

금융경제연구
2009. 11

1930년대 세계대공황과 2008년 위기

양 동 휴*

이 연구내용은 집필자의 개인의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관합니다. 따라서 본 논문의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

* 서울대학교 경제학부 교수

한국은행 금융경제연구원

1930년대 세계대공황과 2008년 위기

양 동 휴*

이 연구내용은 집필자의 개인의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관합니다. 따라서 본 논문의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

* 서울대학교 경제학부 교수

(전화: 02-880-6375, E-mail: dyang@snu.ac.kr)

본 연구는 한국은행 금융경제연구원의 외부용역사업 지원을 받았습니다. 연구과정에서 유익한 조언을 주신 김경수 원장, 홍승제 거시경제연구실장을 비롯한 세미나 참석자 여러분께 감사드립니다.

< 차 례 >

I. 머리말	1
II. 1930년대 대공황	4
1. 구조적 문제	4
2. 대공황의 발발과 심화	7
3. 각국의 대응과 느린 회복	18
4. 대공황의 유산	27
III. 2008년의 위기	29
1. 구조적 문제	29
2. 금융위기의 발발	31
<참고문헌>	39

1930년대 대공황과 2008년 위기

본고에서는 1930년대 세계대공황과 2008년 경제위기를 비교분석함으로써 대공황의 경험에서 2008년 위기에 대처할 교훈을 찾고 동시에 2008년 위기에서 1930년대 대공황을 재해석할 시사점을 얻고자 한다.

대공황은 세계 1차 대전 이후의 구조적 문제를 해결하지 못한 채 금본위제에 복귀한 많은 나라가 이를 유지하기 위해 긴축정책을 쓸 수밖에 없게 되면서 주식시장 붕괴, 은행위기 등을 수반하는 등 필연적으로 나타났다. 다시 말해 30년대 세계 대공황은 최초의 총력전이었던 1차 대전 이후 인구와 산업생산 설비를 평시체제로 복귀시키는 문제, 임금, 물가 유연성의 하락, 국경변화로 인한 분업질서 단절, 연합국간 대부체계의 정지와 패전국 독일에 부과된 엄청난 규모의 배상금, 초인플레이션에 따른 중산층 저축의 소멸 등의 경제구조의 불안정성이 확대되면서 시작되었던 것이다.

미국은 1929년 주식시장 붕괴를 시작으로 1930년부터 혹독한 은행공황이 이어졌으며 오스트리아와 독일은 애초부터 금융위기가 내재되어 있었는데 이것이 동부 유럽, 영국으로 확대 전파되는 과정에서 세계 대공황이 시작된다. 은행위기는 금융제도의 신용창조기능을 약화시키고 소비자의 현금 선호를 부추겨 통화량을 감소시킨다. 이에 따른 이자율 상승은 기업에게 피해를 주며 또한 신용중개비용을 높이고 금융경색을 불러와 실물 경제에 충격을 준다. 1931년 미국의 통화긴축은 공황을 더욱 심화시켰다. 디플레이션정책은 한편으로는 자산가치 하락과 실질부채증가를 수반하는 debt-deflation, 다른 한편으로는 실질임금 상승과 실업증가의 메카니즘으로 불황의 골을 깊고 길게 했다. 본문에서는 이러한 과정을 자세히 살피고 각국의 공황대응책과 느린 회복을 검토한다. 미국의 뉴딜을 비롯한 각국의 개별 정책들은 경기회복에 역부족이었으며 결국 금본위제를 포기하고 팽창기조로 돌아선 것이 경기회복의 실마리가 되었다.

반면 2008년 위기에는 구소련 동구권 붕괴 이후 체제전환의 난맥상, 이와 연결된 EU의 동구권 확장, 국내·국제적 소득불평등의 심화 및 글로벌 불균형 등이 구조적 배경으로 자리잡고 있다. 구조적 불안정은 국제경제에 전반적 불확실성을 가중시킨다. 구체적으로는 글로벌 불균형이 전 세계적 유동성 팽창을 초래하여 자산가격을 상승시킨다. 또한 EU의 확장은 유로화 가치를 떨어뜨려 유로화가 국제 화폐로 동참하는 길을 어렵게 만들었다. 2008년 위기 원인을 실증적으로 평가하기 위해 1987~2007년간 선진 21개국을 대상으로 로짓분석을 실시한 결과 과거의 위기는 물가상승률, 재정수지, 국내실질 신용증가율 등 거시경제 요인들에 유의한 영향

을 받는 것으로 나타났다. 그러나 동 결과에 2008년 미국자료를 넣어 분석해보면 거시경제여건과 은행부문의 건전성 등은 이번 위기를 제대로 설명하지 못하는 것으로 나타났다. 이는 2008년 위기가 부동산 버블의 생성과 소멸 과정에서 규제받지 않는 ‘새도우 은행체계’에서 발생하였기 때문인 것으로 판단된다.

한편 1930년대 세계 대공황과 2008년 위기 발생 전후의 경제여건의 차이를 보면 이번 위기는 구조적 문제점으로 인한 부담이 1930년대 대공황에 비해 훨씬 적었을 뿐 아니라 세계화가 고조될 때 일어났다. 또한 위기 전달 메커니즘이 대공황때는 금본위제라는 통화체제 내에서 확산된 반면 금번 위기는 변동환율제하에서 신속한 국제자본의 이동에 크게 기인하였다. 그리고 대공황때는 주식시장 붕괴→은행위기의 순서로 위기가 확산된 반면 2008년 위기는 금융위기→주가폭락의 순으로 위기가 진행되었다.

끝으로 금번 글로벌 위기를 극복하는 과정에서 국제공조를 통한 그 동안의 팽창적 재정금융정책의 효과는 기대된다. 그러나 앞으로 금융팽창이 공식적 채널을 통해 효력을 발생하지 못할 것에 대비 위험관리적 대응이 필요하다고 본다. 특히 금융경색이 심화되지 않게 유념하는 한편 회복과정에서 인플레이압력에 적절히 대응해 나가는 것이 중요하다고 본다.

핵심주제어 : 세계대공황, 금융위기

경제학문헌목록 주제분류 : N2, G22

I. 머리말

2008년에 터진 미국발 금융위기와 뒤 이은 세계경기침체는 자연스럽게 1930년대 대공황에 대한 관심을 고조시켰으며 역사적 경험에서 얻을 교훈을 찾는 노력이 지속되고 있다. 물론 양자 간에는 그 원인과 성격이 다르고 심도와 지속기간도 차이가 있다. 예를 들어 경기 침체의 중요한 척도인 실업률을 1920년대와 30년대로 나누어 비교한 것이 <표 1>이다. 제조업의 경우 주요선진공업국의 실업률은 1930년대에 평균적으로 20% 안팎을 유지하였으며, 가장 높았을 때는 미국 37.6%(1933), 영국 22.1%(1932), 독일 43.8%(1932)였다. 현재 경기하락의 최저점 부근에서 각국의 실업률이 대부분 한 자리 숫자임을 감안하면 ‘1930년대 이후 최악의 불황’이라는 표현은 지나친 감이 있다. 그러나 주식, 부동산 등 자산가격의 등락폭은 비교할 만하다(<그림 1>, <그림 2>).

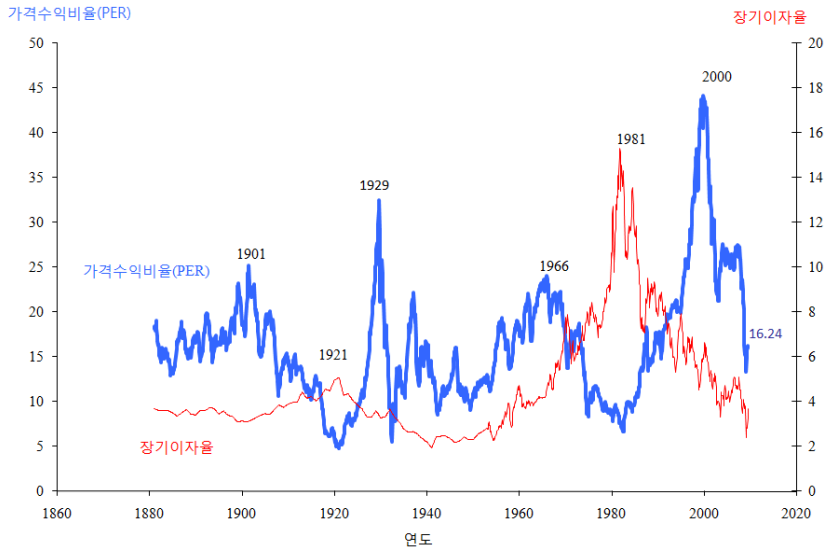
<표 1>

주요국의 실업률

	(%)			
	제조업		경제전체	
	1921~1929	1930~1938	1921~1929	1930~1938
미국	7.7	26.1	4.9	18.2
영국	12.0	15.4	6.8	9.8
프랑스	3.8	10.2	-	-
독일	9.2	21.8	4.0	8.8
호주	8.1	17.8	-	-
벨기에	2.4	14.0	1.5	8.7
캐나다	5.5	18.5	3.5	13.3
덴마크	18.7	21.9	4.5	6.6
네덜란드	8.3	24.3	2.4	8.7
노르웨이	16.8	26.6	-	-
스웨덴	14.2	16.8	3.4	5.6

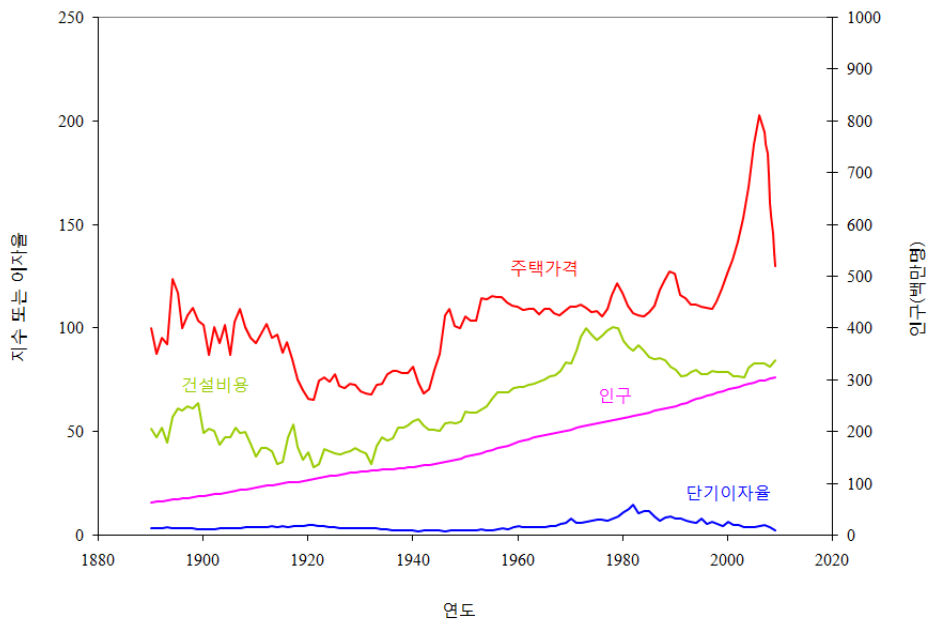
출처: Eichengreen and Hatton(1988), p.9

<그림 1> 미국의 주식가격수익비율(PER)과 장기이자율, 1881~2005



출처: Shiller(2005), web appendix

<그림 2> 미국의 실질주택가격, 1890~2008



출처: Shiller(2008), p.33

물론 경기폭락의 원인과 성격에 따라 제도개혁과 장기적 재발방지노력이 고안, 실시되어야 하지만 단기간 구제금융이나 통화정책, 재정정책 등은 비슷한 형태가 될지도 모른다. 여기에 1930년대(1929~1933)와 2008년의 경기를 비교분석할 의미가 있다.

필자는 1992년과 1998년에 각각 1930년대 미국 대공황과 세계대공황의 원인과 성격에 관한 문헌을 정리하고 개인적 견해를 표명한 적이 있다(양동휴 1992, 1998). 그동안 새로운 연구들이 축적되고 필자의 생각도 바뀌었지만 특히 2008년의 위기 이후 지난 글들을 대폭 수정할 필요가 생겼다. 즉 1930년대 대공황의 경험에서 2008년 위기에 대처할 교훈을 이끌어내려는 노력 만큼이나 2008년 위기의 경험에서 1930년대 대공황을 재해석할 필요가 있다. 구체적으로는 지난번에 대수롭지 않게 다루었던 주식시장붕괴의 효과나 은행위기의 중요성 등을 재검토해야 한다. 유가증권이나 주택, 토지 등 자산가격 버블의 형성과 소멸과정의 의미를 다시 따져봐야 하며 은행위기가 단순히 공황과정의 증세로서가 아니라 독자적인 공황 촉발요인 내지 심화요인으로 작용하는 측면을 분석해야 한다. 그에 앞서 은행위기의 발생 배경을 재고할 필요가 있다. 불황의 세계적 전달메커니즘도 다시 살펴봐야 한다. 이 글이 1930년대에 관한 설명에서 결국 지난 글들과 유사할 수도 있으나 강조점이 많이 다르며 이렇게 새로 정리된 후에야 2008년의 위기와 비교분석이 가능해진다.

글의 구성은 다음과 같다. II장에서는 1930년대 세계대공황의 배경을 1차 대전 이후의 구조적 문제와 연결시켜 검토한다. 다음으로 공황의 발발과 심화, 각각의 직접적 원인과 작동 메커니즘을 살핀다. 정책대응과 회복과정을 각국별로, 또한 종합적으로 설명하며 끝으로 대공황의 유산을 따져본다. III장에서는 2008년의 위기를 낳은 구조적 배경, 주택버블과 붕괴를 먼저 조망한 후 은행위기의 성격을 분석한다. 현재 실행되고 있는 대응책을 평가하고 이후 전개방향을 전망한다. 마지막으로 1930년대 대공황과 2008년 위기를 비교하는 한 가지 방법을 예시한다.

II. 1930년대 대공황

1. 구조적 문제¹⁾

대공황은 1차 대전 후 경제구조의 불안정성 확대에서 시작되었다. 일찍이 영국수상 윈스턴 처칠은 1차 대전부터 2차 대전에 이르는 시기를 묶어 ‘유럽의 제2차 30년 전쟁’이라고 칭한 바 있다. 즉 1차 대전과 대공황이 밀접한 관계가 있으며 이것이 결국 2차 대전을 야기했다는 것이다. 1차 대전 이후 구조적 문제를 해결하지 못하고 여기에 정책실패가 더해지자 대공황은 거의 필연적이었다.

우선 1차 대전이 최초의 총력전이었던 점을 지적하고 싶다. 거의 모든 성인 남자가 전투에 동원된 것을 비롯하여 국내에서 그 빈자리는 여성 및 아동, 노약자가 맡았다. 군사비 지출이 국민생산에 차지하는 비중도 영국은 38%(1916~7), 독일은 53%(1917), 미국은 13%(1918)까지 올라갔다. 즉 모든 자원이 전쟁에 동원됨으로써 오랜 기간 엄청난 과국을 초래하였으며 이는 종전 후 인구와 산업생산설비를 평시체제로 복귀하도록 조정하는 문제를 발생시켰다. 교전국들이 농업부문에서 제 위치를 잃으면서 농산물 수입을 늘리자 미주대륙과 호주 등 신세계에서는 곡물농업 및 축산을 대규모로 증대하였다. 따라서 전쟁이 끝나고 유럽이 농산물 생산을 재개하자 전 세계적으로 농산물 가격이 폭락하고 농업이 침체하였다. 이는 미국 같은 곳의 농업지역 은행의 부실로 이어졌으며, 전쟁관련 산업의 생산설비와 노동력을 평시생산으로 재배치하는 어려움도 컸다.

노동시장과 재화시장의 경직성이 커진 것도 문제였다. 전쟁동안 참호 속의 생활을 함께 경험한 노동계급의 결속력 강화로 임금구조의 유연성이 감소하고 지루한 단체협상과정의 추세가 보편화되었다.²⁾ 전쟁동안 경제활동

1) 이 절의 논의 순서는 Feinstein, Temin and Toniolo(2008)를 따랐다.

2) 또한 후버 대통령의 산업노동프로그램이 산업을 노동조합으로부터 보호하는 대신 명목임금인하를 제한하는 것이어서 실질임금이 상승했다. Davis-Bacon법(1931)과 Norris-Laguardia법(1932)은 노조활동을 촉진하고 임금상승을 부추겼다.(Ohanian 2009)

에 관한 정부개입과 사업자 단체 및 카르텔 형성 등의 유산으로 물가의 유연성도 줄어들었다. 1920년대에 합병과 카르텔로 기업규모가 커지고 이들의 시장지배력이 늘어나면서 생산제한을 통해 가격하락을 억제하는 경향이 있었다.

전쟁 이후 여러 강화조약에 따라 각국의 영토가 정해졌다. 독일점령지역과 식민지, 오스트리아-헝가리 제국, 오스만 터키제국의 영토가 분할되었고, 핀란드, 에스토니아, 라트비아, 리투아니아, 폴란드, 체코슬로바키아, 유고슬라비아 등 신생국이 생겼다. 국경이 경제적 고려 없이 주로 민족자결원칙에 따라 결정됨되었고 그 결과 오랫동안 지속되었던 경제적 관계와 분업질서가 단절되고 새로운 무역장벽이 조성되었다.

전후 복수심에 불탄 연합국은 패전국 독일에 엄청난 규모의 배상금(프랑스 52%, 영국 22%, 이탈리아 10%, 벨기에 8% 등)을 부과했다. 이것은 국제적으로 정치적 대립과 경제적 불화의 주요 원인이 되었다. 케인즈는 1919년 『평화의 경제적 귀결』(*The Economic Consequences of the Peace*)에서 독일에 지나친 전쟁배상금을 부과한 조항은 독일의 경제를 몰락시키고 결국 주변 나라를 모두 가난에 빠뜨릴 것이라고 개탄하였다. 1924년 도즈 차관(Dawes Loan)에 의해서 비교적 안정적으로 독일로 자본이 유입되고 배상금이 원만히 이전될 수 있었으나 한 동안은 배상금 문제가 불안정한 전후 경제에 불확실성과 흑독함을 더했다. 독일이 배상을 고의적으로 이행하지 않는다고 단정하고 프랑스가 루르지방을 점령한 사태가 그 단적인 예다.

전쟁기간 동안 이루어졌던 연합국간 대부체계가 갑자기 단절된 것도 국제경제에 충격을 주었다. 이 대부체계에서 영국은 프랑스, 이탈리아, 벨기에 등에게 자금을 빌려주었다. 그리고 미국이 이들 모두에게 전시대부를 제공했다. 전쟁이 끝나자 이러한 금융협력은 즉각 단절되었는데 재건과 산업구조조정에 필요한 국제적 신용부족으로 프랑스, 벨기에, 영국의 회복속도가 불확실했다. 특히 프랑스가 전후복구와 전시채무상환을 위해 독일에서 전쟁배상금을 받아내려 애썼다. 이와 같은 대대적인 국제적 채권채무관계는 전후 국제경제질서에 큰 불안요소였다. 최근의 글로벌 불균형(미국의 경상수

지 적자와 동아시아의 흑자가 조정되지 않고 계속 누적되는 상황)도 이와 유사한 문제를 가지고 있다. 이에 대해서는 다음 장에서 다시 논의하기로 하자.

전쟁 중 공급애로에 따른 물가상승은 당연하다. 인플레이션은 1920년 이후까지 지속되어 그 중 오스트리아, 헝가리, 폴란드, 러시아, 독일은 초인플레이션에 시달렸다. 독일의 경우 1922년 8월부터 1923년 11월까지 월335%의 천문학적 비율로 물가가 상승했다. 한편으로는 배상금과 점령비용이 국제수지 적자규모를 확대시켜 마르크화의 가치를 떨어뜨렸고 다른 한편으로는 재정적자 때문에 통화공급이 급증한 것이 원인이었다. 인플레이션은 채권자의 손실과 채무자의 이득을 의미하는데 초인플레이션으로 금융자산형태의 부가 소멸했다. 즉 사회 안정을 유지하던 독일 중산층의 봉급과 저축이 사라졌다. 이들의 근검, 절약 가치관에 혼란이 왔다. 인플레이션은 1920년대 바이마르 민주주의를 붕괴시키고 히틀러가 이끄는 국가사회주의(나치)가 출현하는 배경이 되었다. 또한 인플레이션 경험 때문에 은행은 현금보유를 꺼리고 과잉대출의 경향을 갖게 되어 부실자산 축적과 유동성 부족이라는 취약점이 생겼다.

마지막으로 금에 기초한 국제통화제도를 재건하겠다는 생각은 매우 잘못된 것이었다. 여러 나라들이 우여곡절 끝에 1925년을 전후하여 ‘과거의 좋았던 시절’(belle époque)의 금본위제로 복귀했다. 고정환율제도로서의 금본위제는 국제적인 조정기구가 없는 가운데 국제수지 흑자국과 적자국 사이에 비대칭성이 존재한다는 근본적인 약점이 있다. 적자국의 경우 금 또는 외환보유고가 고갈되었을 때 디플레이션과 불황이라는 대가를 치러야 하는 것이다. 또한 금본위제로 돌아갈 때 각국은 자국의 통화 가치를 상호조정 없이 독자적으로 결정함으로써 통화가 상대적으로 과대, 혹은 과소평가되는 문제가 발생했다. 이로 인해 통화를 상대적으로 과대평가한 나라는 통화 가치 유지를 위해 긴축정책을 써야했다. 예를 들어 영국은 지난 시절의 국제적 위신만을 생각하여 경제적 근거도 없이 파운드화 가치를 전쟁이전 수준으로 높여 금본위에 복귀했다. 고평가를 유지하기 위해 긴축정책을 쓸 수밖에

에 없었고 그 결과 수출부진, 이자율 상승에 의한 투자부진으로 공장들이 문을 닫고 실업이 늘었으며 대공황이 발발하기 전부터 이미 경기침체 상태에 있었다. 전전평가로 금본위에 복귀한 덴마크, 노르웨이, 스웨덴도 엄청난 불황을 겪었다.

1920년대 미국은 유럽에 비해 상대적으로 호황이었다. 라디오, 자동차 등이 대량생산으로 널리 보급되고 할리우드 영화산업도 급성장했다. 들뜬 분위기에서 토지와 주식투기 열풍도 일었다.³⁾ 1920년대 말 미국에서 주식시장 붐이 일면서 미국에서 유럽으로의 자본이동 규모도 감소했다. 시장과열을 우려한 연방준비제도이사회(FRB)가 긴축통화정책을 추진했다. 긴축정책과 함께 경기가 냉각되고 주식자금 신용대출이 격감했으며 전반적 기대가 하락하여 1929년 10월 주가가 폭락하였다. 미국은 미국대로, 유럽은 오스트리아와 독일의 금융위기가 중부, 동부유럽, 영국으로 전파되는 과정에서, 1930년대를 맞으면서 세계대공황이 시작된다. 결국 1차 대전 후 여러 구조적인 문제에도 불구하고 피할 수 있었을 역사적 사건이 잘못된 정책 때문에 촉발된 것이다. 이것은 거의 모든 선진공업국의 노동생산성이 1870~1913보다 1913~1929년에 더 높았다는 사실이 반증한다.

2. 대공황의 발발과 심화

미국은 1929년 8월을 정점으로 산업생산이 감소하기 시작했고 10월에는 주가가 폭락했으며 1930년 10월부터 1933년 봄까지 네 차례의 금융위기가 발생하였다. 또한 1931년 5월 오스트리아 최대은행인 크레디트안쉬탈트의 파산을 계기로 세계경기는 급격히 악화된다. 이 사건들 이전에 1928~29년 미국의 긴축정책이 대공황을 가져온 직접적 요인이라는 설명이 지배적이다.

1929년 주식시장 붕괴를 대공황과 연결시키는 논리는 세 가지다. 주가가 치 하락으로 보유자산, 즉 부의 실질가치가 감소하여 소비지출이 줄었으며 소비자의 부채자산비율이 높아진 가운데, 소비자의 장래에 대한 불확실성이

3) 주택가격은 1924년, 주식가격은 1929년을 정점으로 하락세로 돌아선다.

가중되었다는 것이다. 이를 반박하는 주장도 있다. 부의 감소효과는 10% 미만이었고 주식가격과 배당수익의 비율(PER)은 거의 불변이었으며(Temin 1976) (<표 2> 참조) 주식시장과열이 버블이 아니었다는(Cecchetti 1992) 논의 등이다. 당시 주가가 버블이었던지에 관해서는 아직 논란거리이나(White 1990) <그림 1>을 보면 PER이 1929년에 엄청나게 솟았다가 떨어진다.⁴⁾ 이것은 2000년의 주식분을 구조적, 문화적, 심리적 요인에 의한 비합리적 투기로 설명하는 방식(Shiller 2005)으로 해석이 가능할 것임을 시사한다. 주식시장 와해의 효과가 심리적 불안정 증폭을 통해 나타난다고도 주장할 수 있다(Romer 1990).

<표 2> 미국의 주가와 가격수익비율(PER), 1927~32

가격	1927	1928	1929	1930	1931	1932
S&P Composite	17.66	24.35	21.45	15.34	8.12	6.89
S&P Industrials	14.82	20.85	16.99	11.90	6.32	5.18
Cowles Composite	118.3	149.9	190.3	149.8	94.7	48.6
Cowles Industrials	118.5	154.3	189.4	140.6	87.4	46.5
가격수익비율(PER)						
S&P Composite	15.91	17.64	13.32	15.81	13.31	16.80
S&P Industrials	15.77	17.38	13.07	15.66	13.74	16.71
Cowles Composite	13.21	13.70	16.05	21.10	33.67	138.89
Cowles Industrials	13.89	14.25	16.31	22.22	46.51	172.41

출처: Temin(1976), p.44

주: 스탠다드 앤 푸어스(Standard & Poors) 가격은 연말(1941~43=100).
코울스(Cowles) 가격은 월평균(1926=100). 수익은 모두 연율.

4) <표2>의 주가는 연말기준, <그림1>은 1월평균, <표2>의 수익은 연율, <그림1>은 과거 10년 이동평균으로 큰 차이가 발생

1930년 10~12월의 은행위기가 대공황을 촉발시켰다는 설에 대해서는 오랜 논쟁이 있다. 1930년의 은행위기는 민간이 현금을 선호하게끔 충격을 줌과 동시에 은행 자체의 자금관리방식을 위험회피적, 안전우선주의적으로 바꾸게 하여 은행의 신용창조기능을 크게 저해하였다. 즉 통화승수가 급락했다. 이럴 때일수록 중앙은행이 본원통화를 늘려 통화량을 적정수준으로 유지해야 했는데 연방준비제도이사회는 국제수지균형에 신경 쓰느라 국내 총수요관리를 소홀히 했다. 결국 통화량이 감소하고 이것이 투자심리에 영향을 주어 공황을 심화시켰다는 것이다(통화설). 특히 1931년 9월에 영국이 금본위제를 이탈하고 파운드화를 평가절하한 후에도 금본위제를 고수하기 위해, 또한 그 전에도 주식시장 과열을 우려하여 이자율을 높게 유지하고 통화긴축을 1933년까지 지속하였다. 이는 미국의 공황을 다른 나라들보다 심하게 만들었을 뿐 아니라 세계적인 공황 파급을 막지도 못하였다(Friedman and Schwartz 1963).

이러한 설명에 대한 반박의 시작은 다음과 같다(Temin 1976). 통화공급이 감소했다면 이자율이 상승했을 것인데 이자율 상승이 관찰되지 않는다. 위험프리미엄을 제거한 회사채수익률, 뉴욕시 은행들의 대부이자율, 3~6개월 재무성증권, 4~6개월 상업어음 금리 모두 1929~31년간 하락세를 보였다. 명목통화량은 감소했으나 물가가 하락하고 있으므로 실질통화량은 감소하지 않았다는 것이다. 결국 명목이자율 하락이 실질이자율 하락을 의미하는가, 즉 투자지출 결정요인으로 등장하는 사전적(*ex ante*) 실질이자율과 화폐수요의 요인이 되는 사후적(*ex post*) 명목이자율과의 괴리가 어느 정도 인가가 문제일 것이다. 이는 물가상승 또는 하락에 대한 기대와 연결된다. 즉 대공황 초기부터 물가하락 예상이 널리 퍼져 있었다면 통화설이 설명력을 얻게 된다.⁵⁾

5) 물가변동에 대한 기대형성모델은 이론적·실증적으로 아직 정립되지 않았다. Mishkin(1981)이 하나의 방법론적 시도인데, 1929~30년 초까지는 물가하락 예상이 광범위하지 않았다는 연구로 Nelson(1990), Hamilton(1992), Cecchetti(1992)가 있다. 그렇다면 통화설은 공황촉발보다 공황의 심화를 설명하는 것으로 볼 수 있다.

은행위기가 대공황을 초래하는 기제에 대해서는 다시 논의하기로 하고 1930년대 은행위기의 배경과 원인에 대해 살펴보자. 은행위기는 은행의 자본손실로 인한 파산, 예금인출쇄도(bank run), 혹은 이를 막기 위한 정부의 포괄적인 개입 가운데 하나 이상의 사건이 발생하는 경우를 말한다. 1930년대 미국의 은행위기는 흔히 네 차례로 구분한다(1930년 10월~12월, 1931년 4~8월, 1931년 9~10월, 1933년 2~3월)(Wicker 1996).

우선 미국의 은행공황 빈발은 다른 국가와 비교할 때 더욱 두드러진다. 1870~1931년 기간만 보더라도 미국의 은행위기는 5회, 독일은 1회, 프랑스는 2회였으며 영국과 캐나다는 한 건도 겪지 않았다. 이러한 차이에 대한 한 가지 설명은 미국의 은행산업구조 자체가 취약했다는 것이다. 대기업과 대금융을 의심하는 지방자치적 미국식 민주주의 정서에서 비롯된 독특한 단점은행제도(unit banking system)는 은행산업에서 규모의 경제의 실현을 가로막고 소형은행의 난립을 낳았다. 지리적 다각화와 은행 간 협조를 저해하여 지역적 충격에 따른 은행공황에 특히 취약하도록 만들었다. 이렇게 파편화된 미국의 은행산업이 20년대 농업불황과 30년대 대공황에 직면하여 대규모 파산의 물결을 경험한 것이다. 반면 캐나다는 1935년에야 중앙은행이 설립되었음에도 불구하고 일찍이 지점망을 허용하여(branch banking) 은행공황을 겪지 않았다(Mitchener 2005, Carlson and Mitchener 2009).

또한 대공황기의 은행위기는 현금수요의 외생적 증가에 따른 은행의 일시적 유동성 부족이라기보다 파산기업 부채의 증가, 자산가격 하락 등 실물 충격이 은행파산의 우려를 낳아 발생한 근본적 지불능력부족 때문이었다. 이 시기 미국은행위기는 산업과 금융의 중심지인 동북부가 아니라 농업이 상대적으로 중요했던 내륙에서 발생했다. 1925년에 시작된 주택가격 하락이 전세계적인 농산물가격하락과 맞물리면서 농업소득감소가 은행위기의 중요한 요인이었음을 시사한다(Wicker 1996).

1930년 1차 은행위기의 발발은 콜드웰회사(Caldwell Company)와 뱅크 오브 유에스(Bank of the United States) 두 은행의 도산에 기인하는데 이들의 자산규모는 1차위기시 파산은행 전체 자산규모의 절반을 차지한다. 두 은행

은 주가 및 부동산 가격폭락과 부적절한 영업의 결과로 문을 닫았고 그 배경의 하나는 체인-그룹 형태의 불투명한 지배구조라고 주장되기도 한다(박경로 2000). 코레스 청산망(correspondent clearing)의 취약성도 도산은행 수를 늘리는 데 한 몫 했다(Richardson 2007).

다시 은행위기가 실물부문의 공황을 촉발하는 메커니즘으로 돌아오자. 실물부문의 불황이 기업 영업활동을 위축시키고 은행에 부실채권이 축적되어 은행도산을 불러일으키는 측면이 있다. 즉 은행위기가 공황의 과정이고 결과이자 증세인 것이다. 공황이 심했던 1931년의 2, 3차 위기와 1933년의 4차 위기 때는 더욱 그러하였다. 그러나 은행위기 자체가 실물부문 공황을 독자적으로 심화시키는 효과도 매우 큰 것이 사실이다. 첫째는 은행들의 보수적 경영 및 은행을 믿지 못하는 소비자의 현금 선호로 인하여 금융제도의 신용창조기능이 떨어진다. 즉, 통화승수가 하락하면 통화량이 감소하고 이자율이 높아져서 기업들이 피해를 보게 되는데 1930년 1차위기 시에는 실질통화량 감소와 실질이자율 상승 여부를 두고 논란이 있다는 것은 위에 이야기한 바와 같다. 둘째로 전반적인 비관론이 만연하게 되는 경우이다. 예를 들어 1933년 4차위기 같은 경우에는 전국적으로 현금유통이 증가하고 은행들이 지불을 중단하는 사태가 발생하여 거의 모든 주 정부가 주 차원의 은행휴무일을 선포했다. 루즈벨트 대통령의 전국적 은행휴무선언(3월 6일)은 사실상 실행되고 있던 지불정지를 추진하는 정도였던 것이다.

셋째로 은행위기는 '신용중개비용'을 높이고 금융경색현상을 불러일으켜 실물경제에 충격을 준다(Bernanke 1983). 은행은 자산집중을 통해 잠재적인 대부자와 차입자를 한 곳으로 모으고 그 결과 개별 대부자와 차입자가 만나 서로를 평가해야 할 필요를 없애주는 기능을 한다. 그러나 일부 은행들이 파산하면 나머지 파산하지 않은 은행들도 이런 기능을 예전처럼 잘 수행할 수 없다. 은행의 수가 줄어든 탓도 있지만 사람들이 은행을 신뢰하지 못하기 때문이다. 즉 은행의 파산은 신용중개비용을 높이는 '공급충격'을 불러오는 것이다.

은행위기가 실물부문 불황을 촉발시켰는지 여부가 미국에서 논란거리라

면 유럽의 경우에는 중부유럽 은행시스템의 붕괴가 대공황 발발의 신호였음이 분명하다. 이 위기는 오스트리아에서 두 번째로 큰 은행인 보덴크레디트안슈탈트(Bodencreditanstalt)가 1929년 11월에 파산하면서 시작되었다. 정부의 압력으로 로스차일드의 크레디트안슈탈트(Creditanstalt)가 합병에 동의했지만, 구제은행 스스로의 입지가 매우 취약했으며 합병으로 규모가 커진 은행이 장기적 해결책을 제시할 수도 없었다. 중부유럽 은행들의 문제는 1차 대전의 전후처리과정에서 경제적 산업기반은 고려하지 않고 민족자결주의에 따라 국경을 분할결정한 부정적 효과의 대표적 예라고 할 수 있다. 1920년대에 비엔나의 은행들은 본래 그들의 공급거래처인 체코슬로바키아와 완전히 단절되었다. 그래서 은행경영에 필요한 건전한 기반이 사라진 상태였다. 그런데도 오스트리아 최대 은행인 크레디트안슈탈트는 합스부르크제국이 존재하는 듯이 방만한 경영을 일삼다가 1931년 5월 파산하였다. 외국인 예금자의 인출쇄도와 오스트리아 쉐링에 대한 공격이 들이닥쳤다. 오스트리아 정부는 금본위를 지키려는 헛된 노력으로 외환준비금을 순식간에 소진하고 뒤늦게야 외환통제를 실시했다.

실제 중부유럽은 초인플레이션 하에서의 자본파괴 때문에 매우 허약한 상태였고 은행들의 재무구조가 극도로 취약하였다. 가장 극적이고 광범위한 은행위기는 독일에서 발생하였다. 독일은 1920년대에 주로 미국으로부터 자본수입에 의존하여 배상금도 지불하고 투자와 소비지출을 늘릴 수 있었다. (1924~30년간 총자본수입액 약 70억 달러, 배상금지불 약 24억 달러) 미국 자본의 유럽유입이 1929년경에 급속히 줄었는데 이는 앞에서 언급한 바와 같이 연방준비제도이사회가 긴축통화정책으로 이자율을 인상함으로써 해외 대부의 유인을 약화시켰고 1928년 주가지수가 치솟자 자금을 국내에서 운용하려는 경향이 강해졌기 때문이다. 이즈음 독일 경제가 심각한 불황으로 돌아서는데 미국자본유입의 감소도 한 요인이 되겠지만 기본적으로는 국내에서 비롯된 것이며 미국자본유입의 중단 이전에 이미 산업생산이 떨어지고 실업자가 늘기 시작했다.

1931년 7월 독일의 금융위기는 1997년의 아시아 위기와 여러모로 유사한 쌍둥이 위기였다(Schnabel 2004). 독일의 은행과 독일의 마르크는 1931년 여름에 동시에 파국을 맞았으며 결국 영국 파운드와 미국 달러에 대한 인출을 야기했다. 바이마르공화국의 재정적 문제가 통화문제를 초래하고 그것이 또 은행의 문제를 초래했다. 1931년 초에는 미국과 프랑스에서 차입하여 재정적자를 메웠지만 그 후 독일수상 브뤼닝이 오스트리아와의 관세동맹을 옹호하는 발언을 하자 1차 대전 이후 잔존해온 국가 간 긴장이 다시 고조되었다. 정세불안을 우려한 국내자금의 해외도피도 금융위기를 부추겼다. 파산기업에 막대한 자금을 투자했던 다나트은행(Danat Bank) 등 파산은행들은 제국은행에 도움을 요청했지만 제국은행 자산은 바닥이 났고 국제차입도 여의치 않았다.

독일은 결국 금본위제를 사실상 포기했다(1931. 7). 그런데도 브뤼닝은 독일이 여전히 금본위제에 묶여 있기라도 한 듯이 긴축정책을 계속 유지했다. 그는 독일이 배상금 지불능력이 없음을 확실히 보여주려고 애쓰는 과정에서 독일 경제를 황폐화시켰으며 독일 민주주의를 파괴했다.

독일의 지불정지선언에 따라 독일 내 외국인 자산이 동결되었다. 이를 깨달은 다른 나라도 외국인 자산의 인출을 제한했다. 이에 따라 많은 유럽 국가들이 1931년 7월에 예금인출쇄도와 통화위기로 고통을 겪었다. 헝가리, 루마니아 등은 은행이 오스트리아 은행과 밀접히 연관되어 있어서 위기가 특히 심했다. 헝가리는 대외채무를 부분적으로 지불정지하고 3일간 은행휴무를 선포하였으며 같은 달에 스위스의 주요 은행중 하나는 인수방식으로 구제되었다. 그 밖에도 폴란드, 체코슬로바키아, 라트비아, 터키 등에 은행위기가 파급되었는데 <표 3>은 이를 보여준다.

시기	나라	위기내용
1921.6	스웨덴	1921~22 예금감소 시작, 은행구조조정으로 이어짐. 1922 Credit Bank 통한 정부보조
1921~22	네덜란드	은행 도산(Marx & Co. 등)과 합병
1922	덴마크	대은행 Danske Landmandsbank 거액손실, 중소은행들 청산 Landmandsbank는 1928.4 정부보증 하에 구조조정
1923.4	노르웨이	Norge의 Centralbanken 파산
1923.5	오스트리아	주요은행 Allgemeine Depositenbank 위기, 7월에 청산
1923.9	일본	관동대지진으로 대만은행과 조선은행 채무누적, 정부도움으로 구조조정
1925.9	스페인	Banco de la Union Mineira와 Banco Vasca 파산
1926.7~9	폴란드	인출쇄도로 대은행 3곳 지불정지. 1927까지 은행불안 계속
1927	노르웨이, 이탈리아	다수의 소은행들 위기, 그러나 주요파산 없음
1927.4	일본	32개은행 지불정지, 제15은행과 대만은행 구조조정
1929.8	독일	Frankfurter Allgemeine Versicherungs AG 붕괴 이후 소은행들 파산, 베를린과 프랑크푸르트 저축은행들에 인출쇄도
1929.11	오스트리아	두 번째로 큰 Bodencreditanstalt 파산, Creditanstalt와 합병
1930.11	프랑스	Banque Adam, Boulogne-sur-Mer와 Oustric Group 파산, 지방 은행들에 인출쇄도
	에스토니아	중규모 은행 두 곳, 즉 Estonia Government Bank Tallin와 Reval Credit Bank 파산. 위기가 1월까지 계속
1930.12	미국	Bank of the United States 파산
	이탈리아	3대은행 인출쇄도. 1931. 4 공황발발, 정부개입 구조조정 및 동결된 산업자산 매입
1931.4	아르헨티나	은행공황에 정부개입, Banco de Nacion으로 하여금 다른 은행의 상업어음을 정부소유의 Caja de Conversión에서 재할인토록 조치
1931.5	오스트리아	Creditanstalt 파산, 외국인 예금자들 인출쇄도
	벨기에	두 번째로 큰 Banque de Bruxelles 파산임박소문으로 모든 은행에 인출쇄도, 같은 해에 평가절하의 기대가 외국인예금의 인출로 이어짐
1931.6	폴란드	Creditanstalt와 연관된 Warsaw Discount Bank에 인출쇄도. 오스트리아 위기의 확산
1931.4~7	독일	1930여름부터 인출쇄도로 은행시스템 불안, 6월 거액예금감소, 외환압박 가중, 은행들의 지불정지, Darmstädter Bank 파산, 은행휴무선언
1931.7	헝가리	부다페스트 은행들(특히 General Credit Bank) 인출쇄도, 외국인 채권자 지불유예협정, 은행휴무
	라트비아	독일연관은행에 인출쇄도, Bank of Libau와 International Bank of Riga 특히 타격

(표 3 계속)

시기	나라	위기내용
1931.7	오스트리아 체코슬로바키아 터키 이집트 스위스 루마니아 멕시코	Vienna Mercur-Bank 파산 외국인 예금인출이 국내인출 촉발, 일반적 은행공황은 없음 Deutsche Bank 지점에 인출쇄도, 독일위기 때문에 Banque Turque pour le Commerce et l'Industrie 붕괴 Deutsche Orientbank의 카이로, 알렉산드리아 지점에 인출쇄 도 Comptoir d'Escompte de Genève의 인수에 의해 Union Financière de Genève 구제 독일이 경영하던 Banca Generala a Tarii Românești 붕괴, Banca de Credit Roman과 Banca Romanesca 인출쇄도 인출쇄도 이후 지불정지, Banco Nacional de Mexico 인출쇄 도
1931.8	미국	일련의 은행공황, 1931.10 최악, 1931.8~1932.1 기간 1,860개 은행파산
1931.9	영국 에스토니아	외국으로 정화유출, 유럽, 특히 헝가리, 독일과 관련된 런던 상인은행 위협 소문 영국 스텔링 위기 후 일반적 은행인출쇄도, 11월에 인출쇄도 2 차 물결
1931.10	루마니아 프랑스	Banca Marmerosch, Blank & Co. 파산, 인출쇄도 Banque Nationale de Crédit 붕괴(Banque de Nationale pour le Commerce et l'Industrie로 구조조정) 다른 은행들 파산 및 인출쇄도
1932.3	스웨덴	Kreuger 산업금융제국의 붕괴 결과로 대은행 Skandinaviska Kreditaktiebolaget 위기, 그러나 일반적 공황 없음
1932.5	프랑스	대형 투자은행 Banque de l'Union Parisienne 손실로 Crédit Mobilier Français와 합병
1932.6	미국	시카고에서 일련의 은행파산
1932.10	미국	은행파산의 새로운 물결, 특히 중서부와 태평양 지역
1933.2	미국	일반적 은행공황, 주 단위 은행휴무, 3월에 전국적 휴무
1933.11	스위스	대은행 Banque Populaire Suisse 큰 손실 이후 구조조정
1934.3	벨기에	Banque Belge de Travail 파산이 일반적 은행위기, 외환위기 로 발전
1934.9	아르헨티나	가을 중 은행문제, 정부지원으로 4개의 취약한 은행(Banco Espanol del Rio de la Plata, Banco el Hogar Argentina, Banco Argentina-Uruguayo, Ernesto Tornquist & Co.) 합병
1935.10	이탈리아	아비시니아 침공 이후 예금감소
1936.1	노르웨이	예금안정 가운데 은행예금에 조세도입입법이 가을까지 인출 쇄도촉발
1936.10	체코슬로바키아	크라운의 2차 평가절하 예상이 예금인출 촉발

출처: Bernanke and James(1991), pp.51-53.

독일이 외환통제로 돌아서자 영국 파운드는 압박을 받아 7월 이후 파운드 매각이 꾸준히 증가했다. 독일에 대한 파운드 자산이 동결된 후에 영국의 문제는 더욱 악화되었다. 영국은 전전평가로 금본위제에 복귀했기 때문에 통화가 과대평가되어 수출이 위축되었으며 저개발국에 대한 장기자본 수출국 역할을 유지하려 했기 때문에 자본계정의 취약성도 가중되었다. 자산에 비해 단기부채가 엄청나게 높아져 신인도가 하락하자 파운드 가치를 더 이상 유지할 수 없는 상황에 내몰렸고 1931년 9월 20일 금본위를 포기했다.

이러한 유럽의 금융위기는 미국으로 전파되어 2차, 3차 은행공황을 불러 일으켰으며 연방준비은행의 보유금이 국내외로 유출되었다. 연방준비제도가 사회는 달러를 방어하기 위해 10월, 전 세계가 최고의 불황에 허덕이던 가장 심각한 시기에, 이자율을 대폭 인상했다. 미국경제가 침체되는 것은 물론 전 세계의 경기가 더욱 악화되었다. 즉 1928~29년 미국의 긴축정책이 대공황 발발의 직접적 원인이라면 1931년 미국의 통화긴축은 경기하강이 곧 회복되지 않고 더욱 심화된 주요 원인 중의 하나가 되었다.

또 하나의 원인은 1930년 미국의 스무트-홀리 관세(Smoot-Hawley Tariff)의 도입 이후 관세전쟁이 새로 불거진 것이다. 영국도 1931년말 일반 관세를 채택하면서 85년간 유지하던 자유무역을 포기했다. 프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 노르웨이, 스페인, 포르투갈, 그리스, 그리고 다른 수많은 나라들이 불황으로부터 자국 산업을 보호하기 위한 필사의 노력으로 관세를 인상했다. 특히 금블록 국가들이 관세와 수입쿼타에 더 몰두했다 (Eichengreen and Irwin 2009). 높아진 무역장벽과 대공황의 경제상황 악화로 인해 세계무역액은 1929년을 100으로 할 때 1930년 81, 1931년 58, 1932년 39로 떨어졌다. 국제경제가 전례 없는 수요 감퇴에 시달린 것이다.

공황의 심화는 무엇보다도 물가하락을 통해서 이루어졌다. 세계 각국이 금본위제 하에서 한편으로는 긴축정책 때문에, 다른 한편으로는 은행공황과 외환위기로 인한 세계적 통화/금 비율($\frac{M1}{GOLD} = \frac{M1}{BASE} \cdot \frac{BASE}{RES} \cdot \frac{RES}{GOLD}$)의 감소 때문에 통화량이 줄어들고 이에 따라 물가가 하락하였다. 이것은

디플레이션으로 인해 유발된 금융위기의 경로로, 또 실질임금 상승의 경로로 실물경제에 충격을 준다(Bernanke 1995). 1928년 및 1929년 미국의 통화긴축과 금 유입의 불테화정책은 1928년 6월~1930년 6월 동안 미국의 금준비가 10%이상 증가했음에도 본원통화는 6% 감소하게 했다. 미국과 프랑스로의 금 유입은 다른 금본위국가의 금 유출을 의미하며 이들 나라들도 긴축통화정책을 쓸 수밖에 없도록 강요했다. 1931년 이후의 통화/금 비율 감소는 긴축정책의 영향이라기보다 크레디트안쉬탈트 파산으로부터 시작한 일련의 은행공황과 외환위기에 기인한다. 은행공황은 민간의 현금/예금 비율과 은행의 준비금/예금 비율을 높여 통화승수(M1/BASE)를 급속히 떨어뜨린다. 외환위기와 평가절하에 대한 우려는 중앙은행으로 하여금 외화준비보다 금을 선호케 하여 총준비/금 비율(RES/GOLD)을 낮춘다. 또한 중앙은행은 보유금을 증가시켜 본원통화/총준비 비율(BASE/RES)을 낮추려 할 것이다. 이와 같은 상황이 공황초기 프랑스, 폴란드, 벨기에, 영국, 스웨덴, 미국에 걸쳐 관찰되었다. 금본위제 하에 있는 나라가 상대적으로 실질이자율이 높아지고 실질환율도 높아져서 국내수요와 수출이 위축되는 효과가 있다.

통화량이 감소하고 물가가 하락하면 자산가치가 하락하고 실질부채가 증가한다. 채무자가 자산매각에 나서면 물가하락과 금융불안이 다시 이어지는 부채 디플레이션(debt deflation) 순환이 생긴다. 이것은 채무자로부터 채권자로의 재분배일 뿐이어서 거시경제적 효과가 별로 없다고 주장할 수 있다. 그러나 정보비대칭성과 대리인 비용을 고려하면 달라진다.(대부자=주인, 차입자=대리인) 차입자의 순자산가치가 하락하면 대리인 비용이 늘어나므로 차입자의 투자자금 조달비용이 증가한다는 것이다. 채무자의 금융위기를 조장함으로써 부채 디플레이션은 실물경제에 영향을 미친다. 은행대부자의 곤란은 은행의 부실로 이어져 인출쇄도가 일어날 수도 있다. 그러나 은행공황은 시공간적으로 제한될 것이므로 부채 디플레이션의 효과가 압도적이라고 분석된다.

물가하락과 경직적 임금은 실질임금 상승으로 이어져 실업을 증가시키고

기업의 비용을 높인다. 즉 고용과 생산을 줄인다. 1932년 이후에는 금본위 이탈리아의 물가가 명목임금보다 더 빨리 올라서 실질임금이 내리고 고용이 증가했다. 금본위제에 남은 나라들에서는 실질임금이 오르거나 안정적이어서 고용은 침체상태에 머물렀다.

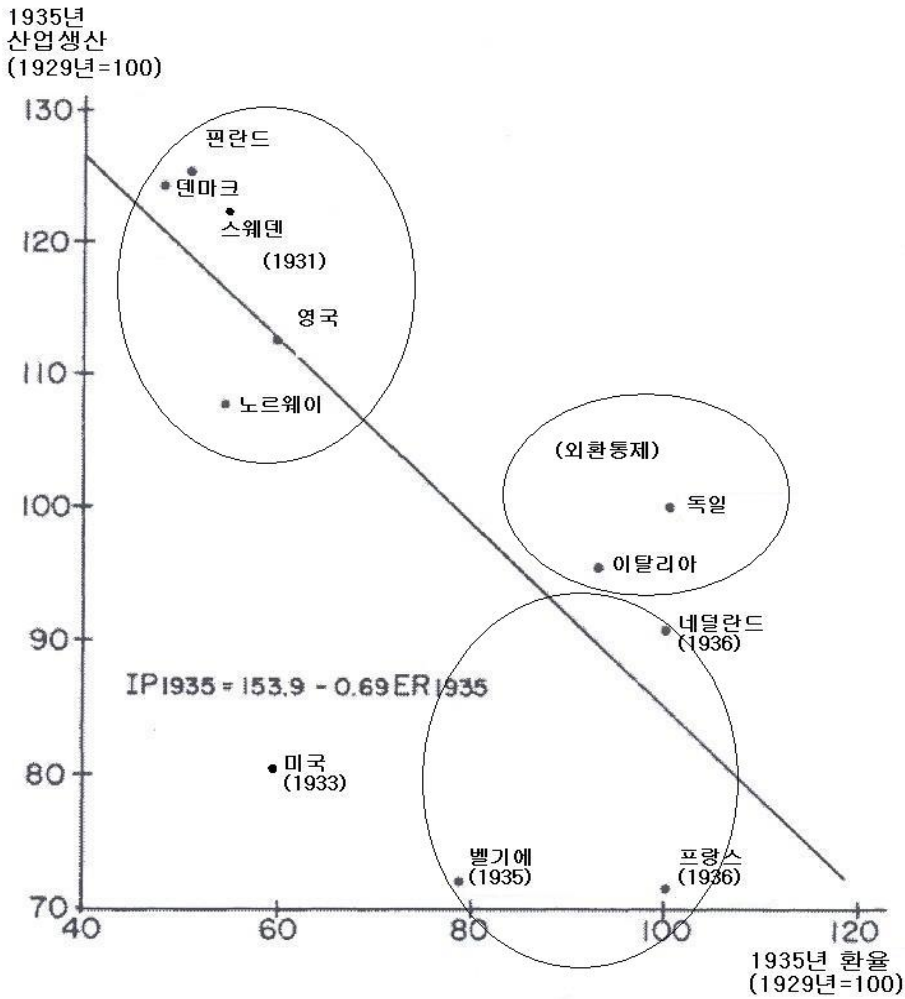
3. 각국의 대응과 느린 회복

경기회복에는 팽창정책이 필요한데 개방경제에서는 트라이레마(trilemma)가 작용하여 자유로운 국제자본이동, 환율안정, 독자적 거시정책 셋 모두를 동시에 수행할 수 없다. 즉 외환통제, 금본위 이탈과 평가절하를 하든지 환율유지를 위해 긴축정책을 써야 한다. 어떤 방식으로든 ‘황금 족쇄’(golden fetters, Eichengreen 1992)에서 풀려나야 디플레이션의 악순환에서 벗어나 경기부양책을 쓸 수 있다.

실제로 1931년에 평가절하를 단행한 스웨덴, 핀란드, 덴마크, 영국, 호주, 일본은 회복이 가장 빨리 시작되었고 1936년까지 금본위제를 고수한 프랑스, 폴란드, 벨기에 등은 회복이 매우 느렸다. 외환통제를 실시한 독일과 이탈리아는 양측 중간에 위치했다(<그림 3> 참조). 미국은 루스벨트 집권 직후 금 수출을 금지하고 금본위를 이탈하였으며 1934년 1월 공식적으로 달러 평가절하를 이룩하면서 본격적으로 회복추세로 반전한다. 평가절하 이후에도 공개시장매입 등 팽창적 통화정책을 체계적으로 실시하지 않았다. 그런데도 통화량이 늘어났다. 그것은 재무성이 상승한 금 가치만큼 금 증서를 발행하여 연방준비제도이사회에 예치했기 때문이다. 더 중요하게는 값이 싸진 달러를 구입하기 위해 외국에서 금이 유입된 사실과 유럽의 정치혼란 때문에 미국으로 금이 유입된 것을 들 수 있다. 또한 1920년대와는 달리 이 당시에는 금 유입을 불태화하지 않았다. 이 결과 통화량이 2년 동안 50% 가까이 증가했다. 실질이자율이 하락하고 투자와 내구소비재 수요가 늘어 경기회복이 시작된 것이다(Romer 1992). 하지만 정책이 적극적이지 못했기 때문에 회복이 매우 느리고 불완전했다.

<그림 3>

환율변화와 산업생산, 1929-1935



출처 : Eichengreen and Sachs(1985), p.936에 미국 추가.
()는 금본위 이탈시점.

뉴딜은 흔히 1933년 3월 이후 2차 대전이 발발할 때까지 대공황의 혼란에 대처한 일련의 조치들을 뜻하며⁶⁾ 경기회복에 목표를 두고 금융, 산업,

6) 뉴딜부분은 양동휴(2006) 4장의 논의순서를 따랐다. 그러나 긍정적인 방향으로 대폭 수정하였다.

농업, 임금결정에 정부가 직접 개입한 1차 뉴딜과 사회적 재분배를 위한 공공사업인 2차 뉴딜로 나눌 수 있다. 금본위 이탈이 경기회복의 시작 신호였으므로 뉴딜이 공황회복의 기점이라고 보기는 힘들다. 물론 증권법, 증권거래법, 노동관계법, 사회보장법 등 바람직한 개혁들이 있었으나 일반적으로는 일관성과 논리를 결여한 채 미봉책으로 시행된 조치들로 금융안정이나 경기회복에 오히려 방해가 되기도 했다. 거시경제정책이라기보다는 계약구조를 사회화한 시스템적 변화로 해석하는 학자도 있다(박경로 2009).

1차 뉴딜 중에 금융개혁, 산업통제, 농업정책을 차례로 살펴보자.

은행산업의 구조와 관련된 1933년 6월 은행법은 다음과 같은 규제를 포함한다. 첫째, 상업은행과 투자은행의 겸업금지, 둘째, 주식보유, 이사진 파견 등을 통한 금융기관과 산업부문의 연관금지(금산분리), 셋째, 지점설치의 지속적인 제한이다. 이것은 겸업주의와 금융-산업 연계가 은행제도의 건전성을 훼손하고 이해의 상충 문제를 야기한다는 것이다. 그러나 이것은 당시 일부 정치인들의 그릇된 현실인식과 포퓰리즘적 선동이 결합해 만들어진 실패한 금융개혁이었다. 최근의 연구에 따르면 증권 업무를 수행하던 상업은행의 자산구성이 순수상업은행보다 더 건전했고 파산비율도 더 낮았다. 상업은행과 증권자회사의 수익률 간 상관관계가 낮았으므로 겸업이 포트폴리오분산이었다. 또한 상업은행 증권사가 판매한 채권의 부도율이 투자은행이 판매한 채권부도율보다 낮아서 이해상충문제는 심각하지 않았다. 오히려 겸업은행과 금융기관-기업 연계는 규모와 범위의 경제를 실현하고 정보비용을 감소시키는 효율성 증대이며, 기업의 투자를 촉진하여 경제성장에 기여했을 것이다. 또한 분리된 상업은행은 계속 규제대상으로 두고 순수투자은행은 예금을 수신하지 않는다는 이유로 규제를 허술하게 함으로써 결국 2008년의 금융위기가 발생하도록 방치한 면이 있다. 그동안 은행지주회사법(1956, 1970), 은행지주회사 규제세칙(Regulation Y) 수정(1980~1986), FRB 지침(1987~89, 1996~97) 등으로 사실상 사문화된 겸업금지조항은 결국 1999년에 폐지되었으나 거대 전문투자은행들은 겸업으로 돌아가지 않았다. 금산분리조항도 완화되는 추세이다.

1933년 은행법은 연방준비제도에 가입한 은행들에게 예금보험을 제공할 것도 규정했다. 이에 따라 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation : FDIC)가 1935년에 출범한다. 미국의 독특한 단점은행제도로 인한 은행불안을 해소하기 위해 국가차원의 중앙집중적 예금보험이 도입된 것이다. 세월이 흐르면서 뉴딜의 각종 경쟁제한 조치들은 사라졌다. 그러나 예금보험제도는 참여기관들의 로비활동을 통해 더욱 확대되어 비은행 금융기관까지 보험대상에 포함되었다. 이처럼 미국의 특수한 역사적 환경에서 비롯되어 많은 손실을 야기한 예금보험이 다른 나라로 널리 확산된 것은 아이러니다. 명시적 예금보험을 채택한 국가의 수는 1980년에 20개국, 2003년에 87개국이었다.⁷⁾ 예금보험제도는 은행과산을 막기는커녕 오히려 조장했다. 자본의 효율적 배분을 보장할 금융시장의 규율을 약화시키고 도덕적 해이를 키웠다. 소규모 단점은행의 파산이 흑시라도 제한되었다면 대규모 은행의 집단도산으로 경제적 손실규모는 엄청나게 커졌다. 한 마디로 1933년 은행법은 공황회복에도 금융제도 안정에도 도움이 되지 않았다.

같은 달 통과된 산업부흥법(National Industrial Recovery Act : NIRA)은 국가 긴급 상황을 이유로 독점금지법을 2년간 정지시켰다. 산업의 대표들은 생산설비, 가동시간, 생산량을 제한하는 규정을 만들어 대통령의 인가를 받으면 법적으로 이를 행사할 수 있었다. 노동자들은 단체협약과 조합에 가입할 자유를 인정받았으며, 고용주는 최대노동시간, 최저임금 등의 규제를 받아들여야 했다. 산업부흥법에서 제외된 대상은 농업, 철도, 가내노동, 전문직, 비수익사업 등이었다. 오래된 대기업, 과잉설비에 시달리던 섬유, 철강, 석유업들이 산업부흥법을 환영했고, 항공, 화학, 엔지니어링 등 잠재성 있는 신산업, 중소기업 등은 소외되었다. 즉 산업부흥법은 민간기업의 투자의욕을 저해했고 구조조정이나 산업합리화를 거쳐 경제가 부흥할 기회를 제약했다.

원래 기업이윤을 보장하고 노동자 소득을 지지하기 위한 산업부흥법은 그 결과 상품시장과 노동시장을 왜곡했다. 이 조치로 생산이 제한되고 가격

7) 어차피 정부가 암묵적으로 예금보험을 제공하고 있으므로 공식적인 기구를 만드는 것이 더 효과적이라는 설명도 있다.

이 상승했다. 이 때문에 미국이 달러를 평가절하하여 미국으로 금이 유입됨으로써 생기는 생산증가효과가 많이 상쇄되었다. 노사합의 조건은 대체로 노동시간을 주당 40시간으로 단축시켜 고용을 늘리고 임금을 인상한다는 것이었다. 그러나 실질임금이 상승하여 이것이 오히려 실업을 부추겼다. 생산을 통제하려는 정부의 시도는 공황회복에 역효과를 낸 것이다.

산업부흥법 7.a조는 노동자의 단결권과 단체교섭권을 보장했다. 산업부흥법이 2년 후 연방대법원의 위헌판결을 받은 후에도 와그너법(1935. 7)과 공정노동표준법(1938. 6)으로 확대 계승되었는데 이는 노동자 단체를 보호하는 데 전기를 마련했고 이후 노동자의 조합가입률이나 조직 활동이 급진장했다. 실업은 별로 줄지 않는 가운데 임금과 노동조건이 개선되었고 노동생산성 또한 증가했다.

농업생산을 정부가 통제할 수 있게 한 농업조정법(Agricultural Adjustment Act : AAA)은 산업부흥법보다 먼저 1933년 5월에 입법되었다. 정부가 생산량을 조절하여 농산물가격을 지지하고자 하였는데 이는 밀, 면화, 옥수수, 쌀, 담배, 돼지고기, 우유 등 '기초농산물'의 가격 인상을 목표로 했다. 이에 따라 경작지제한에 협조한 농가에 휴경지 지대를 지불하거나 상품신용공사(Commodity Credit Corporation : CCC)를 통해 저리로 자금을 지원했다. 때마침 중부평원의 대한밭은 산출을 더욱 줄여 농업조정법의 효과를 부추겼다. 그 결과 루스벨트의 첫 임기동안 농산물 가격이 50%나 올랐다. 한발피해가 없던 지역의 대규모 농가는 이 조치의 혜택이 컸다. 임노동 고용 자영농지의 규모도 커지고 기계화가 촉진된 면이 있었다.

그러나 소작농은 큰 타격을 입었다. 경작지를 제한했기 때문에 소작농은 농지에서 축출되었다. 땅을 잃은 소작농은 임금노동자가 되어 다시 도시노동시장을 압박했다. 농업보호법이 위헌 판결을 받은 이후에도 농가에 대한 보조는 토양보존 명목으로 지속되었는데(1936. 3) 1938년 2월에는 2차 농업조정법이 설립되어 작목별 경작지 할당, 판로분배 및 재고관리, 상품신용공사 대부 등으로 '적정공급량'을 연중유지하려고 하였다. 이와 같은 정부의 농산물관리정책은 미국 뿐 아니라 캐나다, 호주, 유럽 각국도 채택하였다.

그러나 결국 이것도 산업부흥법과 마찬가지로 경제효율과 소비자복지를 무시한 카르텔 옹호책이기는 마찬가지다.

뉴딜의 가장 큰 업적으로 꼽히는 것이 재정팽창에 의한 구호정책(2차 뉴딜)이다. 심지어 이것이 뉴딜의 전부이고 회복의 주역인 양 오해하는 사람도 많다. 그러나 구호정책이 본격적으로 시작된 것은 1933년 말(Civilian Conservation Corps : CCC, Civil Works Administration : CWA)이고 규모가 가장 컸던 것은 1935년 5월(Works Progress Administration : WPA)에 개시되므로 재정팽창은 경기회복의 요인이라고 할 수 없다. 2차 뉴딜은 공황 회복에 따른 소득증가의 혜택을 골고루 나누려는 의도와 함께 하층민 유권자를 의식한 정치적 배려가 맞물린 재분배정책이었다. 구호정책의 내용은 연방정부가 실업자, 빈민에게 저리대부 제공, 공공근로를 통해 공익사업, 도로건설, 공공건물 건축, 공원조성사업 등을 시행한 것이었다. 실제로 뉴딜이 시작되면서 국민소득에 대한 정부예산의 비중이 12% 정도에서 20% 이상으로 급증했는데 이 중 절반 이상이 구호사업에 투입되었다. 이미 재정운용에 문제가 있는 나라라면 공공근로사업에 이처럼 막대한 예산을 지출할 수 없었을 것이다. 1937년에 재정긴축이 불가피해지자 미국경제가 다시 침체국면으로 반전한 것도 무리가 아니었으며 법정지불준비율을 배증한 통화정책 실패가 이에 가세하였다. 이와 같이 정부의 개입이 양적, 질적으로 증가하면서 작은 정부, 지방자치를 근간으로 하는 미국식 자유주의가 큰 정부, 중앙집권으로 변모하였다.

재정지출규모는 엄청나게 늘었으나 경제 활성화나 실업 감소에 미친 효과는 미미했다. 조세도 같이 오른데다 영구적이지 않은 1회성 지출이므로 승수효과가 작았다. 또한 정부지출은 민간투자를 구축(crowd-out)하기도 하였고, 공공근로사업은 생산효과나 고용유발효과가 낮은 부분에 대한 투자였기 때문이다. 재분배를 위한 이전지출에 불과한 경우도 많았다. 실업자는 구호정책이 가장 활발했을 때도 700만 명에 달했다(1937). 이는 1933년의 1,500만 명보다는 다소 호전되었으나 1938년에 다시 1,000만 명으로 늘었다.

그렇다면 뉴딜의 효과는 무엇인가? 뉴딜은 사람들에게 앞날에 대한 기대, 희망, 용기를 주었다. 경제정책체제의 변화에 대해 사람들이 믿었고 낙관적

기대를 하게 되었다. 희망이 있어야 경기회복이 이루어진다는 의미에서 부분적인 의미가 있었다. 이에 더하여 노동조건이 호전되었고 사회보장, 노령보험, 실업급여 등 사회안전망 구축뿐 아니라 연방소득세 강화로 인한 불평등 감소도 뉴딜정책의 효과로 이야기할 수 있다.

독일의 경우에는 재정팽창속도가 더욱 엄청났다(20% 정도에서 1938년에 34%까지). <표 4>에서 보는 바와 같이 1931년 은행공황 이후 신용창조기능이 ‘얼어붙음’으로 인해서 제국은행의 신용공급이 1932-1936년 사이에 80% 늘어난 데 비해 금융기관 전체의 신용은 19% 늘어나는 데 그쳤다. “은행들이 교역과 산업을 상대로 수행하는 일반적인 역할은 하지 못하고 그저 공채를 흡수하여 보유하는 대행자로 전락하였다.”⁸⁾ 이와 같이 은행부문이 제대로 작동하지 못했기 때문에 팽창정책은 정상적인 경로로 민간투자촉진에 기여하지 못했다. 하지만 나치정권은 조세감면, 수의계약, 농업보조, 노동시장 개입 등 직접통제수단을 대대적으로 썼다. 그럼에도 <표 4>에서 보는 것처럼 공공지출에 비해 민간투자의 크기는 매우 작았다.

<표 4> 독일의 공공지출, 민간투자 및 금융통계 (10억 RM)

	1928	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
(1) 총공공지출 (연방 및 지방정부 합계)	23.2	17.1	18.4	21.6	21.9	23.6	26.9	37.1
건설	2.7	0.9	1.7	3.5	4.9	5.4	6.1	7.9
재무장	0.7	0.7	1.8	3.0	5.4	10.2	10.9	17.2
교통	2.6	0.8	1.3	1.8	2.1	2.4	2.7	3.8
고용창출	-	0.2	1.5	2.5	0.8	-	-	-
(2) 제조업·광업에의 민간투자	2.6	0.4	0.6	1.1	1.6	2.2	2.8	3.7
(3) 국민총생산	88.1	56.7	58.4	65.5	73.1	81.2	90.9	100.2
(4) 산업생산지수(1928=100)	100	58	66	83	96	107	117	122
(5) 제국은행 신용	2.9	3.4	4.0	5.0	5.4	6.1	6.6	9.4
금융기관 총신용	50.3	53.5	54.1	58.2	62.7	63.7	67.4	79.2
제국은행 화폐유통	4.9	3.5	3.6	3.9	4.3	5.0	5.5	8.2

출처 : 1) Overy(1996: 48)
 2) *Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich*(1938: 564)
 3) Deutsche Bundesbank(1976: 7, 14, 18)
 4) Overy(1996: 24)
 5) Deutsche Bundesbank(1976: 14, 18)
 양동휴(2006), pp.108, 113에서 재인용

8) 이 부근의 논의는 양동휴(2006) 3장을 따랐다.

대신 1933년 1월 집권한 히틀러 정권은 노조를 핍박하고 사회복지지출을 줄이면서, 이전 파펜, 슈라이허 정부에서 준비했던 고용창출정책(라인하르트 계획)을 실행할 수 있었다. 그러나 <표 4>에서 나타난 바와 같이 고용창출조치만으로 경기회복에 시동을 건 것은 아니다. 재무장, 건설, 모토리시룽(Motorisierung)을 포함한 정부지출 전체의 총체적 효과가 넓은 범위에서 침체를 저지하였다. 적자재정운용기조가 확대됨으로써 회복효과가 더 커졌다. 또한 지출의 구성과 부문별 배분도 중요하다. 도로와 자동차생산을 장려하는 모토리시룽은 그 자체로서 혁신적이지 않았지만 나치정부의 가장 중요한 계획 가운데 하나였다. 자동차산업은 매우 다양한 연쇄과급효과를 내기 때문에 경기회복에 지속적으로 영향을 미쳤다. 자동차가 생산되는 동안 철강, 램프, 직물, 기계기구 등과 같은 제조업품의 주문이 증가하고, 타이어와 고무, 연료, 소매상과 정비소, 수리점, 도로 건설 등도 뒤따랐다. 자동차산업은 다른 산업발전의 선도 부문이었다. 재무장의 경우에도 기본 엔지니어링 부문에 대한 주문이 많아진다는 것을 의미한다. 항공, 조선산업도 촉진한다. 이들은 철광과 제강을 포함, 중공업에 대한 투자가 있어야 하는 부문이었다. 반면 고용창출 프로그램을 포함한 건설부문은 큰 파급효과를 미치지 않으면서 노동문제만 낳았다.

나치의 새 경제체제에도 내적 일관성이 없었다. 실업 감소를 위해 노조를 파괴하고 임금교섭업무를 정부가 직접 담당하며, 병역의무와 강제노동제도를 도입하고, 여성고용감소를 부추겨 노동수요를 증대시키는 방법을 썼다. 43.5%(1932)까지 올랐던 제조업실업률이 12%(1936), 7%(1937), 3%(1938)로 줄었다. 디플레이션, 균형재정운영 등으로 4년째 방치되던 경제가 나치출현 이후 결정적으로 방향을 전환한 것이다. 그러나 히틀러의 체제는 가공할 테러를 수반하였으며 극단적인 관료적 비효율성과 소비재 품질 저하로 귀결되었다.

영국은 이미 살펴보았듯이 1925년 전전평가로 금본위로의 복귀 및 파운드 수준 유지를 위해 긴축정책을 쓸 수밖에 없었고, 그래서 대공황 이전부터 높은 실업에 시달리며 총과업을 겪었다. 결국 금본위제를 포기해야했고,

파운드화를 평가절하했다. 노동당정부 이후, 보수당이 우세한 제후정부는 균형재정을 추구했다. 영국은 1930년대 내내 이러한 거국내각을 유지했다. 정부가 차입으로 자금을 마련해 대규모 공공근로계획을 채택해야한다는 논의는 영국에서 가장 왕성하였으며 케인즈가 이를 가장 강조했다. 그러나 재무성, 금융계, 기업 등에서 적자재정에 대한 반대가 뿌리 깊어 시행하지 못했다. 석탄, 직물, 철강, 조선 등 구 산업에 실업이 극히 편중된 구조적 취약성 때문에 재정팽창이 효과가 있었을지도 의문이었다. 1932년에 이자율을 낮추자 이 과정에서 자금이 건설업계로 유입되고 주택건설호황이 경기회복에 기여하기 시작했다. 실업급여가 지나치게 높아 처음부터 실업률을 높였고 나중에는 회복속도를 늦춘 면도 있다.

스웨덴만이 유일하게 케인즈식 적자재정팽창으로 효과를 본 나라인데 규모가 작아서 영향이 크지는 않았다.

프랑스는 상대적으로 덜 공업화되어 1930년대에도 농업비중이 여전히 컸으며 세계경제에서 고립된 면이 있었다. 그래서 대공황 전과가 늦었으나 일단 대공황이 프랑스를 강타하자 회복이 매우 더뎠다. 금을 많이 보유한 프랑스는 늦게까지 금본위제에 머물렀다. 프랑스와 금블록 회원국들은 금본위제를 고수하느라 불황을 극복하기 힘들었다. 1920년대에 프랑화의 과소평가 상황이 프랑스에게는 이로웠다. 프랑화가 과소평가되고 스텔링이 취약한 상황에서 프랑스는 금과 외환준비금을 크게 증가시키고 해외대부도 할 수 있었다. 그러나 러시아 혁명정부의 채무불이행을 겪은 후 해외투자를 꺼려했기 때문에 총 대부규모는 그다지 크지 않았다. 그런데 다른 나라들이 금본위제를 떠나면 과소평가된 프랑이 과대평가된다는 점을 프랑스는 인식하지 못한 것 같다. 영국이 금본위제를 이탈하고 파운드를 평가절하한 1931년부터 프랑은 힘을 잃었고 프랑화 과대평가로 인한 고통이 컸다.

프랑스는 1935년까지 경기가 계속 하강하면서 생산, 고용이 공황이전 수준으로 회복되지 못하고 정치위기로 이어졌다. 1932년부터 4년간 11번이나 내각이 바뀌었다. 파시스트 유형의 조직들이 무솔리니, 히틀러에게서 영감을 얻어 의회민주주의에 반대하는 선동이 잦았고 정부전복 기도마저 있었

다. 공산당과 노동자들은 스탈린체제를 추구했다. 결국 공산주의자, 사회주의자, 급진주의자가 연합하여 인민전선 정부가 탄생했다(1936-37).

인민전선정부 출범 이후 프랑스도 경제정책을 변화시킬 기회가 찾아왔다. 그러나 이 정부는 경기회복이란 측면에서 볼 때는 최악의 조치만 취했다. 유급휴가와 임금삭감 없는 주 40시간노동을 도입했다. 프랑화 과대평가로 인해 이미 높은 수준인 프랑스의 생산비가 더 상승했다. 그 후 또다시 임금을 더 인상했다(마티농 협약). 프랑화 평가절하를 하지 않은 상태에서 시행된 마티농 협약 이행은 프랑스로부터의 자본도피를 낳았다. 노동시간제한은 미국 뉴딜의 산업부흥법의 효과에 비교될 정책이지만, 평가절하를 하지 않은 채 실행해 경기회복에 산업부흥법(NIRA)보다 더 큰 역효과를 냈다. 프랑스는 1936년에야 금을 포기했는데 평가절하의 혜택이 물가상승으로 크게 잠식되었다. 회복은 1938년에야 시작되었지만 때가 너무 늦었다. 그 회복은 당시 국제정세에서 어쩔 수 없이 취한 준비 재확장으로 인한 것이었다.

4. 대공황의 유산

2차 대전 이후 세계 경제의 모습은 여러모로 대공황 이전과 다르다. 이것이 대공황을 경험한 때문인지, 혹은 다른 요인들 즉 세계대전과 냉전의 효과, 도시화와 기업규모의 거대화, 기술진보에 대한 반응 때문인지 뚜렷하게 가리기는 힘들다. 다만 대공황 이후 정부역할에 대한 민간의 인식이 변했고 이와 함께 정부부문이 양적·질적으로 확대된 것은 분명하다. 정부지출의 크기 뿐 아니라 중앙정부로의 권력집중도 주목해야 할 변화다. 각국에서 지방정부의 역할이 줄고 중앙정부가 담당하는 사업이 늘었다. 이는 공황회복을 위한 정책과 실업자·빈곤층을 구호하는 사회안전망 구축을 중앙정부에서 주도해야 했기 때문이다. 정부의 직·간접 규제도 일단 늘면 줄지 않는 경향이 있다. 유럽에서는 국유화와 공기업화의 물결이 있었다. 미국에서는 대공황 이후 연방정부규제가 계속 커졌다. 이와 같이 19세기를 풍미했던 경제적 자유주의가 반세기 넘게 유보되었다.

대공황시절에 경기회복 또는 빈민구호를 목적으로 도입된 제도개혁들이 2차 대전 이후에도 비슷한 형태로 유지되고 있는 사실 또한 공황의 유산이다. 각국의 농업보호정책, 예금보험제도, 실업보험, 노인연금, 사회보장제도 등이 그 예이다. 소위 복지국가가 등장한 것이다.

다음으로는 ‘자유세계’의 리더로서 유럽주도권이 종결하고 경제대국인 미국이 당연히 등장한 것이다. 1920년대와 30년대에는 주저하던 미국이 일단 정치적 리더십을 받아들일 필요성을 인정하자, 20세기가 미국의 세기라는 것이 분명하게 되었다. 미국적인 삶의 방식은 대부분의 세계에 자유시장과 서구 민주주의의 상징으로 받아들여졌다. 거시경제정책도 케인즈주의적 수요관리로 바뀌었다.

마지막으로 식민주의의 종식을 들지 않을 수 없다. 이 현상은 유럽의 약화와도 관련이 있지만 탈식민지화는 뿌리가 깊다. 대공황과 전쟁기간 동안 식민지 주민들은 그들 지배자들의 능력을 의심하게 된 것이다.

Ⅲ. 2008년의 위기

1. 구조적 문제

1차 대전 이후의 구조적 불안정이 대공황의 궁극적 배경이라고 위에서 지적하였다. 그와 같이 복잡하지는 않으나 최근 위기에도 적어도 세 가지의 구조적 문제가 개입되어 있다. 구소련 동구권 붕괴 이후 체제전환과 이와 연결된 EU의 동구권 확장, 국내적·국제적 소득불평등, 글로벌불균형이 그것인데 전부 세계화(globalization)와 연결되어 있다.⁹⁾

19세기말의 1차 세계화기간에는 교통통신의 발달에 따른 상품시장통합과 대량이민, 그리고 고전적 금본위 하에서 자유로운 자본이동이 이루어졌다. 20세기말 이후의 2차 세계화가 유연히 움직이는 것을 위협하는 것 중 하나가 바로 지역주의이다. 유럽통합의 초기에는 최혜국(Most Favored Nation : MFN) 대우에 입각한, 즉 GATT의 준칙에 입각한 지역통합으로서 지역주의가 세계화에 아무런 장애물로 등장하지 않았다. 그러나 1990년대, 2000년대 FTA의 만발과 함께 EU의 확장은 배타적 무역전환과 투자전환효과를 통해 비효율과 후생감소를 낳고 있다.

두 번째 문제는 불평등이다. 세계화에 따라 미국 같은 부유한 선진국 미숙련노동자의 소득은 다음과 같은 요인 때문에 감소했으며, 국가 내 불평등이 확대되었다. 즉 상대임금의 균등화, 미숙련노동집약적인 수입상품과의 경쟁, 특히 이민 쿼터가 폐지된 1960년대 후반 이후에는 미숙련노동자의 유입, 외부조달(아웃소싱), 그리고 가장 크게는 노동절약적 기술진보 등이다. 그렇다면 숙련프리미엄이 후진국에서는 하락했는가. 그렇지도 않다. 이는 일견 노조에 반감을 가진 정부가 등장한다거나, 더 값싼 중국 노동력이 세계시장에 진출한다든가, 또 미숙련노동절약적 기술진보, 인구폭발, 교육, 민주화 등 때문인 것으로 보인다. 국가 간 불평등도 계속 높아지는데 이것은 기술발달 속도의 차이에 기인할 것이다. 소득과 부의 불평등은 상대적으로 가난한 측

9) 이 절은 주로 양동휴(2007)을 따랐다.

의 강력한 저항을 불러일으킬 뿐 아니라 사회조직 자체를 해쳐서 매우 비극적인 결과를 가져올 수 있다. 그렇지 않더라도 세계화 과정의 피해자를 보상할 성숙한 민주주의가 결여된다면 종종 포퓰리즘으로 빠지게 된다.

글로벌불균형이라 함은 미국의 경상수지적자와 동아시아의 흑자가 조정되지 않고 장기간 계속되어 동아시아의 달러보유고가 누적되는 현상을 말한다. 1971년 달러의 금태환 정지와 달러의 평가절하 이후 달러의 국제화폐로서의 공식적 지위는 상실되었다. 그럼에도 불구하고 달러의 영향력은 유지되는데, 이것은 달러를 당장 대신할 국제화폐가 없고 달러의 지위를 유지하는 것이 바람직하다는 국제적인 암묵적 합의가 있기 때문이다. 이와 같은 현상을 일군의 학자들은 ‘다시 태어난 브레튼우즈 체제’라고 명명하여, 지금의 국제통화제도가 50년 전의 체제와 별로 다르지 않다고 주장하고 있다.

미국의 경우 막대한 경상수지 적자를 그대로 방치하여 달러 가치 방어에 신경을 쓰지 않고 있으며 쓸 필요가 없다. 흑자국들이 수출경쟁력 하락과 보유 중인 달러표시 자산가치의 하락을 방지하기 위해 달러가치를 보전하려고, 수익률도 보잘것없는 미국의 재정증권을 지속적으로 구입하기 때문이다. 이와 같이 미국은 국제수지와 국가재정 쌍둥이 적자의 부담을 해외로 떠넘기고 소득 이상의 소비수준을 향유하고 있다.¹⁰⁾

그러나 현재의 상황이 브레튼우즈 체제와 비슷한 점이 있다 하더라도 이것이 오래 지속되리라고 판단하기 힘들다. 또한 외환보유에 쓰이는 국제화폐는 역사적으로 보아 한 나라가 독점한 것이 아니었고 앞으로도 그러할 것이다. 가까운 시일 내에 달러와 유로화가 이러한 역할을 공유할 것이 기대된다. 참고로 1913년 말 공적 외화재산 보유고의 비중은 파운드스털링 48%, 프랑 31%, 마르크 15%였고, 2002년에는 달러 64.8%, 유로 14.6%, 파운드 4.4%, 엔 4.5%였다.

그러면 이러한 구조적 불안정이 금융위기와 무슨 관계인가. 우선 이들은 국제경제에 전반적 불확실성을 가중시킨다. 구체적으로는 글로벌불균형이

10) 미국은 매년 7천억(GDP의 6%) 달러의 경상수지적자와 4천억 달러의 재정적자를 기록하고 있었는데 2009년 재정적자 전망치는 1조8천억 달러이다.

전 세계적 유동성 팽창을 초래하여 자산 가격을 상승시킨다. 또 미국의 저금리정책과 맞물려 미국의 과소비경향을 불러일으킨다. 외국에서, 후 세대로부터 빌려다 쓴다는 것이다. 글로벌불균형을 해소하려면 미국의 저축률을 높이고 달러가치를 낮추고 재정균형을 이루어야 하는데 반대로 가고 있다. EU확장은 유로화를 취약하게 만들어 유로화가 국제화폐로 동참하는 길을 어렵게 한다. 미국 내의 불평등 심화는 빈곤층에도 내 집 마련과 소득증대의 헛된 희망을 주는 경제정책을 부추겼다. 이러한 구조적 취약성에 주택버블과 파생상품 과잉금융이 한꺼번에 터지면 자연히 위기가 도래한다. 체제 전환의 난맥상 때문에 동구권과 발틱3국이 외환위기에 노출되었다.

2. 금융위기의 발발

금융위기의 궁극적 원인은 부동산 버블의 심리학이자 신뢰의 위기이다.¹¹⁾ 물론 비난의 화살은 모기지 대부자, 증권화 담당자, 헤지펀드, 신용평가사, 전 연방준비제도이사회 의장 그린스판(Alan Greenspan) 등에 향하고 있지만 <그림 2>에서 보듯이 1990년대 말부터 생성된 주택가격 붐이 2006년부터 꺼지기 시작한 것이 문제였다. 경제학자들은 버블을 펀더멘탈로 설명하려고 하지만 합리적 버블이란 없다. 1990년대 말 주식시장 버블이 터진 다음 이의 해결책으로 팽창적 통화정책을 쓴 결과 버블이 주택으로 옮겨갔다. 근저에는 1980년 ‘예금기관 규제완화 및 통화통제에 관한 법’으로 이자율 상한을 없애서 서브프라임 대부자들이 높은 이자율을 부과한 사실이 있다. 규제로 개입했어야 했는데 못했다. 그리하여 비은행 모기지발행자들을 비롯한 ‘새도우 은행체계’(shadow banking system)가 규제를 받지 않는 분야에서 발달했다.

새도우 은행체계는 매우 중요한데 이들은 은행이 아니면서, 따라서 은행 규제의 대상이 아니면서, 은행의 기능을 수행하는 기관(헤지펀드, 투자은행, 보험 등)¹²⁾ 혹은 장치를 말한다.¹³⁾ 구조화투자회사(Structured Investment

11) 이 부분은 주로 Shiller(2008)를 참조하였다.

Vehicle : SIV), 경매방식 우선주, TOB(tender option bonds), 변동금리 demand notes 등을 포함한 자산유동화 상업어음 conduits의 규모가 2007년 초에 이미 2.2조 달러에 달했고, 헤지펀드가 2.5조, 5대 투자은행이 4조의 자산을 기록하는 등 새도우 은행체계가, 총자산 10조달러의 정규 은행체계보다 규모와 중요성이 더 커졌음에도 이를 방치하여 위기를 조장했다. 심지어 각 주의 규제노력을 통화감독청(Office of the Comptroller of the Currency : OCC)이 방해하기도 했다.

일단 주택버블이 터지자 주택담보대출의 상환 불이행 가능성이 높아지고 이를 증권화한 모기지담보부채권(Mortgage-Backed Security : MBS) 가격이 떨어졌다. 차례로 구조화된 파생상품들의 가치가 하락하고 금융거래의 국제적 네트워크를 통해 위기가 전 세계적으로 확산되었다. 즉 담보주택을 몰수당할 위험이 서브프라임 대출기관을 통해 금융기관과 부채담보부채권(Collateralized Debt Obligation : CDO) 투자자로 전파되었다. 추가하락과 주택가격하락이 꼬리를 무는 악순환을 낳았는데 새도우 은행체계의 붕괴가 무서운 것이다. 이는 마치 1907년의 금융위기 때 은행보다 덜 규제된 신탁회사(Knickerbocker Trust)가 먼저 도산한 것과 유사하다. 비은행 금융위기에 의해 자금회수 경쟁이 이루어지는 것은 1997년 아시아 위기와 비슷하다. 중앙은행의 일반은행을 통한 정책은 새도우 체계에 영향을 못 미친다. 해외 파급효과도 커지는데 아시아 위기 후 외화자산 보유가 늘어서 더욱 그러하다. 캐리트레이드도 감소한다.

2008년 위기원인을 좀 더 포괄적으로 판단하기 위해, 전통적으로 사용하는 로짓분석을 시도하였다. 은행위기의 결정요인을 15개 거시경제지표와 금융건전성지표로 선택하고 1987~2007년간 선진 21개국¹⁴⁾을 대상으로 표준적 모

12) 김인준(2009), ch.1

13) 이하 Krugman(2009), ch.8의 설명에 따랐다. 예를 들면 1984년 Lehman Brothers는 auction-rate securities라는 상품을 개발하는데 이것은 은행과 같은 기능을 수행하지만 은행보다 대부자, 차입자 모두에게 이득이었다. 지불준비, 자본금 예치, FDIC 보험료 납부 등 은행에 수반된 규제에 해당되지 않아서 이런 것이 가능했다. 그만큼 안전하지 않다는 이야기인데 규모가 4천억 달러에 이른 2008년에 붕괴했다.

14) 선진21개국은 다음과 같다. 괄호 안은 은행위기 발생연도 : 호주(1989), 오스트리아, 벨

형(Demirgüç-Kunt and Detragiache 1998)을 추정했다. 자료출처는 *World Economic Outlook, International Financial Statistics* 각년도, OSIRIS 상장은 평균이다. 내생성을 제거하기 위해 연간자료로 되어 있는 설명변수에 시차를 적용하였다. 회귀결과는 <표 5>에 제시했다(김도형·양동휴 2009).

<표 5> 로짓분석 결과

설명변수	예상부호	시차 미적용 (current)	시차 적용 (lagged)
1인당 실질성장률	-	-0.3901 (.2305)	0.5636 (.3790)
물가상승률	+	0.3494 (.1376)	0.7094* (.0575)
평가절하율	+	-0.0530 (.4640)	-0.4820 (.1235)
재정수지(GDP 대비)	-	-0.5180* (.0511)	-1.6165* (.0996)
경상수지(GDP 대비)	-	0.1461 (.5085)	-2.6465 (.1202)
수출증가율	-	.1792 (.1457)	0.1287 (.5439)
교역조건변화율	-	-0.1779 (.4873)	0.3422 (.3944)
외환커버리지($\frac{\text{외환보유액}}{\text{broad money}}$)	-	0.0868* (.0494)	1.2825* (.0994)
국내실질신용증가율	+	0.0666 (.3963)	0.2348* (.0765)
실질이자율	+	0.4196 (.2280)	-0.9348 (.3630)
대외자산비중(GDP 대비)	-	-0.2726* (.0850)	0.0189 (.9096)
자본비용	-	-0.2515 (.5193)	-0.1773 (.6849)
부실대부율	+	0.0898 (.6331)	0.6421 (.2465)
여수신금리차	-	-0.3598 (.2547)	0.2534 (.6374)
자산수익률	-	-1.9120* (.0919)	-7.5759* (.0923)
관측지수 위기빈도수 Chi-square (p-value)		179 7 21.7037 (0.1158)	171 6 33.1962 (0.0044)

주: 괄호는 p값. *는 유의수준 10% 내에서 유의한 결과.

기에, 캐나다, 덴마크(1987), 핀란드(1991), 프랑스(1994), 독일, 그리스(1991), 아이슬란드(1993), 아일랜드, 이탈리아(1990), 일본(1992), 네덜란드, 포르투갈, 노르웨이(1990), 스페인, 스위스, 스웨덴(1991), 영국(1991, 1995), 미국(1988, 2007)

물가상승과 신용확대라는 거시경제적 불안요소가 은행위기의 확률을 높인다는 일반적인 논의들이 분석결과에서 확인된다. 물가상승률과 재정수지, 국내실질신용증가율의 계수가 경제학 이론이 예상하는 부호에 부합하면서 통계적으로 유의한 거시경제 지표들로 포착되었다. 경상수지의 악화는 위기의 확률을 높이는 위험요인이지만 10% 수준에서 유의하지 않았다. 또한 금융건전성 지표 중에서 자산이익률(Return on Assets : ROA)의 악화가 은행위기 발생확률을 크게 높이는 유의한 지표로 나타난다. 은행위기에는 위기발생 이전부터 은행부문의 건전성 악화가 선행한다는 것으로 해석할 수 있다.

이 회귀식에 미국의 자료를 넣어보면 2008년에 미국에서 은행위기가 발생할 확률은 비교대상중 약 70퍼센타일로 아주 낮은 편에 속한다. 뿐만 아니라 2005년부터 2007년까지 위기의 가능성은 오히려 감소하고 있다. 거시경제적 환경과 은행부문의 건전성으로 2008년 위기를 설명할 수 없는 것이다. 새도우 은행체계에서 위기가 발생했다는 사실과 부합되는 결과로 보인다.

이제 좀 더 쉬운 개념으로 1930년대 대공황과 2008년 위기를 비교해보자. 1930년대 대공황 때는, 앞에서 지적했듯이, 전후조정문제, 국경변경, 전시부채 및 배상금, 시장경직성, 농산물 과잉생산, 금본위제의 취약성 등, 구조적 요인의 부담이 2008년보다 훨씬 더 컸다.

그리고 1930년대 공황은 세계화(시장통합)가 후퇴(backlash)할 때 발발했으나, 2007~2008년 금융위기는 세계화가 고조될 때 일어났다. 위기전달 메커니즘을 보면, 1930년대는 각 나라가 금본위제라는 족쇄에 묶인 채 공황이 확산된 반면, 2007~2008년에는 변동환율제하에서 신속한 자본이동 때문에 금융위기가 채무국에서 채권국으로 빠르게 전달되었다. 다른 말로는 1930년대에는 금본위유지라는 정책적 강박이 문제였다면 2008년에는 그저 걸잡을 수 없었다. 또한 실물경기 침체가 상품무역시장을 통해서도 직접 국제적으로 이전되었다.

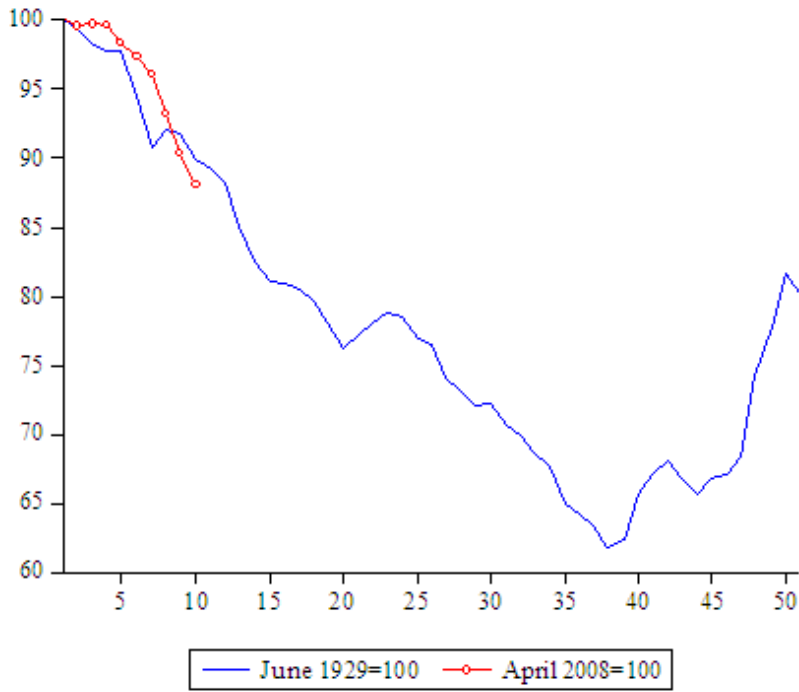
1930년대에는 미국의 경우 주식시장 붕괴가 먼저 오고 은행위기가 뒤를 이었다. 2008년에는 주택버블이 터진 후 금융위기가 닥치고 주가폭락이 뒤따랐다. 두 번 다 금융공황이 실물침체를 촉발하거나 심화시켰다. 그러나 2008년의 금융위기는 상업은행의 위기가 아니다.

또한 정책 대응에서도 거의 모든 나라가 긴축 일변도에 국제협력도 없었던 1930년대에 비해 2008년 위기에 직면해서는 각국이 즉각적으로 팽창적 재정금융정책을 채택하고 국제협력도 모색하고 있다. 이자율을 낮게 유지하고 있으므로 재정팽창이 구축효과를 낳을 염려도 할 필요가 없고 정책효과의 시차도 짧을 것으로 예상되어 재정정책의 효과가 기대된다(Feldstein 2009). 재정지출의 내용과 방식 결정에서 1930년대의 경험이 반면교사 역할을 할 것이다. 금융팽창이 공식적 채널을 통해서 효력을 발생하지 못한다면 중앙은행이 직접 자본시장에 구매자로 참여할 수도 있다. 위험관리적 접근도 중요하다. 금융경색의 위험이 더 커지지 않게, 그리고 회복시 인플레이 위험에 대비하여 기대를 잡아야 하며 새로운 정보인프라를 구성할 필요도 있다(Mishkin 2009, Shiller 2008).

끝으로 그동안 30년대 대공황과 2008년 위기를 비교하면서 정점에서 저점까지, 즉 1929~1933과 2008~2009를 염두에 두고 그 강도에 큰 차이가 있다고 이야기했다. 그러나 같은 기간 동안 즉 대공황 첫해와 현재의 상황을 비교한다면 설명이 달라진다(Eichengreen and O'Rourke 2009). <그림 4>, <그림 5>, <그림 6>을 보면 산업생산, 주가지수, 무역량에서 현재 위기가 더 극심하다. 그러나 다행히도 <그림 7>, <그림 8>, <그림 9>는 정책대응에서 요즈음이 이자율도 하향추세이고 통화량도 증가하며 재정적자도 늘어나는 것을 나타낸다. 이들 정책이 경기하락을 막고 회복으로 돌아서게 한다면 <그림 4>, <그림 5>, <그림 6>의 방향이 바뀌지 않을까 생각된다.

<그림 4>

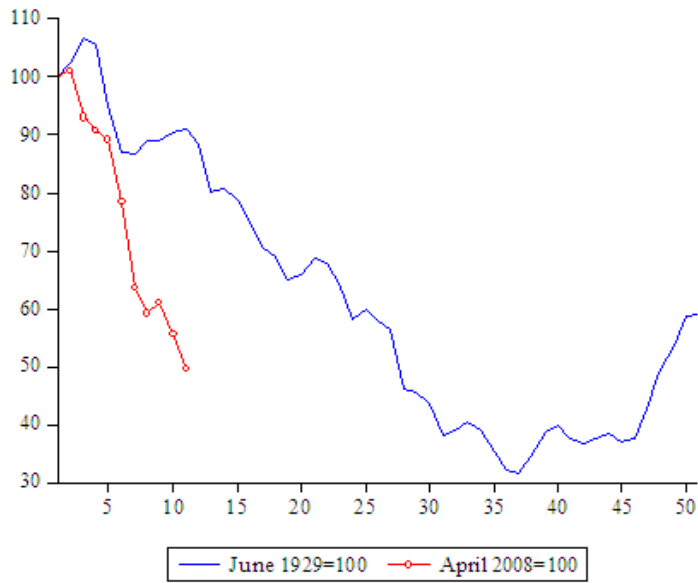
세계 산업생산



출처 : IMF, Eichengreen and O'Rourke(2009)에서 재인용.

<그림 5>

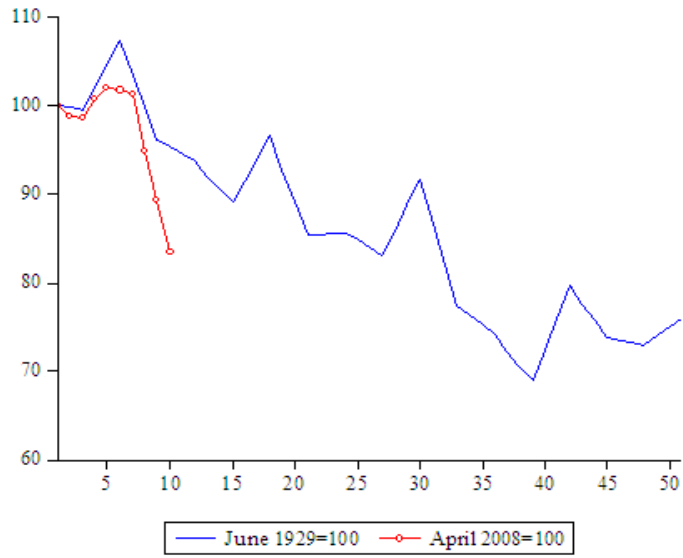
세계주가지수



출처 : Global Financial Database. Eichengreen and O'Rourke(2009)에서 재인용.

<그림 6>

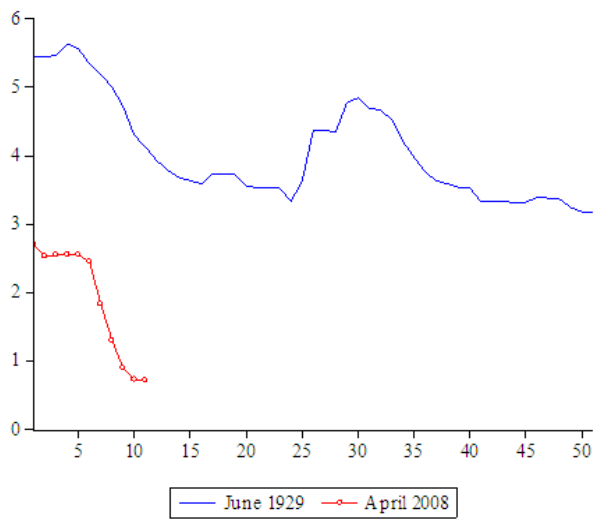
세계무역량



출처 : League of Nations, *Monthly Bulletin of Statistics*, <http://www.cpb.nl/eng/research/sector2/data/trademonitor.html>
Eichengreen and O'Rourke(2009)에서 재인용.

<그림 7>

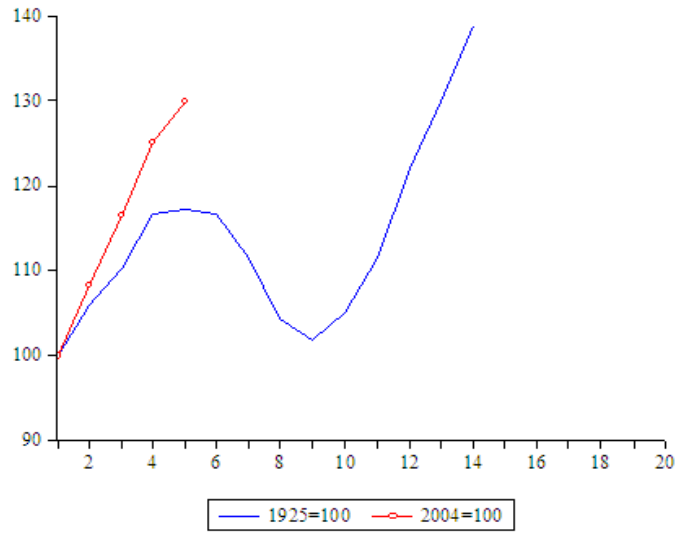
중앙은행 할인율(7개국 평균)



출처 : Bernanke and Mihov(2000); Bank of England, ECB, Bank of Japan, St. Louis Fed, National Bank of Poland, Sveriges Riksbank. Eichengreen and O'Rourke(2009)에서 재인용.

<그림 8>

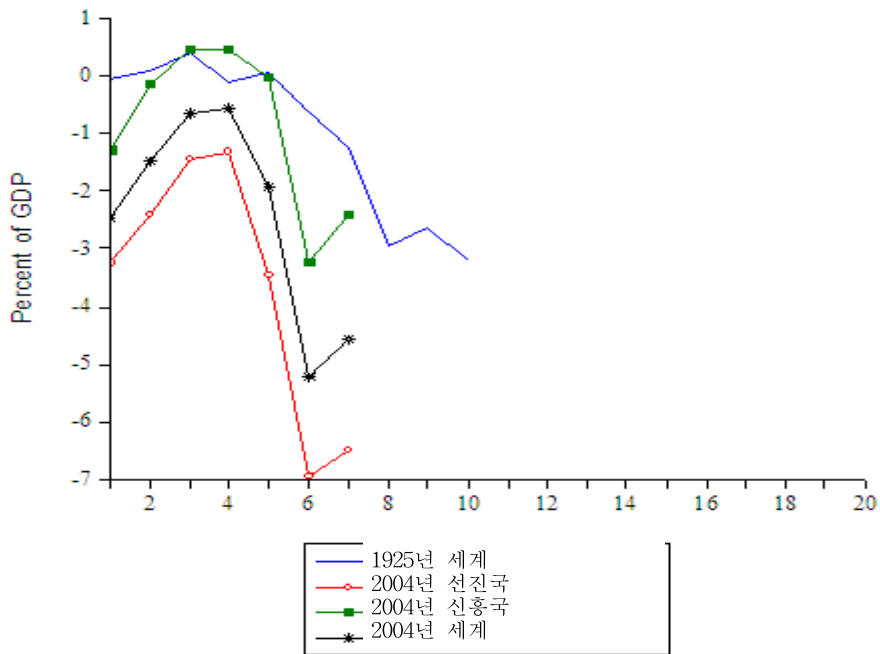
19개국 통화량



출처 : Bordo et al.(2001), IMF, *International Financial Statistics*, OECD, *Monthly Economic Indicators*. Eichengreen and O'Rourke(2009)에서 재인용.

<그림 9>

정부예산흑자(24개국)



출처 : Bordo et al.(2001), IMF, *World Economic Outlook*, January 2009, Eichengreen and O'Rourke(2009)에서 재인용.

< 참 고 문 헌 >

김도형·양동휴(2009), 「세계금융위기의 역사적·국제적 조망」, 경제사학회 춘계학술대회, 『금융위기 및 경제공황의 역사와 그 교훈』, 고려대학교 인촌기념관, 4월 25일

김인준(2009), 『대한민국, 경제학에게 길을 묻다』, 중앙북스

박경로(2000), 「1930년 미국 은행위기의 원인과 귀결」, 양동휴 편, 『1930년대 세계대공황 연구』, 서울대학교출판부, pp.91-166

(2009), 「계약의 사회화 - 뉴딜의 재해석」, 『역사비평』 2009년 봄호(통권 86호), pp.446-493

양동휴(1992), 「1930년대 미국 대공황의 원인과 성격: 테민논쟁을 중심으로」, 『미국학』, pp.95-107, 양동휴, 『미국 경제사 탐구』, 서울대학교출판부, 1994에 재수록

(1998), 「세계대공황의 원인, 경과, 회복과정」, 『경제논집』 37-4, pp.837-866, 양동휴, 『20세기 경제사』, 일조각, 2006에 재수록

(2006), 『20세기 경제사』, 일조각

(2007), 『세계화의 역사적 조망』, 서울대학교출판부

Bernanke, Ben S.(1983), "Nonmonetary Effects of the financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," American Economic Review 73, Issue 3, pp.257-276

(1995), "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach," *Journal of Money, Credit, and Banking* 27, No. 1, pp.1-29

Bernanke, Ben S. and Harold James(1991), "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison" in R. G. Hubbard(ed.), *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press

Carlson, Mark and Kris J. Mitchener(2009), "Branch Banking as a Device for Discipline: Competition and Bank Supervision during the Great Depression," *Journal of Political Economy* 117(2), pp.165-210

Cecchetti, S. G.(1992), "Prices during the Great Depression: Was the Deflation of 1930-1932 Really Unanticipated?" *American Economic Review* 82, Issue 1, pp.141-156

Demirgüç-Kunt, Asli and Enrica Detragiache(1998), "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries," *IMF Staff Papers* 45(1), pp.81-109

Eichengreen, Barry J.(1992), *Golden Fetters: the Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press

Eichengreen, Barry J. and Timothy J. Hatton(1988), "Interwar Unemployment in International perspective: An Overview" in

Eichengreen and Hatton(eds.), *Interwar Unemployment in International Perspective*, Kluwer Academic Publishers

Eichengreen, Barry J. and Douglas A. Irwin(2009), "The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?" NBER Working Paper 15142, July

Eichengreen, Barry and Kevin H. O'Rourke(2009), "A Tale of Two Depressions," VoxEU.org, June 4

Eichengreen, Barry J. and Jeffrey Sachs(1985), "Exchange rates and economic recovery in the 1930s," *Journal of Economic History* 45, No. 4, pp.925-946

Feinstein, Charles H., Peter Temin, and Gianni Toniolo(2008), *The World Economy between the World Wars*, Oxford University Press

Feldstein, Martin(2009), "Rethinking the Role of Fiscal Policy," NBER Working Paper 14684, January

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

Hamilton, J.(1992), "Was the Deflation during the Great Depression Anticipated? Evidence from the Commodity Futures market," *American Economic Review* 82, Issue 1, pp.157-178

Keynes, John M.(1919), *The Economic Consequences of the Peace*, The

collected writings of John Maynard Keynes vol.2, Macmillan

Krugman, Paul(2009), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W.W.Norton

Mishkin, Frederic S.(1981), "The Real Interest Rate: An Empirical Investigation", in K. Brunner and A. Meltzer(eds.), *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 15

(2009), "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?" NBER Working Paper 14678, January

Mitchener, Kris J.(2005), "Bank Supervision, Regulation, and Financial Instability During the Great Depression," *Journal of Economic History* 65, pp.152-185

Nelson, D. B.(1990), "Was the Deflation of 1929-30 Anticipated? The Monetary Regime as Viewed by the Business Press"(unpublished manuscript), University of Chicago

Ohanian, Lee E.(2009), "What-or Who-Started the Great Depression?" NBER Working Paper 15238, August

Richardson, Gary(2007), "Categories and Causes of Bank Distress during the Great Depression, 1929-1933: The Illiquidity Versus Insolvency Debate Revisited," *Explorations in Economic History* 44(4), pp.588-607

Romer, Christina D.(1990), "The Great Crash and the Onset of the Great Depression," Quarterly Journal of Economics 105, Issue 3, pp.597-624

(1992), "What Ended the Great Depression?" Journal of Economic History 52, No. 4, pp.757-784

Schnabel, Isabel(2004), "The German Twin Crisis of 1931", Journal of Economic History 64, pp.822-872

Shiller, Robert J.(2005), Irrational Exuberance, 2nd ed., Broadway Business

(2008), Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It, Princeton University Press

Temin, Peter(1976), Did Monetary Forces Cause the Great Depression?, W.W.Norton

White, Eugene N.(1990), "The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited," Journal of Economic Perspectives 4, pp.67-83

Wicker, Elmus(1996), The banking panics of the Great Depression, Cambridge University Press