하자. 그 의문을 풀기 위해서는 쌀 가격 인상의 원인을 조사하기 이전에 이미 도출되어 있는 각종 이론 중에서 어떤 것을 채택할 것인가를 결정해야 한다. 쌀 가격은 다음 네 가지 원인 중의 하나 또는 둘 이상의 조합에 의해 인상된다. 즉 쌀에 대한 수요증가, 쌀의 공급감소, 통화량의 일반적인 증가와 그에 따른 모든 재화에 대한 수요증가, 화폐에 대한 일반적인 수요의 감소 등이다. 이 때 우리가 그 네 가지 중의 하나 또는 둘 이상의 조합이 쌀 가격 인상에 응용되는가를 어떻게 알 수 있는가? 사실을 보고 어떤 이론이 이 경우에 응용될 수 있는가를 보는 것으로 가능하다. 그러므로 어떤 이론을 어떤 사건에 응용할 수 있는가 하는 것은 그 이론의 진위와 전혀 관련이 없다는 것이다. 쌀 가격이 올랐다는 역사적 사실 또는 경우는, 다른 조건이 동일하다면, 쌀 공급의 감소가 쌀 가격을 상승시키고, 그렇게 해서 우리가 조사하는 기간에 쌀 공급의 감소가 실제로 발생했다는 주장을 보증하지도 반박하지도 않는다. “이론을 테스트하는 유일한 길은 전제들의 정확성과 추론의 논리적 체인의 정확성이다.”<sup>84)</sup>

넷째, Tullock(1987)은 규제의 효과와 통화공급의 증가효과가 유사하다고 주장한다.<sup>85)</sup> 이에 대해 Garrison(1989)은 규제가 가격체계에 미치는 영향이 영구적이기 때문에 경기변동과 같이 경제변수들의 변동에 직접적인 역할을 하지 않는다고 주장한다.<sup>86)</sup> 물론 정치적 동학(political dynamics)에 의해 규제가 폐지되는 예외적인 경우도 있지만 말이다. 이와 대조적으로 케리슨은 통화공급이 경제에 미치는 영향은 본질적으로 영구적이지 않기 때문에 경기변동에 직접적인 역할을 한다고 주장한다.

다섯째, 오스트리아학파의 경제학이 다른 경제학과 결정적으로 다른 점은 자본이론(capital theory)과 생산구조에 관한 이론이 존재한다는 것이다. 그리고 이자율은 그런 자본에 대한 대가이다. 이 점은 이미 앞에서 지적했다. 그러나 케인스경제학은 정교한 자본이론과 생산구조이론이 없을 뿐 아니라 그에 대한 대가인 이자율은 유동성선호에 의해 결정된다는 것이다. 이 점이 다른 경제학자의 오해를 초래한다. Tullock(1988)도 그런 경우에 해당한다. 아래에서 유동성선호이론의 문제점을 따로 다루고자 한다.

### 3. 오스트리아학파의 경기변동이론: 두 관점에 의한 해석

여기에서는 오스트리아학파의 경기변동이론을 두 가지 관점, 즉 현대 화폐-거시경제학적 관점과 개별 기업가 또는 기업의 재무(finance)적 관점에서 해석하고자 한다. 물론 경기변동이론의 주요 부문만을 다룰 것이다. 왜냐하면 앞에서 서술한 내용의 전부를 다시 서술할 필요는 없기 때문이다.

#### (1) ‘화폐-거시경제학’ 관점에 의한 해석

Garrison(1996)은 자발적인 저축이 초래하는 호황을 ‘저축이 유도한 확장’(savings-induced expansion), 단순한 화폐공급 증가 또는 신용증가에 의해 유도된

---

84) Rothbard(1975), 4쪽 인용. 이탤릭체는 저자가 강조한 것.

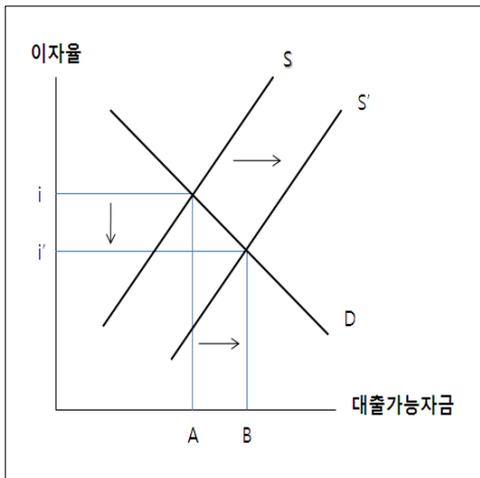
85) Tullock(1987), 77쪽 참조.

86) Garrison(1989), 8쪽 참조.

확장을 ‘신용이 유도한 확장’(credit-induced expansion)으로 명명하여 구분하고 있다. 그의 구분을 그림을 이용하여 설명한다. 물론 이 그림은 오스트리아학파의 경기변동이론의 요점만을 현대적인 화폐-거시경제 총량개념으로 설명한 것이다.

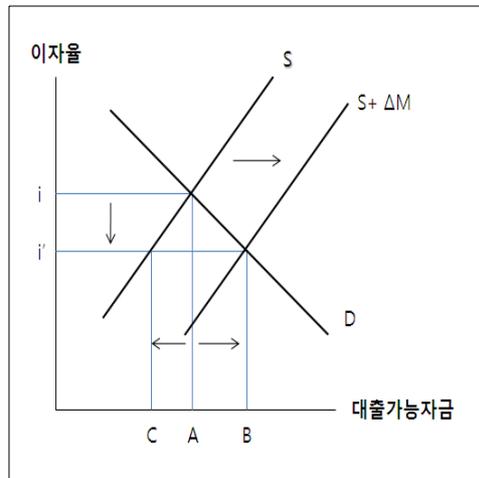
<그림 3>은 저축이 유도한 확장, <그림 4>는 신용이 유도한 확장을 설명하고 있다. 먼저 두 그림에 공통되는 것을 한꺼번에 설명한다. 두 그림 모두에서 수평축은 대부(대출)가능자금(loanable fund), 수직축은 이자율을 나타낸다. 수요곡선은 이자율에 따라 기업가가 빌리고자 하는 자금의 크기를 보여준다. 이자율이 내려가면 자자에 대한 수요는 증가한다. 이자율이 올라가면 자자에 대한 수요는 감소한다. 자자에 대한 공급곡선은 개인이 이자율에 따라 저축하고자 하는 자금의 크기를 보여준다. 이자율이 올라가면 더 많이 저축하고자 한다. 반대로 이자율이 내려가면 저축의 양은 줄어든다. 대부가능자자에 대한 수요와 공급은 대부시장의 균형을 가져온다. 이때 시장의 균형을 가져오는 이자율은  $i$ 이고 소득에서 저축된 액수와 투자목적으로 빌려오는 액수는  $A$ 이다. 물론 최초의 균형점은 정부의 간섭이 없는 상태이기 때문에 이자율  $i$ 는 저축과 투자를 일치시키는 자연이자율이다.

<그림 3> 저축이 유도한 확장



출처: Garrison(1996), 113쪽에서 인용

<그림 4> 신용이 유도한 확장



출처: Garrison(1996), 113쪽에서 인용

이제 <그림 3>에서 개인들의 시간선호가 ‘자발적으로’ 낮아져서 저축의 증가, 즉 대부자금의 공급이 증가한다고 하자. 공급곡선은 S에서 S'로 이동한다. 개인들의 시간선호가 낮아진다는 것은 더 미래지향적이 된다는 것, 즉 예전보다 사람들이 현재소비보다는 미래소비를 선호한다는 것을 의미한다. 대부자금의 공급이 증가함에 따라 균형이자율은  $i$ 에서  $i'$ 로 하락한다. 이러한 이자율 하락은 기업가로 하여금 과거에는 이윤이 나지 않을 것으로 여겨지던 투자 프로젝트를 수행하도록 신호를 보내는 것이다. 이자율이 하락함에 따라 저축과 투자가 AB만큼 증가한다. 저축이 유도한 이자율의 하락은 현재의 소비보다는 투자를 선호한다는 것을 의미한다. 이러한 증가는 경제의 생산능력(productive capacity)을 증가시키고 진정한 경제성장을 초래한다. 요컨대 시간선호의 하락에 의한 저축의 증가가 초래하는 범은 지속가능한 것이다.

<그림 4>는 중앙은행에 의한 신용팽창의 영향을 보여준다. 대부자금 공급곡선은 S에서 'S+ $\Delta M$ '으로 이동한다.  $\Delta M$ 이 중앙은행이 경제에 주입한 신용의 양이다. 여기에서 사람들은 예전보다 더 절약적이 되었다거나 미래지향적이 되었다고 가정하지 않는다. 물론 현실에서는 그렇지 않을 수 있지만 설명의 편의상 저축의 순증(net increase)은 없다고 가정한다. 다시 말하면 중앙은행이 대부시장에 화폐를 공급함으로써 대부자금의 공급을 증가시킨다고 가정하자. 시장 균형이자율은  $i$ 에서  $i'$ 로 하락하고 그에 따라 기업가들은 AB만큼 투자를 증가시킨다. 그러나 이자율의 하락은 진정한 저축을 AC만큼 감소하게 만든다. 인위적인 이자율 하락은 저축의 하락, 즉 소비의 증가를 가져온다는 것을 알았다. 생산요소의 소유자들은 투자의 증가로 인한 소득의 증가를 소비를 증가시키는 데 주로 사용한다. 왜냐하면 시간선호가 변하지 않았기 때문이다. 신용팽창은 이자율을 인위적으로 낮게 만들고 저축과 투자를 분리하게 만든다. 새로운 저축이 없는 상태에서 은행이 대부이자율을 인위적으로 낮추면 인위적인 범이 만들어진다. 그러나 인위적으로 만들어진 범은 본질적으로 지속가능한 것이 아니기 때문에 필연적으로 버스트가 뒤따른다. 그 결과 투자는 낮아진 저축의 수준으로 다시 낮아진다. 투자와 저축의 차이, 즉 CB가 저축의 뒷받침이 없는 투자로서 과오투자로 나타나게 된다.

여기에서 이자율은 투자의 총량만을 결정하는 것이 아니라 자원배분의 시제간 패턴을 결정한다. 저축의 증가는 미래의 소비를 가까운 미래에서 먼 미래로 이전하게 만든다. 저축이 유도한 이자율 하락은 상대적으로 내구성이 더 큰 자본에 투자하도록 유도하고 저차재보다는 고차재에 투자하도록 유도한다. 소비의 시제간 선호의 변화에 맞춰 생산물을 가까운 미래(near future)에서 먼 미래(remote future)로 이동시키기 위하여 자본구조 내에서도 변화가 일어난다.

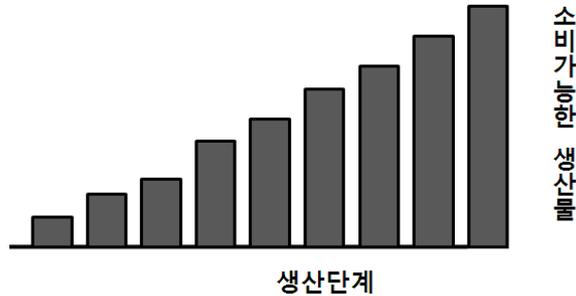
화폐공급의 증가도 앞에서 설명한 자본의 이동을 유도한다. 그러나 신용확장이 유도한 이자율 하락은 시제간 투자패턴과 시제간 소비선호의 불일치를 초래한다. 시간선호, 즉 저축선호(savings preferences)가 변하지 않는 상태에서 기업가들이 생산물을 가까운 미래에서 먼 미래로 이동시킨 것은 지속가능하지 않다. 이제 노동자, 토지소유자 등과 같은 생산요소들의 소비패턴과 기업가들의 생산결정은 충돌한다. 저축과 소비패턴의 시제간 불일치는 종국적으로는 버스트를 유발한다. 여기에서 버스트는 지속불가능한 붐을 자동조정하는 과정이다.

이제 Garrison(2004)을 이용하여 좀 더 정밀한 경기변동과정을 설명하기로 한다. 이 과정에서 필요하다면 미제스와 하이에크의 차이를 간략히 언급하기로 한다. 오스트리아학파의 경기변동이론의 발전에 있어서 주요한 분석적인 디딤돌은 하이에키언 삼각형(Hayekian triangle)이다.<sup>87)</sup> <그림 5>는 하이에키언 삼각형을 보여준다. 이 삼각형은 이자율의 변화가 자원의 시제간 배분에 미치는 영향을 보여주기 위하여 고안된 것이다. <그림 5>의 밑변은 시간에 따라 진행되는 생산과정을 보여준다. 그림의 왼쪽은 철광석과 같은 광업, 오른쪽은 도·소매업, 중간과정은 각종 부품제조와 제조업을 나타낸다. 분업이 확대되고 그에 따라 생산시간이 길어지면 생산단계의 수, 그림에서는 막대의 수가 증가한다. 그림의 수직축은 각 생산단계에서의 생산물의 크기를 보여준다. 생산과정의 오른쪽으로 갈수록 부가가치가 추가되고 최종단계는 최종소비재로서의 생산물이다. 하이에키언 삼각형은 경제 내의 소비가능한 생산물(consumable output)과 그 생산물이 만들어지게 되는 생산과정에 있어서 시간차원 간의 관계를 추적

87) Garrison(2004)에 의하면 하이에키언 삼각형은 하이에크가 1931년 런던경제학부(London School of Economics)의 강의에서 사용했다고 한다.

할 수 있도록 해준다. 이 관계는 시제간 선호의 변화에 따라 변할 수 있을 뿐 아니라 중앙은행의 화폐공급 증가에 의해서도 변화가 유도될 수 있다.

<그림 5> 하이에키언 삼각형



출처: Garrison(2004), 325쪽에서 인용

로빈슨 크루소의 경우를 하이에키언 삼각형에 응용해 보기로 한다. 만약 어느 날 크루소가 그물을 만들어 고기를 잡기로 했다고 하자. 그가 그물을 만들기 위해서는 고기 잡는 시간을 줄여서 그물을 만들어야 한다. 그 경우에 생산단계의 수는 증가하지만 소비가능한 생산물은 줄어든다. 비록 일시적이지만 말이다. 그가 그물을 완성하면 생산물, 즉 포획한 생선의 양은 그물이 없을 때 비하면 증가한다. <그림 5>에서 수직축의 높이가 높아진다는 것이다. 그리고 생산과정이 길어진다는 것은 생산단계의 수가 증가한다는 것으로 막대의 개수가 증가하는 것이다.

이제 오스트리아학파의 경기변동으로 들어가자. 저축이 유도한 이자율 하락은 기업가로 하여금 생산과정의 초기단계(early-stage)에 투자하도록 이끈다. 이때 자원이 후기단계(late-stage)에서 초기단계로 이동하게 되는데, 그런 이동은 최종소비수요의 감소로 인한 효과에 의해 더욱 강화된다. 자본이 재배치되는 동안에는 최종단계의 막대의 길이는 짧아지고 생산과정의 길이는 길어진다. 초기단계의 막대의 길이는 길어지거나 새로운 막대가 추가된다. 투자 증가의 궁극적인 효과는 조만간 생산과정에 따라 소비가능 생산물을 증가하게 만든다. 시장은 현재의 소비수요 감소와 이자율 하락에 직면한 기업가로 하여금 그

런 변화된 시제간 선호(intertemporal preferences)와 일치하게 투자결정을 하도록 유도한다. 그러나 중앙은행에 의해 유도된 화폐공급의 증가는 시제간 선호와 일치하지 않는 자본의 배분을 초래함으로써 문제를 야기한다.

화폐공급의 증가 또는 신용팽창에 의해 유도된 투자의 증가에 따라 노동자들을 포함한 생산요소의 소유자들은 소득이 늘어나게 된다. 그러나 이자율의 인위적인 하락은 요소 소유자들로 하여금 신용팽창이 있기 이전의 소비수준보다 더 높은 소비를 하게 유도한다. 통화정책에 의해 유도된 이자율 하락과 연계하여 소비가 증가하는 것을 미제스는 과소비라고 불렀다는 사실을 이미 앞에서 지적했다.

Garrison(2004)은 최종적으로 미제스와 하이에크의 주장을 비교하면서 다음과 같이 요약한다.

“요약하면 하이에크는 붐-버스트 사이클을 강요된 저축으로 본 것인데, 그런데 소비수요가 증가하여 그런 강요된 저축을 궁극적으로 되받아 치는 것이라고 말할 수 있다. 미제스는 붐을 과오투자로 보는데 과소비가 그런 과오투자를 즉각적으로 더욱 심하게 하는 것이라고 말할 수 있다. 이제 우리는 하이에크의 강요된 저축과 미제스의 과오투자가 같은 것이라는 점을 이해한다. 그러나 우리는 어떻게 소비의 대응패턴에 대한 서로 다른 견해를 이해하는가? (중략) 몇 가지 사항을 고려하면 미제스의 견해가 하이에크의 견해보다 더 모순이 없고 그럴 듯하다.”<sup>88)</sup>

물론 게리슨은 세 가지 사항을 점검해 보고 난 다음에 그런 결론을 내린다.<sup>89)</sup> 여기에서 약간의 설명을 추가하면 하이에크가 말하는 강요된 저축은 슈페터가 말하는 강요된 저축과 같은 것으로, 그때 저축은 실질적으로 투자이다.<sup>90)</sup> 그 점에서 하이에크의 강요된 저축이라는 개념은 오해의 여지가 있기 때

---

88) Garrison(2004), 334쪽에서 인용. 이탤릭체는 저자가 강조한 것임.

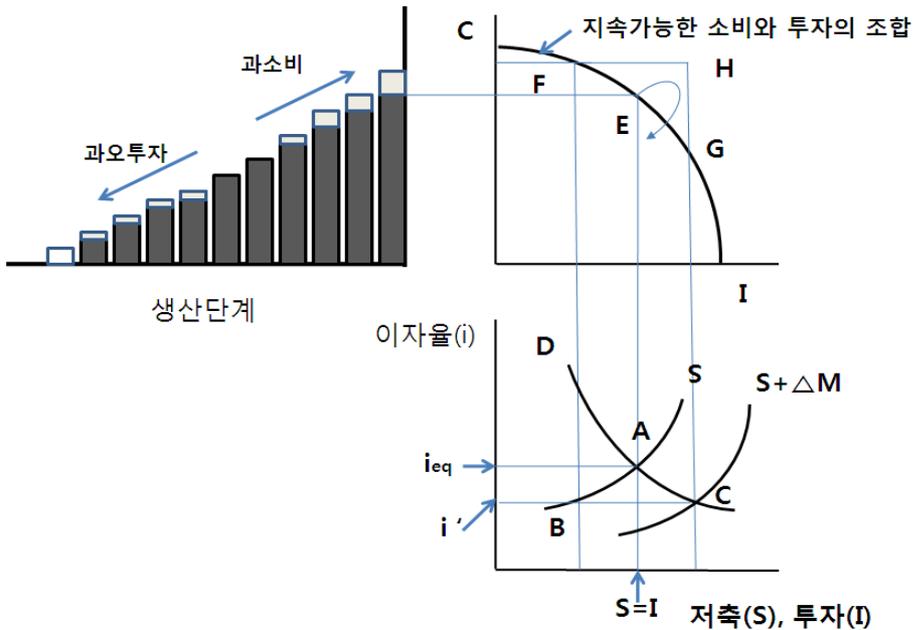
89) 그러나 우리는 여기에서 그 세 가지 점을 논의하는 것을 생략한다. 자세한 내용은 Garrison(2004), 335-336쪽 참조.

90) Garrison(2004), 347쪽 참조.

문에 차후에는 사용하지 않는 것이 좋을 것이다.

여기에 다시 생산가능성곡선(production possibility frontiers)을 추가하여 경기변동 과정을 설명해 보기로 한다. <그림 6>에서 저축을 증가시킨다는 것은 소비를 줄여서 투자를 증가시킨다는 것이다. 이 경우에 경제는 PPF를 따라 시계방향으로 움직인다. 저축의 감소는 투자를 감소시켜 소비의 증가를 가져온다. 이 경우에 경제는 PPF를 따라 시계 반대방향으로 움직인다. <그림 6>은 대부자금의 수요와 공급, PPF, 하이에키언 삼각형을 동시에 제시한 것이다. A는 정부의 간섭이 없는 경우에 대부자금시장을 청산하는 시장이자율하에서의 저축과 투자가 동일해지는 상태를 보여준다. E가 A에 상응하는 PPF상에서의 점으로서 완전고용상태에 있는 경제를 나타낸다. 화폐공급을 증가시키면 어떤 일이 일어나는가? 대부자금은 S에서 S'로 이동하고 이자율은 IEG에서 i'로 하락하게 된다. 그 결과 저축자는 B에서 저축하고 투자자는 C에서 투자하기 때문에 투자가 저축보다 많아진다.

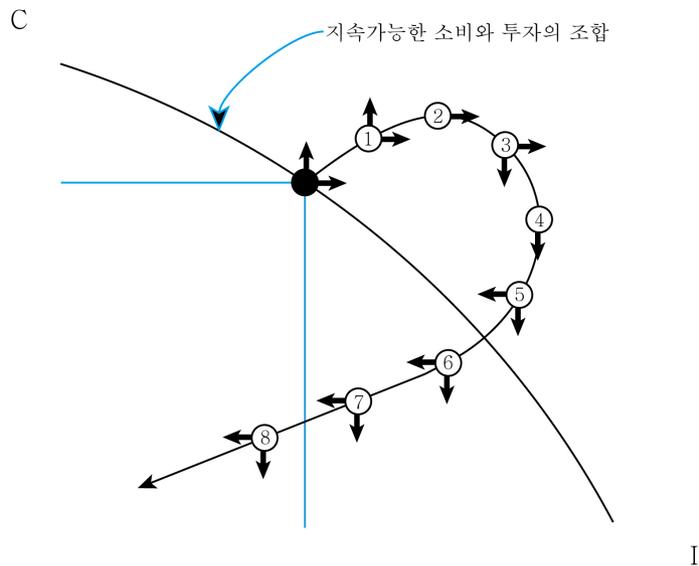
<그림 6> 신용팽창의 동학



출처: Garrison(2004), 338쪽에서 인용

저축이 감소한 상태인 B는 PPF에서는 소비가 증가한 F로 나타난다. 투자의 증가는 PPF에서는 소비가 감소한 G로 나타난다. 그러나 일시적인 안착점은 F와 G가 만나는 지점인 H를 향하여 나아가게 되는데 실제로는 화살표처럼 움직이게 된다. 이렇게 화살표를 따라 움직이는 것이 가능한 것은 Strigl(2000)의 설명에 의하면 현존하는 자본을 “사용은 많이 하고 유지와 관리는 낮게 하기” 때문이다. 그리고 노동자 쪽에서는 오버타임(overtime) 등과 같은 방법으로 노동을 과다하게 사용함으로써 가능하기 때문이다. 그리고 하이에키언 삼각형에서는 초기단계의 생산에는 과오투자가, 후기단계의 생산에는 과소비가 일어난다. 즉 자원은 양방향으로 이동하게 되고 그 자원은 중간단계의 생산에서 이동한 것이라는 것이다. 이것은 하이에키언 삼각형에서 이중왜곡이 일어나는 것을 말하고, Cochran(2001)은 그것을 생산구조들의 결투(dueling production structures)라고 명명했다.

<그림 7> 숫자로 본 붐과 버스트



출처: Garrison(2004), 340쪽에서 인용

<그림 7>은 경기변동의 변화과정을 자세히 나타낸 것이다. ‘1번’에서는 과잉

투자와 과소비가 동시에 진행된다. PPF를 약간 상회하는 지점에서 중간단계의 생산구조로부터 초기단계로 자원이 계속적으로 이동하여 과잉투자가 일어난다. 그러나 이러한 이동은 중간단계에서 소비가능한 재화의 물량을 감소하게 만든다. '2번'에서는 과소비는 극대에 달하지만 과잉투자는 여전히 계속된다. 왜냐하면 1번에서 재화의 물량이 감소하기 시작했기 때문이다. '3번'에서 소비가능한 재화의 공급이 본격적으로 감소하고 진행 중인 투자는 절정에 도달한다. 소비자는 이전단계의 과소비로 소비를 줄이고 저축을 늘리도록 강요받는다. 이때 강요된 저축(forced saving)은 하이에크가 말하는 용어가 아니라 미체스가 과소비를 말할 때 사용했던 것으로 소비자가 과소비 이후에 소비를 줄일 것을 강요받는 상황을 묘사한 것이다. 그 점을 게리슨은 다음과 같이 표현한다. 이때 강요된 저축은 미체스의 과소비와 조상이 같은 것이다.<sup>91)</sup> 자금 수요자간의 경쟁으로 이자율은 상승하고 그 결과 붐은 주춤거리기 시작한다. 소비자는 과소비로 인한 압박을 받는다. '4번'에서 과잉투자는 절정에 달한다. '5번'에서 여전히 소비자는 소비를 절약할 것을 압박당하는 국면이고, 기업 쪽에서는 청산이 시작된다. 이제 자원은 초기단계에서 후기단계로 이동한다. '6번', '7번', '8번'은 2차적인 침체(secondary depression) 또는 2차적인 디플레이션(secondary deflation)이라 부르는 국면으로 이미 이 단계는 PPF가 이전보다 안쪽으로 들어온 상태이다. 소비와 투자가 계속적으로 감소하는 단계이다. 이 국면은 침체가 침체를 낳는 상황이다. 비관주의 전망이 상황을 더 나쁜 방향으로 몰아간다는 것이다. <그림 8>은 투자와 소비의 네 가지 방향을 요약한 것이다. <표 2>는 지금까지의 설명을 요약한 것이다. 여기에서 강요된 저축이라는 항목은 하이에크가 사용하는 개념이 아니라 미체스가 과소비 이후에 소비를 줄이고 저축을 증대시킬 것을 강요받는 상황을 지칭한 것이다. 요컨대 <그림 6>에서의 지속가능한 소비와 투자의 조합, <그림 7>, <그림 8> 등은 경기변동에 대한 미체스의 설명에 따른 것이다.

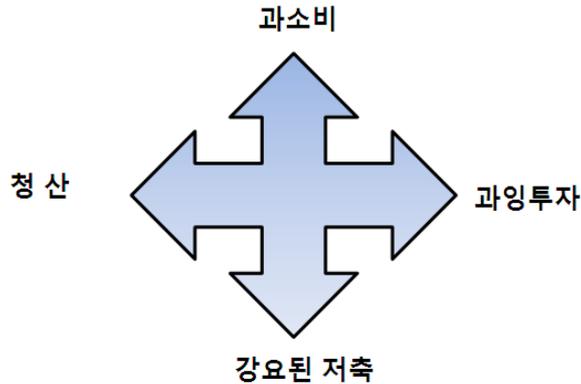
지금까지의 설명은 국제지폐제도를 고려하지 않은 것이다. 국제지폐제도 하에서 미국과 같이 국제지폐 발행국가인가, 한국처럼 국제지폐 피발행국가인가

---

91) Garrison(2004), 347쪽 참조.

에 따라 PPF의 움직임은 영향을 받을 것이다. 더 정확히는 국제지폐 발행 국가와 피발행 국가가 얼마나 많은 양의 경상수지 적자와 흑자를 부담하느냐에 따라 PPF는 그만큼 이동할 것이다. 이 점은 <그림 6>과 <그림 7>의 문제점이 라고 할 수 있다. 이 점은 제IV장에서 자세히 다루고자 한다.

<그림 8> 투자와 소비의 네 가지 방향



출처: Garrison(2004), 342쪽에서 인용

<표 2> <그림 7>에서의 각 단계별 특징

번호	수직운동	수평운동
1번	과소비	과잉투자
2번	-	과잉투자
3번	강요된 저축	과잉투자
4번	강요된 저축	-
5번	강요된 저축	청산
6번	2차 침체	2차 침체
7번	2차 침체	2차 침체
8번	2차 침체	2차 침체

출처: Garrison(2004), 343쪽에서 인용

여기에서 두 가지 점을 분명히 할 필요가 있다. 첫째, 지금까지의 설명은 순수한 저축이 없는 상태, 즉 성장이 없는 상태를 가정한 것이다. 그러나 현실에서는 순수한 저축과 그에 따른 성장이 있는 경우가 있을 수 있고 그 경우에 PPF는 그만큼 바깥쪽으로 이동할 것이며 소비의 감소는 소비의 증가율이 감소한다는 것을 의미한다. 그 경우에 현실에서 볼 수 있는 투자의 일부는 진정한 저축에서 나온 것으로 PPF를 바깥쪽으로 이동하게 만든다. 둘째, 자원배분의 잘못으로 인한 실질적인 손실로 경제는 초기의 균형점으로 완전히 돌아가지 않는다. 그것은 PPF가 안쪽으로 이동한다는 것을 의미한다. 만약 진정한 저축이 있다면, 그렇게 하여 경제가 성장한다면 PPF는 원래 기대했던 것보다는 더 적게 바깥쪽으로 이동할 것이다.

이제 Garrison(2004)의 결론을 직접 들어본다.

“즉 생산의 초기단계에서 소득을 얻는 일과 소비가능[재화]에 그 소득을 지출하는 것에는 시차가 거의 없거나 없는 반면에 PPF를 넘어서는 소득을 얻는 일과 쓰는 일에는 [시차의] 여지가 있다. 즉 지속가능한 수준을 넘어서는 (일시적으로) 생산물이 증가할 여지가 있다. 이러한 점은 미제스가 말한 *과소비와 과오투자*가 하이에크가 말하는 *강요된 저축*보다 더 잘 일치한다는 것이다.”<sup>92)</sup>

그러나 미제스는 *과오투자*를 인정하지만 *과잉투자*는 인정하지 않았다. 이 점에 대해 케리슨은 다음과 같이 지적한다.

“더 일반적인 *과잉투자*의 여지가 어느 정도 있다. 무한정 지속가능한 수준을 넘어서는 노동의 고용은 거의 모든 생산단계에서 생산능력의 확장을 허용한다. (중략) 그러나 *과잉투자*의 가능성을 고려하면 [오스트리아학파의 경기변동] 이론이 모든 단계에서 생산수준이 상승하는 것을 허용할 수 있다. 그 경우에도 생산의 중간단계에 비해 초기단계와 후기단계에서 [생산물]이 더 빨리 증가하는 것이다.”<sup>93)</sup>

---

92) Garrison(2004), 344쪽에서 인용. 이탤릭체는 저자가 강조한 것임.

미제스의 과오투자는 진(眞)이지만 과잉투자가 없다는 설명은 문제가 있다고 케리슨은 주장하는 것이다.

이제 그는 다음과 같이 결론을 내린다.

“신용팽창에 의해 움직여진 시장의 힘은 처음에는 생산요소 소유자들로 하여금 신용팽창이 없었다면 했을 소비보다 더 많이 소비하도록 만들고, 그다음에는 신용팽창이 없었다면 할 수 있는 소비보다 더 적게 소비하도록 만든다. 과소비와 강요된 저축이라는 용어의 의미를 이렇게 사용하는 것은 미제스가 사용한 과소비와 전적으로 일치하고 그가 여러 번 사용한 강요된 저축이라는 용어와 전적으로 일치한다. 과소비와 비록 미제스가 부인한 것이지만 이에 상응하는 과잉투자는 신용에 의해 유도된 붐의 본질에 대한 완전한 이해와 일치한다.”<sup>94)</sup>

이제 라스바드와 케리슨을 비교하기로 한다. 두 연구자의 과소비에 대한 주장은 차이가 없다. 하이에크는 과소비를 인정하지 않았는데 하이에크의 견해는 틀린 것으로 보는 것이 옳다. 무엇보다도 라스바드와 케리슨이 붐을 설명하는 방법과 내용에 미묘한 차이가 있는 것처럼 보인다. 미제스는 과오투자는 발생하지만 과잉투자는 발생하지 않는다고 주장한다. 미제스의 주장은 경제 전체에서는 투자의 과잉은 없지만 산업별로는 과잉투자와 과소투자가 일어난다는 것이 그가 말한 과오투자의 의미로 여겨진다. 미제스가 예로 들었던 빌딩 건축 공사청부업자의 경우에도 건자재의 양이 일정하다는 사실이 그 점을 시사한다. 그리고 라스바드는 미제스의 그런 설명을 받아들였다고 할 수 있다. 왜냐하면 라스바드도 미제스의 비유를 인용하고 있기 때문이다. 특히 라스바드는 산업을 크게 고차재와 저차재로 대별한다. 그리고 그는 고차재산업에서는 과잉투자, 저차재산업에서는 과소투자가 일어난다고 주장한다. 케리슨은 암묵적으로 세 단계로 구분한다. 고차재와 저차재 사이에 중간단계를 두는 방

---

93) Garrison(2004), 345쪽에서 인용.

94) Garrison(2004), 347쪽에서 인용. 이탤릭체는 저자가 강조한 것임.

법이다. 그리고 그는 시기도 크게 두 시기로 구분한다. 그는 최초시기에는 고차재에서는 과잉투자, 저차재에서는 과소투자가 일어난다는 지적을 하는 것은 아니지만 과소비를 위하여 자원이 이동한다고 설명한다. 이때 중간단계에서 과소투자가 일어난다고 주장한다. 다음 시기에는 모든 산업에서 상승을 경험하고 모든 재화의 가격이 상승한다고 주장한다. 좀 더 정밀한 연구가 필요한 부분으로 여겨진다.

여기에서 앞의 설명에 도움이 되는 내용을 좀 더 추가하기로 한다.<sup>95)</sup>

“새롭게 창출된 화폐의 소비는 한꺼번에 또는 어떤 무작위한 방법으로 모든 가격에 영향을 미치지 않는다. 가장 먼저 그 돈은 이자율에 영향을 미친다. 그 이자율이라는 것이 신용시장을 청산하는 가격이고 자본의 배분을 결정짓는 가격이다. (중략) 일반적인 용어로 말하면, 이자율의 하락은 상대적으로 더 먼 미래의 소비재들의 생산을 도와주는 자본재의 창출과 사용을 자극한다. 상대적으로 가까운 미래에 쓰일 소비재의 생산을 도와 줄 생산재의 생산을 희생하고서 말이다. 그러나 저차의 자본재생산에서 쓰이는 자원을 회수하여 고차의 자본재생산에 자원을 투입하는 것은 그 다음 단계에서 자원이 그 반대로 움직이게 된다(Mises, 1953, p.363). 즉 자본재시장에서 화폐로 유도된 재구성(restructuring)은 소비자 수요와 자원이용가능성의 시제간 불일치를 궁극적으로 드러나게 만든다. 시장과정은 스스로 역전한다.”<sup>96)</sup>

자체 역전과정이 발생할 여지와 중요성이 큰 곳은 어디인가? 제본스는 자본의 본질적 기능을 “기업의 시작과 마지막 간에 간격을 두는 것”이라고 지적한다. 제본스가 말하는 이 시간간격 동안에 자본재의 잘못된 배분이 발생하고 그 시간간격 이후에 자원의 재분배가 일어나야 한다. “그런데 모든 생산과정이 완전히 수직적으로 통합되어(vertical integration) 있다면 자체 역전과정의 여지는 있

---

95) 이 문단을 포함하여 아래의 네 문단 내용은 Garrison(1989)을 주로 참조.

96) Garrison(1989), 11쪽에서 인용.

다 하더라도 거의 없거나 없을 것이다. 완전한 수직통합이라는 것이 궁극적으로 소비재의 생산을 초래하는 과정을 시작할 것이라는 약속은 사실상 그 과정을 완성하겠다고 약속하는 것을 의미하기 때문이다.”<sup>97)</sup> 그러나 필자는 수직통합된 생산과정에는 자체 역전과정의 여지가 없다하더라도 붐 시기에 전체 투자규모가 증대했다가 버스트 시기에 그 규모가 축소되는 일은 발생할 것으로 여겨진다. 이 부문은 추가적인 연구가 필요하다.

다른 경제이론에는 없는 오스트리아학과 경기변동이론 고유의 실증적 내용도 있다. 자본구조가 거의 없는 원시사회에서는 시제간 부조정(intertemporal discoordination)이 발생할 여지가 없기 때문에 경기변동이 발생하지 않는다. 노동집약적인 농경사회에서는 시제간 자본구조가 화폐보다는 ‘계절’에 더 많이 좌우될 것이기 때문에 오스트리아학파가 주장하는 경기변동은 거의 발생하지 않을 것이다. 오스트리아학파의 경기변동이론은 계획경제에 비해 시장경제에 더 잘 맞지만 그중에서도 자본이 집약되고 분업 정도가 더 큰 자본주의경제에 잘 맞을 것이다.

오스트리아학파의 경기변동이론이 다른 이론, 예를 들어 케인스경제학, 통화주의뿐 아니라 통화주의를 계승했다고 여겨지는 새고전주의자 등과의 차이는 자본이론이다. 세 학파의 공통점은 자본이론이 전혀 없거나 자본이론이 화폐이론과 잘 통합되어 있지 않다는 것이다. 시간선호와 이자율은 자본의 시제간 자원배분의 연결고리으로써 시제간 자본의 배분을 조정하는 데 결정적인 역할을 한다. 다르게 말하면 오스트리아인의 자본이론은 시제간 조정이론(theory of intertemporal coordination)에 해당한다. 오스트리아학파의 경기변동이론은 시제간 부조정이론(theory of intertemporal discoordination)에 해당한다. Garrison(1989)은 자본이론의 중요성에 대해 이렇게 결론 내리고 있다. “그리고 좀 더 넓게 말해 오스트리아학파의 경기변동이론에 주의를 기울이라는 것은 경제학 전문가에게 자본이론을 거시경제학에 다시 갖다놓을 것을 호소하고 있는 것이다.”<sup>98)</sup>

오스트리아학파의 경기변동이론은 중기(medium run)에 초점을 맞춘다. 왜냐하

---

97) Garrison(1989), 12쪽에서 인용.

98) Garrison(1989), 24쪽 인용.

면 단기에서는 자본구조가 크게 변하지 않을 뿐 아니라 장기에서는 모든 문제 또는 과오(error)가 드러나고 해결되기 때문이다. 그러나 중기에서는 프로젝트가 시행되고, 생산구조가 바뀌지만 모든 과오투자가 청산될 만큼 충분한 시간이 아니다. 과오투자의 청산에 시간이 걸리는 것은 대부분의 자본재가 크게 이질적이기 때문이다. 그러므로 경기변동은 중기에 초점을 맞출 수밖에 없다.<sup>99)</sup> 이론적으로 볼 때 앞의 설명은 문제가 없다. 그러나 기간의 구분을 실제에 적용할 때는 어려움이 있다. 단기는 시간의 길이가 분명해 보인다. 그러나 필자는 중기와 장기는 통화공급의 증가가 얼마나 지속적으로 이루어지느냐에 달려 있기 때문에 경우마다 조금씩 다르다고 보는 것이 옳다고 주장한다.

게리슨은 다음과 같이 지적한다. “오스트리아학파의 경기변동이론은 붐이 지속불가능하다는 점을 보여주는 이론이다. 그것이 침체 그 자체에 대한 이론은 아니다.” 그 다음에 게리슨은 “리플레이션, 화폐가치 절하, 채무 구조조정, 자본통제 등이 모두 일어나거나 일부만 일어나는 단계인 침체과정과 회복과정은 각 경제의 개별적인 에피소드로서 독특하다.”라고 적고 있다.<sup>100)</sup> 게리슨의 지적과 앞에서 설명한 경기변동의 2차적 특징은 모순되지 않는가 하는 의문을 가질 수도 있다. 그러나 경기변동의 2차적 특징은 거의 대부분의 경우에 일어나는 공통적인 현상이다. 그런 특징이 나타나는 기간이나 크기가 경우에 따라서 다를 뿐으로 여겨진다. 게리슨이 앞에서 지적한 점은 침체기간이 길어지면서 2차적 특징 이후에 나타나는 결과는 정부의 경제정책에 영향을 강력하게 받기 때문에 그 나타나는 양상이 모두 다르다는 것이다. 경기변동의 2차적 특징과 게리슨의 주장은 결코 상호 모순되지 않는 것처럼 보인다.

## (2) ‘재무적’ 관점에 의한 해석

오스트리아학파의 경기변동이론 중에서 핵심 부분이라고 여겨지는 과오투자와 과잉투자가 발생하는 현상을 Sechrest(2001, 2006)를 이용하여 개별 기업이

99) Sechrest(2006), 28쪽 참조.

100) Garrison(2001), 120쪽. Powell(2002), 44쪽에서 재인용.

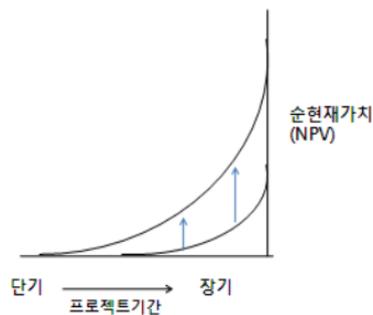
또는 기업의 재무적 관점에서 설명하기로 한다. 즉 앞에서 설명한 내용이 거시적 설명이라면 이 부분은 미시적 설명이다. <그림 9>는 개별 기업가가 어떤 프로젝트를 완성하는 데 걸리는 시간과 금융시장의 대부이자율 또는 시장이자율의 관계를 보여준다. 수평축은 프로젝트를 완성하는 데 소요되는 시간을 나타내고 수직축은 그 프로젝트로 예상되는 현금흐름을 시장이자율로 할인한 ‘순현재가치’(net present value)를 보여준다.<sup>101)</sup> <그림 9>의 내용은 시장이자율이 하락하면 자본을 투여하는 모든 프로젝트의 순현재가치가 상승하는 것을 보여준다. 다른 한편, 프로젝트의 완성기간이 길어질수록 이자율 하락의 효과는 커져서 프로젝트의 순현재가치는 그림의 오른쪽으로 갈수록 점증한다. 다시 말하면 동일한 이자율 하락으로 인한 순현재가치의 상승비율이 프로젝트 완성기간이 긴 것이 짧은 것보다 크다는 것을 의미한다. 그 결과 이자율이 하락하는 상황에서 생산에 필요한 생산요소와 원자재 등이 이용가능하다면 기간이 긴 프로젝트를 수행할 인센티브가 언제나 있다. 여기에 화폐공급이 증가하여 이자율이 하락하면 인플레이션이 발생하게 되는데, 그런 환경에서 프로젝트의 예상되는 현금흐름(forcasted cash flow)은 증가할 것으로 예상할 수 있다. 왜냐하면 인플레이션 환경하에서는 산출물들(outputs)의 가격이 투입물들(inputs)의 가격보다 일반적으로 더 빨리 상승하기 때문이다. 두 가지 요인, 즉 이자율 하락에 의한 순현재가치의 상승과 인플레이션 환경하에서의 예상되는 현금흐름의 증가로 인한 순현재가치의 상승은 기업가 또는 경영자로 하여금 완성기간이 짧은 것에 비해 긴 프로젝트에 투자하도록 만든다. 생산구조라는 관점에서는 소비재보다는 자본재 또는 생산재에 대한 기업가적 수요가 증가한다는 것을 의미한다. 그 결과 자본재 또는 생산재의 가격이 소비재가격보다 더 많이 상승한다. 가격은 기업가를 포함한 경제주체에게 신호로서 작용한다. 미시적 차원에서의 과오투자는 잘못된 상대가격 때문에 발생하는 것이고 왜곡된 상대가격의 배후에는 이자율의 인위적인 하락이 존재한다. 그렇기 때문에 과오투자는 언젠가 청산될 수밖에 없고 청산된다.

과오투자는 상대적으로 쉬운 개념이다. 과잉투자는 왜 발생하는가? 이 부분

101) 그림의 외양은 하이에키언 삼각형과 매우 유사하지만 내용은 다른 것이다.

은 연구자들간에도 분명 논란이 있다. 그러나 앞에서 지적했듯이 경기변동에서 과잉투자가 발생하는 것은 분명한 것처럼 보인다. 우리가 과잉투자를 논의할 때 먼저 신용팽창이 누구의 손으로 들어가는가 하는 것이 중요하다. 라스바드는 붐-버스트 사이클을 만들어내는 것은 신용팽창 중에서 오로지 기업세계로 대출된 부분이고 개인 등으로 대출된 것은 경기변동을 유발하지 않는다고 주장했음을 앞에서 지적했다. 물론 그 경우에 재화들의 가격이 상승하는 현상, 즉 인플레이션이 발생할 수는 있다. 이 점도 이미 앞에서 설명했다.

<그림 9> 시간과 프로젝트의 순현재가치



출처: Sechrest(2006), 29쪽에서 인용

그렇다면 기업세계의 과잉투자가 발생하는 과정을 어떻게 설명할 것인가? 먼저 결론부터 말하면 경기변동에서 고려해야 할 것은 기업가들이 자신들의 의지대로 처분할 수 있는 ‘저축의 크기’와 기업가들이 자신들의 의지대로 처분할 수 있는 ‘신용의 크기’, 즉 두 크기간에 괴리가 있다는 점이다. 물론 지폐 공급의 증가와 신용팽창이 없다면 두 크기는 괴리가 발생하지 않는다. 여기에서 개인적 차원에서 신용의 크기는 기업가 자신이 제공하는 담보능력, 예상되는 현금흐름 등이 결정적일 것이다. 이 부분이 앞에서 설명한 과잉투자가 발생하는 과정과 관련이 있다. 물론 담보능력, 예상되는 현금흐름 등은 평가자의 평가에 달려 있다는 점에서 그 크기는 매우 주관적인 것이다. 그럼에도 불구하고 은행의 신용확장이 이루어지는 상황에서 각 프로젝트 차원 또는 기업차원에서 긍정적인 평가의 가능성이 크고 개별기업 또는 각 프로젝트는 신용이 증

가하게 된다. 여기에서 사회 전체에서 가능한 신용의 총액은 <그림 4>에서 B이다.

문제는 기업가들이 자신의 의지대로 처분할 수 있는 저축의 크기를 결정하는 것이 무엇인가 하는 것이다. 이 질문은 원천적인 생산요소인 노동과 토지 등에 대한 대가인 임금과 지대의 원천이 무엇인가 하는 질문으로 환원된다. 여기에서 설명의 편의를 위하여 ‘기업가 기능’과 ‘자본가 기능’을 분리하기로 한다. 정부의 간섭이 없는 자유시장에서는 대자본가를 포함하여 개인이 소비하지 않는 자금이 저축이고 그것이 기업가에게 이전된다. 기업가 기능과 자본가 기능이 합쳐진 상황에서는 ‘자본가-기업가’가 자신이 획득한 소득의 일부를 저축한다. 두 경우 모두에서 바로 이 저축이 생산요소들을 고용하는 데 사용되는 생산적 지출(productive expenditure)이다. 더 많이 저축할수록 생산적 지출에 쓸 자금이 많아진다. 자본가-기업가가 프로젝트를 위하여 저축한 자금의 일부 또는 자본가가 기업가에게 프로젝트를 위하여 빌려주기로 한 자금의 일부가 생산요소들을 고용하는 데 사용된다. 우리는 이것을 생존기금(subsistence fund)이라고 지칭한다.<sup>102)103)</sup> “이것[생존기금]은 자본개념과 중복되지만 동일한 것은 아니다.”<sup>104)</sup> 생존기금은 기업가들이 자신들의 의지대로 처분할 수 있는 저축의 크기이다. 우리의 기업가-자본가는 <그림 9>에서 시장의 신호에 따라 투자할 뿐 아니라 자신이 처분할 수 있는 저축의 크기, 즉 생존기금에 따라 투자한다.

<그림 10>에서 수직축은 저차재에 대한 투자를, 수평축은 고차재에 대한 투자를 나타낸다. <그림 10>에서 신용팽창이 있기 이전에는 시장이자율  $im$ 은 자연이자율  $in$ 과 일치한다. 그러나 통화공급의 증가로 시장이자율은  $im^*$ 로 하락하고 기업가는 예전보다 자본재에 많이 투자하고 소비재에는 적게 투자한다. 생존기금과 일치하는 투자는 A이다. 이자율이 인위적으로 하락하면 투자는 저차의 소비재에 비하여 고차의 생산재에 집중하게 되는데 이 점이 B이다. A에

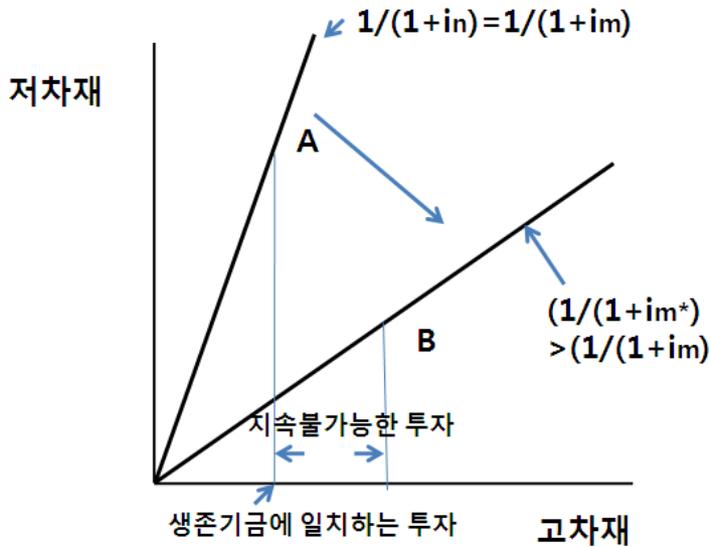
102) 생존기금은 고전과 경제학에서 임금기금(wage fund)과 유사한 개념이다. 그러나 생산 요소들이 모두 포함되어야 하기 때문에 노동에 대한 대가를 염두에 두고 있는 임금기금은 부정확한 것이다.

103) 생존기금에 대한 비판을 반박한 내용은 Sechrest(2006)를 참조.

104) Sechrest(2006), 32쪽에서 인용.

서 B로 이동한 것은 신용이 팽창하기 때문에 가능한 것이다. 그러나 B에서 시간선호는 하락하지 않았고 신용이 증가하기 이전에 가능했던 생존기금보다 더 많은 생존기금이 이용가능한 것이 아니다. 신규투자가 이루어진 상황에서 그런 신규투자를 유지할 수 있는 생존기금과 실제로 가용한 생존기금간에는 격차가 존재하게 될 뿐 아니라 유지될 수 없다.

<그림 10> 지속불가능한 투자

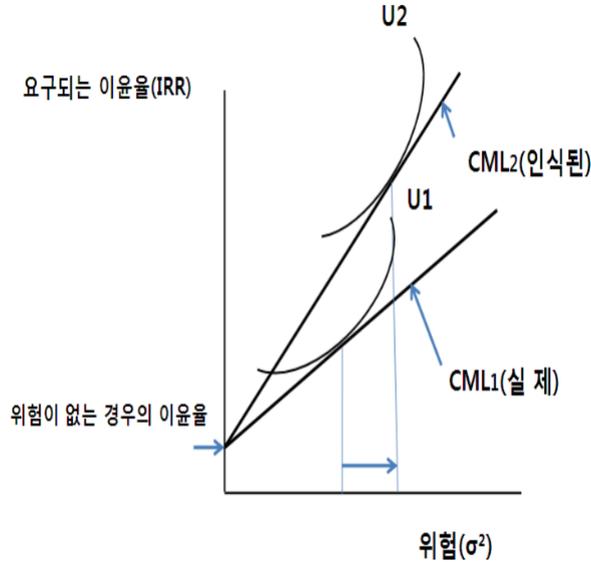


출처: Sechrest(2006), 31쪽에서 인용

<그림 11>은 자본재 가격설정모델(capital asset pricing model)을 변형한 것이다. 수직축은 어떤 구체적인 프로젝트의 내부이윤율(internal rate of return) 또는 ‘요구되는 이윤율’(required rate of return)을 나타낸다. 수평축은 위험(risk)을 나타낸다. 여기에서 위험은 자산의 체계적인 위험인 베타( $\beta$ )를 나타내는 것이 아니라 어떤 프로젝트에 대한 수익의 편차인 시그마 제곱( $\sigma^2$ )을 나타낸다. 앞에서 지적했듯이 두 가지 이유로 순현재가치가 상승할 뿐 아니라 기간이 긴 프로젝트가 더 많이 상승한다. 동일한 위험수준하에서 이러한 상황은 기업가로 하여금 CML이 위쪽으로 상승한 것처럼 인식하게 만든다. 실제로는 예전 그대로 있는

데도 불구하고 말이다. 즉 ‘CML<sub>1</sub>(실제)’에서 ‘CML<sub>2</sub>(인식된)’로 이동하게 만든다는 것이다. 기업가의 효용이 U<sub>1</sub>에서 U<sub>2</sub>로 상승한다.<sup>105)</sup> 그러나 이러한 투자는 지속 가능하지 않다. 왜냐하면 위험이 매우 높아지기 때문이다.

<그림 11> 이자율이 프로젝트의 순현재가치와 투자결정에 미치는 영향



출처: Sechrest(2006), 36쪽에서 인용

Sechrest(2006)는 경기변동을 초래하는 것은 저축과 신용의 차이 그 자체가 아니라 기업가가 처분할 수 있는 저축, 즉 생존기금과 기업가가 처분할 수 있는 신용간의 차이라고 결론짓는다. 이어서 그는 거시경제학을 이용하여 경기변동 현상을 설명하고자 하는 경우에 경제이론 또는 현상을 주의 깊게 표현할 것을 경고한다. 그러나 거시적인 설명과 미시적인 설명이 일치하지 않는다면 문제가 있는 것이다. <그림 6>에서의 거시현상과 Sechrest의 설명을 일치시켜 보면 기업가가 처분할 수 있는 신용의 크기는 B이고 생존기금은 C가 되어야 한다.

105) 효용은 가감승제가 가능한 것이 아니기 때문에 <그림 11>에서 보는 것처럼 효용곡선을 부드럽게 그릴 수 없다. 효용곡선은 설명의 편의상 그렇게 그린 것으로 보는 것이 옳다. 물론 Sechrest(2006)는 그 점을 지적하지 않았지만 말이다.

이자율이 하락하기 이전에는 A이고 이때 생존기금과 기업가가 처분할 수 있는 신용은 크기가 같다. 이자율이 하락하여 시장에서 전체 신용이 증가하면 개별기업 차원에서 이용가능한 신용도 증가한다. A에서 B로 이동하는 것이다. 저축자도 변화를 겪는다. 저축자 또는 자본가도 과소비로 인하여 저축이 감소한다. A에서 C로 이동한다. Schrests의 주장과 일치시키기 위해서는 <그림 6>에서 AC에는 은행의 소비자금융이 포함되어 있기 때문에 AC에서 소비자금융을 제외해야 할 것이다. 그러나 Sechrest(2006)의 논문에는 자신의 미시적 설명과 대부시장 전체의 변화가 어떻게 일치되는가를 보여주는 설명은 없다. 이 부분은 추가적인 연구가 필요한 부분이다.

#### 4. 경기변동의 제도적 원인<sup>106)</sup>

앞에서 지폐의 증가와 신용팽창에 의한 인위적인 이자율 하락이 경기변동의 직접적인 원인임을 지적했다. 지폐의 증가와 신용팽창, 즉 화폐공급의 증가가 화폐제도와 금융제도의 영향을 받는다는 것은 의문의 여지가 없다. 그러므로 여기에서는 화폐제도와 금융제도의 어떤 요소가 화폐공급의 증가에 영향을 주는가를 분석하고자 한다. 사실 화폐제도와 금융제도의 많은 요소가 화폐공급에 영향을 미치지만 아래에서는 결정적 요소들만 논의하고자 한다.

##### (1) 정부가 통제하는 화폐제도

화폐공급을 증가시킬 수 있는 방법은 두 가지다. 하나는 정부 또는 중앙은행이 지폐를 증가시키는 것이다. 다른 하나는 민간금융기관이 신용팽창을 통해 화폐공급을 증가시키는 것이다. 물론 민간금융기관이 그렇게 할 수 있는 것은 중앙은행의 제도적 뒷받침이 있기 때문이다. 여기에서는 먼저 화폐공급을 증가시키는 첫 번째 방법을 분석한다.

정부가 통화정책을 통해 금융시장에 간섭할 수 있는 것은 화폐발행을 독점

106) 이 절과 제V장에서 다루는 화폐제도와 금융제도에 관한 자세한 내용은 부분적으로는 전용덕(2007), 제4장과 제5장, 그리고 그 안에 나오는 참고문헌을 참조.

하기 때문이다. 정부가 화폐발행을 독점하는 것은 화폐발행을 통해 아무도 알  
아차리지 못하는 교묘한 방법으로 민간으로부터 자원을 탈취하여 사용할 수  
있기 때문이다.<sup>107)</sup> 화폐의 발행에 따르는 수익을 시노리지(seigniorage)라고 하는  
데, 정부는 그런 시노리지를 획득하기 위하여 화폐의 발행을 독점한다는 것이  
다.<sup>108)</sup> 정부는 세금의 징수를 통해 자원을 획득할 수도 있다. 그러나 세금을  
징수하는 방법에 의한 민간자원의 사용 또는 탈취는 조세를 납부하는 당사자  
인 국민이나 시민의 저항으로 쉽지 않다. 역사적으로 기원전 7세기 소아시아  
서부지방의 리디아 왕인 기게스(Gyges)가 처음으로 화폐의 발행을 국가 독점으  
로 만들었다.<sup>109)</sup> 물론 이때 기게스가 독점발행한 것은 주화였다. 이후 정부는  
화폐발행에 있어 자신의 경쟁자인 민간은행을 규제하기도 하고 민간은행을 이  
용하여 자금을 획득하기도 했다. 그리고 20세기 이래 모든 나라에서 정부가 화  
폐발행을 독점하고 있다. 무엇보다도 정부는 법률로 지폐 또는 불환화폐를 표  
준화폐로 지정하고 정부 자신이 지폐를 독점적으로 발행하거나 중앙은행이 지  
폐를 독점적으로 발행하도록 허가하고 있다.<sup>110)</sup> 정부에 의한 지폐발행의 독점  
도 궁극적 이유는 정부 자신이 손쉽게 민간으로부터 자원을 획득하기 위함이다.  
과거에 민간이 화폐를 발행하는 시기가 있었다. 역사적으로 화폐는 민간에  
의해 시행착오를 통해 시장과정에서 기원(originate)했다.<sup>111)</sup> 그리고 그런 화폐는  
상품화폐였다. 민간이 자유롭게 화폐를 발행하는 것이 화폐발행에 관한 ‘자유  
시장’이다. 정부에 의한 지폐의 독점발행은 발권시장이 더 이상 자유시장이 아  
니라는 것이다. 그리고 발권시장에 대한 정부의 간섭이 ‘악화’인 지폐가 ‘양화’  
인 상품화폐를 구축하게 만든다. 요컨대 현재는 모든 나라에서 지폐의 존립은

---

107) Rothbard(1990) 참조.

108) 시노리지는 새롭게 발행한 화폐를 누가 먼저 소유하게 되는가에 따라 시노리지가 귀  
착되는 사람이나 집단이 달라진다. 어떤 경우에도 정부는 시노리지의 사용권을 가지  
고 있다는 점에서 정부가 시노리지를 획득하기 위하여 화폐발행의 독점권을 소유한  
다고 할 수 있다. 그리고 시노리지의 크기는 화폐발행의 양과 화폐발행에 드는 비용  
에 따라 달라진다.

109) 안재욱(2008), 제3장과 그 안에 있는 참고문헌 참조.

110) 어떤 이유로든지 그 자체로서 사용가치가 없는 지폐의 생산이 정부에 의해 이루어지  
면 지폐생산은 필연적으로 독점이 된다고 호페(Hoppe)는 주장한다. Hoppe(1994) 참조.

111) 상품화폐의 기원과 특징에 대한 자세한 내용은 전용덕(2007), 62-66쪽 참조.

시장의 힘 또는 사람들의 동의에 기초하고 있는 것이 아니라 정부의 강제력에 의존하고 있다는 것이다.<sup>112)</sup>

지폐의 발행을 정부가 독점하는 것은 여러 가지 폐해를 만들어낸다. 첫째, 정부는 화폐발행의 독점권한을 소유함으로써 지폐를 무한정 발행할 수 있고, 그 결과 인플레이션을 유발하고 최악의 경우에는 경제시스템 전체를 마비시킨다. 정부가 지폐를 무한정 발행할 수 있는 것은 상품화폐와 달리 지폐의 제조에는 자원이 거의 들지 않기 때문이다. 만약 화폐를 발행하는 데 상품화폐와 같은 정도의 자원이 필요하다면 지폐를 무한정 발행하는 일은 ‘물리적으로’ 가능하지 않다.

정부 또는 중앙은행이 발행하는 지폐가 어떻게 경제에 악영향을 미치거나 심지어 경제를 무너뜨리는가를 보기로 한다. 먼저 지폐의 발행을 통해 정부나 중앙은행이 정부의 재정을 지원한다. 또 필요한 경우에 정부는 대기업을 지원한다. 대기업을 파산은 정치적으로 많은 압박이 되기 때문에 정부가 지원을 하지 않을 수 없는 경우가 많다. 물론 정부가 언제나 그렇게 하는 것은 아니지만 말이다. 정부는 특히 세금보다는 저항을 덜 받는 화폐발행을 선호한다. 심지어 정부는 경제시스템 전체를 구제하는 일에 도전한다. 1997년 경제위기 이후에 정부가 한 조치를 예로 들 수 있다. 그리고 정부는 이전의 과도한 화폐발행으로 더 이상 화폐를 증가시킬 수 없음을 알자 ‘공적자금’이라는 방법을 동원하고 있다. 이러한 모든 일은 그 정도가 다른 인플레이션의 발생을 초래한다. 극단적인 경우에는 경제시스템이 마비되는 큰 위기에 처하는 경우도 생겨난다. 제2차 세계대전 이후의 독일, 최근의 짐바브웨, 6·25전쟁 이후의 두 번의 화폐개혁, 1990년대 이후에 동시다발적으로 발생하고 있는 각국의 경제위기 등이 좋은 예이다.

둘째, 정부가 지폐를 무한정 발행함으로써 발생하는 인플레이션은 그 자체가 소득재분배를 초래한다. 정부가 발행하는 새로운 지폐를 비교적 빨리 받는

---

112) “소비나 생산을 위하여 쓰임새가 없는 지폐가 어떻게 화폐로서 기능할 수 있는가”, “어떻게 해서 화폐 대용물(money substitutes) 또는 지폐만이 사용되게 되었는가” 등과 같은 질문은 매우 흥미롭고 중요한 질문이지만 여기에서는 생략한다. 전용덕(2007), 66-72쪽 참조.

사람은 이득을 보고 상대적으로 새로운 지폐를 늦게 받는 사람은 손해를 본다. 경제 내의 대략 인구의 절반이 나머지 절반의 희생으로 이득을 보게 된다. 그리고 소득재분배현상에서 승자가 되기 위하여 사람들은 생산활동보다는 투기 활동에 많은 시간을 소비한다. 결국 지폐의 지속적인 증가는 가속도적으로 생산활동을 멈추게 함으로써 인플레이션의 증가를 가속화한다.

셋째, 정부의 지폐발행은 앞에서 서술한 경기변동을 초래한다. 정부가 지폐의 발행을 증가시켜 금융시장의 이자율을 사람들의 시간선호에 의해 결정되는 자연이자율보다 낮게 규제함으로써 경기변동을 초래한다. 물론 민간금융기관이 발달한 주요 국가에서 경기변동은 주로 민간금융기관의 신용팽창에 의해 발생한다. 그러나 그러한 신용팽창도 궁극적으로는 정부발행의 지폐가 기초가 되기 때문에 정부발행의 지폐증가의 일정 부분도 경기변동의 초래에 한몫을 한다. 물론 그 정도는 실제로 정부가 얼마나 많은 지폐를 발행하는가에 달려 있다.

넷째, 지폐의 독점적 발행의 또 다른 피해는 미래의 가격변동을 예측하는 일이 훨씬 어렵게 된다는 것이다. 지폐발행의 직접적인 비용이 매우 낮기 때문에 언제나 과다 발행되고 그런 과다 발행은 재화들의 가격변동폭을 증폭시킨다. 미래 가격변동의 예측이 어려워진다는 것은 그만큼 계획을 세우기가 어렵고, 그것은 인간의 삶에 상존하는 불확실성을 낮추기보다는 증폭시킨다는 것을 의미한다. 즉 불확실성의 제거라는 관점에서 지폐는 상품화폐와 비교하여 단점을 지닌 것이 분명하다.

다섯째, 지폐는 생산과 공급이 정부에 의해 결정된다는 점은 지폐의 공급이 시장의 외부에서 결정된다는(comes from outside the market) 것을 의미한다. 다른 말로 하면 지폐의 공급이 시장에 대해 외생적이라는(exogenous to the market) 것이다. 화폐에 대한 수요가 변할 때 지폐의 공급자인 정부는 시장참여자들의 요구가 반영된 정보를 이용하여 화폐공급량을 결정할 수 없다. 지폐의 이러한 특징은 인간이 미래를 예측할 수 있는 능력이 매우 제한되어 있다는 점을 고려하면 치명적인 결점임에 틀림없다. 이 점을 분명히 이해하기 위해서는 상품화폐의 적정량이 어떻게 결정되는가를 알 필요가 있다. 앞에서 설명했듯이 상품화

폐의 적정량은 시장 내에서 화폐수요자의 요구에 따라 민간화폐공급자가 공급을 늘리기도 하고 줄이기도 한다. 화폐공급이 일정한 상황에서 화폐수요가 증가하면 화폐의 가치는 상승하고 그런 가치상승분이 화폐주조에 드는 비용을 충분히 보상할 정도가 되면 민간화폐공급자는 화폐의 공급을 늘릴 것이다. 반대의 경우에는 화폐를 녹여서 해당 금속의 물리적 용도로 전환할 것이고 화폐공급은 줄어들 것이다. 요컨대 화폐의 공급은 시장에서 내생적으로(endogenous) 결정된다는 것이다. 마치 일반 재화의 경우에 가격의 변화에 따라 공급자가 공급량을 결정하는 것과 같은 것이다. 그러나 지폐의 경우에는 이러한 일이 제도적으로 차단되어 있다. 이것이 지폐발행이 시장에 대해 외생적이라는 말의 의미다. 그리고 지폐의 발행자는 지폐발행의 양과 비례하여 시노리지를 획득할 수 있기 때문에 언제나 지폐를 과다하게 발행할 유인이 상존한다.

여기에서 지폐의 독점적 발행이 자원비용의 절약을 가져다준다는 Friedman (1986)의 주장이 얼마나 유효한가를 간략히 알아보기로 한다. 1971년에 국제간에 금태환을 정지함으로써 그때부터 실질적으로 전 세계는 지폐본위제로 들어갔다. 그 이후에 일어났던 현상은 무엇보다도 전 세계적인 영역에서 인플레이션이 극적으로 증가한 것이다. 정보통신의 발달과 아시아 신흥시장의 발흥으로 이러한 현상은 더 빈번해지고 증폭되고 있다. 그리고 이미 지난 세기말에 아시아의 여러 나라가 인플레이션과 함께 화폐와 금융의 위기가 국가경제, 더 나아가 세계경제를 크게 흔들었다. 지폐의 직접적인 발행비용은 아주 적을지는 모르겠지만 지폐발행으로 인한 범국가적 차원의 손실은 너무나 크다. 지폐의 사용이 자원비용의 절약을 가져다준다는 주장은 너무 좁은 범위에서 비용을 산정한 것으로 틀린 것이다.<sup>113)</sup>

## (2) 정부는 금융제도도 통제

정부가 지폐의 발행을 독점함으로써 화폐를 무한정 발행할 수 있게 되고, 그

---

113) Hoppe(1994)는 이외에도 지폐의 사용이 자원의 절약을 가져올 것이라는 프리드만의 주장이 틀렸음을 보여주는 여러 가지 실증적인 자료를 제시하고 있다. 자세한 내용은 Hoppe(1994), 63-65쪽 참조.

런 발권력을 이용하여 이자율을 사람들의 시간선호에 의해 결정되는 이자율인 자연이자율보다 낮게 유지함으로써 정부의 지폐공급이 경기변동과 인플레이션의 발생을 초래한다는 점을 앞에서 살펴보았다. 그러나 경기변동과 인플레이션을 초래하는 화폐공급의 증가 중에서 가장 중요한 역할을 하는 것은 무엇보다도 민간금융기관의 신용확대이다. 민간금융기관이 신용을 팽창시킬 수 있는 주요한 장치는 부분지급준비제도이다. 뒤에서 자세히 보겠지만 부분지급준비제도는 중앙은행과 다른 제도의 지원으로 유지되는 것이다. 그러나 여기에서는 먼저 부분지급준비제도가 어떻게 신용을 팽창시키며 어떤 문제점을 가진 제도인가를 다루기로 한다.

부분지급준비제도의 본질과 그것이 초래할 문제점을 논의하기 이전에, 은행을 포함한 금융기관이 하는 역할을 간략히 살펴보기로 한다. 금융기관은 기본적으로 두 가지 기능, 즉 대출은행업과 예금은행업을 수행한다. 오늘날의 금융기관은 금융기관간 업무영역의 경계가 완화되면서 이 두 가지 기능을 동시에 수행하는 경우가 많다. 그러나 대출은행업과 예금은행업의 기능과 역할은 엄연히 다른 것이다. 한마디로 대출은행업이란 금융기관이 저축자와 투자자 또는 차용자간의 중간에서 자금을 중개하는 기능을 하는 것을 의미한다.<sup>114)</sup> 금융기관이 저축자에게 주는 이자와 투자자 또는 차용자로부터 받는 이자의 차이는 금융기관이 저축자와 차용자 사이를 중개하는 데 대한 대가이다.

금융기관의 예금은행업 기능은 앞에서 본 대출은행업 기능과 전적으로 다른 것이다. 예금은행업은 기본적으로 예금자에게 안전한 보관장소(safekeeping service)를 제공하고 거래를 결재하는 기능(clearing service)을 하는 것이다. 은행은 이러한 예금에 대하여 이자를 지불하기는커녕 오히려 예금자가 보관과 결제 서비스에 대하여 은행에 사용요금을 지불해야만 했다. 적어도 과거에는 그랬다. 한마디로 예금은행업은 은행이 창고기능을 한다는 것을 의미한다.<sup>115)</sup>

19세기 이전까지는 은행의 두 가지 기능에 대한 혼동이 없었다. 이러한 혼동

---

114) 대출은행업의 특징이나 사회에 미칠 영향에 대한 자세한 설명은 전용덕(2007), 75-78 쪽 참조.

115) 예금은행업의 특징이나 사회에 미칠 영향에 대한 자세한 설명은 전용덕(2007), 78-80 쪽 참조.

이 일어나게 된 데에는 서양, 특히 영국의 사법체계가 한몫을 했다. 대출 또는 신용거래는 채권자가 현재재(present goods)인 화폐와 미래재(future goods)인 약속증서(IOU)를 바꾸는 것이다. 약속증서는 미래에 원리금을 정해진 날짜에 갚겠다고 서약한 증서를 말한다. 이러한 관점에서 보면 예금은 결코 대출이 아니다. 예금은 귀중품을 지키기 위하여 사람을 고용하는 일종의 위탁거래(bailment transaction) 또는 청구거래(claim transaction)이다. 이러한 예금은 예금주가 원하기만 하면 금융기관은 언제든지 지불해야 되기 때문에 경제적 관점에서 결코 대출 또는 신용거래로 볼 수 없다. 영국은 19세기 초반과 중반만 하더라도 창고에 관한 법률체계가 발달되어 있지 않았다.<sup>116)</sup> 1811년 영국 사법부의 그랜트 판사(Rolls Sir William Grant)는 ‘Carr v. Carr’ 사건에서 예금을 은행의 대출과 같다고 판결했다. 1816년 ‘Devaynes v. Noble’ 사건과 1848년 ‘Foley v. Hill and Others’ 사건에서 영국 사법부는 그것을 재확인했다. 전기 두 사건 중에서 후자, 즉 ‘Foley’ 사건이 더 결정적이었다. 미국은 Foley 판결에서 확립된 개념 위에 더 불합리한 것들을 추가했다. 당시 영국과 미국 사법부는 예금과 대출의 개념도 구분하지 못하고 있었다.

영미 계통과 달리 Hülsmann(2008a)은 유럽에서는 부분지급준비가 세 가지 원인에 의해서 발생했고, 그중에서도 아마도 정부의 강탈을 피하기 위하여 부분지급준비를 했다는 주장이 현재까지 가장 설득력이 높다고 주장한다.<sup>117)</sup> 물론 더 많은 연구가 있어야 한다는 전제를 붙이고서 말이다. 그리고 이 주장은 당초 Huerta de Soto(1996)에 근거한 것이다. 그러나 Hülsmann(2003)은 오늘날 예금 은행업에서 부분지급준비제도가 시장의 검증(market test)을 거쳤기 때문에 존립하고 있는 것이 아니라 부분지급준비에 대한 법적 특혜 또는 독점에 의해 존립하고 있다고 주장한다.<sup>118)</sup> 부분지급준비제도의 발생원인과 상관없이 말이다. 윌즈만은 그 점을 이렇게 적고 있다.

---

116) 예금이 대출이라는 판결을 내린 영국과 미국의 판결에 대해서는 Rothbard(1983), 93-95쪽 참고.

117) Hülsmann(2008a), 93-97쪽 참조.

118) 부분지급준비은행업이 정당한 시장행위라는 주장에 대해서는 Selgin(2000), Selgin and White(1996) 참조.

“나는 또한 부분지급증서와 진정한 화폐증서 간의 차이는 사기일 뿐 아니라 명백한 강제에 의해 억제되어 왔음을 주장한다. 오늘날 화폐증서(지폐를 말함, 역자 주)의 동시적인 발행과 화폐보관업은 앵글로색슨 세계에서 법적으로 보호받지 못한다. 부분지급준비은행업만이 법적 보호를 받고 있다. 그러므로 은행의 예금업무에서 부분지급준비은행업이 오늘날 우위를 점한 것은 시장의 검증을 받았기 때문이 아니라 법적 특혜와 독점 때문이다.”<sup>119)</sup>

이와 함께 Hülsmann(2003)은 부분지급준비제도의 발생원인과 상관없이 부분지급준비제도 그 자체는 정당화될 수 없다고 주장한다. 요컨대 부분지급준비제도의 정당성과 발생원인은 무관하다는 것이다.

휠즈만이 제시한 증거는 영·미 사법부 판결의 문제점을 더 한층 뒷받침한다. 영·미 사법부가 예금과 대출을 혼동한 일이 어떠한 결과를 초래했는가? 첫째, 예금을 대출로 취급함으로써 모든 대출과 예금에 대하여 부분지급준비은행업을 가능케 하였다. 그러한 제도적 변화는 앞에서 지적한 금융위기와 경기변동의 근본적이고 구조적인 원인이 되고 있다. 둘째, 사용요금을 받아야 할 예금자(depositor)에게 이자를 지불하고, 일정한 기간 기다려야 할 저축자(saver)에게 즉각적으로 돈을 찾을 수 있게 만들어주었다. 이러한 일이 가능해진 것은 모든 예금자가 일시에 모든 예금을 찾지 않기 때문에 가능하다. 예금자가 찾아가지 않는 예금의 일부를 차용자에게 빌려주고 이자를 받음으로써 그 일부를 예금자에게 주고, 빌려주지 않은 예금 중 일부를 저축자의 요구에 따라 즉각적으로 돈을 상환할 수 있는 것이다. 영·미 사법부의 혼동이 있기 전에는 앞에서 보았듯이 이러한 일이 구조적으로 가능하지 않았다. 두 가지 일의 혼동은 결국 저축자와 예금자가 상호보조금을 주는 결과를 가져왔다.

이제 어떻게 부분지급준비제도가 경기변동을 초래하는 신용팽창에 결정적인 역할을 하는가를 보기로 한다.<sup>120)</sup> 예금과 대출을 구분하지 않음으로써 금

---

119) Hülsmann(2003), 400쪽에서 인용.

120) 부분지급준비제도가 가진 더 많은 문제점은 제V장에서 자세히 보기로 한다.

용기관은 예금을 이용해 신용수단(fiduciary media)을 무에서(out of thin air) 창조할 수 있게 되었다. 예를 들어 한 사람이 100만 원의 돈을 은행에 예금했다고 가정하자. 은행이 초과지급준비금(excess reserves)을 보유하지 않는다고 가정하면 현재 2,000만 원까지 총지급준비금(total reserves)을 만들어낼 수 있다. 만약 중앙은행이 요구불예금에 대한 법정지급준비율을 5%로 결정한다면 말이다. 이 중 현금의 뒷받침이 없는 돈이 1,900만 원이고 이것이 신용수단의 총금액이다. 100만 원은 현금의 보증이 있기 때문에 표준화폐 또는 진정한 화폐라고 할 수 있다. 중앙은행이 정한 지급준비금만 금융기관이 준비하는 한 화폐공급의 순증가는 1,900만 원이다. 물론 현실세계에서는 은행이 적당한 금액의 초과지급준비금을 금고에 보관해야 하기 때문에 신용수단의 창출은 앞에서 제시한 수치보다 적을 것이다. 100만 원의 자금으로 2,000만 원의 총지급준비금을 창출할 수 있다는 것은 매우 경이로운 일임에 틀림없다. 지급준비율의 역수를 케인 지언은 통화승수(money multiplier)라고 부른다. 예를 들어 만약 은행이 초과지급준비금을 보유하지 않는다고 가정한다면 지급준비율이 5%이면 통화승수는 20이다.

최근 미국 연방지급준비위원회는 법정지급준비율을 점차 낮추어 왔고, 그 결과 <표 1>에서 보듯이 통화승수는 1994년 약 38, 1999년 약 93, 2007년 약 162 등이다. 시간에 따른 통화승수의 극적인 상승은 민간은행에 의한 신용팽창이 2007년으로 올수록 더 크게 이루어졌음을 보여주고 있다. 통화승수가 지속적으로 커진 것은 연방지급준비위원회가 특정 예금에 대한 금융기관의 법정지급준비율을 지속적으로 낮추어 왔을 뿐 아니라 요구불예금을 저축성 예금으로 간주해주는 등의 방법으로도 지급준비율을 낮추어 주었기 때문이다.<sup>121)</sup>

통상적으로 화폐공급의 증가는 정부의 책임이라고 알려져 왔다. 그러나 정부에 의한 화폐공급의 증가 없이도 민간금융기관이 신용수단을 증가시킴으로써 화폐공급을 증가시키게 된다는 점을 알았다. 즉 민간부문에서도 부분지급준비제도로 인하여 신용수단의 증가에 의한 화폐공급의 증가를 초래한다는 것이다. 물론 이러한 신용수단은 뒤에서 보겠지만 구조적으로는 중앙은행의 보

---

121) Reisman(2009), 1-5쪽 참조.

호와 감독이 있기 때문에 가능하다. 그 점에서 이 문제점은 중앙은행과 밀접히 연결된 것이다. 부분지급준비제도는 신용팽창을 통한 화폐공급의 증가를 초래하는 핵심장치이다. 그런 신용팽창은 경기변동을 초래함을 앞에서 보았다.<sup>122)</sup> 일반적으로 경기변동에 있어서 부분지급준비제도는 정부가 발행하는 본원통화보다 훨씬 더 중요한 역할을 한다. 그리고 이러한 신용팽창은 인플레이션과 그에 따른 화폐구매력의 하락을 초래한다.

부분지급준비제도는 다른 결정적인 문제점과 폐해도 야기한다. 첫째, 법정지급준비금(statutory reserve requirements)만 보관하고 나머지 준비금을 차용자에게 빌려주었다고 가정하자. 앞의 예에서 1,900만 원을 말한다. 이러한 신용수단 창출은 법적인 문제를 야기한다. 이렇게 창출되어 대출되면 이 신용수단에 대하여 복수의 소유주가 발생한다. 대출이란, 정의상 대출을 받은 사람 자신이 일시적이지만 그 돈에 대한 소유권을 갖게 되는 것이다. 그러나 신용수단의 예금자도 역시 그 돈의 소유권을 보유하고 있다. 왜냐하면 그것은 예금이고 금융기관은 예금자의 요구에 즉시 그리고 액면가치로 예금을 상환해야 하기 때문이다. 그러나 이러한 일은 현실적으로 불가능하다. 예금자와 차용자가 동시에 같은 자금을 대하여 배타적인 소유자가 될 수는 없다. 따라서 금융기관이 실제로 보유하고 있는 지급준비금(우리의 예에서 100만 원) 이상의 신용수단을 대출해 준 것은 사기(fraudulent)일 뿐이다.<sup>123)</sup> 그렇기 때문에 예금자와의 계약, 즉 예금을 액면가대로 즉각적으로 상환하는 계약을 만족시킬 수 없다. 금융기관은 부분지급준비제도의 내재적 한계로 파산을 면할 수 없다. 다만 현실적으로 금융기관이 파산하지 않는 것은 예금자들이 문제가 없을 것이라고 믿고 있어서 자신의 예금을 일시에 인출하지 않기 때문이다. 예금자가 일단 자신의 예금이 액면가대로 즉각적으로 상환될 수 없다고 금융기관을 불신하는 순간에 은행채도는 피할 수 없게 된다. 즉 파산의 위험은 부분지급준비제도에 내재된 것이

---

122) 부분지급준비제도가 경기변동을 초래한다는 점은 부분지급준비제도의 결정적인 결점 중의 하나이기 때문에 따로 다루는 것이 옳지만 앞에서 자세히 다루었기 때문에 여기에서는 생략한다.

123) 이 점에 대해서 Rothbard(1983), Mises(1996), Hoppe, Hülsmann, and Block(1998), Hülsmann(2000a, 2003b) 등이 대부분 찬성한다. 그러나 White(2003)와 같은 이는 부분지급준비제도가 역사적으로 ‘사기’라는 관점을 부인한다.

다.<sup>124)</sup> 부분지급준비제도는 자유계약이라는 관점에서 분명히 어긋난다.<sup>125)</sup> 자유계약이라 함은 자신의 재산(property)에 대한 계약의 자유를 의미한다. 그러나 부분지급준비제도는 본질적으로 타인의 재산을 이전하는 것에 관한 계약을 한다는 것을 뜻한다. 그러므로 이러한 행동은 원칙적으로 계약의 자유에 의한 ‘재산명의이전이론’(title-transfer theory of contract)과 부합할 수 없다. 그러므로 부분지급준비제도는 윤리적 문제점도 가지게 된다. 요약하면 부분지급준비제도는 법적 문제점과 윤리적 문제점을 동시에 가진다.

둘째, 부분지급준비제도에 의한 신용수단의 증가는 소득재분배를 초래한다. 신용수단의 증가로 인한 승자는 신용수단을 팽창시킨 금융기관과 그것을 빌려간 차용자이고, 패자는 금융기관 내에서는 차용자를 제외한 금융기관의 고객, 즉 예금자와 해당 금융기관과 관련이 없는 일반인이 된다. 그 과정은 이렇다. 금이나 현금의 뒷받침이 없는 신용수단의 창출은 금융기관에게 추가적인 이자수입을 올리게 만든다. 신용수단의 창출로 금융기관과 관련이 없는 일반인의 실물적인 부(real wealth)가 증가한 것이 아니기 때문에 금융기관의 추가적인 이자수입은 소득재분배된 것이다. 차용자는 자신들이 차용한 자금으로 비화폐적인 실물적인 부를 획득하고 그 결과로 그것과 동일한 금액의 일반인의 실물 부를 감소시킨다. 그러나 이러한 현상은 존재하지만 보이지 않는 현상이다.<sup>126)</sup> 라스바드가 소득재분배가 이루어지는 과정을 설명하는 것을 이미 앞에서 보았다. 앞에서 설명한 내용은 하나의 금융기관이 존재하는 경우에 발생하는 소득재분배과정이다. 복수의 금융기관이 존재하는 경우에는 소득재분배가 교차하기 때문에 승자와 패자를 일목요연하게 구별하는 것은 어렵다. 그러나 순(純)개념을 사용하면 어느 정도 승자와 패자를 구별할 수 있을 것이다. 예를 들면 모든 금융기관에서 순개념으로 차용자라면 그는 승자이다. 금융기관들은 당연히 승자이다. 일반인과 예금자도 순개념으로 보면 식별이 가능할 것이다.

124) 앞에서도 지적했지만 예금보험제도가 단기에서는 은행쇄도를 억제하여 은행의 파산을 막을 수 있지만 부실한 은행의 파산을 궁극적으로 막을 수는 없다.

125) Hoppe et al., (1998)을 참조. 앞의 논문은 부분지급준비제도의 문제점, 특히 신용수단 발행의 근본적 문제점을 두 가지 더 지적하고 있지만 여기에서는 생략한다.

126) 경제현상에는 보이는 것과 보이지 않지만 존재하는 것이 있음을 강조한 사람은 프랑스의 천재적인 경제평론가 바스티아이다. Bastiat(1997), 번역본 참조.

정부는 부분지급준비제도를 제외하고도 금융산업에 많은 규제를 가하고 있다. 예를 들어 지점의 설치에 대한 허가, 금융기관 업무에 대한 각종 제한과 감독 등이 있다. 정부가 금융산업에 가한 각종 규제 중에서 신용창출과 관련된 가장 핵심적인 규제는 부분지급준비제도이다. 정부에 의해 허용된 부분지급준비제도는 민간금융기관으로 하여금 신용을 팽창하게 만들고, 그런 신용팽창은 경기변동을 초래한다. 부분지급준비제도는 신용팽창으로 야기되는 경제적인 문제 이외에도 법적 문제, 윤리적 문제, 소득재분배 등과 같은 각종 폐해를 초래한다.

### (3) 금융산업을 불안정하게 하는 추가요인들

지금의 강제예금보호제도는 은행쇄도를 차단하여 금융제도의 안정성을 보호하기 위하여 만들어진 것이다.<sup>127)</sup> 적어도 명목적이고도 단기적으로는 그렇다. 그러나 현행 강제예금보호는 불건전한 금융기관에게는 보조금이 되고 건전한 금융기관에게는 세금의 역할을 하고 있다.<sup>128)</sup> 다시 말하면 강제예금보호는 경제규제의 일종으로 경제규제의 장점과 단점을 지니게 된다는 것이다. 강제에 의한 예금보호는 불건전한 금융기관으로 하여금 위험이 큰 프로젝트에 대출을 하는 모험을 하도록 부추긴다. 불건전한 금융기관이 그렇게 할 수 있는 것은 만약 그런 대출이 성공하면 큰 이윤을 남길 수 있고 그런 대출이 실패하더라도 예금보험이 자신을 대신하여 예금자의 예금을 반환해 줄 것이기 때문이다. 그러므로 현재의 강제예금보호제도는 부실한 금융기관의 ‘위험추구’(risk-taking)행위를 장려하는 것으로 장기적으로는 금융제도를 안정시키는 것이 아니라 오히려 허약하게 만든다. 한마디로 강제예금보호제도는 금융기관의 ‘도덕적 해이’(moral hazard)를 발생시키고 악화시킨다.

가입이 강제된 현행 예금보호제도는 다른 문제, 즉 ‘주인-대리인’ 문제도 만들어낸다. 예금보험공사는 구조나 기능면에서 정부조직과 유사하고 규제자

127) 여기에 대한 자세한 내용은 전용덕(2007), 제4장 제2절 참조.

128) 예금보험공사는 2006년 6월 말 현재 출자, 출연, 보험금지급, 자산매입, 대출 등으로 약 112조 원을 지불했고 그중 약 36조 원을 회수했다.

로서 행동한다. 규제자는 교묘히 자신의 이익을 극대화하고자 노력한다. 이 과정에서 부실금융기관을 폐쇄하는 것을 연기하거나 은폐하고 예금자를 인질로 부실금융기관을 보호하는 결정을 할 수 있다. 이에 따라 부실금융기관의 부실이 드러나는 횡수는 적어지지만 그 해결에 드는 비용은 엄청난 규모가 될 수 있다. 1997년 외환위기로 촉발된 금융위기도 주인-대리인 문제가 내포되어 있었다. 강제성 예금보호제도는 1995년 실시되었다. 그렇기 때문에 1997년의 경제위기와 예금보험제도는 직접적으로 관련이 없다. 그러나 그 이전까지 정부는 사실상 예금보호를 실시해왔다. 정부는 부실금융기관을 퇴출시키지 않고 지원을 통해 생존케 함으로써 부실을 누적시켰다. 만약 부실금융기관을 수시로 퇴출시켰더라면 상황은 달라졌을 것이다. 금융기관의 부실이 은폐되거나 연기된 것이 한꺼번에 가시화된 것이 1997년의 위기이다.

현행 예금보호제도는 은행쇄도를 억제하고, 그 결과 패닉(panic)이 발생하는 것을 막아준다. 적어도 명시적으로는 그렇다. 그러나 은행쇄도의 봉쇄는 예금자, 특히 대예금자의 은행에 대한 감시를 느슨하게 만든다. 그러므로 은행은 위험추구행위를 쉽게 할 수 있다. 물론 예금보험공사가 예금자를 대신하여 은행을 감시하지만 예금보험공사는 규제자로서 예금자의 이익보다는 자신의 이익을 먼저 생각하는 결정을 내리게 되는 일이 비일비재하다. 그런 결정은 필연적으로 부실한 금융기관의 위험추구행위에 보조금을 주게 되는 것과 같다.

요약하면 현행 강제예금보호제도는 장점과 단점을 모두 가지고 있지만 장점에 비해 단점은 잘 드러나지 않고 가시화되는 데 긴 시간이 걸릴 뿐 아니라 장기에서는 단점이 장점보다 더 크다. 그리고 단점을 제거하기도 쉽지 않다. 강제예금보호제도는 경제규제의 일종으로 작용하여 장기적으로는 금융산업을 안정시키는 것이 아니라 불안정하게 만든다. 은행쇄도의 억제는 예금자의 은행에 대한 감시를 해제하게 만든다. 결국 강제예금보호제도의 실시와 그에 따르는 은행쇄도의 방지는 금융산업을 안정시키는 것이 아니라 오히려 불안정하게 만드는 장치가 되고 그런 장치는 경기변동을 증폭시키는 데 일익을 담당한다. 적어도 장기적으로는 그렇다. 다시 말하면 강제예금보호제도와 은행쇄도의 차단은 정부의 금융산업에 대한 규제로 작용하여 장기적으로 금융산업을

비효율적이고 불안정하게 만든다. 강제예금보호제도와 은행쇄도 차단은 시장 원리에 맞지 않기 때문이다.

## 5. 소 결

경기변동의 제도적 원인을 해결하지 않는 한 경기변동의 발생과 반복을 막을 수는 없다. 현재의 화폐제도와 금융제도는 반시장적 제도 또는 반자본주의적 제도이다. 따라서 금번 경기변동이 자본주의 또는 신자유주의 때문에 발생했다는 주장은 전적으로 틀린 것이다. 오히려 경기변동의 발생과 반복은 화폐제도와 금융제도가 반시장적 제도 또는 반자본주의적 제도이기 때문이다.

앞에서 분석한 정부의 화폐제도와 금융제도에 대한 규제는 어떤 규제보다도 강력한 규제이다. 정부가 어떤 산업을 규제하면 그 규제는 그 산업에만 주로 영향을 미치지만 정부가 화폐제도와 금융제도를 통제하면 모든 산업과 모든 경제주체가 그런 규제의 영향을 받기 때문이다. 왜냐하면 화폐는 인간의 모든 경제행위에 관련되어 있는 까닭이다. 특히 경기변동은 인간의 삶에 넓고 깊게 영향을 미치는데, 그런 경기변동은 정부의 화폐제도와 금융제도에 대한 규제의 결과이다. 이와 더불어 정부는 금융산업을 안정화시킨다는 목적으로 규제를 추가해왔지만 그런 규제가 장기적으로는 오히려 금융산업을 더 많은 위험에 노출되게 만들고 있다. 물론 경기변동의 폐해는 정부와 민간금융기관의 통화량 증발의 정도 등에 달려 있다.

### III. 케인스주의, 통화주의, 기타 원인: 비판적 고찰

경제학 일반과 경기변동에 대한 대책이라는 관점, 둘 모두에서 케인스주의와 통화주의는 어쩌면 현재 가장 많은 수의 연구자와 문외한이 지지하고 있는 체계 또는 설명인 것처럼 보인다. 특히 케인스주의는 미국 경제학계와 의회에서, 통화주의는 미국 연방준비위원회에서 가장 존중받고 있는 것 같다. 그러나 경기변동에 관련된 주장이나 이론에 관한 한 앞에서도 지적했듯이 둘 모두 일반 경제이론과 통합되어 있지 않고 있다는 점에서 완전한 이론으로 보기는 어렵다. 자본에 대한 대가가 이자율이고 그런 이자율은 시간시장(time market)에서 경제주체의 시간선호에 의해 결정된다는 점과 그런 시간선호는 또한 시제간 자원배분, 즉 저축 또는 투자, 그리고 소비를 동시에 결정한다는 점을 앞에서 또한 지적하였다. 그러나 케인스주의와 통화주의는 앞에서 설명한 내용과 같은 자본에 대한 이론, 구체적으로 이자율결정이론이 각 체계의 일반 경제이론과 통합되어 있지 않다는 점에서 문제가 있다는 것이다. 그리고 그것은 어쩌면 결정적인 것이다. 그런 일반적인 문제점을 제외하고도 많은 구체적인 문제가 있다. 여기에서는 본 연구의 목적과 직접적으로 관련된 부분에만 국한하여 비판적으로 고찰하고자 한다. 이어서 최근 미국에서 논의되고 있는 기타 원인을 검토하고 일본의 경험을 간략히 요약하고자 한다.

#### 1. 케인스주의

사실 케인스주의에 있어서 경기침체를 설명하고 해결하는 데 가장 중요한 개념은 ‘유동성함정’(liquidity trap)이라는 것이다. 그러나 그 개념을 검토하기 이전에 케인스경제학에 포함된 저축과 투자와 관련한 기본적인 문제점을 먼저 검토하기로 한다. 케인스경제학에서는 저축과 투자를 전적으로 분리된 과정으로 설명하고 있다. 서로 분리된 두 집단의 사람이 거의 연결되어 있지 않은 상태에서 저축과 투자를 한다는 것이다. 케인스경제학에서 저축은 소비지출에서

분리되어 소득의 흐름에서 ‘빠져나오고’(leak), 투자는 지출의 다른 단계에서 소득으로 ‘흘러들어가는’ 것으로 설명한다. 물론 여기에서 두 과정에 대한 설명이 매우 모호하다. 특히 소득에서 빠져나온 저축이 어떻게 소득으로 다시 흘러들어가는 것인지를 명확히 보여주지 못한다. 그리고 왜 그런 결정을 하게 된 것인지도 뒤에서 보겠지만 부정확하다. 여하튼 이러한 관점을 바탕으로 케인지언은 경기침체에 정부는 투자를 활성화하고 저축을 억제하여 총지출(total spending)을 증가시켜야 한다는 것이다. 케인지언은 경기침체에 소위 확장적 재정정책을 추천한다.

그러나 저축을 억제하고 투자를 촉진해야 한다는 주장은 전적으로 틀린 것이다. 왜냐하면 그 주장은 저축과 투자가 분리되어 있다는 관점에 근거하고 있는데 그 관점이 틀린 것이기 때문이다. 인간이 어떻게 그의 화폐자산을 배분하는가를 간략히 관찰하기로 하는데, 왜냐하면 이 점은 이미 앞에서 자세히 논의했기 때문이다. 그는 자신이 소유한 화폐자산(monetary asset)을 세 가지 용도로 배분한다. 여기에서 세 가지 용도란 소비, 투자, 현금잔고(cash balance)의 증감 등이다. 인간은 자신 소유의 화폐자산을 이 세 가지 용도에 모두 사용한다. 그런데 그는 자신의 화폐자산을 한 번만에 그리고 동시에 세 가지 용도에 배분한다. 이때 그는 시간선호에 따라 소비와 투자의 비율을 결정한다. 그런 결정은 사실상 그가 현재소비(present consumption)와 미래소비(future consumption)의 크기를 결정하는 것이다. 투자는 미래 언젠가 소비를 위한 것이기 때문이다. 그는 자신의 시간선호에 따라 소위 시제간 자원배분을 한 것이다. 그리고 그는 자신의 화폐효용(utility of money)에 따라 어느 정도의 현금잔고를 유지할 것인지를 결정한다. 그가 투자하기 위해서는 현재의 소비를 억제해야 하고 그렇게 해서 만들어진 자금을 저축해야 한다. 현재의 소비를 억제한 것이 저축이기 때문에 저축과 투자는 언제나 동일한 것이다. 저축과 투자라는 용어를 거의 서로 바꾸어 사용할 수 있다.<sup>129)</sup>

---

129) 지폐제도하에서는 화폐공급의 증가, 상품화폐제도하에서는 신용수단의 증가가 저축과 투자를 떨어지게 만든다. 그리고 저축과 투자 사이의 괴리가 경기변동을 촉발한다는 점을 알았다. 화폐제도와 금융제도가 자유시장이 되면 저축과 투자는 동일한 것이 된다.

개인의 시간선호의 총합이 사회 시간선호율(social time preference ratios)이 되고 개인의 화폐효용의 총합이 사회 화폐수요(social demand for money)의 크기를 결정한다. 만약 사람들의 현금잔고에 대한 수요가 증가하면 그것을 ‘저축이 빠져나가 퇴장한다고’(savings leaking into hoards) 불러서는 안 된다. 그것은 화폐에 대한 수요가 증가하는 것일 뿐이다. 총합(aggregate)이라는 관점에서 보면 화폐의 총공급이 증가하는 한에 있어서만 총현금잔고가 증가할 수 있다. 왜냐하면 화폐의 총공급과 총현금잔고는 동일하기 때문이다. 그러나 실질(real)현금잔고는 화폐의 가치가 상승하는 경우에 증가할 수 있다. 화폐의 총공급이 변하지 않은 경우에도 말이다. 경기변동의 버스트기에 화폐수요가 증가하는 경우를 생각해 보자. 만약 화폐의 가치가 자유롭게 상승하도록 허용된다면 또는 재화들의 가격이 자유롭게 하락하도록 허용된다면, 화폐수요가 증가하더라도 아무런 혼란을 일으키지 않고 침체는 악화되지 않을 것이다. 왜냐하면 기업의 경영에서 문제가 되는 것은 총수익과 총비용의 차이(spread)인데, 화폐수요가 증가하는 경우에도 가격이 하락한다면 그런 차이는 유지될 것이기 때문이다. 다시 말하면 경영의 세계에서 화폐의 수요가 증가하여 재화에 대한 수요가 감소하더라도 생산요소까지 포함한 대부분의 재화의 가격이 하락하면 총수익과 총비용의 차이가 유지되기 때문에 경영상의 문제는 없을 것이다. 물론 거래량이 줄어들기는 하지만 말이다. 그러나 경기침체에 신용의 축소를 막기 위하여 정부가 화폐의 공급을 증가시킨 결과로 하락해야 할 재화들의 가격이 하락하지 않는다면 화폐수요의 증가는 문제를 일으킨다. 화폐수요의 증가로 인한 재화들에 대한 수요의 감소와 그로 인한 가격하락은 총수익의 감소를 초래하고, 화폐공급 증가로 인한 재화들의 가격상승은 총비용의 증가를 초래하면 손실로 인하여 기업의 경영이 유지될 수 없기 때문이다.

케인지언은 먼저 얼마나 소비하고 얼마나 소비하지 않을 것(not-consumption)인가를 결정하고 이때 소비하지 않은 것을 저축이라고 부른다. 그리고 그 저축 중에서 얼마나 투자하고 얼마나 퇴장할 것인가를 결정한다고 주장한다. 이때 퇴장하는 것을 소득의 흐름에서 빠져나간다고 한다는 점을 앞에서 지적하였다. 그러나 이러한 접근법 또는 설명은 매우 피상적이다. 케인지언은 두 개 이

상의 행위를 동시에 가시화하여 보여줄 수 없기 때문이다. 실제로 인간은 자신의 자원배분에 있어서 소비, 투자, 현금잔고 등의 크기를 동시에 결정한다. 자원을 배분하는 행위를 시간의 흐름에 따라 보면 일견 케인지언의 설명이 그럴 듯하게 들린다. 그러나 개인이 어떤 시점에 저축을 조금 증가시키는 행위를 하는 경우에도 그는 자신이 소유한 전체 자산을 재배분하고 있는 것이다. 뒤에서 설명하겠지만 위기시에 현금보유를 증가시키는 것도 동일하게 이해할 수 있다. 예를 들어 경기변동이 버스트 국면에 들어가면 상당수 개인은 위험을 줄이기 위하여 투자된 자산 중의 일부를 줄이고 현금보유를 늘리는 것을 목격할 수 있다. 물론 모든 사람이 그렇게 하지는 않지만 말이다. 개인들의 위험에 대한 평가, 미래에 대한 전망 등이 모두 다르기 때문에 같은 상황에서도 모두 동일한 결정을 하지는 않는다는 것이다. 예를 들어 위험이 매우 높아진 환경에서 투자에서 회수한 자금을 다른 투자로 돌리는 일이 즉각 일어나면 화폐수요의 증가는 일어나지 않는다. 그러나 회수한 자금의 일부 또는 전부를 일정한 시간 동안에 그가 보유하게 되면 화폐수요가 증가하게 되는 것 또는 현금축적이 증가하는 것이다. 이러한 행위도 그 개인은 자신의 전체 자산을 변화한 환경에 맞게 재배분한 것이고 그 시점에서 그는 소비, 저축, 현금잔고의 크기를 동시에 결정한 것이다. 그러므로 케인지언의 저축, 투자, 현금잔고의 증감 등에 관한 설명은 분명 틀린 것이다.

다른 한편 케인지언은 퇴장의 증가(감소)가 같은 크기의 투자자금의 감소(증가)로부터 온다고 인위적으로 가정한다. 그러나 현금축적의 증가 또는 화폐수요의 증가는 투자자금을 줄여서 염출할 수도 있고 소비지출을 줄여서 만들어 낼 수도 있다. 화폐수요의 크기를 결정하는 것은 화폐의 효용에 달려 있고, 그런 화폐수요의 증가를 어디에서 얼마나 가져와서 현금잔고로 보유할 것인가 하는 것은 전적으로 시간선호에 따라 소비와 투자의 비중을 결정하는 데 달려 있다. “요컨대 저축-투자/소비 비율은 개인의 시간선호에 의해 결정되고 지출 [소비와 투자의 합]/현금잔고 비율은 개인의 화폐에 대한 수요에 의해 결정된다.”<sup>130)</sup>

---

130) Rothbard(1975), 40-41쪽에서 인용.

여기에서 유동성 선호 개념을 분석하기 이전에 케인스 경제학이 추천하는 경기진작의 방안의 하나로 제시되는 정부지출의 증가와 소비촉진정책에 대한 비판을 하기로 한다. 정부는 생산하는 조직이 아니기 때문에 정부가 지출을 증가시키기 위해서는 두 가지 방법이 있다. 한 가지는 세금을 징수하는 것이다. 다른 하나는 적자재정을 편성하고 화폐를 발행하여 재정적자를 충당하는 방법이 있다. 증세에 의한 방법은 민간의 일자리를 줄이는 것이다. 만약 증가한 세금이 저축에서 온다면 미래의 투자, 그에 따른 생산과 소비를 줄이는 방법이다. 정부지출을 늘리고 그렇게 증가된 정부지출을 세금징수로 충당하는 방법으로는 결코 새로운 일자리를 창출할 수 없다. 정확한 실상은 정부지출의 증가에 의해 늘어나는 것처럼 보이는 일자리는 민간의 일자리를 옮겨온 것일 뿐이다. 여기에 정부는 조세를 징수하기 위해서도 자원을 사용한다. 또한 정부가 만든 일자리에서 생산한 재화나 용역은 소비자의 만족을 최대화시키는 것이 아니다. 더 큰 문제는 정부의 행위는 본질적으로 소비라는 것이다. 소비를 촉진하는 정책, 예를 들어 현금을 나누어주는 정책을 정부가 시행한다고 하자. 경기변동의 문제는 과소비가 일어나고 저축이 충분하지 않다는 데 있다는 점을 앞에서 지적하였다. 그런데 소비를 촉진하는 정책은 저축을 더 줄어든게 만들어 침체를 악화시킬 뿐이다. 만약 현금을 받은 모든 개인이 그 현금을 모두 저축한다면 상황은 달라질 것이지만 말이다. 현실에서 그런 일이 일어나기는 매우 어렵다. 그런 상황이 발생하더라도 세금을 징수하는 데 드는 비용, 세금을 회피하는 데 드는 비용 등은 그만큼 일자리를 줄일 것이기 때문에 경기침체를 지연시킨다. 만약 화폐를 발행하여 적자재정을 충당한다면 앞에서 설명한 바대로 화폐공급의 증가는 다음 경기변동의 씨앗을 뿌리거나 거의 즉각적으로 리플레이션을 초래하게 된다. 요약하면 총지출을 증가시켜 경기침체를 해결하고자 하는 방법은 소기의 목적을 달성할 수 없을 뿐 아니라 즉각적으로 또는 미래에 각종 부작용을 피할 길이 없다.

이제 경기침체에 대한 케인스 경제학의 설명과 처방, 그중 통화정책과 관련하여 가장 중요한 처방과 관련된 개념을 검토하고자 한다. 경기침체를 설명하고자 할 때 가장 중요한 것이 소위 ‘유동성 함정’이라는 개념이다. 케인지언은

경기침체기에는 ‘유동성선호’(liquidity preference)가 지속적으로 매우 높아져서, 그 결과 이자율이 경제를 침체국면에서 탈출하게 만들기 위하여 필요한 투자를 자극할 수 있을 정도로 충분히 낮아지지 않는다고 주장한다. 통화량을 증가 시킴에도 불구하고 이자율이 일정한 수준 이하로 잘 떨어지지 않는 이러한 상태를 마치 어떤 함정에 빠진 상태와 같다는 의미에서 소위 유동성함정이라고 부른다. 그러므로 케인지언은 경기침체를 해결하는 방법으로 이자율이 낮아질 때까지 통화량을 거의 무한정 증가시킬 것을 제안한다.<sup>131)</sup> 통화량 증가는 미래 언젠가 인플레이션을 초래할 것이기 때문에 케인지언의 처방은 ‘인플레이션적 치료법’(inflationary cures)이라 불러도 무리가 아닐 것이다.<sup>132)</sup> 먼저 용어의 의미를 명확히 할 필요가 있다. 유동성선호라는 말은 화폐에 대한 수요와 같은 의미이다. 결국 유동성선호가 높아진다는 것은 화폐에 대한 수요가 증가한다는 것이다. 유동성함정 개념은 두 가지 가정을 하고 있다. 첫째, 이자율은 유동성선호에 의해 결정된다는 것이다. 둘째, 저축과 투자가 매우 미약하게 연결되어 있어서 이자율을 통해서 그 연결이 모호하게만 작동한다고 가정한다. 그러나 유동성선호이론과 유동성함정 개념은 근본적으로 틀린 것이다. 앞서서도 설명하였듯이 저축, 투자, 이자율 등은 시장에서 개인의 시간선호에 의해 동시에 결정된다. 유동성선호, 즉 화폐수요는 앞에서 말한 세 가지, 즉 저축, 투자, 이자율 등과 아무 관련이 없다. 다시 말하면 이자율은 시간선호에 의해서만 결정되며 유동성선호와와는 전혀 관련이 없다. 케인지언은 경기침체기에 현금에 대한 ‘투기’(speculative)수요가 상승하면 이러한 유동성에 대한 증가는 이자율을 상승시킨다고 주장한다. 그러나 이런 현상이 전적으로 필연적인 것은 아니다. 퇴장의 증가 또는 현금축적의 증가를 피할 수 있는 방법은 크게 세 가지다. 전적으로 예전의 소비수준을 낮추어 현금축적을 증가시킬 수 있다. 두 번째 방법

131) 실제로 이번 경기변동에서 미국 연방준비위원회 의장인 버냉키는 화폐를 무한정으로 발행할 수 있음을 “헬리콥터로 뿌릴 수 있다.”는 표현을 사용하여 상징적으로 묘사했다.

132) 물론 다른 요인 예를 들어 생산성 증가가 통화량 증가로 초래될 인플레이션을 상쇄시킨다면 인플레이션은 일어나지 않을 수도 있다. 이 경우에도 두 힘이 상쇄된 것이지만 통화량 증가로 인한 인플레이션이 발생하지 않았다고 할 수는 없다. 대공황이 일어나기 이전의 미국 1920년대가 이 경우에 해당한다. 실제로 대공황 이전의 1920년대 물가는 약간 하락했다. Rothbard(1975) 참조.

은 전적으로 예전의 투자수준을 낮추어 현금축적을 증가시킬 수 있다. 세 번째 방법은 첫 번째 방법과 두 번째 방법을 혼합하는 방법이다. 예전의 소비수준과 투자수준을 적절히 줄여서 현금축적을 증가시키는 것이다. 그 경우에도 과거의 소비/투자 비율을 변경하지 않는다면 동일한 비율로 예전의 소비수준과 투자수준을 줄일 것이다. 한마디로 화폐수요 또는 현금축적을 얼마나 증가시킬 것인가 하는 것은 소비/투자 비율을 어떻게 결정할 것인가에 달려 있다. 가상의 예를 들어보자. 개인이 소비만을 줄여 현금축적을 증가시킨다면 화폐수요의 증가는 이자율을 하락하게 만들 것이다. 왜냐하면 시간선호가 낮아진 결과 상대적으로 소비를 줄이고 저축을 증가시켰기 때문이다. 이 경우는 사실상 저축보다 소비를 더 많이 줄이는 모든 경우에 해당한다. 그 정도만 차이가 있을 뿐이다. 반대로, 개인이 저축만을 줄여 현금축적을 증가시킨다면 화폐수요의 증가는 이자율을 상승하게 만들 것이다. 왜냐하면 시간선호가 높아진 결과 상대적으로 저축을 줄이고 소비를 증가시켰기 때문이다. 이 경우는 사실상 소비보다 저축을 더 많이 줄이는 모든 경우에 해당한다. 앞서서도 지적했듯이 그 정도만 차이가 있는 것은 이 경우에도 해당된다. 세 번째로 현금축적의 증가를 피하는 데 예전의 소비/투자 비율을 그대로 유지하는 경우이다. 이 경우에 이자율은 변하지 않을 것이다. 요컨대 이자율은 시간선호에 의해서만 결정되고 유동성선호와 는 관련이 없다.

금융위기시에 사람들은 이자율이 상승할 것이라고 예측하고 그 결과 채권 등을 구입함으로써 이자율을 낮추기보다는 화폐를 퇴장시킨다고 케인지언은 주장한다. 그리고 이런 화폐수요의 증가가 경기침체를 악화시키고 실업을 영구화한다고 케인지언은 주장한다. 화폐에 대한 ‘투기적 퇴장’(speculative hoarding)이 경제를 유동성함정으로 빠지게 하고 그 퇴장이 유동성선호와 이자율의 관계를 보여준다고 주장한다. 그러나 이자율이 단순히 대부계약(loan contract)의 대가 또는 가격이라는 케인지언의 주장은 피상적이고 틀린 것이다. 우리가 앞서 지적했듯이 가장 결정적인 이자율은 자연이자율 또는 시장에서의 ‘이윤스프레드’(profit spread)이다. 여기에서 이윤스프레드란 최종재화의 판매가격에서 생산요소들에게 지불하는 가격을 뺀 차이를 말하고 현행이윤율(going rate of profit)을 또한 의미

한다. 그런데 대부분은 단순히 투자의 한 형태이다. 주지하듯이 투자는 여러 가지 형태가 있다. 사실 금융시장에서 거래되는 자금은 전체 투자의 일부일 뿐이다. 바로 그 이유로 대부에 대한 이자는 자연이자율의 희미한 그림자에 지나지 않는다. 여기에서 케인지언이 주장하는 이자율이 오를 것이라는 예상을 한다는 말의 의미는 무엇인가? 그것은 사람들이 시장에서 순수익률이 오를 것이라고 예상한다는 것을 의미한다. 다시 말하면 투자자들이 앞에서 말한 이윤스프레드 또는 현행이자율이 오를 것이라는 예상을 한다는 것을 의미한다. 왜냐하면 생산요소들의 가격, 특히 임금과 생산재의 가격이 소비재의 가격보다 더 빨리 하락할 것이기 때문이다. 이런 예상을 하는 투자자들은 그런 예상이 실제로 실현될 때까지 투자를 중단할 것이다. 이런 예상은 문제를 악화시키기보다는 실제로는 조정을 앞당기는 역할을 한다. 모든 투기가 어떤 적정한 수준까지 도달하기 위한 조정을 앞당기듯이, 투자자들의 이러한 예상이 임금을 포함한 다른 생산요소의 가격하락을 앞당기고, 경기회복을 재촉하며, 경제가 정상으로 돌아가는 일에 박차를 가한다.<sup>133)</sup> 즉 케인지언의 주장과 달리 투기적 퇴장이 침체의 장애물이 아니라 더 빠른 회복을 위한 자극제라는 것이다.

일부 네오케인지언(neo-Keynesian)은 ‘무한대의’ 유동성선호, 즉 무한대의 화폐 수요만이 자유시장에서 완전고용균형으로 돌아가는 것을 방해한다고 오스트리아학파의 경기변동이론의 요점을 어느 정도 받아들인다. 그러나 그런 주장의 문제점은 현실에서 유동성선호 또는 화폐수요가 무한대가 될 수 없다는 것이다. 왜냐하면 인간은 일정 수준의 소비활동을 계속해야 하기 때문에 화폐수요는 무한대가 결코 될 수 없다. 사람들이 소비를 계속하기 위해서는 생산활동 또한 계속해야 하고 그 결과 퇴장의 정도와 상관없이 조정을 계속하고 완전고용을 향해 나아가야 한다. 퇴장이 투자의 감소로만 이루어진다는 생각은 틀린 견해이다. 앞에서도 지적했듯이 화폐수요의 엄청난 증가는 조정과정을 앞당겨서 경제를 정상으로 돌아가게 하는 데 기여한다. 케인지언은 퇴장 또는 현금축적의 증가와 소비를 동시에 고려하지 않았기 때문에 틀린 것이다.

---

133) 투기가 균형점을 이탈하게 만드는 힘이 아니라 균형점에 도달하는 것을 앞당기는 힘이라는 점에 대해서는 Rothbard(1993), 제2장 참조.

## 2. 통화주의

오스트리아학파의 경기변동이론과 통화주의는 같은 점과 다른 점을 가지고 있다. 통화주의자는 화폐공급의 인위적인 증가가 단기에서는 생산을 감소하게 만들고 장기에서는 인플레이션을 가져온다고 주장한다. 비록 앞에서 지적했듯이 통화주의에는 화폐가 생산의 감소와 인플레이션을 초래한다는 주장이 일반 경제이론과 통합되어 있지 않지만 말이다. 생산의 감소와 인플레이션이 경기변동의 주요한 특징 중의 일부일 뿐 아니라 화폐공급의 증가가 두 가지 문제를 초래한다는 관점에서 보면 통화주의와 오스트리아학파의 경기변동이론은 의견이 일치한다. 두 학파는 경기변동의 원인이 단순한 화폐현상(monetary phenomenon)이라는 점을 주장하기 때문에 큰 차이가 없다. 그러나 통화주의는 시제간 자원배분과 같은 매우 정교한 이론, 특히 자본에 대한 이론이 없다. 무엇보다도 침체기의 대책이라는 관점에서 오스트리아학파의 경기변동이론과 통화주의는 서로 다른 주장을 할 뿐 아니라 통화주의는 틀린 주장을 하고 있다. 오스트리아학파의 경기변동이론에서 버스트 기간은 과투자되거나 과소비된 실물자원이 재배분되는 과정이다. 그러나 통화주의는 그런 설명이 없다. 자본이론 대신에 노동시장 내에서 인플레이션이 실질임금에 미치는 영향에 대한 인식이 노동자와 고용주간에 다른 점이 자체 역전과정(self-reversing process)을 만들어낸다고 주장한다. 통화주의는 버스트가 화폐공급의 급격한 축소 때문에 발생하기 때문에 버스트가 시작되면 화폐공급을 적극적으로 증가시켜 화폐공급의 축소를 막아야 한다고 주장한다. 그러나 화폐공급이 축소되기 시작할 때 화폐공급을 증가시키는 것은 새로운 경기변동의 씨앗을 심는 것이거나 인플레이션을 재시동하게 만드는 것, 즉 리플레이션을 초래하는 것임을 앞에서 지적했다. 어떻게 보면 케인스주의와 통화주의는 반박하기가 매우 까다롭다.

대공황이라는 역사적 사실을 이용하여 통화주의가 어떻게 입증되었는가를 보기로 한다.<sup>134)</sup> 대공황을 전후하여 뉴욕연방은행이 민간은행에게 제시했던

---

134) Rothbard(1975)는 1920년대와 후버 대통령 시대까지의 대공황을 다루었다. 연방준비위원회가 출범하는 시점부터 후버 대통령을 지나 루즈벨트 대통령 시대까지의 정책을 오스트리아학파의 관점에서 분석한 책은 Murphy(2009)가 있다. 이하의 내용은 Murphy

할인율을 보기로 하자. 뉴욕연방은행은 1914년 11월에 할인율을 6%로 업무를 시작했다. 그 이후로 3% 이하로 내려가지 않았다. 그러나 제1차 세계대전으로 인한 통화량 증가로 인플레이션이 1919년 말 20%까지 치솟았다. 이에 뉴욕연방은행은 1920년 1월에 6%, 같은 해 7월에 7%까지 올렸다. 이때, 즉 1920~1921년 기간에 심각한 경기침체가 왔다. 1921년 실업률이 평균 11.7%였다. 그리고 그렇게 높은 할인율은 1921년 5월까지 지속되었다. 그 결과 1920년에 시작한 침체는 1921년에 끝났다. 그 이전 침체와 같이 상당히 짧게 끝난 것이다. 1927년 영국을 돕기 위하여 잠시 내렸다가 통화량 증가에 의한 주식시장의 버블로 1927년 할인율을 다시 올리기 시작했다. 1929년 10월에 할인율은 6%, 블랙투스데이가 발생한 지 3일 후인 1929년 11월 1일에 할인율은 5%, 같은 해 11월 16일에 4.5%, 그 이후 할인율을 계속해서 인하하여 1930년 12월에 2%, 1931년 5월에 1.5%로 낮추었다가, 1931년 10월에 할인율을 다시 올리기 시작했다. 1914년부터 1931년까지를 놓고 볼 때, 할인율은 1920~1921년 기간에 역사적으로 가장 높았고 1929~1931년 기간에 역사적으로 가장 낮았다. 이것은 “1929년 이후에 미국 연방준비은행이 화폐공급을 줄인 것이 정책적으로 잘못 되었다는 주장”이 틀렸음을 보여주는 증거이다. 오히려 미국 연방준비은행이 위기에 통화공급을 증가시킴으로써 경제가 정상으로 돌아가는 것을 방해했다고 보아야 한다. 대공황이 그 이전의 불황과 달리 문자 그대로 대공황이 된 것은 여러 가지 이유가 있지만 통화공급을 증가시키지 말았어야 할 시기에 통화공급을 늘렸다는 점이다. 한마디로 대공황 직후에 미국 연방준비은행은 사실상 통화주의의 지침을 따랐는데 결과는 경기를 부양하는 데 또는 경제를 정상으로 돌아오게 하는 데 실패했다고 하는 것이 진실이다. 물론 당시에 연방준비은행이 통화주의를 알았기 때문에 그렇게 결정한 것은 아니지만 말이다.

---

(2009), 74-80쪽 참조.

### 3. 기타 원인<sup>135)</sup>

이번 경기변동의 원인에 대해서 미국 내에서 많은 설명과 분석이 제시되고 있다. 그리고 그런 설명이나 분석에 의존하여 다수의 처방이 제시되고 있다. 그러나 그런 설명과 분석, 처방이 모두 이론적 체계를 갖추고 있지는 않다. 그 점 때문에 여기에서는 그런 설명과 분석의 이론적인 문제점만을 간략히 지적하는 것이 바람직하다. 그리고 현재 논의되고 있는 모든 주장을 다룰 필요도 없다. 예를 들어 모방(mimetic)효과와 같이 외형적으로도 설득력이 매우 낮은 주장은 논의에서 제외하기로 한다.

#### (1) 과도한 저축

저축, 특히 아시아의 과도한 저축이 경기변동을 불렀다는 주장이 있다. 소위 아시아 책임론 또는 음모론이다. 이 주장은 이번 경기변동의 책임이 미국 연방준비위원회로 향해지자 연방준비위원회의 전 의장이었던 앨런 그린스펀이 2009년 3월 11일자 월스트리트저널에 기고한 글에서 제기한 것이다. 그린스펀의 주장은 두 부분으로 나뉘어져 있다. 먼저 그는 이자율을 낮추어 통화량을 증가시킨 것이 이번 경기변동, 특히 주택버블과 무관하다는 주장을 폈다. 그를 뒷받침하는 내용으로 장기 모기지금리와 연방기금 목표금리는 최근에 아무런 상관관계가 없다는 사실을 증거로 제시했다. 그러나 과거에도 여러 번 장기 모기지금리와 연방기금 목표금리의 상관관계가 분리되었던(decoupled) 적은 많았다. 그렇지만 그때도 미국정부가 이자율을 낮추어 통화량을 팽창시킴으로써 경기변동을 초래했음을 미국 금융통계는 보여주고 있다. 그리고 단기금리가 장기금리에 영향을 미치는 데는 상당한 시간이 걸린다는 점에서도 그린스펀의 주장은 설득력이 없다. 무엇보다도 명백한 것은 <표 1>에서 지적했듯이 2001년 이후에 엄청난 액수의 요구불예금이 창출되었다는 점이다.

이어서 그린스펀은 자신의 영터리 주장을 뒷받침하기 위하여 작금의 부동산

---

135) 이 절의 일부는 전용덕(2009b)에서 발췌·수정한 것이다.

버블의 원인으로 아시아, 특히 중국의 과도한 저축을 지목했다. 그러나 중국의 미국 재무부증권에 대한 투자는 그 자체로는 전 세계의 달러 총재고를 변화시키지 않는다. 버블과 경기변동을 초래하는 것은 화폐 총재고의 변화이다. 다만 중국은 보유한 달러를 다시 미국 국내에 투자했는데 그런 투자는 달러의 지역간 재고를 변화시킨다. 자금의 이러한 이동은 그 자금이 중국을 포함한 다른 나라에 투자되는 것과 비교한다면 미국 내의 달러 총재고를 더욱 팽창시키는 것이다.<sup>136)</sup> 다른 한편 중국 보유 달러의 미국 내 투자는 미국정부로 하여금 낮은 이자율에 국채를 발행할 수 있게 한다는 점에서 적어도 미국정부에게만은 좋은 것이다.

<표 3> 미국정부의 재정적자

(단위: 10억 달러)

연 도	금 액
2002	158
2003	378
2004	413
2005	318
2006	248
2007	162
2008	455
2009	1,086

주: 2009년은 6월 말 현재

자료: 미 백악관 예산관리국(OMB)

<표 3>은 2002년 이후 연도별 미국정부의 재정적자 규모를 보여주고 있다. 미국정부는 엄청난 규모의 재정적자를 만들었는데, 외국인의 달러가 다시 미국으로 유입되어 미국 재무부채권과 미국 정부증권을 구입함으로써 그런 자금의 유입이 없을 때와 비교한다면 이자율은 낮아질 것이다. 물론 이자율의 하락은 미국정부에게 유익한 것이다. 미국 재무부채권과 미국 정부증권의 연도별

136) 그러나 앞에서 지적했듯이 증가된 화폐공급이 소비로 사용되는 것은 인플레이션을 가져오지만 경기변동을 일으키지는 않는다는 것이다.

발행액과 국가별 보유현황에 대해서는 <부록 B>를 참조할 수 있다. 여기에서 가장 특징적인 점은 미국정부 발행의 채권과 증권에서 외국의 보유비중이 과거에 비해 높아져왔다는 점과 일본과 중국이 그런 채권과 증권을 가장 많이 보유하고 있다는 점이다.

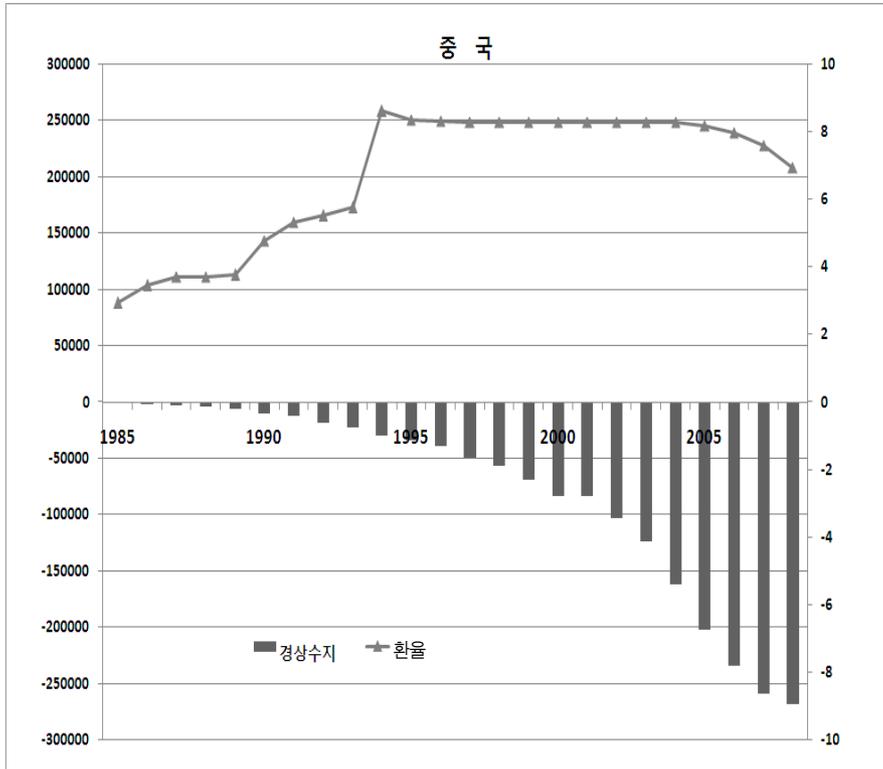
<표 4> 미국의 대중국 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 위안)

중국 경상수지와 환율		
연도	경상수지	환율
1985	-6	2.937
1986	-1,664.7	3.453
1987	-2,796.3	3.722
1988	-3,489.3	3.722
1989	-6,234.3	3.765
1990	-10,431	4.783
1991	-12,691	5.324
1992	-18,309	5.515
1993	-22,777	5.762
1994	-29,505.1	8.619
1995	-33,789.5	8.352
1996	-39,520.2	8.314
1997	-49,695.5	8.290
1998	-56,927.4	8.279
1999	-68,677.1	8.278
2000	-83,833	8.278
2001	-83,096.1	8.277
2002	-103,065	8.277
2003	-124,068	8.277
2004	-162,254	8.277
2005	-202,278	8.195
2006	-234,101	7.973
2007	-258,506	7.608
2008	-268,040	6.949

<그림 12> 미국의 대중국 환율과 경상수지 적자

(단위: 위안, 백만 달러)



중국이 미국에 투자할 수 있게 된 것은 엄청난 규모의 경상수지 흑자 때문이고 그런 경상수지 흑자는 물론 달러에 대한 중국화폐인 ‘위안’의 고정이었다. <표 4>와 <그림 12>는 그 점을 잘 보여준다. 1994년경부터 2005년경까지 중국은 실질적으로 중국 위안을 달러에 고정한 고정환율제를 채택했다. 2005년 이후에도 중국은 달러를 쌓기 위하여 위안의 평가절상을 매우 더디게 그리고 매우 작게 하고 있는 실정이다. 환율정책은 각국의 통제하에 있을 뿐 아니라 미국정부에게도 시노리지를 획득할 수 있다는 점에서 결코 나쁜 방법이 아니다. 중국이 달러를 쌓게 되는 이유 등에 대해서는 국제환율제도를 이해할 필요가 있고 그 점은 아래에서 자세히 다룰 것이다. 중국화폐의 고정환율과 그로 인한 무역흑자를 미국국채에 투자한 것은 미국의 무역적자와 미국정부의 재정

적자, 즉 미국의 쌍둥이 적자를 큰 문제없이 또는 더 저렴한 비용으로 지속되게 만들었다. 적어도 미국정부 입장에서는 그렇다. 한마디로 달러를 대량으로 보유하고 있는 우리나라를 포함한 아시아국가들은 달러의 과다 발행으로 인한 달러가치 하락의 ‘피해자’이지 이번 경기변동의 원인제공자가 될 수는 없다.

현재 연방준비이사회 의장인 버냉키도 그린스핀과 유사한 주장을 여러 번 했다. 예를 들어 그는 2009년 4월 9일 애틀랜타에 있는 모어하우스 대학(Morehouse College)에서 행한 연설에서 “미국으로 들어오는 해외저축의 순수입은 1995년에 국민총생산의 약 1.5%였고, 그 액수는 2006년에 국민총생산의 약 6%에 이르렀다. 그런데 그 액수는 오늘의 달러가치로 환산하면 약 8,250억 달러와 같은 액수이다.”<sup>137)</sup> 그리고 그는 해외저축의 순수입을 주택버블의 원인으로 지목하고 비난했다. “금융기관들은 차용자들이 되어 경쟁적으로 가능한 잉여자금에 반응했고 위기에 이르는 순간까지도 가계들과 기업들에 제공된 신용은 상대적으로 저렴해졌고 획득하기 쉬워졌다. 그런 신용이 초래한 중요한 결과는 미국에 주택붐을 초래했는데, 그 붐은 주로 모기지 대출의 급작스러운 증가에 의해 초래되었다.”<sup>138)</sup> 그래서 버냉키에 의하면 주택버블의 책임은 자신과 그린스핀이 책임을 졌던 연방준비이사회에 의한 신용팽창이나 다른 어떤 것이 아니라 해외저축의 증가 때문이라는 것이다. 버냉키는 구체적으로 태국, 중국, 러시아, 나이지리아, 베네수엘라 등을 미국으로의 자본수출국에 포함했다. 해외저축으로 나타난 ‘글로벌 저축 과다’가 주택버블과 그 이후의 위기의 원인이라는 것이다.<sup>139)</sup> 앞에서 열거한 나라의 달러환율과 경상수지 적자에 대해서는 <부록 A>를 참조할 수 있다. 앞에서 열거한 나라에 대해서도 모든 과정이 중국의 경우와 한 치의 차이도 없다는 점을 지적하고 바로 그 이유로 자세한 설명은 생략한다.

앞에서 지적한 점을 제외하고도, 아시아 또는 미국을 제외한 다른 나라의 과

137) Reisman(2009), 9쪽에서 재인용.

138) Reisman(2009), 9쪽에서 재인용.

139) 버냉키는 다른 곳에서도 여러 번 과도한 저축이라는 용어를 사용했다. 예를 들어 2007년 9월 독일 분데스뱅크(Bundesbank)에서의 연설에서는 9번, 2005년 3월 버지니아 경제학회 강연에서는 11번, 2005년 4월 세인트루이스 ‘Homer Jones Lecture’에서는 10번 등이다. Reisman(2009), 10쪽 참조.

도한 저축이 경기변동을 불러왔다는 주장은 여러 가지 점에서 틀린 것이다. 여기에서는 Reisman(2009)의 주장을 요약하면서 필자의 주장을 부분적으로 보충하고자 한다. 본론으로 들어가기 이전에 미리 지적해둬야 할 것이 한 가지 있다. 저축과 관련한 논의는 일반 경제원리와 관련이 있기 때문에 여기에서 자세히 논의하지는 않지만, 무엇보다도 아시아의 과도한 저축이 미국의 부동산버블을 초래했다는 주장은 이론적으로 결정적인 결함을 가지고 있다. 저축은 어떤 방법으로든지 경제성장을 초래하면 초래했지 버블을 초래할 수는 없기 때문이다.

첫째, <표 5>에서 보듯이 1994년부터 2006년까지 13년 동안 경상수지 적자를 통해 들어오는 소위 ‘외국의 저축’을 포함한 미국의 저축률은 연평균 GDP의 7%를 넘지 않았고 그중 8년 동안은 3% 또는 그 이하로 낮았다. 그렇게 낮은 저축률을 감출 수 있게 해준 것은 여러 가지 잘못 계상된 요인들 때문이다. 예를 들어 우리가 돈을 빌려서 주거용 주택을 구입하면 소득이나 수입을 창출하는 원천이 아님에도 불구하고 소득을 창출하는 자산으로 분류하여 투자로 계상한다. 다른 예는 정부가 빌딩과 같은 고정자산에 지출한 것을 투자지출로 계상한다. 실제로 그것은 소비이다.<sup>140)</sup> 자세히 찾아보면 순저축과 국내총생산 계산에는 그런 항목이 많다. 그 결과 국내총생산에서 투자는 과다 계상되고 그 결과 경제 내의 소비지출은 실제보다 적은 것으로 나타난다. 당연히 국민소득이나 국내총생산에서 인위적으로 낮게 계산된 소비지출을 빼면 저축은 그 만큼 더 커지게 된다.<sup>141)</sup>

둘째, 미국에 비해 자본이 부족한 나라인 태국, 중국, 러시아, 나이지리아, 베네수엘라 등이 과도한 저축을 한 나라라고 비난하는 주장한다. 그러나 미국에 비해 자본의 양이 훨씬 적은 나라들이 자본의 양이 풍부한 나라인 미국에 자본을 수출한다는 것은 논리적으로 맞지 않다.

---

140) 정부가 ‘소비자’라는 설명은 Reisman(1996), 446, 454-455쪽 참조.

141) 자본재와 소비재의 구분 또는 투자지출과 소비지출의 구분에 대한 종합적인 설명에 대해서는 Reisman(1996), 445-456쪽 참조. 국민소득의 계산법이 지닌 문제점에 대해서는 전계서, 456-459쪽 참조.

<표 5> 미국의 경상수지, 순저축, GDP, 저축률 추이

연도	경상수지(1)	오류를 수정한 순저축(2)	(3) = (1) + (2)	오류를 수정한 GDP(4)	(5) = (3)/(4)
1994	98.5	-53.3	45.2	6,057.00	0.01
1995	96.4	18.6	115.0	6,357.40	0.02
1996	104.1	48.2	152.3	6,739.50	0.03
1997	108.3	146.5	254.8	7,180.20	0.04
1998	166.1	185.3	351.4	7,556.30	0.05
1999	265.1	149.7	414.8	7,986.00	0.06
2000	379.8	135.9	515.7	8,437.20	0.07
2001	365.1	-100	265.1	8,655.90	0.03
2002	423.7	-325.3	98.4	8,914.50	0.02
2003	496.9	-463.3	33.6	9,352.40	0.01
2004	607.7	-487.3	120.4	9,961.50	0.01
2005	711.6	-478.9	232.7	10,606.30	0.03
2006	753.3	-327.7	425.6	11,264.50	0.04

주: (1), (2), (3), (4)의 단위는 십억 달러

(1)은 계산상 적자를 흑자로, 흑자인 경우 적자로 표기

출처: Reisman(2009), 14쪽에서 인용

표의 원래 출처는 (1)은 BEA International, Table 1, Line 77

(2)는 BEA Table 7.12, Line 123에서 개념상의 오류를 수정

(4)는 BEA Table 7.12, Line 3에서 개념상의 오류를 수정

셋째, <표 5>에서 보듯이 미국이 외국의 저축을 이용하기 오래전에 미국인의 시간선호가 높아져서 미국 내 추가적인 저축이 바닥이 났다. 저축이 자본의 형성을 가져온다는 관점에서 보면 2001년부터 미국 내에서는 자본소비가 진행된 것이다.

넷째, 만약 미국의 신용팽창이나 화폐공급의 증가가 아니라 외국의 저축이 경기변동의 원인이라면 저축을 했다고 주장되는 나라들의 소비지출이 하락해야 한다. 그러나 그런 증거는 어디에도 없다.

다섯째, 저축은 우회생산을 가능하게 하기 때문에, 자본재의 증가, 생산의

증가, 그 결과로 인한 생산재들과 토지까지 포함한 재화들의 가격하락을 가져온다. 한마디로 저축과 투자의 증가는 Salerno(2003)가 말하는 ‘성장디플레이션’(growth deflation)을 초래한다는 것이다. 붐 시기에는 대다수 재화의 가격이 상승했는데 그 점은 저축이 초래할 결과와 일치하지 않는다. 일반적으로 말해 저축이 사회에 어떤 문제를 일으킨다는 이론은 전적으로 잘못된 것이다. ‘절약의 역설’도 그 점에서 틀린 것이다. 그린스펀과 버냉키는 완전히 틀린 경제이론을 사람들에게 강요하고 있다.

여섯째, 만약 신용팽창이 아니고 대규모의 저축이 있었다면 은행을 포함한 기업들은 더 많은 저축을 소지해야 맞을 것이다. 그러나 상당수 은행과 기업은 현재 그들의 정상적인 업무를 수행할 수 없을 정도의 자본부족을 겪고 있는 것이 현실이다. 자본의 이러한 부족현상은 과오투자와 과소비의 결과이다. 그리고 그런 과오투자와 과소비는 오스트리아학파의 경기변동이론의 예상과 정확히 일치한다.

일곱째, 화폐공급의 증가가 없고 그에 따른 소비의 증가가 없는 상태에서, 저축의 증가는 경제 전체에 걸쳐서 자본에 대한 대가인 자연이자율 또는 현행의 수익률(going rate of interest)을 낮아지는 방향으로 움직이게 만든다. 그러나 붐이 지속되는 동안에는 기업들의 수익률은 정상수준 이상으로 상승하였다. 이 점도 이론과 일치하지 않는 점이다.

이제 남은 질문은 해외에서 미국으로 이전된 저축이라는 것이 무엇이고 어떤 과정이나 통로를 통해 미국으로 들어오게 되었는가를 규명하는 일이다. 이 점은 앞에서 일부 설명했지만 자세한 내용은 제IV장으로 미룬다.

## (2) 탐욕과 어리석음

이번 경기변동의 원인을 사람들의 탐욕과 어리석음에서 찾는 것이다. 방송과 같은 대중매체에 자주 등장하는 견해일 뿐 아니라 어쩌면 주류(mainstream) 견해라고 할 수 있다. 지지자의 수로만 본다면 말이다. 먼저 자금을 빌려준 사람들(lenders)의 탐욕을 비난하는 것이다. 그렇게 위험도가 높은 모기지담보부증

권(mortgage-backed securities)을 구입한 투자자들의 비정상적인 탐욕이 문제라는 것이다. 물론 여기에는 국제투자자들도 포함된다. 그러나 모든 인간은 탐욕스럽다. 탐욕의 정도에 차이가 있을 뿐이다. 아마도 탐욕을 비난하는 사람들 자신들도 여유자금만 충분했다면 이번 경기변동에서 모기지담보부증권을 구입했을 가능성이 높다. 요약하면 탐욕은 인간이 가진 조건으로써 인간의 삶에 언제나 존재하는 것이기 때문에 경기변동의 직접적인 원인이 될 수는 없다.

인간의 탐욕이 경기변동의 원인이 될 수는 없지만 이 지점에서 일부 집단의 비정상적인 행동은 신중한 검토가 필요하다. 미국 신용평가사들은 모기지담보부증권에 대하여 매우 높은 등급의 신용을 부여했다. 가장 흔한 경우는 ‘AAA’ 등급이라고 한다. 신용평가사들은 위험이 매우 높은 증권에 그렇게 높은 신용등급을 부여한 것이다. 사실 국제신용평가사들은 수익을 올리려는 욕심에서 신용평가를 제대로 하지 않았음이 미국 하원 청문회에서 드러났다. 무디스의 한 직원은 “평가모델이 위험의 절반도 반영하지 못했다.”고 말했다.<sup>142)</sup> 국제신용평가사들의 그런 행위는 탐욕에 기인한 기회주의라고 보는 것이 마땅하다. 물론 신용평가사들의 탐욕은 경기변동의 원인이기보다는 경기변동을 증폭시킨 요인이라고 하겠다.

미국에서 경기변동의 원인으로 주목받고 있는 것은 탐욕보다는 차라리 어리석음이다. 주로 차용자들(borrowers) 또는 기업가들의 어리석음을 질타하는 목소리가 높다. 그러나 인간이 지닌 지식은 언제나 그런 것이다. 완전한 지식을 소유한 사람은 아무도 없다. 만약 그렇다면 그는 더 이상 인간이 아니다. 물론 사람마다 지식이나 지혜의 정도의 차이가 있고 그 차이가 때로는 작을 수도 있고 때로는 클 수도 있다. 상업의 세계에서 정상적인 경우에 미래를 잘 예측하여 이윤을 내는 기업가들과 손실을 보는 기업가들은 언제나 다수 존재한다. 그러나 경기변동의 경우에 다수의 기업가가 큰 오류를 범하게 되는 일이 한꺼번에 발생하게 된다. 이 경우에 왜 다수의 기업가가 집단적으로 미래를 잘못 예측하는 일이 발생하는가 하는 것이다. 만약 어리석음이 문제가 된다면 경기변동이 일어나지 않는 경우는 어떻게 설명할 것인가. 인간의 지식이 하루아침에

---

142) 한국경제신문, 2008. 10. 23.

크게 개선되지 않는 점을 고려하면 반복되는 경기변동의 원인을 어리석음으로 지목하는 것은 틀린 것이다. 어리석음은 인간이 가진 조건 또는 환경이지 경기변동의 직접적인 원인은 아니다.

이번 경기변동의 원인을 차용자들의 어리석음, 특히 경제지식의 부족 내지는 불완전에서 찾는 것은 차용자들, 더 나아가 일반인들의 경제지식을 교육해야 한다는 결론에 쉽게 이르게 된다. 실제로 우리나라에서는 1997년 경제위기에 사회 일각에서 경제지식 교육의 필요성을 강력하게 제기했고 그에 따라 일부 기관은 그런 일을 지금도 하고 있는 실정이다. 그러나 그때 우리나라의 경기변동도 사실은 앞에서 보았듯이 인위적으로 낮게 규제된 이자율에 의한 과도한 통화량 증가에 의해 발생한 것이지 일반인들의 어리석음 때문은 아니다.

### (3) 과도한 경제적 자유와 너무 적은 규제

이번 경제위기가 금융산업에서의 ‘과도한 경제적 자유’와 ‘너무 적은 규제’ 때문이라는 주장이 있다. 이는 최근 오바마 미국 대통령과 다수의 정치인이 주장하는 것이다. 이 주장의 근거에는 이번 위기가 규제완화를 추구했던 신자유주의 또는 자본주의 때문에 발생했다는 주장이나 비판이 놓여 있다. 그리고 이 주장은 탐욕과 어리석음에도 닿아 있다. 예를 들어 헤지펀드와 같은 탐욕스러운 경제주체나 서브프라임 대출자와 같은 어리석은 경제주체에게 과도한 자유가 주어졌기 때문에 큰 변괴가 일어난 것이고 그런 행동을 통제할 충분한 규제가 있었다면 현재와 같은 경제위기는 일어나지 않았을 것이라는 주장이다.

그러나 경제행위를 규제할 미국 연방정부의 정부부처가 12개가 넘고, 연방 규제기관이 100개 이상이며, 8만5,000쪽이 넘는 연방등록부(Federal Register)가 있고, 수없이 많은 주정부와 지방정부 차원의 규제기관과 통제기관 등이 있다. 정부가 서브프라임 모기지 대출을 보증함에 따라 도덕적 해이가 광범위하게 발생했다.<sup>143)</sup> 서브프라임 모기지 대출 확대를 위한 주택도시개발부의 프레디

---

143) 이번 경기변동에서 도덕적 해이가 한 역할에 대한 자세한 설명은 전용덕(2009a)을 참조.

맥과 패니메이에 대한 지원과 보증은 두 금융기관으로 하여금 대출에 따른 위험을 평가하지 않는, 묻지마 대출과 모기지 유동화증권을 무한정하게 발행하게 만들었다. 즉 ‘도덕적 해이’ 현상이 일어난 것이다. 민간금융기관도 서브프라임 모기지 대출에 관한 한 주택도시개발부의 지원과 보증을 받았기 때문에 도덕적 해이 현상이 발생했다. 도덕적 해이는 경기변동을 증폭시킨 요인이다. 여기에서 지원과 보증은 규제의 일종이다. 무엇보다도 미국 연방준비위원회가 이자율을 규제함으로써 통화량을 통제할 뿐 아니라 사람들의 시간선호를 왜곡하여 기업가의 과오투자와 함께 소비자는 저축보다는 소비를 촉진하는 방향으로 만들어 경기변동을 초래했다는 점을 앞에서 보았다.

규제라는 관점에서 보면 이자율, 통화량, 화폐제도, 금융제도 등에 대한 수많은 규제와 정부의 지원과 보증 등과 같은 규제가 경기변동을 불러온 것이라는 결론에 도달한다. 다시 말하면 미국 대통령 등의 주장과 반대로 ‘너무 적은 경제적 자유’와 ‘과도한 규제’로 인하여 이번 경기변동이 발생했음을 지적하지 않을 수 없다. 더 정확하게는 정작 필요한 규제는 없고 불필요한 규제는 많은 현실이 경제위기를 불러온 것이다.

#### 4. 일본의 경험

1990년대 일본에서는 케인스경제학과 통화주의가 제안한 정책을 실행했지만 경기부양에 실패했다. 여기에서는 Powell(2002), Herbener(1999) 등을 참조하여 1990년대 일본정부가 시행한 케인지안정책과 통화주의정책이 현실에서 어떤 결과를 초래했는가를 정성적인(qualitative) 방법으로 검토함으로써 두 정책이 경기변동을 해결하지 못했음을 보이고자 한다.<sup>144)</sup>

1985년 9월 플라자합의(Plaza Accord)는 일본화폐인 ‘엔’의 가치를 약 30% 상승시켰다. 엔화의 가치상승은 수출에 타격을 가했고 <표 6>에서 보듯이 경제성장률을 1985년 6.43%에서 이듬해인 1986년 4.45%로 곤두박질치게 만들었다. 확장적인 통화정책이 붐을 초래하고 버스트가 뒤를 이었다. 1992년부터 주식

144) Powell(2002)이 사용한 자료의 출처는 대부분 Economist Intelligence Unit Country Profile Japan, 1996 and 2001이다.

과 부동산이 동시에 붕괴하기 시작하자 케인지언은 투자의 하락을 억제함으로써 총수요를 증가시키기 위하여 정부지출을 늘릴 것을 추천한다. 일본정부는 실제로 엄청난 규모의 정부지출 증가를 단행했다. 1990년대 동안에 일본정부는 대략 10회 정도의 재정지출 확대조치를 취했다. 총규모는 100조 엔 이상이다. 문제는 증가된 재정지출이 공공공사에 투입되거나 일자리를 유지하는 데 주는 보조금으로 사용되었다는 것이다. 예를 들어 기업들은 순전히 정부의 보조금 때문에 일자리를 유지하고 있는 경우가 많았다. 이 점은 <표 6>에서 보는 실업률 통계가 정확한 실상을 반영하고 있지 않다는 것을 의미한다. 1989~1990년 기간에 정부는 소비세를 처음으로 3% 부가했다. 1994년에 정부는 일시적으로 소득세를 경감했다. 1997년에 정부는 소비세를 3%에서 5%로 인상했다. 그러나 재정적자는 감소되지 않았다. 1998년에 다시 4조 엔의 세금을 감면했다. 1999년 정부는 7.5조 엔의 공적자금을 15대 은행에 투입했다. 그 결과 일본정부의 재정적자는 재정수지에 포함되지 않은 항목을 포함하면 연간 GDP의 200%가 넘게 되었다. 일본정부는 케인지언이 제안하는 정책을 지난 10년간 대대적으로 시행했지만 약간의 회복이 없었던 것은 아니지만 전반적으로 예전의 일본경제의 활력을 회복할 수 없었을 뿐 아니라 앞으로도 그럴 가능성은 희박해 보인다는 것이다.

플라자합의에 의한 엔화강세의 부정적인 효과를 상쇄하기 위하여 일본 중앙은행인 일본은행(Bank of Japan)은 확장적 통화정책을 적극적으로 시행했다. 일본은행은 할인율을 1986년 1월 5%에서 불과 1년여 만인 1987년 2월에 5%의 절반인 2.5%로 낮추었다. 소위 확장적 통화정책으로 국내수요를 진작시킴으로써 경제성장을 촉진한다는 것이었다. 경제가 빠르게 성장했지만 주식과 부동산의 가격도 크게 상승하기 시작했다. 주식시장 버블과 부동산시장 버블이 동시에 진행되는 소위 붐 시기에 진입한 것이다. 이에 따라 일본은행은 인하했던 할인율을 1989년 4.25%, 1990년 6%까지 인상했다. 이러한 할인율 인상으로 1992년부터 버블의 붕괴와 함께 경제가 침체국면으로 진입했다. 다시 일본은행은 할인율을 인하하기 시작하여 1991년 4.5%, 1992년 3.25%, 1993년과 1994년에는 1.75%, 1995년부터 2000년까지는 0.5%로 유지했다. 할인율의 이러한

지속적인 인하와 함께 일본은행은 화폐공급량을 거의 일정하게 증가시켰다. M2 개념의 통화공급량이 1991년 507조5,260억 엔에서 2001년 629조6,640억 엔으로 증가했다. 그 10년 동안 M2 통화량의 상승률은 약 25%이고 단순 연간상승률은 약 2.5%이다. 물론 이러한 증가는 통화주의자의 준칙주의를 정확히 지킨 것은 아니다. 그러나 준칙주의를 어느 정도 시행했다고 보더라도 큰 무리가 없다. 그리고 안타깝게도 결과는 통화주의자의 정책이 실패하여 일본을 침체에서 탈출하게 만드는 데 실패했음을 보여준다. 앞에서 경기변동의 침체기에는 디플레이션이 나타난다는 점을 설명했다. 그러나 일본은행이 할인율을 인하하여 통화량을 증가시키므로써 디플레이션으로 인한 긍정적인 효과를 대부분 상쇄시켰다. <표 6>에서 1990년대 후반에 소비자물가가 약간 상승하고 경제성장률이 음으로 나타난 사실이 그 점을 보여준다. 만약 일본은행이 통화량을 증가시키지 않았다면 비록 투자는 감소했겠지만 소비자물가는 하락했을 것이고 GDP 성장률은 양으로 나타났을 것이다.<sup>145)</sup> 통화주의자의 확장적 통화정책이 실패한 데는 통화주의자가 추천하는 정책이 침체를 종식할 수 없는 근본적으로 이론적 문제점을 지니고 있기 때문이다. 이 점은 앞에서 지적하였다. 확장적 통화정책이 일본 국내경제의 침체를 종식시키는 데 실패했지만 다른 부작용을 초래했다. 일본의 일부 은행은 ‘엔-캐리 트레이드’(yen-carry trade)를 통해 국가간 이자율 차이를 이용하여 수익을 얻고자 했다. 엔-캐리 트레이드는 물론 국내 통화량을 해외로 유출시켜 국내 통화량 증가를 억제하지만 엔표시 자본이 들어가는 나라들의 통화량을 증가 또는 감소(엔-캐리 트레이드 자금이 그 나라를 빠져나가는 경우)시켜 해당 국가들에게 경기변동을 초래했다. 1990년대 후반 아시아국가들의 경제위기는 달러-캐리 트레이드와 함께 엔-캐리 트레이드가 큰 역할을 했다.<sup>146)</sup>

1990년대 일본의 경험은 케인지언과 통화주의자의 처방이 효과가 없음을 입

145) 미국의 경우에 1839~1943년, 1920~1921년 기간이 이와 같은 사례에 해당한다. 당시 미국은 화폐공급을 증가시키지 않았기 때문에 디플레이션이 발생했지만 실질소비와 실질생산은 증가했다. 전용덕(2010) 참조.

146) 1990년대 후반, 우리나라를 포함한 일부 아시아국가의 위기는 각국의 통화정책과 ‘엔-캐리 트레이드’와 맞물려 있는 것처럼 보인다. 물론 이때 ‘달러-캐리 트레이드’도 없었던 것은 아니지만 말이다. 이 점에 대해서는 제IV장을 참조.

증하고 있다. 그 결과 일본경제는 일부 부문에서 상당한 개혁이 있었음에도 불구하고 큰 성과가 나타나지 않고 있다. 1980년 말 이후의 일본의 상황과 변화는 오스트리아학파의 경기변동이론으로 잘 설명할 수 있을 것으로 여겨진다. 정밀한 실증분석이 있어야 하겠지만 말이다. 이 일은 다음 장으로 연기한다.

<표 6> 일본의 연도별 주요 경제통계

연도	GDP 성장률(%)	화폐증가율 (%) <sup>1)</sup>	화폐증가율 (%) <sup>2)</sup>	할인율(%)	소비자물가 지수	실업률(%)
1985	6.43	2.92	8.87	5.00	87.4	2.6
1986	4.45	9.40	9.29	3.00	88.0	2.8
1987	4.18	4.62	11.15	2.50	88.1	2.8
1988	6.75	7.93	9.84	2.50	88.7	2.5
1989	6.84	2.30	11.78	4.25	90.7	2.3
1990	7.31	4.31	8.17	6.00	93.4	2.1
1991	5.82	8.71	2.53	4.50	96.5	2.1
1992	2.56	3.75	-0.15	3.25	98.2	2.2
1993	1.01	6.50	2.25	1.75	99.4	2.5
1994	1.08	4.00	3.07	1.75	100.1	2.9
1995	1.19	11.58	2.71	0.50	100.0	3.2
1996	2.56	8.83	2.29	0.50	100.1	3.4
1997	2.12	7.90	3.07	0.50	101.8	3.4
1998	-1.17	4.72	4.13	0.50	102.5	4.1
1999	-0.64	10.50	3.41	0.50	102.2	4.7
2000	-0.14	3.37	1.10	0.50	101.5	-

주: (1) 좁은 의미의 화폐=이전가능한 예금+예금을 제외한 현금

(2) 광의의 화폐=(1)+은행이 보유한 저축성 예금+은행이 보유한 외화예금

자료: *International Financial Statistics Yearbook*, 2001

## 5. 소 결

지금까지 보다 좀 더 넓은 시각에서 정리하면, 이번 경기변동의 원인에 대한 몇 가지 ‘잘못된’ 분석이나 주장은 명시적으로 또는 묵시적으로 이번 경기변동의 원인을 ‘시장실패’ 또는 자본주의나 신자유주의 탓으로 돌리는 것이다. 큰 경제위기가 발생할 때마다 정부, 관변 경제학자들, 케인스주의자들과 마르크스주의자들 같은 통칭 반시장주의자들은 그런 위기를 언제나 시장 또는 자본주의 탓으로 돌려왔다. 그러나 앞에서 보았듯이 반복되는 경기변동은 직접적으로는 거의 언제나 화폐량 증가로 인한 정부의 이자율 규제 때문에 발생해왔다. 그리고 그런 증가의 근거에는 화폐제도와 금융제도의 결함이 자리하고 있다. 다시 말하면 이번 경기변동의 정확한 원인은 ‘정부실패’라는 것이다. 그리고 경기변동의 원인은 아니지만 경기변동을 증폭시킨 원인은 몇 가지 있을 뿐 아니라 증폭시켰다는 점에서 그 원인들의 규명과 그에 따른 대책도 중요하다.<sup>147)</sup>

---

147) 그러나 필자는 다른 곳에서 이미 그 점을 자세히 고찰하였기 때문에 여기에서는 참고 문헌만을 소개한다. 전용덕(2009a), 43-51쪽 참조.

## IV. 경기변동과 국제지폐제도

미국발 경기변동이 미국 내에만 머무르지 않은 이유는 여러 가지가 있다. 이 부분은 정교한 이론과 실증분석보다는 직관에 의존하여 주요국의 거시자료 등을 이용하여 정성적 분석을 할 예정이다. 분석에 들어가기 전에 한 가지 유의할 점이 있다. 우리나라를 포함한 세계 각국이 비슷한 시기에 경기변동을 겪고 있는 것은 각국의 통화공급 증가에도 원인이 있다. 세계적 경기변동에는 사실은 각국 자신이 초래한 경기변동도 포함되어 있다는 것이다. 예를 들어 여기에서 자세히 다루지는 않지만 우리나라도 주택버블과 조선산업 등에서 과잉투자가 발생했다. 전자는 순전히 국내 통화량 증가가 원인이고 후자는 세계적 경기변동과 더 많은 관련이 있다.<sup>148)</sup> 이 장에서는 먼저 그 점을 염두에 둘 필요가 있다.

각국의 환율정책은 미국의 통화량이 각국으로 확산되는 데 기여하는 전달메커니즘(transmission mechanism)이다. 만약 ‘순수한’ 변동환율제를 채택한다면 변동환율제의 특성상 미국의 경상수지 불균형은 장기간 지속되지 않았을 것이다. 또 현재 일부 국가는 고정환율제를 채택하고 있다. 중국의 고정환율정책은 미국의 경상수지 적자가 지속되는 데 결정적인 역할을 해왔다. <표 4>와 <그림 12>는 미국의 대(對)중국 환율과 경상수지를 보여주고 있다. 물론 미국의 달러는 중국으로 이전되어 중국의 통화량 증가와 경기변동에 기여해왔다. 다른 나라도 지난 몇 년간 중국과 대동소이한 상태이다. 대미 경상수지 흑자를 가지게 된 중국을 제외한 몇몇 나라의 환율과 경상수지에 대해서는 <부록 A>를 참조할 수 있다. 이제 미국을 제외한 각국은 사실상 표준화폐인 미국의 달러를 쌓고(stack up) 있는 것이다. 미국은 국제지폐본위제 국가 중의 중심국가로서 경상수지 적자를 기피해야 할 이유가 없다. 국제지폐본위제에 대한 자세한 설명은 아래에서 하고자 한다. 미국은 경상수지 적자를 통해 사실상 외국인을 약탈한다. 국제지폐본위제는 국제본위화폐인 지폐를 생산함으로써 시노리지를 외국

148) 우리나라에서 발생한 경기변동에 대한 추가적인 설명은 전용덕(2009c) 참조.

인으로부터 징수하기 때문이다. 예를 들어 아이슬란드의 경우에 미국의 경상수지 적자가 그토록 문제가 된다면 회피하려는 노력을 했을 것이다. 미국의 달러가 과다하게 발행됨에 따라 각국이 ‘달러-캐리’자금을 상대적으로 저렴하게 획득할 수 있게 되었다. 이러한 자금은 미국을 제외한 다른 나라로 흘러들어가 투자자금이 되고 그런 투자자금에 대한 원리금상환 형식으로 나중에 미국 경상수지 적자의 일부가 되는 것이다. 주지하듯이 경상수지는 이자의 송금과 같은 항목도 포함하고 있다.

정보통신기술의 발달은 국제간 거래에서 거래비용의 하락을 촉진해왔다. 거래비용의 하락은 국제분업의 정도를 심화시켜왔다. 경제세계에서 글로벌화란 분업의 영역이 과거에는 국내에만 머무르던 것이 국경을 넘어 예전보다 넓어진다는 것이다. 특히 최근에 시장경제체제로 전환하고 있는 후발국, 예를 들어 중국, 인도 등은 선발 산업국가에 비해 체제전환 초기부터 적극적으로 국제분업에 참여하고 있다. 정보통신기술의 발달에 의한 거래비용의 하락은 그런 분업을 강화하는 방향으로 작용한다. 정보통신기술 발달의 긍정적인 측면이다. 그러나 정보통신기술 발달의 부정적 측면도 있다. 한 나라에서 경기변동이 발생하면 그런 변동의 폐해는 즉각 다른 나라로 전달된다. 발달된 정보통신기술로 인해 거래비용이 하락하고 그 결과 분업의 정도가 예전보다 심화되고 있기 때문이기도 하다. 이러한 환경하에서 미국경제의 세계경제에서의 높은 비중은 미국발 경기변동의 세계적 확산에 일정 부분 기여하고 있다.

신종 채권과 파생상품의 국제적 확산도 동일한 과정을 거친 것이다. 물론 여기에는 각국의 자본시장이 예전보다 더 개방적이 된 것도 한몫을 했다. 예를 들어 아이슬란드는 ‘달러-캐리’ 자금의 과다한 유입과 미국경제 버스트 시기의 신속한 유출로 인한 환율상승 때문에 아이슬란드의 경제주체는 이제 엄청난 빚더미 위에 앉게 되었다. 자본시장 개방이 해외자본을 쉽게 조달할 수도 있게 해주는 긍정적인 면도 있지만 아이슬란드의 경우와 같은 부정적인 측면도 있다. 우리나라의 경우에 주식에 투자된 외국인자금이 빠져 나가면서 환율의 변동이 증폭되었다. 그러나 신종 채권과 파생상품이 국제적으로 확산되게 된 궁극적 원인은 <표 1>에서 보듯이 미국에서 발행된 과다한 통화량에 있다.

만약 미국 민간금융기관의 신용창출이 엄격히 제한되어 있었다면 그런 일은 가능하지 않았을 것이다. 국제분업의 확대, 정보통신기술의 발달, 자본시장의 개방, 거래비용의 하락 등은 미국에서 과다 발행된 달러가 전달되는 통로이거나 그런 전달을 효율적이게 만드는 것이고 바로 그 이유로 경기변동의 국제확산의 궁극적 원인으로 보아서는 안 된다.

제도적 관점에서 보면 1971년 미국이 국제적으로 금태환을 중지함으로써 세계는 무수히 많은 지폐로만 이루어진 체제, 즉 국제지폐제도(international paper-money systems)로 들어갔다.<sup>149)</sup> 그 이전까지 각국의 화폐는 기본적으로 미국의 달러를 통해 부분적으로 금 청구권을 가진 증서(fractional-reserve certificates for gold via the U.S. Dollar)였다. 왜냐하면 외국화폐는 달러를 통해 금에 대한 청구권을 행사할 수 있지만 미국은 실제로 금의 보유를 필요한 양의 아주 일부만 보관했기 때문이다. 그때 많은 논평자는 세계의 화폐제도는 이렇게 조각이 난 채로 각국이 통화정책에 관한 한 드디어 자율권을 가지게 되었다고 기뻐했다. 국제 금태환 중지를 반대했던 논평자들은 극심한 변동환율이 국제분업을 훼손하여 그 결과 수많은 사람이 경제적으로 곤경에 처할 것을 예측했다.

그러나 화폐제도는 사실상 그렇게 오랫동안 조각난 채로 있지 않았다. 지난 40여 년의 경험이 보여주는 바는 국제지폐본위제(international paper-money standard)가 서서히 출현해왔다는 것이다. Hülsmann(2008a)은 그런 출현을 초래하는 여러 가지 원인을 제시하고 있다. 여기에서 그 내용을 전부 다룰 수는 없지만 간단히 요약해 보기로 한다. 여러 나라에서 활동하는 개인이나 민간 기업이 늘어나면서 화폐보유비용을 최소화하는 길을 끊임없이 찾는다는 것이다. 이렇게 하는 방법 중의 하나는 현금보유의 대부분을 주로 하나의 화폐로 보유하는 것이다. 그러나 민간 특히 다국적기업은 화폐본위제, 즉 지폐본위제가 일단 확립되고 난 뒤에 그런 화폐본위제를 공고히 하는 역할을 하고 있다고 보는 것이 정확한 실상일 것이다. 물론 다국적기업이 국제지폐본위제의 출현에 전혀 기여를 하지 않는 것은 아니지만 말이다.

국제지폐본위제의 출현에는 전 세계 정부의 확장욕구, 즉 세계의 모든 정부

---

149) Hülsmann(2008a), 제17장 참조.

가 추가적인 수익을 얻고자 하는 욕구가 가장 중요하게 작용하고 있다고 볼 수 있다. <표 7>은 한국, 미국, 일본 등의 조세부담률과 중앙정부의 부채를 보여주고 있다. 세 나라 모두 사회보장기여금을 포함한 조세부담률은 30%에 육박하고 있다. 그런데 한국의 경우에는 준조세가 많을 뿐 아니라 현물납으로 하는 징병으로 인한 조세를 포함하면 실제 조세부담률은 <표 7>에 나와 있는 수치보다 더 클 것이다. 중앙정부의 부채는 GDP 대비 한국 32.1%(2007년), 일본 161.4%(2006년), 미국 36.2%(2007년)에 이른다. 그러나 최근의 경기변동으로 정부의 재정적자는 큰 폭으로 증가하고 있다. 특히 일본과 미국의 재정적자가 큰 폭으로 증가하고 있다. 이와 함께 지방정부의 재정적자도 무시할 수 없을 정도로 증가하고 있다. 미국의 경우 캘리포니아 주, 뉴저지 주 등이 이미 재정파탄 지경에 이르렀다.

<표 7> 한·미·일의 조세부담률과 중앙정부의 재정적자

구분	조세부담률(%)	(중앙정부의 재정적자/GDP)×100(%)
한국	26.8 (2006년)	32.1(2007년)
일본	27.4(2005년)	161.4(2006년)
미국	28.2(2006년)	36.2(2007년)

주: 조세부담률은 사회보장기여금 포함  
 자료: www.kosis.kr

그러나 각국 정부는 국내에서 세금의 인상이나 인플레이션을 통한 방법은 한계가 있기 때문에 해외에서 자금을 획득할 수 있는데, 바로 그런 욕구가 국제지폐분위제의 출현에 기여한다는 것이다. 그런데 자본의 축적은 하루아침에 이루어지지 않는다. 그리고 축적된 해외자본을 국내로 유인하기 위해서는 충분한 제도적인 안전장치가 필요하다. 월즈만은 제도적인 안전장치를 위해 지난 40여 년 동안 4가지 제도가 역할을 해왔다고 주장한다. ‘채무자-정부’(공기업 또는 국영은행 포함)는 주로 채권자들이 사용하는 화폐로 채권을 발행하는 경우가 증가해왔다. 오늘날 각국 정부는 달러, 유로, 엔 표시 채권을 발행한다. 1990년대 멕시코 위기 이전까지 미국 연방준비위원회는 자국민 채권자들을 위

하여 명시적으로 또는 묵시적으로 대미환율을 보장했다. 물론 이러한 보장은 멕시코 위기 이후에 폐지되었지만 국제지폐본위제의 확립에 일정 부분 기여한 것이 사실이다. 홍콩과 같은 나라에서는 통화위원회(currency board)를 설립하여 자신의 통화를 외국지폐, 예를 들어 달러의 대용물로 환원하는 정책을 취하고 있다. 일부 국가는 달러라이제이션(dollarization)을 통해 아예 국내화폐를 폐지했다. 요약하면 각국 정부의 추가적인 자원에 대한 욕구, 즉 정부의 확장욕구가 국제지폐본위제의 출현을 초래한 주요 동력이다. 그리고 달러, 엔 등이 지폐로서 국제본위제의 하나로 천천히 선택되었다. 왜냐하면 그들 나라의 자본시장이 잘 발달되어 있어서 자본이 풍부하기 때문이다. 이제 달러와 엔은 세계경제에서 일정 지역의 화폐표준(regional monetary standard)으로 출현한 것이다.<sup>150)</sup> 유럽의 공동화폐인 ‘유로’도 국제지폐본위제의 하나가 되었지만 달러나 엔과는 다른 과정을 거쳤기 때문에 추가적인 설명이 필요하지만 연구의 목적상 생략한다.<sup>151)</sup><sup>152)</sup> 국제지폐본위제의 하나가 된다는 것은 해당 화폐를 사용하는 외국인을 지속적으로 약탈할 수 있는 제도이다. 왜냐하면 국제지폐 발행국가는 자국의 국제수지 적자가 초래할 부정적 효과를 결코 염려하지 않거나 또는 느끼지 못할 것이기 때문이다. 적어도 자국통화로 거래하는 경우에서만은 그렇다는 것이다. 앞에서 지적했듯이 미국과 일본 정부의 확대도 다른 나라 정부와 이해를 같이한다. 예를 들어 국제지폐본위제 국가들 중에서 가장 중요한 국가인 미국정부의 재정적자는 <표 3>에 나와 있는 것처럼 2000년대에 들어와서

150) 미제스는 금본위제와 다른 화폐제도, 예를 들어 금환본위제(gold exchange standard)를 비교하면서 금환본위제가 안정적인 화폐체제가 아닌데, 왜냐하면 조만간 금환본위제는 화폐발행에서 국가가 더 많은 간섭하는 방향으로 나아갈 것이라고 지적했다. 금환본위제는 화폐에 있어서 국제적으로 지배적인 지위를 가지게 되는 것, 즉 기축통화(key-currency)의 등장을 막지는 못한다는 것이다. 실제로 1971년에 미국은 국제간 거래에서마저도 금환본위제를 포기했다. 기축통화의 등장과 금환본위제의 관계에 대해서는 Gertchev(2003), 122쪽 참조.

151) 유로가 유럽지역의 표준화폐로 채택된 과정에 대해서는 Hülsmann(2008a), 228-230쪽 참조.

152) 달러, 엔, 유로 등을 일정 지역에서의 ‘기축통화’(key-currency)라고 부를 수 있다. 그러나 기축통화라는 표현은 세 종류의 화폐가 지폐이면서 국제적으로 표준화폐인 점을 모두 포함하고 있는 것 같지는 않기 때문에 적절한 용어가 아니다. 그리고 현재의 국제적인 표준화폐는 ‘복수’이기 때문에 단순히 기축통화라고 말하는 것도 적절하지 않다.

급속도로 증가하기 시작했다.

미국정부, 일본정부 등은 국채를 발행하여 자기 나라의 재정적자를 해결한다. 외국정부로 하여금 대미 경상수지 흑자로 만들어진 달러나 엔을 다시 국채에 투자하게 한다. 국제지폐본위제 국가들은 이러한 방법으로 외국으로부터 투자가 없을 때와 비교하여 상대적으로 저렴한 비용으로 재정적자에 필요한 자금을 마련해왔다. <표 8>은 미국 재무성채권의 해외 보유현황을 1994년과 2008년을 대비하여 보인 것이다. 1994년에 미국을 제외한 외국이 미국 재무성채권을 보유한 비율은 19%였으나 2008년에는 61%까지 급증했다. <부록 B>는 미국정부발행 채권과 증권을 외국정부가 연도별로 얼마나 보유하고 있는가를 보여주는 세부자료이다. 미국 재무성발행 채권의 경우에 2008년 말 현재 일본이 약 5,681억6,000만 달러, 중국이 약 5,219억1,000만 달러를 각각 보유하고 있다. 재무성을 제외한 미국정부의 증권을 2008년 말 현재 중국이 5,270억5,000만 달러, 일본이 2,696억2,000만 달러를 각각 보유하고 있다. 중국과 일본, 두 나라가 2008년 말 현재 보유하고 있는 대미 달러표시 채권과 증권은 약 1조 9,000억 달러에 이르고 있다. <부록 B>는 최근으로 가까워질수록 미국정부를 제외한 외국정부가 미국정부발행 채권과 증권을 더 많이 보유하고 있음을 보여준다. 결론적으로 이제 세계는 복수의 지폐본위제(multiple paper-money standards)로 들어가게 된 것이다.

<표 8> 미국 재무성채권 해외 보유현황

(단위: 십억 달러)

구 분	1994년	2008년
미국 총보유액(A)	2,392	3,621
해외 총보유액(B)	464	2,311
(B/A)×100	19%	61%

그러면 국제적인 복수지폐본위제라는 제도가 어떤 결과를 초래할 것인가? 국제적으로 복수의 지폐본위제도라는 것의 본질은 표준화폐가 지폐라는 것이

다. 지폐가 표준화폐인 이상 지폐가 초래할 모든 폐해를 초래한다. 인플레이션과 경기변동을 초래하는 것을 억제할 수는 없다. 그런 문제점 위에 국제지폐본위제는 외국인을 약탈하는 제도라는 점을 앞에서 지적했다. 상품화폐는 지폐가 초래할 각종 문제점을 억제하는 장치로서 기능한다는 점과 비교하면 국제지폐본위제의 문제점은 더욱 두드러진다.

둘째, 국내지폐본위제에서는 법적 수단을 사용하여 금융기관을 통제할 수 있지만 국제지폐본위제에서는 그런 일이 가능하지 않다. BIS 비율과 같은 수단이 세계수준에서 만들어져서 적용되고 있지만 현재로서는 예외적인 것이라고 보는 것이 옳다.

셋째, 국제지폐생산자들간에 담합이 일어날 것이다. 한편으로 그들은 각자의 지폐생산을 확대하기로 하고, 다른 한편으로 위기가 오면 다른 지폐생산자들을 구제하려고 한다. 마치 이것은 부분지급준비은행제도에서 민간은행과 중앙은행이 담합하는 것과 같다. 실제로 이번 위기에서 미국은 달러자산을 보유한 나라에게 달러를 ‘스왑’ 형식으로 빌려주어 환율변동이 증폭되는 데 따르는 위험을 막았다. 그런데 그것은 사실상 국내 지폐생산자들의 일부, 특히 달러자산을 많이 보유한 나라와 국제지폐생산자간 담합을 실행한 것이다.

넷째, 국제지폐본위제가 경기변동과 관련된 점을 여기에서 언급하고자 한다. 국제지폐본위제하에서 국제표준화폐의 발행국가는 경상수지 적자를 통해 자급자족할 때에 비해 생산가능곡선(PPF)을 경상수지 적자액만큼 바깥쪽으로 이동시킨다. 즉 경상수지 적자가 가용한 국내 생산요소의 한계를 어느 정도 벗어나게 해준다. 국제지폐본위제하에서 국제지폐 피발행국가는 불확실성에 대비하여 국제지폐를 축적하지 않을 수 없다. 그 경우에 경상수지의 흑자액만큼 PPF를 안쪽으로 이동하게 만든다. 그것이 그렇게 되는 이유는 다음과 같다. 단기에는, 국제지폐 피발행국이자 경상수지 흑자국은 쓸모가 없는 지폐와 재화를 교환한다. 그러므로 사실상 PPF가 그만큼 안쪽으로 이동하는 것이다. 장기에서는, 달러로 표시한 경상수지 흑자는 달러가치 하락으로 인하여 사실상 가치가 크게 떨어지거나 휴짓조각이 된다. 예를 들어 달러를 사용하는 시점까지 달러의 가치가 50% 하락한다면, 달러를 사용하는 시점이 달러를 받고 나서 10

년이라면 단순계산으로 1년에 5%씩 달러가치가 감소하고 그만큼 PPF가 안쪽으로 이동하는 것이다. 여기에 추가하여 과다 발행된 채권을 구입한다는 것은 이자율이 그만큼 낮아진다는 것을 의미하고 과다 발행된 채권이 없을 때의 이자율과 현실이자율의 차이만큼 채권보유국은 손해를 본다. 이 점도 국제지폐 피발행국의 PPF를 안쪽으로 이동하게 만든다. 이번 미국 경기변동에서 달러를 가장 많이 보유한 중국이 미국달러에 대하여 큰 불만을 가지게 된 것은 바로 그 점 때문이다. 그렇다면 경기변동을 PPF와 연결하여 설명하는 경우에 국제지폐 발행국가인 경우에는 경상수지 적자액의 전부 또는 일부만큼 PPF를 바깥쪽으로 이동하게 만들 것이고, 다른 나라, 예를 들어 중국, 한국 등은 경상수지 흑자액의 전부 또는 일부만큼 PPF를 안쪽으로 이동하게 처리해야 할 것이다. Garrison(2004) 등은 그 점을 고려하지 않았기 때문에 약간의 오류가 있다고 보아야 할 것이다. 즉 Garrison(2004) 등은 마치 폐쇄경제하에서의 경기변동과정을 설명하고 있다는 것이고, 만약 대외부문을 고려하는 경우에도 국제지폐 발행국 여부에 따라 다르게 다루어야 한다는 것이다. 이 점은 추가적인 연구가 필요하다.

## V. 시사점과 결론

이번 경기변동은 직접적으로는 화폐공급의 증가에 의한 이자율의 인위적인 하락과 제도적으로는 화폐제도와 금융제도의 문제점 때문에 발생했다. 1920년대의 대공황도 금본위제하에 있었다는 점만을 제외한다면 이번 경기변동과 큰 차이가 없는 직접적 원인과 제도적 원인 때문에 발생했다. 그리고 화폐공급량의 결정과 화폐제도와 금융제도를 만드는 일은 지금이나 그 당시나 정부의 몫이다. 즉 이번 경기변동이나 대공황이나 모두 정부실패에서 연유했다는 것이다.

두 시기의 상황이 이러함에도 지금이나 대공황 당시나 상당수 경제전문가와 여론은 자본주의, 신자유주의, 시장 등의 결합에서 그 원인을 찾고 있다. 당연히 그들은 정부가 개입하여 시장의 결합을 시정해줄 것을 제안하거나 주장해왔다. 그 점을 라스바드는 다음과 같이 적고 있다.

“대공황이 미국인의 사고에 미친 가장 주요한 영향은 ‘자유방임’ 자본주의가 문제라는 생각이 일반적으로 받아들여진 것이었다. 경제학자들이나 일반 대중이나 할 것 없이, 다 같이 가진 공통적인 견해는 1920년대는 ‘개조되지 않은(unreconstructed) 자본주의’가 지배했고 이 비참한 공황이 구식의 자유방임이 더 이상 작동할 수 없다는 점을 보여준다는 것이다. 19세기에 자유방임 자본주의는 언제나 불안정과 침체를 가져왔다. 그러나 지금은 그 자본주의가 더 나빠져 왔고 전적으로 용납할 수 없을 정도가 되었다. 정부가 경제를 안정시키고 경기변동을 억제하기 위하여 개입해야 한다. 오늘날까지도(라스바드가 이 글을 쓰는 시점인 1960년대 초반, 역자 주) 다수의 사람은 자본주의를 거의 영원히 심판해야 한다고 생각한다. 만약 현대판 화폐정책-재정정책과 안정화 정책이 다음의 심각한 침체로부터 자본주의를 구제하지 못한다면 이 다수의 사람은 최종적인 해결책으로서 사회주의로 눈을 돌릴 것이다. 그들에게는 다음의 침체는 심지어 개혁되고 진보된

자본주의마저도 번영할 수 없다는 점을 최종적으로 입증하는 것이 될 것이다.”<sup>153)</sup><sup>154)</sup>

## 1. 경기변동의 직접적 원인으로부터 유도한 시사점

### (1) 침체기의 정부정책: 소극적 정책

‘버스트-침체기’는 경제가 정상으로 돌아가는 데 반드시 필요한 회복의 시간이다. 그렇지만 침체기는 짧을수록 좋다. 침체기를 단축시키기 위하여 정부가 해야 할 일 또는 정부가 취해야 할 수단은 무엇인가? 침체기를 단축시키기 위한 가장 명확한 방법은 정부가 시장의 조정과정(market's adjustment process)에 간섭하거나 개입하지 않는 것이다. 사실 이 점이 가장 중요하다. 거의 모든 정부는 이 시기에 적극적으로 무엇인가를 해야 한다고 생각하고, 실제로 그렇게 한다. 그러나 정부의 시장개입 또는 간섭은—그것이 어떤 형태의 것이든—‘완전’ 회복으로 가는 길을 방해하고 어렵게 한다. 정부가 시장의 구조조정과정에 개입할수록 침체를 악화시키고 영구화시킨다. 결국 정부의 시장개입이나 간섭은 정부가 해결하겠다고 하는 바로 그 문제를 언제나 악화시킨다.

정부가 행하는 시장간섭을 열거하면 그것이 바로 정부가 하지 말아야 할, 훌륭한 ‘반침체’(anti-depression)정책이 된다. 정부가 행하는 시장간섭은 재정정책과 통화정책으로 크게 구분할 수 있다.<sup>155)</sup> 통화정책은 세 가지로 나눌 수 있다. 첫째, 정부가 확장적 통화정책을 실천하지 않는 것이다. 침체 이전보다 이자율을 더 낮추어 통화량을 더 증가시키면 통화량 증가는 재화들의 가격하락을 방

153) Rothbard,(1975), 2쪽에서 인용.

154) 라스바드가 50여 년 전에 다음의 침체, 즉 이번 침체에는 일단의 지식인과 대중의 여론이 정부의 개입을 더 촉구하는 방향으로 흐를 것이라는 예측을 했다는 사실은 우리를 놀라게 한다.

155) 현재 우리나라 정부도 경기변동에 대한 대응책으로 아래에서 열거하는 각종 시장간섭 정책을 시행하고 있거나 시행할 예정으로 있다. 그 점에서 우리나라 정부의 정책이 초래할 폐해도 아래에서 논의하는 내용과 대동소이하다. 다만 이 절이 일반이론에 대한 설명이기 때문에 우리나라 정부의 현재 반침체정책에 대한 구체적인 언급은 생략한다.

해한다. 그런 가격하락 억제는 구조조정을 연기하고 침체를 더 길어지게 한다. 통화량 증가가 없을 때 비하면 그렇다는 것이다. 통화량 증가에 의한 추가적인 신용팽창은 더 많은 과오투자를 초래하고 이런 과오투자는 미래 언젠가 침체를 유발할 뿐 아니라 청산되어야 한다. 궁극적으로 정부의 확장적 통화정책은 시장이 정상적으로 돌아가는 데 필요한, 더 높은 이자율의 출현을 방해하기 때문이다.

둘째, 은행이 구조조정 대상인 기업에게 자금을 빌려주는 행위에 대하여 정부가 간섭하지 않는 것이다. 정부는 은행을 직접 소유하고 있을 뿐 아니라 그렇지 않은 경우에도 민간은행에 대하여 상당한 통제력을 가지고 있다. 그것은 정부가 은행의 신용대출행위에 쉽게 간섭할 수 있음을 의미한다. 정부가 은행의 신용대출행위에 간섭하면 정부는 정부에 ‘잘 보인’ 기업에게 대출을 지시할 가능성이 높다. 그러므로 정부는 민간은행의 자금중개행위에 간섭하지 말아야 한다. 은행을 소유하고 있는 경우에는 최대한 빨리 민영화해야 한다.

셋째, 정부가 민간은행의 신용축소를 방해하지 말아야 한다. 위기가 도래하면 민간은행은 신용을 축소하고자 한다. 신용의 축소가 바로 다름 아닌 디플레이션이다. 은행은 자신이 파산함으로써 사회 전체의 신용을 축소케 할 뿐만 아니라 은행쇄도에 대비하거나 위험한 프로젝트에 투자한 신용을 회수함으로써 신용을 축소시킨다.<sup>156)</sup> 신용의 축소 또는 디플레이션이 경기회복을 지연시키는 것이 아니라 오히려 단축한다.<sup>157)</sup> 정부가 민간은행의 신용축소를 방해하는 것은 경기회복을 인위적으로 지연시킨다는 것을 의미한다.

재정정책은 크게 네 가지로 나눌 수 있다. 첫째, 실업보조금을 중단하는 것이다. 실업보조금의 종류가 무엇이든지, 모든 실업보조금은 실업을 영구화할 뿐 아니라 노동자가 일자리가 있는 곳으로 이동하는 것을 방해한다. 실업보조금이 일할 인센티브를 없앨 뿐 아니라 서둘러 일자리를 찾는 것을 방해하기 때문이다.

둘째, 가격을 시장에서 결정되는 수준보다 높게 유지하도록 유도하는 것을

---

156) 은행쇄도와 관련한 내용은 다음 절을 참조.

157) Hülsmann(2008b)은 디플레이션을 경기변동에 대응하는 적극적인 정책으로 삼아야 한다는 제안을 한다.

하지 않는 것이다. 미국이 후버 대통령 시대에 기업의 임금을 의도적으로 높게 유지하도록 정부가 강제한 것이 좋은 사례이다. 가격을 시장에서 결정되는 수준보다 인위적으로 높게 유지하면 재고가 쌓이게 되고 경제의 빠른 회복을 방해한다. 실업보조금, 인턴제 보조금, 최저임금제 등과 같은 제도는 임금하락을 억제하거나 임금의 상승을 추구하는 제도이다.

셋째, 정부가 소비를 촉진하고 그에 따라 저축을 억제하는 행위를 하지 않는 것이다. 적자재정의 편성 또는 증세 등이 소비를 촉진하는 정책의 좋은 예이다. 정부의 지출은 모두 소비이기 때문에 정부가 적자재정을 편성한다는 것은 그만큼 소비를 늘리고 저축을 줄이는 것이다. 일반적으로 말하면, 정부의 크기가 조금이라도 커지면 그만큼 사회 전체의 ‘소비/투자’ 비율을 끌어올리고 그런 소비증가는 침체를 연장시킬 뿐이다. 서양에서 ‘푸드스탬프’를 지급하거나 각종 구제금지급 프로그램은 소비를 촉진하고 그만큼 저축을 억제한다. 이와 유사한 프로그램은 많다. 각종 보장성 지출도 여기에 해당한다. 심지어 일본은 이번 위기에 현금을 소비자에게 직접 지불하기까지 했다. 소비촉진과 그 결과 저축억제는 침체를 악화시킨다는 사실과 그와 반대로 저축의 증가와 소비의 감소만이 침체를 단축하는 길이라는 것을 앞에서 보았다.

요약하면 침체에 빠져들고 있는 경제에서 침체기간을 단축시키는 최선의 방법은 정부가 시장에 어떤 종류의 ‘개입’이나 ‘간섭’도 하지 않는 것이다. ‘확장적’ 재정정책과 ‘확장적’ 통화정책은 사람들이 그토록 바라는 경기의 회복을 지원시키고 다음 경기변동의 씨앗을 뿌리는 것이다. 무엇보다도 정부의 각종 지원정책은 시장에서 도태되어야 할 ‘무능한’ 기업가를 생존하게 만듦으로써 국가 경제를 비효율적으로 만든다. 그리고 일반적으로 그런 기업가는 다음 경기변동에 잘 대처할 수 없다. 지폐제도와 부분지급준비제도하에서는 경기변동이 반복될 것이라는 점은 제도 자체에 내재된 것이라는 점을 앞에서 지적하였다. 침체기에 행하는 정부의 각종 지원정책은 소비자의 욕구를 만족시키는 일에 있어서도 비효율적이기 때문에 소비자 전체의 효용은 후퇴한다. 침체기에 행하는 정부의 각종 지원정책은 인기에 영합은 하겠지만 장기적으로는 그 정책이 돕고자 하는 국민을 더 나쁘게 만드는 것이다.

## (2) 침체기의 정부정책: 적극적 정책

앞에서 시장의 조정과정에 맡기는 것이 침체가 발생했을 때 취해야 할 정부의 태도 또는 정책임을 지적했다. 그러나 그것은 소극적 정책이라고 하겠다. 정부가 침체를 예방 또는 방지하기 위하여 적극적으로 시행해야 할 정책은 없는가? 경기변동을 예방 또는 방지하는 것이 침체를 겪는 것보다는 좋은 방법인 것이 분명하기 때문이다. 정부가 경기변동을 예방 또는 방지하기 위한 정책과 관련하여 제도를 고치는 일은 다음 절로 미루고, 여기에서는 제도를 개혁하는 것을 제외한 내용만을 다룬다.

첫째, 가장 먼저 해야 할 일은 정부의 크기를 줄이는 것이다. 재정적자가 없다고 가정하면, 정부는 세금을 감면함으로써 정부의 지출을 줄일 수 있다. 세금은 어떤 종류의 것이든 소득에 부정적으로 작용하여, 그 결과 ‘저축/투자’에 부정적으로 작용한다. 먼저 경제가 침체에 진입했다고 가정하자. 감세는 사회 전체의 ‘저축/소비’ 또는 ‘투자/소비’ 비율을 자동적으로 증가시키는 방향으로 작용하여 경제가 침체를 벗어나는 데 필요한 시간을 단축시킨다. 장기적으로는 세금을 줄여주는 것은 사회의 시간선호를 하락하게 만들고, 그 결과 경기 침체를 벗어나는 데 없어서는 안 되는 ‘저축/투자’를 증가하게 만든다. 경제가 침체에 진입해 있지 않다고 가정하자. 감세는 앞에서 제시한 이유로 경제 침체의 발생을 상당히 억제할 것이다. 감세는 또한 다른 건전한 경제행위를 자극하게 된다. 예를 들어 앞에서 보았듯이 일본은 1990년대 침체에 감세는 조금 하고 증세는 상대적으로 크게 하였다. 물론 이러한 정책이 일본을 장기침체에서 벗어나지 못하게 하고 있는 부분적인 이유이다.

둘째, 현존하는 재정적자를 줄이는 것도 침체기간을 단축시키고 경제를 빠르게 회복시킬 수 있는 방법이다. 현실에서 많은 나라의 정부가 엄청난 액수의 재정적자를 국민에게 부담시키고 있다. 재정적자는 사실상 정부를 크게 만드는 방법이다. 재정적자의 조달을 어떤 방법으로 하느냐에 따라 그 경제적 효과는 조금씩 차이가 있다. 그러나 대부분의 경우에 재정적자는 새로운 화폐를 발권하여 조달된다. 새로운 화폐를 발행하는 것은 앞에서 지적한 인플레이션을

포함한 경기변동 등과 같은 각종 부작용을 초래한다. 그 결과 국민은 재정적자로 인한 경기변동, 인플레이션 등으로 그만큼 가난해진다. 그러므로 흔히 재정적자는 다음 세대에게 빚을 부담시킨다고 말하는 것은 틀린 것이다. 인플레이션과 경기변동으로 현 세대도 일정 부분 빚을 부담하게 되기 때문이다. 그러므로 재정적자를 늘릴 것이 아니라 존재하는 재정적자를 줄이는 것이거나 최대한 없애는 것이 경기침체를 예방하거나 방지하는 방법 중의 하나이다. 일본의 경우처럼 이미 재정적자가 엄청난 규모일 때는 상당한 재정적자의 축소도 외형적으로는 그 효과가 미미하게 나타날 수 있다. 그러나 그 효과가 없는 것은 아니다.

셋째, 정부의 규제를 폐지하는 것이다. 시장경제를 추구한다는 나라들이라 하더라도 실제로는 건전한 경제행위를 억제하는 많은 규제가 있는 것이 사실이다. 정부가 그런 규제를 폐지함으로써 건전한 경제활동을 장려할 뿐 아니라 규제로 인한 각종 부작용과 폐해를 줄여 경제를 효율적으로 만들 수 있기 때문이다. 물론 여기에서 자본주의의 근간인 재산권을 보호하는 각종 제도와 규제는 자본주의에 맞게 손질되어 존속되어야 한다.

요약하면, 경기변동에 대한 정부의 적극적인 정책은 정부의 크기를 실질적으로 줄이는 것이다. 정부의 크기라는 관점에서 보면 큰 정부가 경기변동을 만들어낸 것이라고 할 수 있다. 특히 다음 절에서 논의할 제도적 관점에서는 더욱 그렇다. 정부를 크게 만드는 어떤 공공정책도 다음 경기변동을 초래하거나 경기변동의 영향을 악화시키는 방향으로 나아가는 것이다.

## 2. 경기변동의 제도적 원인으로부터 유도한 시사점

### (1) 화폐제도와 금융제도가 화폐관련 정책과 목표보다 훨씬 중요

화폐와 금융에 관한 한 미제스와 하이에크는 우리가 어떤 정책과 목표를 추구하느냐 하는 것은 그다지 중요하지 않다고 주장한다. 화폐와 금융에 관한 정책과 목표보다 더 중요한 것은 화폐제도와 금융제도라는 틀 그 자체라는 것이

다. 다시 말하면 화폐와 금융에 관한 규칙과 제도가 어떤 정책과 그것을 실천하려는 의도보다 더 중요하다는 것이다. 그 점이 이번 위기에서 여지없이 입증되었다.

여기에서는 지금까지 분석한 내용을 토대로 경기변동을 방지할 수 있는 화폐제도와 금융제도의 틀을 제안하고자 한다.<sup>158)</sup> 첫째, 민간이 화폐를 자유롭게 발행할 수 있는, 즉 화폐의 발권을 ‘자유시장’으로 만드는 것이다. 자유시장이라는 의미는 화폐의 생산과 사용에 있어서 누구에게도 어떤 특권이나 특혜를 부여하지 않는 것을 의미한다. 화폐의 생산과 관련한 몇 가지 쟁점을 논의하기 위하여 먼저 화폐시장에 있어서도 우리의 궁극적 목적은 희소성을 줄이는 것 또는 부의 증가라고 전제한다. 물론 이 전제는 환경문제와 관련하여 미묘한 쟁점이 없는 것은 아니지만 일반적으로 받아들이는 것이다. 중앙은행이나 정부도 여기에서 예외는 아니다. 그것이 의미하는 바는 인플레이션 목표치, 화폐공급량의 증가율 목표 등과 같은 것은 인간사회의 중간단계의 목표 또는 궁극적 목적의 수단일 뿐이다. 주어진 목표를 달성하기 위하여 화폐제도는 인플레이션 목표치 등과 같은 다른 어떤 수단보다도 중요한 수단이다. 그리고 궁극적 목적을 달성하기 위하여 수단으로서 화폐제도를 취사선택할 수 있고 그렇게 할 수 있어야 한다. 다시 말하면 화폐제도의 선택은 인간의 의지의 문제이지 궁극적으로 주어진 것이 아니라는 것이고 역사적으로도 그러하다.

화폐발행에는 두 개의 제도가 존재한다. 자유시장과 정부의 특혜와 보호를 받는 시장으로 구분할 수 있다. 여기에서 분명히 할 것은 ‘정부발행’의 상품화폐도 정부의 특혜와 보호를 받는다는 점에서 자유시장이 아니다. 정부 또는 중앙은행이 상품화폐를 발행하면 필연적으로 그 상품화폐는 함량이 부족한(debasement) 화폐가 되고 궁극적으로는 지폐로 바뀔 것이고 역사적으로도 실제로 그렇게 되었다.<sup>159)</sup> 이 점에서 19세기 말의 금본위제는 불환본위제(fiat standard)이지 자유시장이 아니었다. 그 결과로 Hülsmann(2003)은 19세기 고전적

---

158) 여기에서 제안하는 개혁보다 더 구체적이고 넓은 범위의 개혁을 다룬 문헌으로는 Mises(1980), 제4부, Rothbard(1994), Huerta de Soto(2006), 제9장, Hülsmann(2008a) 등 참조. 국내 문헌으로는 안재욱(2008), 전용덕(2007) 등이 있다.

159) 정부가 어떻게 화폐제도를 파괴해왔는가를 다룬 개론서로는 Rothbard(1990)가 있다.

자유주의자의 표준화(standardization) 운동은 문제가 있다고 지적했다.<sup>160)</sup> 여기에서 자유시장이란 물론 민간이 상품화폐, 지폐, 다른 화폐 등 어느 것이라도 발행가능하다는 것이다. 자유시장이란 화폐의 발행에 있어서 화폐간 경쟁을 허용하는 시장을 의미한다. 이때 물론 상품화폐가 중국적으로 선택될 것이다. 민간발행의 지폐 등이 경쟁에서 존립할 수 없는 본질적인 이유는 상품화폐에 비해 비화폐적(nonmonetary) 수요가 없다는 것이다.<sup>161)</sup> 지폐는 화폐 용도를 제외하고는 쓰레기나 다름없다. 이 점은 하이퍼인플레이션이 시작되면 지폐의 운명이 어떻게 되는가를 보면 알 수 있다. 역사적 경험도 지폐는 언제나 정부의 보호와 특혜 때문에 존립했다. 이제 자유시장에서 화폐간 경쟁은 상품화폐간 경쟁으로 국한될 것이다. 이때 만약 경제가 성장한다고 가정하자. 그리고 기술적인 이유로 금과 같은 상품화폐의 공급이 충분하지 않다면 그 상품화폐의 구매력은 상승할 것이다. 이런 상황이 발생하면 제2, 제3의 상품화폐, 예를 들어 은, 동 등이 민간에 의해 발행될 것이다.<sup>162)</sup> 민간이 상품화폐를 자유롭게 발행하는 것은 시장경제원리에 아주 잘 일치하는 것이다.<sup>163)</sup> 이때 시장경제 원리란 자유시장에서는 소비자가 모든 투자결정의 최종심판자가 된다는 것을 의미한다. 이러한 원리는 재화시장에 적용되는 것이기도 한데 화폐시장에 적용하지 말아야 할 이유가 없다. 여기에서 나오는 결론은 우리가 자유시장에서 민간발행의 화폐보다 더 중요한 다른 재화를 보유하는 것을 방해하지 않는 한 그 화폐를 보유하고 사용할 것이다. 지금까지 화폐발행을 자유롭게 했을 때 일어날 결과를 아주 간략히 설명했다.

이제 화폐의 자유로운 발행이 지니는 규범적 문제는 어떻게 되는가? 즉 자유로운 화폐발행(monetary *laissez-faire*)이 사회에 좋은 것인가 나쁜 것인가 하는 것이다. 예를 들어 만약 금과 은이라는 복수상품화폐가 사용되는 경우에 두 화폐의 공급량에 따라 두 화폐의 구매력이 결정되고, 두 화폐의 사용범위에 따라

160) Hülsmann(2003), 59쪽 참조.

161) Hülsmann(2003), 39쪽 참조.

162) 여러 상품화폐가 동시에 사용되는 상황에 대한 자세한 설명은 Hülsmann(2003), 39-40쪽 참조.

163) 화폐발행시장을 자유시장으로 만드는 데 관련된 기술적인 문제는 그런 결정을 하고 난 이후에 논의해도 늦지 않을 것이다.

두 화폐의 효용이 결정될 것이기 때문에, 금과 은의 생산자와 보유자간에 이해의 갈등이 발생한다. 이 질문에 대한 가장 통상적인 접근법은 최종적인 또는 궁극적인 심판자로는 사회구성원들, 더 정확히는 사회구성원의 판단에 의하는 것이다. 그러나 인간의 효용에 의존하는 방법은 그런 효용이 모두 주관적인 것이기 때문에 공통분모가 없고, 그 결과 우리는 판단을 위한 기준을 마련할 수 없게 된다. 이러한 문제를 해결할 수 있는, 모순이 없는 유일한 방법은 재산권을 존중하는 것이다.<sup>164)</sup>

그리고 우리가 이러한 기준을 화폐의 제조와 화폐의 생산량에 적용하면 민간 재산권을 존중한다는 전제하에 사회구성원이 자유롭게 결정한 화폐의 종류와 화폐의 생산량은 언제나 최적이라는 결론에 도달한다. 즉 사전적인(ex-ante) 관점에서 보면 시장참여자들의 자유로운 선택에 의해 결정된 화폐의 종류는 최적이고 화폐의 구체적인 생산량도 최적이다.<sup>165)</sup> 이런 결론이 의미하는 바는 얼마나 많은 화폐량을 생산할 것인가 하는 질문은 적절한 것이 아니고, 화폐와 관련한 적절한 질문은 화폐의 경쟁적인 생산을 방해하는 어떤 법적 제한이나 규제가 있는가 하는 것이 된다.

이제 화폐의 자유로운 생산이라는 하나의 제도와 현실의 다른 하나의 제도인 국가에 의한 화폐의 독점생산이라는 제도를 비교할 필요가 있다. 여기에서 국가에 의한 지폐의 생산이 가져올 폐해는 앞에서 충분하지는 않지만 상당히 다루었기 때문에 다시 언급할 필요는 없을 것이다.<sup>166)</sup> 오히려 지폐의 독점생산을 찬성할 만한 이론적인 이유가 있는가를 몇 가지 주요한 것만 간추려서 다루어보고자 한다.<sup>167)</sup> 첫째, 지폐의 생산자는 매우 쉽게 화폐의 생산량을 증가시킴으로써 시장참가자들의 동기를 자극할 수 있다는 것이다. 지폐의 생산량을 증가시킴으로써 재화들의 가격이 상승하기 때문이다. 이것이 흄(Hume)이

---

164) 재산권을 복지기준으로 사용하는 데 대한 자세한 설명은 Hoppe(1989), Rothbard (1997b, 2002) 등이 있다.

165) 사전적인 계획과 사후적인 현실간의 비교문제를 일반적으로 다룬 문헌으로는 Rothbard(1977), 제2장 참조.

166) 지폐가 시장에서 자생적으로 생산된 것이 아니라는 견해에 대한 역사적 증거로는 Selgin(1994), Dowd(2001) 참조.

167) 자세한 내용은 Hülsmann(2003, 2008a) 참조.

주장한 소위 ‘동기’이론이다.<sup>168)</sup> 그러나 동기이론의 문제점은 지폐공급의 증가가 동기를 파괴하는 집단도 있다는 점을 간과한 것이다. 우리가 지폐의 증가가 소득재분배를 초래한다는 점을 앞에서 보았는데 그것은 소득재분배에서 손해를 보는 집단은 그만큼 동기를 잃는다는 것이다. 지폐공급의 증가는 사회에 시간을 두고 퍼져나간다. 물론 얼마나 빨리 퍼져나가는가 하는 것은 당시의 경제 상황과 경제주체들의 기대에 달려 있을 것이다. 이 과정에서 초기에 새로운 지폐를 받은 기업가는 예전보다 더 많은 생산요소를 고용할 수 있을 것이고 상대적으로 그런 지폐를 받을 수 없는 기업가는 생산요소의 고용을 줄여야 할 것이다. 즉 지폐공급의 증가는 일부 기업가의 동기를 자극하지만 다른 기업가를 실망시킨다. 앞에서 지적한 점 이외에도 동기이론이 진실이라는 주장이 있지만 여기에서는 생략한다. 결론적으로 동기이론이 지폐의 생산을 정당화시킨다는 것은 틀린 것이다. 둘째, 지폐공급의 증가가 소득재분배를 가져오는데, 이 때 국가 내의 유능한 기업가들에게 자원이 이동한다는 것이다. 이 점은 앞에서 검토하였으나 충분하지 못하기 때문에 추가 논의한다. 이런 가능성이 ‘강요된 저축’ 학설(doctrine of forced savings)에서 강조된 것이다.<sup>169)</sup> 상대적으로 유능하지 못한 기업가들은 지폐공급이 증가하기 이전에 비해 자원배분에 있어서 비중이 작아지고 그 결과 경제는 긍정적인 영향을 받는다는 것이다. 그러나 현실에서 반대의 경우도 일어날 수 있을 뿐 아니라 실제로 더 자주 일어난다. 위기에 빠진 기업을 구제하기 위하여 화폐공급을 증가시키는 경우를 생각해 보라. 이 경우에는 상대적으로 유능한 기업가를 희생하여 무능한 기업가에게 혜택을 주는 것이다. 복지국가를 추구하는 경우에 그런 비용을 위하여 국가가 지폐공급을 증가시키는 경우는 상대적으로 무능한 경제주체에게 단순히 소득을 재분배할 뿐이고 유능한 기업가에게 자원이 배분된다는 주장은 틀린 것이다. 만약 인플레이션으로 유도한 강요된 저축이 현실에서 실제로 발생했다 하더라도 그것은 순전히 우연일 뿐이다. 원인과 결과의 관계가 우연한 것을 토대로 화폐 정책이나 제도를 결정할 수는 없다. 셋째, 노동시장에서 임금의 경직성을

168) Hume(1985), 286쪽 이후 참조.

169) 여기에서 말하는 강요된 저축은 앞의 ‘경기변동과 인플레이션’ 항에서 서술된 강요된 저축과 동일한 것이다.

극복하기 위하여 화폐공급의 증가가 필요하다는 것이다. 즉 화폐공급의 증가를 통해 유도된 인플레이션이 노동시장에 완전고용을 초래하고 모든 가용 자원을 사용하는 균형점까지 실질임금의 하락을 유도한다는 것이다. 1920년대 이후에 이 주장은 특히 유럽에서 교조적인 단계에 이르렀다. 이 주장은 화폐정책과 다른 시장, 예를 들어 노동시장의 임금결정과정의 독립적이라는 가정을 하고 있다. 그러나 그런 가정은 비현실적이다. 노동시장에서 물가상승에 연동하는 임금결정방법은 불완전하다. 그 결과 많은 경우에 노동조합은 인플레이션으로 인한 화폐의 구매력의 상실을 과다하게 추정한다. 그리고 그런 과다 추정은 더 많은 실업을 초래한다. 1970년대 이후에 독일, 프랑스, 스페인 등에서 이러한 결과는 두드러지게 나타나고 있다. 그러므로 이 주장도 틀린 것이다. 넷째, 화폐수요와 화폐공급의 변화에 따라 조정이 필요하기 때문에 화폐의 생산을 국가가 독점해야 한다는 주장이다. 이 주장의 핵심은 화폐의 명목 수량을 현재의 경제조건에 맞게 조정해야 하기 때문에 화폐공급을 국가가 독점해야 한다는 것이다. 이 주장은 크게 두 가지로 구분할 수 있다. 하나는 변화된 화폐의 수요에 맞게 화폐의 공급을 조정해야 한다는 주장이다. 다른 하나는 화폐의 수요와 공급을 다 함께 상품시장의 변화에 맞게 조정해야 한다는 주장이다. 화폐의 수요 또는 화폐의 공급 두 가지 모두를 조정하는 문제는 매우 복잡할 뿐 아니라 여러 가지 경우가 있기 때문에 여기에서 모두 다루는 것은 본 연구의 목적상 적절하지 못하다. 다만 지적해야 할 것은 국가가 지폐를 독점생산하면 화폐수요에 비해 화폐공급이 언제나 초과하여 발행된다는 것이 역사적 경험이다. 화폐의 최적 공급량을 인간의 지식으로는 찾아낼 수 없어 본질적인 한계에 직면하게 된다는 점은 앞에서 지적했다. 경기변동, 특히 침체기에 화폐공급이 급격히 감소하는 경우가 발생할 수 있다. 그것은 금융제도의 문제와 직접적으로 관련이 있다. 만약 100%지급준비를 법률로 규제한다면 그러한 경기변동에 의한 화폐공급의 축소는 발생하지 않을 것이다. 그리고 상품화폐와 100%지급준비제도하에서는 현재와 같은 대규모의 경기변동은 발생하지 않을 것이기 때문에 화폐공급의 급격한 변화를 염려할 필요가 없다. 다만 상품화폐의 생산과 관련된 기술적인 문제로 인해 발생할 수 있는 약간의 문제는 화폐가 자유시장

이 되면 화폐를 발행하는 기업가의 이윤동기에 의해 적절히 해결할 수 있을 뿐 아니라 그런 이윤동기에 의해 제거할 수 없는 문제가 없는 것은 아니지만 지폐의 독점생산에 의해 야기되는 경기변동의 폐해에 비하면 아주 작은 것이다. 요약하면, 지폐발행의 정부독점을 폐지하고 화폐의 자유로운 발행을 민간에게 허용해야 한다.<sup>170)</sup> 민간은 누구나 어떤 종류의 화폐라도 그리고 얼마의 양이라도 자유롭게 발행할 수 있어야 한다. 즉 화폐발행시장을 자유시장으로 만들어야 한다는 것이다. 왜냐하면 그런 시장은 필연적으로 상품화폐의 발행으로 귀결될 것이라는 점을 경제이론은 보여주고 상품화폐는 역사적으로도 민간에 의해 시장에서 발견되고 진화한 것이기 때문이다.<sup>171)</sup> 경제이론과 역사, 모두가 보여주는 바는 화폐시장을 자유시장으로 하면 그 결과는 상품화폐가 표준화폐가 된다는 것이다. 앞에서 지적했듯이 민간에 의한 상품화폐의 발행은 정부에 의한 지폐의 독점발행으로 인한 경기변동을 포함한 각종 폐해를 거의 대부분 해결할 것이다. 다시 말하면 상품화폐의 사용이 정부의 지폐발행의 남용으로부터 화폐가치를 보호하고 각종 폐해를 억제할 수 있는 확실한 방법이라는 것이다.<sup>172)</sup> 물론 상품화폐도 완전한 것이 아니기 때문에 생산과 관련한 기술적인 제약도 약간의 문제를 일으킬 뿐 아니라 상품화폐의 증가도 실물 부문에 영향을 미칠 것이다.<sup>173)</sup><sup>174)</sup> 그리고 국가에 의한 지폐의 독점생산을 찬

170) 제본스(Jevons), 밀(Mill), 리카도(Ricardo), 맬서스(Malthus) 등과 같은 고전파 경제학자는 상품화폐제도를 찬성했지만 그중 일부는 지폐제도도 찬성하는 잘못을 범했다. 그들이 그렇게 이중적인 태도를 취하게 된 이유로는 앞에서 제시한 이유들 가운데 하나 또는 둘 이상의 주장에 찬성했기 때문이다. 고전파 경제학자들의 화폐제도에 대한 견해를 간략히 검토한 것으로는 Gertchev(2003) 참조.

171) 화폐의 기원에 대해서는 Menger(1950) 참조.

172) Menger(1950), 258쪽 참조.

173) 물론 상품화폐 또는 금은 우리가 바라는 완전한 화폐는 아니다. 그러나 금에 대한 유일한 대안은 정부발행의 지폐라는 점이다. 이 점을 미세스는 1924년 「금본위제로의 회귀」(Return to the Gold Standard)라는 논문에서 이렇게 지적하고 있다. “우리는 금본위제와 정부에 의해 조작되는 화폐, 둘 중의 하나만 선택해야 한다. 금본위제의 경우 우리는 금 생산의 이윤 여부에 의존하게 된다. 독립화폐(정부발행의 지폐를 말함, 역사 주)의 경우에 우리는 변화하는 정치적 분위기에 의존하게 된다. (중략) 금본위제는 이상적인 화폐제도는 아니다. 그러나 현재의 여건에서 금본위제가 가능한 최선의 제도이다.” Ebeling(2002), 153쪽 인용.

174) 상품화폐의 증가가 실물 부문에 영향을 미칠 것이라는 주장에 대해서는 연구자마다 약간씩 다른 견해를 피력하기 때문에 추가적인 연구가 필요하다.

성할 긍정적인 효과는 없다는 것을 알았다. 화폐발행을 자유시장으로 만드는 것 또는 화폐의 생산에 어떤 법적인 특혜나 규제를 가하지 않는 것, 즉 자유로운 화폐제도는 잘 작동할 수 있고 역사적으로도 잘 작동했다. 물론 화폐발행을 자유시장으로 만들기 위해서는 약간의 보조장치가 필요한데 아래에서는 그 점을 제시하고자 한다.

둘째, 화폐발행을 자유시장으로 만들기 위해서는 중앙은행을 폐지해야 한다.175)176)177) 중앙은행은 자신이 발권한 화폐를 사용하는 과정에서 각 민간금융기관에게 법정지급준비금을 강제하는데 그것이 민간금융기관이 신용을 확장할 수 있는 연결고리가 된다. 그 점에서 중앙은행은 발권시장에서 민간금융기관을 협력하게 만드는 암묵적 그리고 ‘비자발적’(involuntary) 카르텔 기구이다. 이러한 협력의 대가로 민간금융기관은 지급준비제도를 통해 문제없이 신용을 확대할 수 있다.178) 추가적으로 민간금융기관이 지급불능의 상태에 놓이면 중앙은행은 최종대부자(lender of last resort)로서 민간금융기관을 구제함으로써 신용수단 확대를 음성적으로 돕는다. 그리고 중앙은행이 최종대부자의 역할을 하는 순간부터 민간금융기관의 도덕적 해이 문제가 발생할 것이라는 점도 중앙은행제도의 문제점으로 지적되어야 한다. 중앙은행의 발권력 독점과 중앙은행

---

175) 중앙은행의 기능은 각국마다 대동소이하다. 폐해도 역시 그러하다. 그러므로 주요 폐해만을 다루고자 한다. 중앙은행의 자세한 기능에 대해서는 전용덕(2007), 93-101쪽 참조.

176) 이 글에서는 다루지 않았지만 중앙은행제도가 왜 그리고 어떻게 생겨났는가 하는 질문도 매우 의의 있는 것이다. 미국 연방준비이사회는 19세기 말~20세기 초 민간상업은행의 문제점을 해결하기 위하여 만들어졌다는 것이다. 다시 말하면 이익집단의 이해를 돌보기 위하여 연방준비이사회가 만들어진 것이지 공공의 이익을 위한 것이 아니라는 점이다. 미국 연방준비이사회의 성립 동기와 과정은 Rothbard(1983, 1984, 1999) 참조, 영국의 중앙은행이라 할 수 있는 영국은행(Bank of England)의 기원에 대해서는 Rothbard(1983)를 참조.

177) 한국은행과 미국 연방준비위원회의 차이에 대해서는 한국은행 조사국 금융제도팀, ‘미국 연준과 한국은행, 어떻게 다른가?’ 한국은행 홈페이지, 2001. 3을 참조.

178) Salin(1996)에 의하면 자유은행업제도(free banking system)하에서도 자생적인 조정(spontaneous coordination), 즉 자발적 카르텔이 형성된다는 것이다. 예를 들면 자유은행업제도하에서 은행들이 ‘태환이 보증되는 화폐’를 발행하는 경우에 자생적 조정시스템은 모든 화폐를 완전히 대체가능한 것으로 만든다는 것이다. 이렇게 자발적 협력이 가능한 것은 지폐가 아닌 태환이 보증되는 화폐를 사용하기 때문이다. 이러한 자발적 카르텔을 비자발적 카르텔인 현재의 중앙은행제도와 구별해야 함은 당연하다.

의 지원을 받는 금융제도가 경기변동의 원인임은 앞에서 지적하였다. 더 구체적으로 중앙은행은 신용수단 확대의 구조적이고 비자발적인 카르텔 장치일 뿐 아니라 정부는 이러한 장치를 이용하여 경기의 상승이라는 자신에게 유리한 정책을 유도한다. 그리고 신용수단의 확대를 통한 경기상승은 그 다음 단계에 필연적으로 불황 또는 침체를 초래한다. 그러므로 중앙은행을 폐지하는 것이 바람직하다.<sup>179)</sup>

셋째, 민간은행으로 하여금 100%지급준비를 의무화해야 한다. 과거에 존재했거나 현존하는 금융제도는 크게 세 가지다. 라스바드는 좋은 제도의 순위를 암묵적으로 100%지급준비은행업, 자유은행업, 중앙은행업의 차례로 매기고 있다. 다만 상품화폐를 채택한다면 자유은행업도 궁극적으로 100%지급준비은행업과 비슷한 결과를 가져올 것으로 보고 있다.<sup>180)</sup> 적어도 경제적인 면에서는 그렇다는 것이다. 그러나 자유은행업과 100%지급준비은행업은 여전히 법적, 윤리적 문제 등에 있어서 결정적인 차이가 있다. 법적, 윤리적, 경제적 문제가 없는 제도는 100%지급준비은행업뿐이다. 여기에서 보관이나 청산을 목적으로 하는 요구불예금에 대하여 지급준비금을 100% 준비할 것을 의무화해야 한다는 것이다. 물론 저축성 예금에 대하여는 100%지급준비를 의무화할 필요는 없다. 저축성 예금에 대한 지급준비의 정도는 각 금융기관에 일임하면 될 것이다. 그러나 저축성 예금이라 하더라도 즉각 현금을 반환해주는 경우에는 사실상 요구불예금과 같은 것이기 때문에 100%지급준비를 의무화해야 한다. 민간은행이 예금자나 저축자에게 징수하는 수수료를 포함한 각종 비용에 대한 규제는 폐지하여 민간은행의 자율에 맡겨야 한다.

---

179) 중앙은행이 지폐의 발행을 독점하는 상황에서는 통화주의자가 주장하는 준칙주의는 중앙은행의 재량적 정책보다는 폐해가 적을 가능성이 크다. 그러나 준칙주의는 민간이 화폐를 자유롭게 발행하는 제도에 비한다면 매우 열등하다. 그렇기 때문에 준칙주의 아래에서는 여러 가지 폐해가 발생할 여지도 적지 않다. 그 점에서 준칙주의는 화폐제도 개혁의 궁극적 목표가 될 수 없다. 이 연구는 제도개혁의 궁극적 목표를 제안하는 데 주안점을 두고 있다. 그리고 준칙주의는 화폐와 금융에 관한 정책과 목표에 해당한다. 그러나 미제스와 하이에크는 정책과 목표보다 화폐제도와 금융제도의 틀이 더 중요하다는 점을 지적했음을 이 절의 서두에서 언급했다. 준칙주의에 대한 자세한 설명은 안재욱(2008), 135-136, 217쪽 참조.

180) Rothbard (1993), 870-871쪽 참조.

넷째, 금융시장에 가해진 불필요한 규제와 잘못된 규제를 개혁하는 것도 중요하다. 무엇보다도 강제성 예금보험제도는 폐지하고 은행쇄도를 제도적으로 허용해야 한다.<sup>181)</sup> 은행쇄도도 여러 가지 방식이 있는 만큼 연구가 필요하다. 은행쇄도를 허용함은 금융기관이 고객의 요구에 응할 수 없다면 언제든지 파산해야 한다는 것을 의미한다. 이와 함께 현행 파산 관련법은 진정한 의미의 파산보다는 오히려 파산을 지연시키는 장치다. 그 점에서 파산 관련법의 대폭적인 정비가 필요하다. 그리고 민간금융기관이 자발적으로 시행하는 예금보험제도를 금지할 필요는 없다. 은행이 거래소를 중심으로 협력하는 일도 적극적으로 허용하는 것이 옳다.

다섯째, 국제적으로 화폐제도를 개혁하는 일도 매우 중요하다. 현재의 복수지폐본위제에 대한 대안은 두 가지가 있다. 하나는 자급자족으로 돌아가는 방법, 즉 자국 내에서 지폐를 사용하고 자본의 이동 등을 금지하는 것이다. 그러나 이 방법은 경제 전체의 몰락을 초래할 것이 예상된다. 물론 자국 내에서 지폐를 사용하는 것은 지폐의 문제점을 그대로 지닐 것임은 당연하다. 자급자족은 현재의 지폐제도보다 더 나쁜 제도라는 것이다. 다른 하나는 세계적 차원의 지폐공동체(world paper-money union) 등을 만드는 방법이 있다. 이 방법은 현재로서는 정치적으로도 실현이 매우 어려운 것이지만 지폐본위제의 폐해를 거의 그대로 가지게 될 것이라는 점에서 결코 좋은 대안이 아니다. 국제적으로도 유일한 대안은 모든 나라가 화폐의 발행시장을 자유시장으로 만드는 것이다. 특히 현재의 국제지폐생산자들이 화폐의 발행을 자유시장으로 만들어 경쟁에 의해 화폐를 발행할 수 있도록 하면 국제지폐생산자들이 아닌 나라들은 쉽게 제도를 변경할 수 있을 것이다.

### 3. 결론

경기변동이 인간의 삶에 미치는 영향은 자원배분만이 아니다. 경기변동은 인간의 삶, 전부에 영향을 미친다고 해도 결코 과언이 아니다. 그러나 경제학

181) 현행 강제예금보험제도가 초래할 폐해에 대한 자세한 설명은 전용덕(2007), 108-131쪽 참조.

자들은 일반적으로 경기변동국면에서 발생하는 자원배분에만 관심을 기울인다. 불황, 특히 길고 혹독한 불황은 인간의 삶을 송두리째 흔들어놓는다. 불황은 노숙자와 가족붕괴의 증가, 살인과 성범죄와 같은 잔혹한 범죄의 증가, 결혼과 출산의 감소, 이혼과 자살의 증가, 영아유기의 증가 등과 같은 사회병리적 현상을 초래한다.<sup>182)</sup> 우리나라에서 1990년대 초에 부동산가격이 폭등하자 혼자 또는 가족단위로 자살하는 사람이 속출한 것이 좋은 사례이다. 인플레이션과 실업이 동시에 진행되는 스태그플레이션 상태에서 직장을 잃은 가장이나 가족이 증가하면서 자살자 등이 급증한 것이다. 불황은 테러와 같은 불특정 다수를 향한 분노표출행위도 증가하게 만든다. 특히 불황이 장기화되는 경우에 이러한 현상은 두드러진다. 1990년대 초부터 장기불황이 계속되고 있는 일본에서 테러가 점증하는 양상을 보이고 있는 것이 좋은 예이다. 불황의 골이 깊을수록 폭력적이고 부도덕한 행위는 비례하여 증가하고 있다. 불황이 공무원의 부정부패를 부추기는 경향도 감지되는 것 같다. 사기와 같은 범죄가 증가하는 것도 경기변동과 밀접한 관련이 있다. 불황의 정도가 용인할 수 있는 극한 상황을 넘으면 국가간 분쟁, 즉 전쟁이 일어나거나 국가 자체가 붕괴한다. 앞에서 나열한 현상을 총칭하여 ‘반문명화’(decivilization) 또는 ‘문명파괴’라고 한다. 다시 말하면 경기변동의 지속과 반복, 그로 인한 누적적 효과는 중국적으로는 반문명화 또는 문명파괴에 이르게 된다는 것이다. 그리고 미국의 경기변동이 우리에게 가르쳐준 다른 한 가지는 모든 제도가 현재와 같은 상황에서는 경기변동의 영향으로부터 누구도 지구상에서는 도망쳐서 숨을 곳이 없다는 점과 개인에게 남은 유일한 길은 영합게임인 머니게임(money game)에 참여하는 것 뿐이라는 점이다.

만약 정부가 통화에 대한 간섭을 없애고 화폐제도와 금융제도를 앞에서 제시한 바대로 개혁한다면 어떤 일이 일어날 것인가? 다시 말하면 만약 화폐발행시장과 유통시장이 정부의 간섭이 없는 자유시장이 되면 어떻게 될 것인가?

182) 사회학자와 정치학자들 같은 비경제학자들은 시간선호를 무시한다. 그러나 예외도 있는데 Banfield(1974)가 그렇다. Banfield는 가족붕괴, 난혼, 성병, 알코올중독, 마약중독, 폭력, 범죄, 높은 유아사망률, 낮은 평균수명 등은 높은 시간선호도의 결과라는 것이다. 여기에서는 정부가 경기변동을 통해 재산권을 파괴함으로써 반문명화 과정으로 진행된다는 점을 보인 것이다. 이 점에 대한 자세한 설명은 Hoppe(2001), 제1장 참조.

그런 경제에서는 경기변동이 발생하지 않을 것이다. 금융위기를 포함한 경기변동이 반복되는 것은 정부에 의한 시장간섭의 결과이기 때문이다. 만약 화폐제도와 금융제도를 자유시장에 맞게 개혁하면 국가적 차원의 위기와 국제적 차원의 위기는 발생하지 않을 것이다.<sup>183)</sup> 그러나 경기변동이 아닌 경기변화는 언제 어디에서나 일어날 것이라는 점을 앞에서 지적했다. 즉 국지적 차원의 혼란이나 불황, 그것도 아주 일시적인 불황이나 혼란은 발생할 수 있을 것이다. 왜냐하면 경기변화는 언제 어디에서나 발생할 수 있지만 인간의 예측능력의 한계, 자원의 부족 등으로 경기변화를 완전히 통제할 수는 없기 때문이다. 요컨대 경기변동의 반복과 문명파괴를 막고자 한다면 화폐제도와 금융제도를 포함한 각종 반자본주의적 제도를 시장원리 또는 자본주의와 일치하게 개혁해야 한다.

하이에크는 언젠가 다음과 같이 경고한 적이 있다. 만약 사람들이 가격체계의 작동을 이해하지 못한다면 그 가격체계를 작동시킬 수 있을 것 같지 않다고 말이다. 필자는 여기에서 한 걸음 더 나아가 다음과 같이 주장한다. 이자율은 교환경제에서 매우 중요한 가격체계의 하나이고 이자율을 포함한 모든 가격체계의 중심에는 화폐가 있다. 가격체계의 작동을 이해하기 위해서는 화폐뿐 아니라 화폐와 관련된 모든 현상을 이해하는 것이 필연적으로 요구된다.

---

183) 상품화폐제도하에서 화폐공급의 증가가 자발적으로 이루어지는 경우에 경기변동의 발생 여부와 그 정도에 대해서는 연구가 필요하다. 분명한 것은 만약 상품화폐제도하에서 경기변동이 발생한다 하더라도 그런 경기변동은 지폐제도하에서의 경기변동에 비해 아주 영향이 작고 매우 일시적일 것이라는 점이다.

## 참고문헌

- 김이석, 「국제금융위기의 원인과 해법, 한국의 대처방안」, CFE Paper, No. 69, 2008. 11. 28.
- 안재욱, 『시장경제와 화폐금융제도』, 자유기업원, 2008.
- \_\_\_\_\_, 「경제위기 극복을 위한 해법」, CFE Ciedwpoint, 자유기업원 홈페이지, No. 96, 2008. 11. 20.
- 전용덕, 「통화주의자가 만들어낸 미신: 그 비판」, 미발표 원고, 2010.
- \_\_\_\_\_, 『국제금융위기와 신자유주의』, 한국경제연구원, 2009(2009a).
- \_\_\_\_\_, 「경기변동의 근본적 원인은 무엇인가」, CFE Viewpoint, 자유기업원 홈페이지, No. 123, 2009. 5. 25(2009b).
- \_\_\_\_\_, 「이중고를 겪고 있는 한국경제」, 자유주의재단 홈페이지, 2009(2009c).
- \_\_\_\_\_, 「경기변동과 과오투자」, 한국경제연구원 홈페이지, 2009. 3.(2009d).
- \_\_\_\_\_, 『권리, 시장, 정부』, 대구대 출판부, 2007. 12.
- 전용덕·김학수, 『정책실패와 국제금융위기』, 한국경제연구원, 2009. 12.
- 펠트스타인, 마틴, 「치솟는 저축률, 미국경제에 약인가 독인가?」, 중앙일보, 2009. 12.
- 한국은행 조사국 금융제도팀, 「미국 연준과 한국은행, 어떻게 다른가?」, 한국은행 홈페이지, 2001. 3.
- Bagus, Philipp, “Deflation: When Austrians Become Interventionists”, *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 6, No. 4, Winter 2003, pp. 19-35.
- Bagus, Philipp and David Howden, “Iceland’s Banking Crisis: The Meltdown of an Interventionist Financial System,” *Daily Article of Ludwig von Mises Institute*, www.mises.org, 2009. 6. 9.
- Banfield, Edward, *The Unheavenly City Revisited*, Boston: Little Brown, 1974.
- Barnett II, William and Walter Block, “On the Optimal Quantity of Money,” *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 7, No. 1, Spring 2004, pp.

39-52.

- Bastiat, Frederic, *The Law*, William Volker Fund, 1964, 김정호 역, 『법』, 자유기업원, 1997.
- Butos, William N., “Money, Prices, and Capital: An Austrian Approach to Macromonics,” *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol.9, No.4, 2006, pp. 5-19.
- Callahan, Gene and Roger Garrison, “Does Austrian Business Cycle Theory Help Explain the Dot-Com Boom and Bust?,” *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 6, No. 2, Summer 2003, pp. 67-98.
- Cantillon, Richard, *Essay on the Nature of Commerce*, New Brunswick, N. J., Transaction Publishers, 2001.
- Cantor, Paul A., “Hyperinflation and Hyperreality: Thomas Mann in the Light of Austrian Economics,” *Review of Austrian Economics* Vol. 7, No. 1 (1994).
- Clark, James, and James Keeler, “Misconceptions about Austrian Business Cycle Theory: A Comment,” *Review of Austrian Economics*, Vol. 4, 1990, pp. 208-211.
- Carilli, Anthony M., and Gregory M. Dempster, “Expectations in Austrian Business Cycle Theory: An Application of the Prisoner’s Dilemma,” *Review of Austrian Economics*, Vol. 14, No. 4, 2001, pp. 319-330.
- Cochran, J. “Capital-Based Macroeconomics: Recent Development and Extensions of Austrian Business Cycle Theory,” *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 4, No. 3, 2001, pp. 17-25.
- Dowd, Kevin, “The Emergence of Fiat Money: A Reconsideration,” *Cato Journal*, Vol. 20, No. 3, Winter 2001, pp. 467-476.
- Ebeling, Richard, ed., *Selected Writings of Ludwig von Mises*, Vol. 2, Indianapolis, Ind.: Liberty Fund, 2002.
- Fetter, Frank, *Capital, Interest, and Rent*, Kansas City: Sheed Andrews and McMeel, 1977.

- Friedman, Milton, "The Resource Costs of Irredeemable Paper Money," *Journal of Political Economy*, 1986.
- Garrison, Roger W., "Overconsumption and Forced-Saving in the Mises-Hayek Theory of the Business Cycle," *History of Political Economy*, Vol. 36, No. 2, 2004, pp. 321-349.
- \_\_\_\_\_, "The Austrian Theory of the Business Cycle," in *Business Cycles and Depressions*, David Glasner, ed., New York: Garland, 1997, pp. 23-27.
- \_\_\_\_\_, "The Austrian Theory of the Business Cycle in the Light of Modern Macroeconomics," *The Review of Austrian Economics*, Vol. 3, 1989, pp. 3-29.
- \_\_\_\_\_, "Hayekian Trade Cycle Theory: A Reappraisal," *Cato Journal*, Vol. 6, No. 2, Fall 1986, pp. 437-453.
- \_\_\_\_\_, "The Austrian Theory: A Summary," in Mises et al., *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Auburn, Ludwig von Mises Institute, 1996(1978).
- Gertchev, Nikolay, "The Case for Gold," *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 6, No. 4, Winter 2003, pp. 117-126.
- Haberler, Gottfried, *Prosperity and Depression*, 2nd ed., Geneva: League of Nations, 1939.
- Hayek, Friedrich, "Three Elucidations of the Ricardo Effect," in Hayek, *New Studies in Philosophy, Politics, Economics, and the History of Ideas*, Chicago: University of Chicago Press, 1978(1969), pp. 165-178.
- \_\_\_\_\_, "Can We Still Avoid Inflation," in Mises et al., *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Auburn, Ludwig von Mises Institute, 1996(1970).
- \_\_\_\_\_, *The Counterrevolution of Science*, Glencoe, Ill.: The FreePress, 1952.
- \_\_\_\_\_, *The Pure Theory of Capital*, Chicago: University of Chicago Press, 1941.
- \_\_\_\_\_, *Prices and Production*, 2en ed., New York, Kelley, 1967(1935).

- \_\_\_\_\_, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, New York: Augustus M. Kelley, 1975(1928).
- Henderson, David R. and Jeffrey Rogers Hummel, Greenspan's Monetary Policy in Retrospect, *Cato Institute Briefing Paper 109*, Cato Institute, Washington, D. C., November 3, 2008.
- Herbener, Jeffrey, "The Rise and Fall of the Japanese Miracle," *Daily Article of Ludwig von Mises Institute*, www.mises.org, 1999. 9. 20.
- Higgs, Robert, "Inflation and the Destruction of the Free Market Economy," *The Intercollegiate Review*, Spring 1979, pp. 67-76.
- Hoppe, Hans-Hermann, *Democracy-The God That Failed*, New Brunswick, N. J.: Transaction, 2001, 박효종 역, 『민주주의는 실패한 신인가』, 자유기업원, 2004.
- \_\_\_\_\_, "How Is Fiat money Possible-or The Devolution of Money and Credit," *Review of Austrian Economics*, Vol. 7, No. 2, 1994.
- \_\_\_\_\_, *The Economics and Ethics of Private Property*, Boston: Kluwer, 1993.
- \_\_\_\_\_, *A Theory of Socialism and Capitalism*, Boston: Kluwer, 1989.
- Hoppe, Hans-Hermann, Jörg G. Hülsmann, and Walter Block, "Against Fiduciary Media," *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 1, No. 1, 1998.
- Huerta de Soto, Jesús, "New Light on the Prehistory of the Theory of Banking and the School of Salamanca," *Review of Austrian Economics*, Vol. 9, No. 2, 1996.
- \_\_\_\_\_, *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 2006.
- Hülsmann, Jörg Guido, *The Ethics of Money Production*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2008a.
- \_\_\_\_\_, *Deflation and Liberty*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2008b.
- \_\_\_\_\_, "Has Fractional-Reserve Banking Really Passed the Market Test?"

- Independent Review* Vol. 7, No. 3, 2003a, pp. 399-422.
- \_\_\_\_\_, “Optimal Monetary Policy,” *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 6, No. 4, Winter 2003b, pp. 37-60.
- \_\_\_\_\_, “More on Cantillon as a Proto-Austrian,” *Journal des Economistes et des Etudes Humaines*, Vol. 11, No. 4, December 2001, pp. 693-703.
- \_\_\_\_\_, “Banks Cannot Create Money,” *The Independent Review*, Vol. 5, No. 1, Summer 2000a, pp. 101-110.
- \_\_\_\_\_, “Economic Principles and Monetary Institutions,” *Journal des Economistes et des Etudes Humaines*, Vol. 10, No. 2/3, June/September, 2000b, pp. 421-441.
- \_\_\_\_\_, “Towards a General Theory of Error Cycles,” *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 1, No. 4, Winter 1998, pp. 1-23.
- Hume, David, “Of Money,” *In Essays*, Indianapolis, Ind.: Liberty Fund, 1985(1752).
- Jevons, William Stanley, *Theory of Political Economy*, New York: Augustus M. Kelly, 1965.
- Johnsson, Richard C. B. “Reflation and Japan Revisited,” *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 8, No. 1, Spring 2005, pp. 15-29.
- Keeler, James P., “Empirical Evidence on the Austrian Business Cycle Theory,” *Review of Austrian Economics*, Vol. 14, No. 4, 2001, pp. 331-351.
- Menger, Carl, *Principles of Economics*, Glencoe, Free Press, 1950. 김이석 역, 『국민경제학의 기본원리』, 자유기업원, 2002.
- Mises, Ludwig von, *On the Manipulation of Money and Credit*, Dobbs Ferry, N. Y.: Free Market Books.
- \_\_\_\_\_, *The Ultimate Foundation of Economic Science: An Essay on Method*, Princeton, N. J.: D. Van Nostrand Co., 1962.
- \_\_\_\_\_, *Epistemological Problems of Economics*, Princeton: D. Van Nostrand Co., 1960.

- \_\_\_\_\_, *Theory and History*, New Haven: Yale University Press, 1957.
- \_\_\_\_\_, *Human Action*, New Haven: Yale University Press, 1996(1949).
- \_\_\_\_\_, *Omnipotent Government: The Rise of the Total State and Total War*, New Haven, Conn.: Yale University Press, 1944.
- \_\_\_\_\_, The Austrian Theory of the Trade Cycle, in Mises et al., *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Auburn, Ludwig von Mises Institute, 1996(1936).
- \_\_\_\_\_, *The Theory of Money and Credit*, Liberty Fund, Indianapolis, 1980(1934).
- \_\_\_\_\_, "Monetary Stabilization and Cyclical Policy," in Percy L. Greaves, ed., Bettina Bien Greaves, trans., *On the Manipulation of Money and Credit*, 1978(1928).
- Mulligan, Robert F., "Property Rights and Time Preference," *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 10, No. 1, Spring 2007, pp. 23-49.
- \_\_\_\_\_, "An Empirical Examination of Austrian Business Cycle Theory," *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 9, No. 2, Summer 2006, pp. 69-93.
- \_\_\_\_\_, "A Hayekian Analysis of the Term Structure of Production," *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 5, No. 2, Summer 2002, pp. 27-33.
- Murphy, Robert P., *The Politically Incorrect Guide to the Great Depression and the New Deal*. Regnery Publishing Inc., Washington, D.C., 2009.
- O'Driscoll, Gerald P., Jr., "Economics as a Coordination Problem," in *The Contributions of Friedrich A. Hayek*, Kansas City, Sheed Andrew McMeel, 1977, pp. 106-108.
- \_\_\_\_\_, "Rational Expectations, Politics, and Stagflation," in Rizzo, Mario J., ed., *Time, Uncertainty, and Disequilibrium: Exploration of Austrian Themes*, Lexington Books, 1979, pp. 153-176.
- Powell, Benjamin, "Explaining Japan's Recession," *The Quarterly Journal of*

- Austrian Economics*, Vol. 5, No. 2, Summer 2002, pp. 35-50.
- Reisman, George, "Credit Expansion, Crisis, and the Myth of the Saving Glut," *Daily Article of Ludwig von Mises Institute*, www.mises.org, 2009. 7. 7.
- \_\_\_\_\_, *Capitalism: A Treatise on Economics*, Ottawa, Illinois: Jameson books, 1996.
- Robbins, Lionel, *The Great Depression*, Freeport, R. I.: Books for Libraries Press, 1971(1934).
- Rothbard, Murray N., "The Origins of the Federal Reserve," *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 2, No. 3, 1999, pp. 3-51.
- \_\_\_\_\_, "The Gold-Exchange Standard in the Interwar Years," In *Money and the Nations State*, Kevin Dowd and Richard H. Timberlake, eds., New Brunswick, N. J.: Transaction, 1998.
- \_\_\_\_\_, "Toward a Reconstruction of Utility and Welfare Economics," in Murray N. Rothbard, *The Logic of Action I: Method, Money, and Austrian School*, Ludwig von Mises Institute, 1997a, pp. 211-254.
- \_\_\_\_\_, "The Myth of Efficiency," *The Logic of Action I: Method, Money, and Austrian School*, Ludwig von Mises Institute, 1997b, pp. 266-273.
- \_\_\_\_\_, *The Case Against the Fed*, Auburn, Ludwig von Mises Institute, 1994.
- \_\_\_\_\_, *What Has Government Done to Our Money*, Auburn, Ludwig von Mises Institute, 1990(1963).
- \_\_\_\_\_, "The Federal Reserve as a Cartelization Device: The Early Years, 1913-1920," in Bernie Siegel (ed.), *Money in Crisis*, San Francisco: Pacific Institute, 1984.
- \_\_\_\_\_, *The Mystery of Banking*, Richardson & Snyder, 1983.
- \_\_\_\_\_, *The Ethics of Liberty*, New York, New York University Press, 2002(1982).
- \_\_\_\_\_, "Austrian Definitions of the Supply of Money," edited by Louis M. Spadaro, *New Directions in Austrian Economics*, Sheed Andrews and McMeel,

- Inc., Kansas City, 1978, pp. 143-56.
- \_\_\_\_\_, “The Austrian Theory of Money,” in Edwin G. Dolan (ed.), *The Foundations of Modern Austrian Economics*, Kansas: Sheed & Ward, 1976.
- \_\_\_\_\_, “New Light on the Prehistory of the Austrian School,” in Edwin G. Dolan(ed.), *The Foundations of Modern Austrian Economis*, Sheed & Ward, Kansas City, 1976.
- \_\_\_\_\_, “Economic Depressions: Their Cause and Cure,” in Mises et al., *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*, Auburn, Ludwig von Mises Institute, 1996(1978).
- \_\_\_\_\_, *Power and Market*, 2nd ed., Kansas City: Andrews and McMeel, 1977.
- \_\_\_\_\_, *America’s Great Depression*, Sheed and Ward, Inc., Kansas City, 1975(1963).
- \_\_\_\_\_, *Man, Economy and State*, Auburn, Ludwig von Mises Institute, 1993(1962). 전용덕 · 김이석 공역, 『인간, 경제, 국가』, 나남, 2006.
- \_\_\_\_\_, “In Defense of ‘Extreme A Priorism’,” *Southern Economic Journal*, January 1957, pp. 214-220.
- Salerno, Joseph T., “The Ambition of Rothbard’s Treatise,” *Daily Article of Ludwig von Mises Institute*, www.mises.org, 2009. 3. 20.
- \_\_\_\_\_, “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.
- \_\_\_\_\_, “Comment on Tullock’s ‘Why Austrians Are Wrong About Depressions’,” *Review of Austrian Economics*, Vol. 3, No. 1, 1989, pp. 141-145.
- Salin, Pasal, “Cartels as Efficient Productive Structures,” *Review of Austrian Economics* 9(2), 1996, pp. 29-42.
- Schumpeter, Josef A., *Theory of Economic Development*, Cambridge, Mass.: Harvard University press, 1949.

- Sechrest, Karry J. "Explaining Malinvestment and Overinvestment," *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 9, No. 4, Winter 2006, pp. 27-38.
- \_\_\_\_\_, "Capital Credit, and the Medium Run," *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 4, No. 3, Fall 2001, pp. 63-77.
- Selgin, George, "Should We Let Banks Create Money?" *The Independent Review*, Vol. 5, No. 1, 2000, pp. 93-100.
- \_\_\_\_\_, "On Ensuring the Acceptability of a New Fiat Money," *Journal of Money, credit, and Banking*, Vol. 26, No. 4, November 1994, pp. 808-826.
- Selgin, George, and Lawrence H. White, "In Defense of Fiduciary Media-or, We Are Not Devo(lutionists), We are Misesians!," *Review of Austrian Economics*, Vol. 9, No. 2, 1996, pp. 83-107.
- Strigl, Richard von. *Capital and Production*, Translated by Margaret Rudelich Hoppe and Hans-Hermann Hoppe, trans. Jorg Guido Hülsmann, ed., Auburn, Ala., Ludwig von Mises Institute, 2000(1934).
- Thornton Mark, "Cantillon on the Cause of the Business Cycle," *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 9, No. 3, Fall 2006, pp. 45-60.
- \_\_\_\_\_, "Skyscrapers and Business Cycles," *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 8, No. 1, Spring 2005, pp. 51-74.
- Tullock, Gordon, "Reply to Comment by Joseph T. Salerno," *Review of Austrian Economics*, Vol. 3, No. 1, 1989, pp. 147-149.
- \_\_\_\_\_, "Why the Austrians Are Wrong about Depressions," *Review of Austrian Economics*, Vol. 2, No. 1, 1988, pp. 73-78.
- Vedder, Richard K., and Lowell Gallaway, "The Great Depression of 1946," *Review of Austrian Economics*, Vol. 5, No. 2, 1991, pp. 3-32.
- White, Lawrence H., "Accounting for Fractional-Reserve Banknotes and Deposits-or, What's Twenty Quid to the Bloody Midland Bank?" *Indepent Review*, Vol. 7, No. 3, Winter 2003, pp. 423-441.
- Woods, Thomas E. Jr., *Meltdown*, Regency Publishing Inc., Washington, 2009.

<부록 A> 미국의 대외 경상수지와 환율

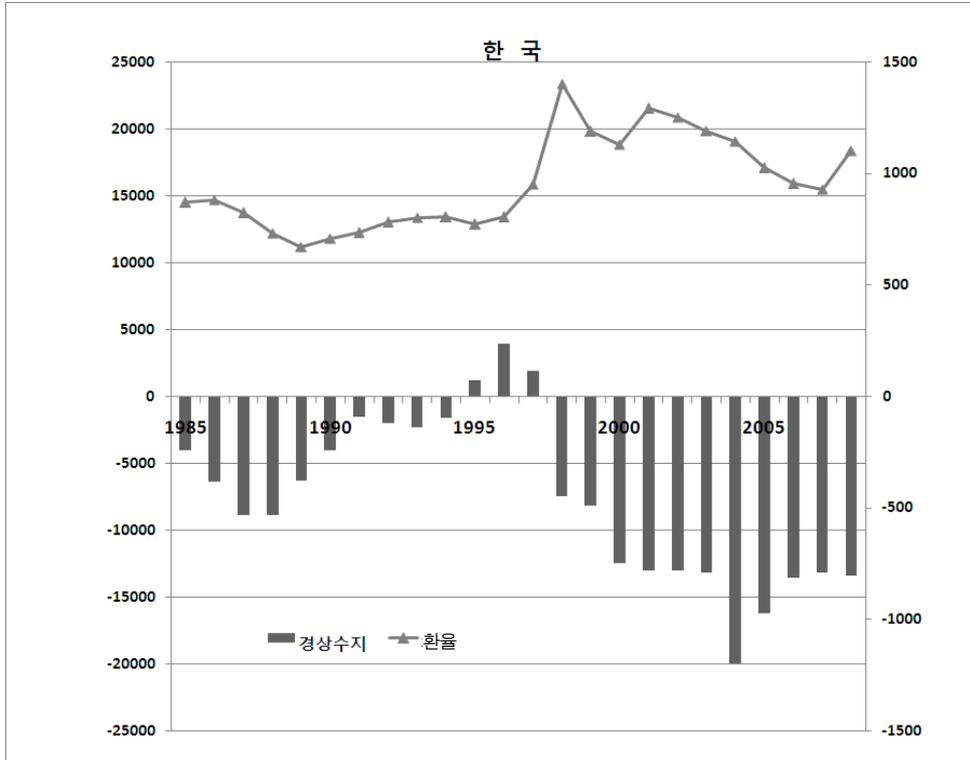
(1) 미국의 대한국 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 원)

한국 경상수지와 환율		
연도	경상수지	환율
1985	-4,057	870.020
1986	-6,374.2	881.454
1987	-8,888.1	822.568
1988	-8,873.3	731.468
1989	-6,277.9	671.456
1990	-4,081.2	707.764
1991	-1,513.3	733.353
1992	-2,043.6	780.651
1993	-2,336.2	802.671
1994	-1,604	803.446
1995	1,195.9	771.273
1996	3,966.2	804.453
1997	1,872.9	951.289
1998	-7,456.3	1,401.437
1999	-8,220	1,188.817
2000	-12,477.7	1,130.958
2001	-13,000.8	1,290.994
2002	-12,996	1,251.088
2003	-13,156.8	1,191.614
2004	-19,981.2	1,145.319
2005	-16,209.8	1,024.117
2006	-13,584.5	954.791
2007	-13,160.6	929.258
2008	-13,400.4	1,102.047

## (2) 미국의 대한국 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 원)



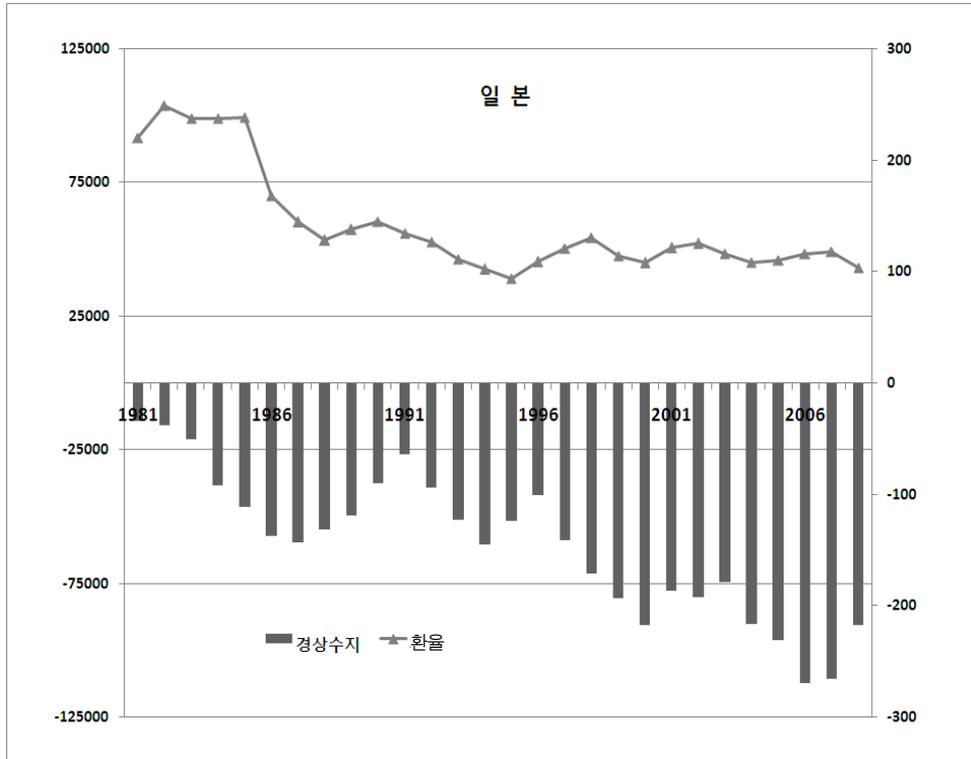
(3) 미국의 대일본 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 엔)

일본 경상수지와 환율		
연도	경상수지	환율
1981	-14,081	220.536
1982	-15,584	249.077
1983	-20,843	237.512
1984	-38,116	237.523
1985	-46,254	238.536
1986	-57,222	168.520
1987	-59,592	144.638
1988	-54,600	128.152
1989	-49,618	137.964
1990	-37,302	144.793
1991	-26,680	134.707
1992	-38,907	126.652
1993	-51,126	111.198
1994	-60,468	102.208
1995	-51,681	94.062
1996	-41,763	108.781
1997	-58,650	120.992
1998	-71,160	130.905
1999	-80,569	113.908
2000	-90,705	107.766
2001	-77,713	121.530
2002	-79,992	125.389
2003	-74,364	115.935
2004	-90,223	108.193
2005	-95,972	110.218
2006	-112,186	116.300
2007	-110,634	117.755
2008	-90,532	103.360

#### (4) 미국의 대일본 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 엔)



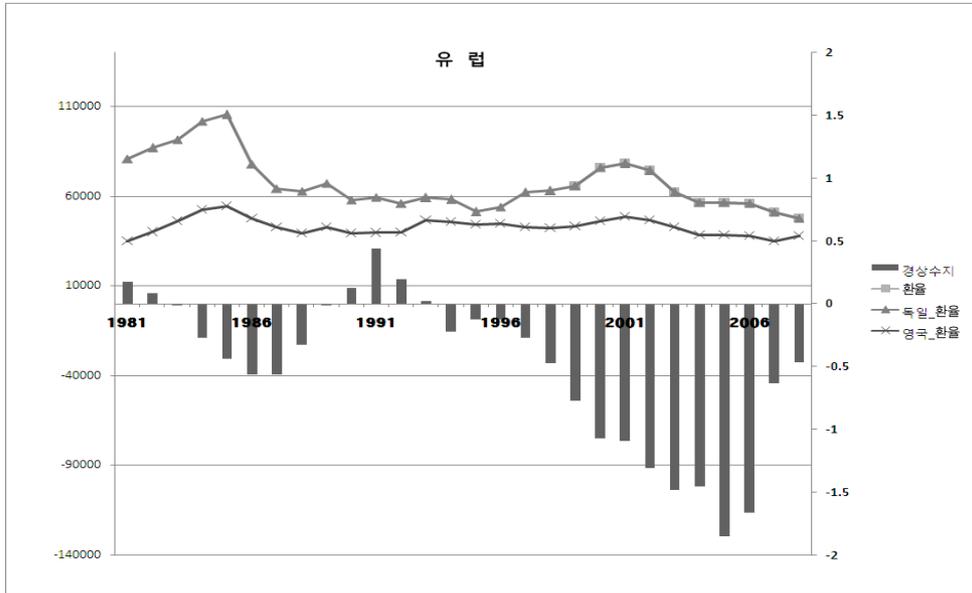
(5) 미국의 대유럽 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 마르크, 파운드, 유로)

연도	유럽 경상수지와 환율		독일	영국
	경상수지	환율	환율	환율
1981	12,431	—	1.156	0.498
1982	5,907	—	1.241	0.572
1983	-987	—	1.305	0.660
1984	-18,860	—	1.455	0.752
1985	-30,801	—	1.505	0.779
1986	-39,190	—	1.110	0.682
1987	-39,364	—	0.919	0.612
1988	-23,066	—	0.898	0.562
1989	-924	—	0.960	0.611
1990	8,790	—	0.826	0.563
1991	30,584	—	0.848	0.567
1992	13,689	—	0.799	0.570
1993	1,316	—	0.845	0.667
1994	-15,659	—	0.829	0.653
1995	-8,798	—	0.733	0.634
1996	-8,838	—	0.769	0.641
1997	-18,957	—	0.886	0.611
1998	-32,886	—	0.900	0.604
1999	-54,193	0.939	0.938	0.618
2000	-74,922	1.086	1.085	0.661
2001	-76,361	1.117	1.117	0.695
2002	-91,500	1.061	1.061	0.667
2003	-103,825	0.885	0.885	0.612
2004	-102,022	0.805	0.805	0.546
2005	-129,353	0.805	0.805	0.550
2006	-116,251	0.797	0.797	0.543
2007	-44,070	0.731	0.731	0.500
2008	-32,491	0.683	0.683	0.541

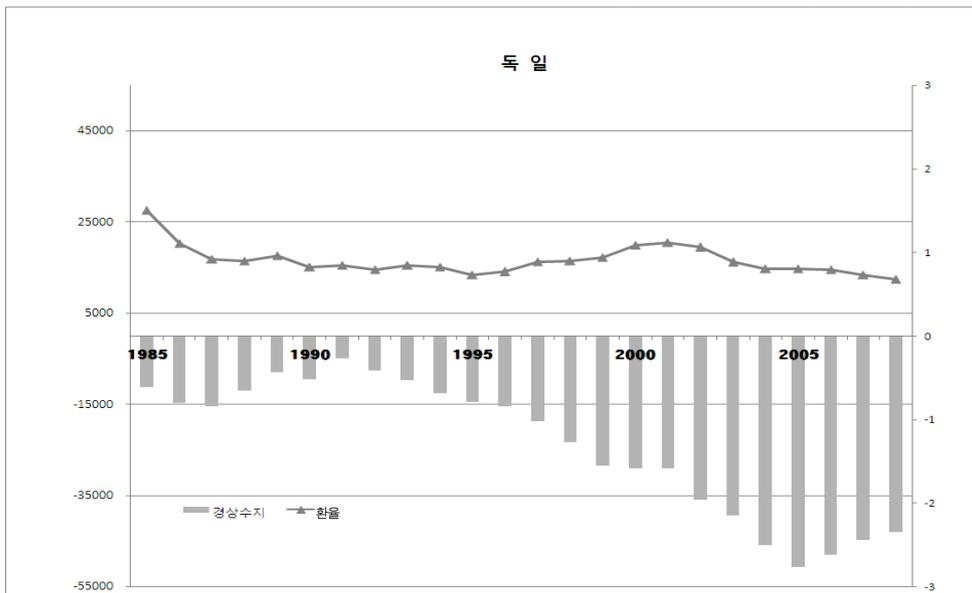
### (6) 미국의 대유럽 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 마르크, 파운드, 유로)



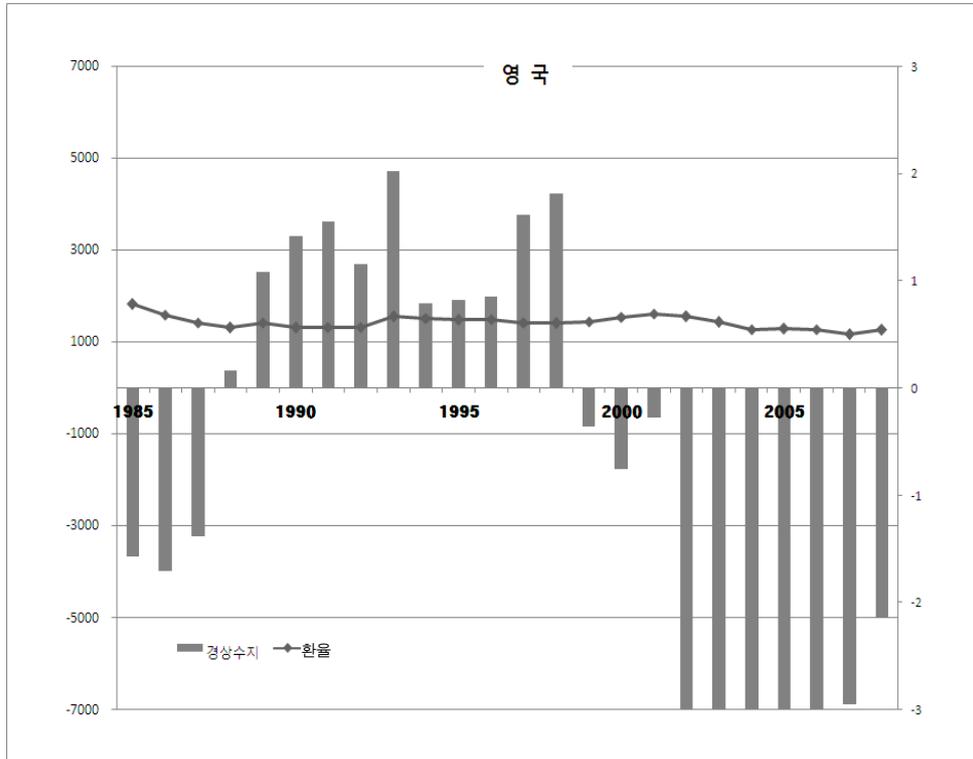
### (7) 미국의 대독일 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 마르크, 유로)



### (8) 미국의 대영국 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 파운드)



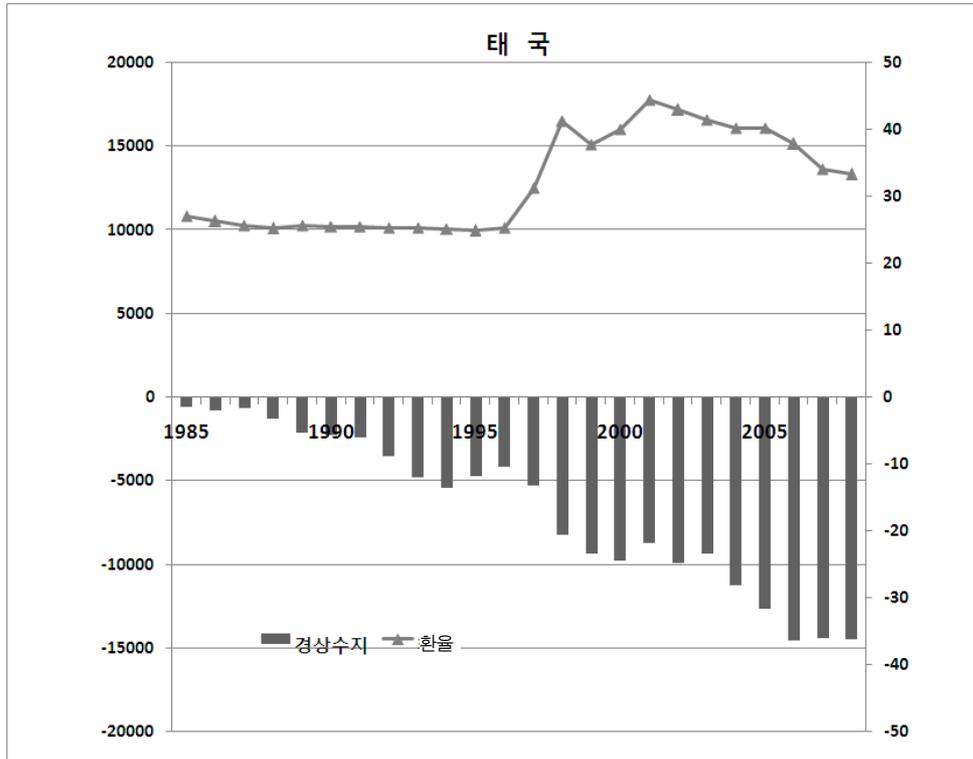
(9) 미국의 대태국 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 바트)

태국 경상수지와 환율		
연도	경상수지	환율
1985	-579.2	27.159
1986	-811.4	26.299
1987	-676.1	25.723
1988	-1,247.80	25.294
1989	-2,091.50	25.702
1990	-2,293.40	25.585
1991	-2,369.30	25.517
1992	-3,539.90	25.400
1993	-4,775.50	25.320
1994	-5,440.80	25.150
1995	-4,683.10	24.915
1996	-4,138.50	25.343
1997	-5,251.90	31.364
1998	-8,197.60	41.359
1999	-9,345.50	37.814
2000	-9,768.10	40.112
2001	-8,737.60	44.432
2002	-9,932.70	42.960
2003	-9,343.20	41.485
2004	-11,210.50	40.222
2005	-12,633.10	40.220
2006	-14,550.90	37.882
2007	-14,418.20	34.137
2008	-14,471.70	33.313

(10) 미국의 대태국 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 바트)



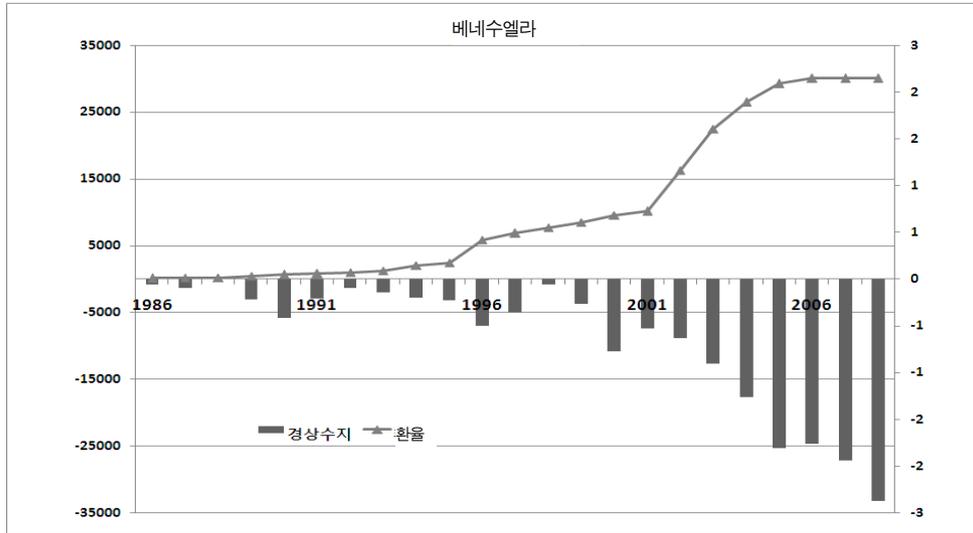
(11) 미국의 대베네수엘라 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러)

베네수엘라 경상수지와 환율		
연도	경상수지	환율
1986	-793	0.008
1987	-1,313	0.015
1988	183	0.015
1989	-2,997	0.035
1990	-5,838	0.047
1991	-2,897	0.057
1992	-1,364	0.068
1993	-1,935	0.091
1994	-2,852	0.149
1995	-3,213	0.177
1996	-7,017	0.417
1997	-4,983	0.489
1998	-752	0.548
1999	-3,693	0.606
2000	-10,796	0.680
2001	-7,414	0.724
2002	-8,808	1.161
2003	-12,632	1.607
2004	-17,617	1.891
2005	-25,377	2.090
2006	-24,612	2.147
2007	-27,140	2.147
2008	-33,183	2.145

(12) 미국의 대베네수엘라 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러)



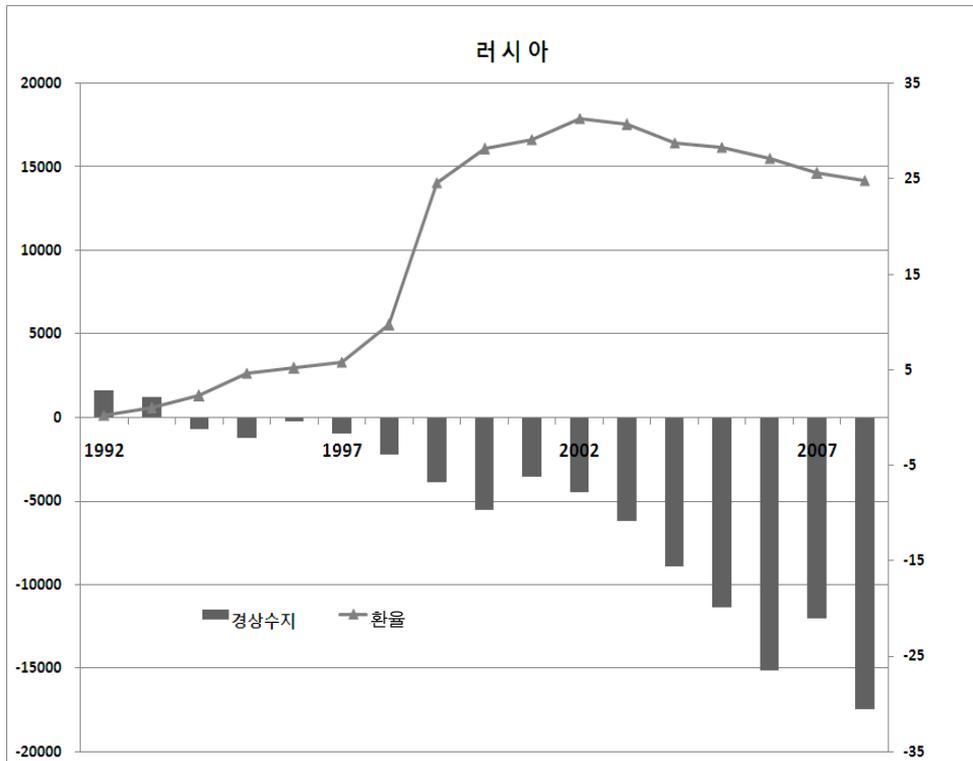
(13) 미국 대러시아 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 루블)

러시아 경상수지와 환율		
연도	경상수지	환율
1992	1,631.10	0.217
1993	1,226.90	1.001
1994	-666.9	2.279
1995	-1,206.70	4.626
1996	-231.1	5.167
1997	-954.2	5.837
1998	-2,194.50	9.705
1999	-3,860.90	24.620
2000	-5,566.00	28.129
2001	-3,548.20	29.169
2002	-4,473.20	31.348
2003	-6,170.70	30.692
2004	-8,930.30	28.814
2005	-11,344.40	28.284
2006	-15,128.00	27.191
2007	-12,031.00	25.581
2008	-17,448.40	24.853

(14) 미국 대러시아 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러, 루블)



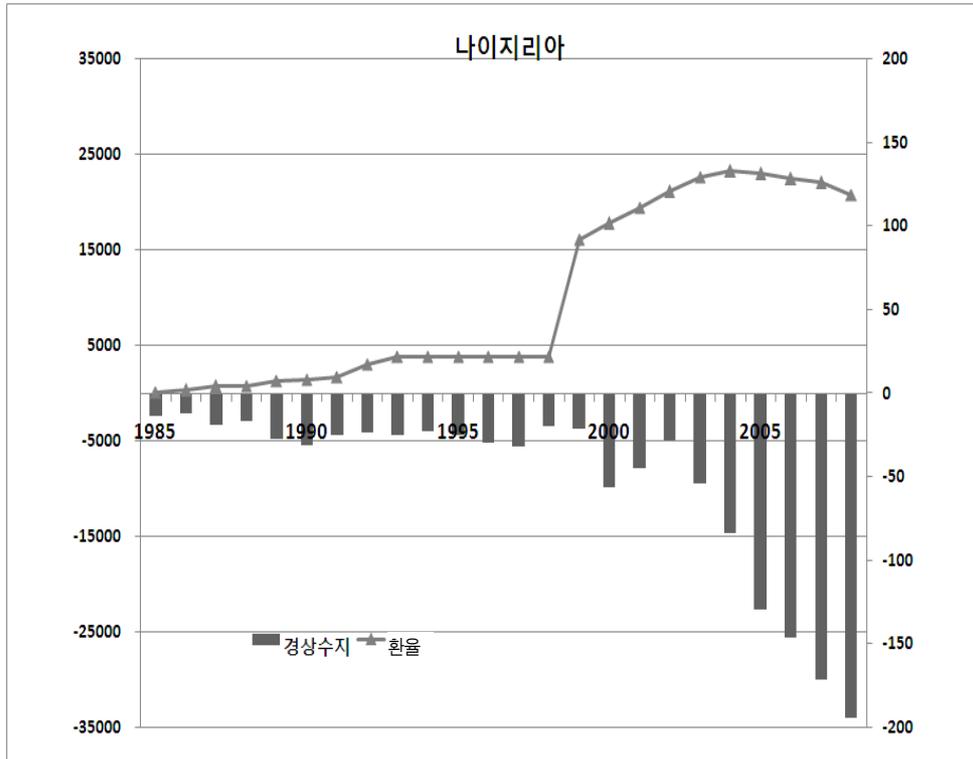
(15) 미국의 대나이지리아 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러)

나이지리아 경상수지와 환율		
연도	경상수지	환율
1985	-2,326	0.9
1986	-2,122	1.8
1987	-3,278	4.0
1988	-2,922	4.5
1989	-4,794	7.4
1990	-5,429	8.0
1991	-4,337	9.9
1992	-4,101	17.3
1993	-4,407	22.1
1994	-3,921	22.0
1995	-4,328	21.9
1996	-5,160	21.9
1997	-5,536	21.9
1998	-3,377	21.9
1999	-3,757	92.3
2000	-9,816	101.7
2001	-7,820	111.2
2002	-4,888	120.6
2003	-9,377	129.2
2004	-14,694	132.9
2005	-22,620	131.3
2006	-25,630	128.2
2007	-29,992	126.0

(16) 미국의 대나이지리아 경상수지와 환율

(단위: 백만 달러)



<부록 B> 미국 재무성채권과 미국 정부증권의 각국별 보유현황

(1) 미국 재무성채권의 국가별·연도별 보유현황

미국 재무성채권(TREASURY) 국가별 보유현황

(단위: 십억 달러)

구분	1994년		2000년		2002년		2003년	
1	일본	127.68	일본	221.25	일본	259.89	일본	348.30
2	독일	46.09	영국	73.41	중국	95.20	중국	146.63
3	영국	45.29	중국	71.06	영국	45.73	한국	58.46
4	대만	27.36	독일	54.99	독일	37.90	영국	46.52
5	싱가포르	20.73	대만	40.38	홍콩	37.45	대만	40.88
6	스페인	19.46	홍콩	38.16	대만	34.49	독일	39.58
7	중국	17.24	싱가포르	34.19	한국	30.59	스위스	35.29
8	중동산유국	16.92	한국	23.77	스위스	28.20	홍콩	30.17
9	홍콩	10.66	중동산유국	19.71	중동산유국	27.95	버뮤다	22.17
10	스위스	10.22	이탈리아	18.55	룩셈부르크	20.22	싱가포르	21.91
11	벨기에	8.94	스페인	17.98	싱가포르	19.45	룩셈부르크	21.87
12	캐나다	7.65	스위스	17.66	이탈리아	17.74	멕시코	19.68
13	태국	6.69	버뮤다제도	17.40	멕시코	16.68	네덜란드	17.15
14	서인도제도	5.81	캐나다	14.13	버뮤다제도	14.17	스페인	17.09
15	바하마	5.64	룩셈부르크	13.78	스페인	14.01	이탈리아	15.28
총액	376.39		676.41		699.64		880.99	
해외 총보유액 대비 주요 국가 비중	81%		77%		77%		79%	
해외 총보유액	464		884		908		1,116	
미국 총보유액	2,392		2,508		2,230		2,451	
미국 총보유액 대비 해외 총 보유액	19%		35%		41%		46%	

구분	2004년		2005년		2006년		2007년		2008년	
1	일본	552.13	일본	571.54	일본	535.03	일본	553.21	일본	568.16
2	중국	189.18	중국	277.09	중국	364.07	중국	466.54	중국	521.91
3	대만	65.00	대만	66.00	중동산유국	64.32	브라질	94.59	브라질	157.09
4	한국	43.12	한국	58.06	대만	61.75	중동산유국	78.71	중동산유국	77.93
5	독일	42.16	영국	45.03	한국	61.54	홍콩	56.59	러시아	76.62
6	영국	39.84	독일	41.35	룩셈부르크	52.24	룩셈부르크	44.86	대만	64.71
7	케이먼제도	36.99	중동산유국	37.04	홍콩	48.15	대만	43.05	홍콩	63.53
8	룩셈부르크	35.05	싱가포르	32.60	영국	47.16	한국	42.84	룩셈부르크	58.48
9	스위스	32.50	룩셈부르크	30.49	독일	38.08	영국	42.62	독일	46.97
10	홍콩	27.65	케이먼제도	30.06	싱가포르	33.84	독일	41.90	영국	45.10
11	멕시코	24.92	스위스	28.80	브라질	33.09	싱가포르	34.66	한국	39.81
12	싱가포르	24.75	홍콩	27.10	멕시코	32.91	스위스	33.97	스위스	33.92
13	버뮤다제도	22.60	버뮤다제도	24.50	스위스	32.80	러시아	33.49	싱가포르	29.58
14	중동산유국	20.20	멕시코	22.90	버뮤다제도	24.57	멕시코	28.01	멕시코	29.04
15	네덜란드	19.92	브라질	21.95	케이먼제도	19.16	케이먼제도	23.38	케이먼제도	25.38
총 액	1,176.00		1,314.52		1,448.69		1,618.43		1,838.21	
해외 총보유액 대비 주요 국가 비중	82%		82%		84%		82%		83%	
해외 총보유액	1,426		1,599		1,727		1,965		2,211	
미국 총보유액	2,809		3,093		3,321		3,454		3,621	
미국 총보유액 대비 해외 총 보유액	51%		52%		52%		57%		61%	

## (2) 미국 정부증권 국가별 · 연도별 보유현황

미국 정부증권(AGENCY) 국가별 보유현황

(단위: 십억 달러)

구분	1994년		2000년		2002년		2003년	
1	일본	38.76	일본	42.65	일본	88.08	일본	102.43
2	영국	10.25	영국	29.97	중국	58.61	채널제도	91.15
3	서인도제도	8.82	중국	19.62	벨기에	54.37	벨기에	64.92
4	대만	5.99	홍콩	17.69	룩셈부르크	29.39	룩셈부르크	38.21
5	벨기에	4.16	한국	14.62	대만	25.30	대만	34.64
6	홍콩	3.21	버뮤다제도	12.05	영국	20.94	영국	26.76
7	버뮤다제도	3.17	네덜란드	9.77	저지섬	18.47	케이먼제도	25.55
8	중동산유국	2.98	캐나다	8.64	독일	15.92	한국	24.78
9	싱가포르	2.49	독일	8.05	버뮤다제도	14.34	버뮤다제도	17.94
10	지브롤터	2.44	케이먼제도	7.92	케이먼제도	14.32	캐나다	15.99
11	독일	1.98	채널제도	6.32	네덜란드	13.18	독일	14.65
12	바하마	1.41	스위스	5.20	홍콩	12.38	네덜란드	14.14
13	네덜란드	1.32	스페인	5.09	스위스	11.83	홍콩	12.15
14	채널제도	1.05	아일랜드	4.91	아일랜드	10.90	스위스	10.99
15	핀란드	0.90	멕시코	4.78	한국	7.63	아일랜드	9.68
총액	88.90		197.27		395.65		503.98	
해외 총보유액 대비 주요 국가 비중	83%		76%		80%		86%	
해외 총보유액	107		261		492		586	
미국 총보유액	2,199		3,575		4,830		5,199	
미국 총보유액 대비 해외 총 보유액	5%		7%		10%		11%	

구분	2004년		2005년		2006년		2007년		2008년	
	1	중국	114.90	중국	172.00	중국	255.39	중국	376.33	중국
2	일본	99.85	일본	139.77	일본	184.27	일본	228.19	일본	269.62
3	벨기에	48.96	벨기에	51.23	대만	52.68	러시아	75.28	러시아	62.09
4	대만	38.98	한국	42.47	벨기에	43.74	한국	63.04	대만	60.76
5	한국	33.86	케이먼제도	42.13	한국	42.37	대만	54.90	중동산유국	59.74
6	룩셈부르크	30.96	대만	40.99	러시아	38.36	케이먼제도	52.21	한국	59.44
7	케이먼제도	30.95	룩셈부르크	34.24	룩셈부르크	37.88	룩셈부르크	39.48	케이먼제도	42.79
8	버뮤다제도	23.18	버뮤다제도	28.79	케이먼제도	37.77	버뮤다제도	33.51	멕시코	37.44
9	영국	22.25	영국	23.17	버뮤다제도	28.09	벨기에	33.32	버뮤다제도	36.82
10	독일	20.51	멕시코	23.04	영국	28.00	호주	32.65	룩셈부르크	28.94
11	네덜란드	15.67	네덜란드	17.85	멕시코	23.61	멕시코	31.34	아일랜드	28.80
12	아일랜드	15.45	독일	15.10	아일랜드	23.49	중동산유국	29.59	영국	25.79
13	스위스	13.14	아일랜드	14.13	네덜란드	18.48	영국	27.29	벨기에	24.27
14	홍콩	10.52	러시아	12.88	홍콩	16.73	아일랜드	25.33	말레이시아	20.21
15	호주	9.21	호주	12.79	독일	15.25	네덜란드	23.32	홍콩	19.34
총액	528.39		670.58		846.10		1,125.76		1,303.09	
해외 총보유액 대비 주요 국가 비중	85%		85%		86%		86%		89%	
해외 총보유액	619		791		984		1,304		1,464	
미국 총보유액	5,527		5,591		5,709		6,202		6,986	
미국 총보유액 대비 해외 총보유액	11%		14%		17%		21%		21%	