

# THE FABULOUS DECADE:

## Macroeconomic Lessons from the 1990s

2003. 11

Alan S. Blinder  
Janet L. Yellen

THE CENTURY FOUNDATION

*The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*, by Alan S. Blinder and Janet L. Yellen. A Century Foundation Report. Copyright © 2001 by The Century Foundation, Inc., and the Russell Sage Foundation. All rights reserved.

## 역자 서문

세계경제에서 1990년대는 이론적·경험적으로 매우 특별한 의미를 갖고 있다. 선진경제의 새로운 대안으로 칭송받던 일본의 1990년대가 ‘잃어버린 10년’으로 전락한 반면, 쌍둥이 적자에 시달리던 미국의 1990년대는 ‘전설과도 같은 10년’을 경험했다.

이 책은 1990년대 미국경제 성공의 요인과 주요 정책을 분석하고 앞으로 정책 수립시에 참고하여야 할 교훈을 얻기 위해 Century Foundation과 Russell Sage Foundation이 지원하여 만들어진 책이다. 저자인 Blinder(프린스턴 대학)교수와 Yellen(버클리 대학)교수는 이러한 작업에 최적임자라고 할 수 있는 분들이다. Blinder 교수는 제1기 클린턴 정부의 대통령경제자문위원회 위원이었고 1994년부터 1996년까지는 연방준비제도이사회(FRB)의 부의장을 역임했다. Yellen 교수는 1994년부터 1997년까지 연방준비제도이사회 이사를 지냈고 대통령경제자문위원회 의장으로서 클린턴 정부 끝까지 정책결정에 참여했다. 이러한 저자들의 경력을 바탕으로 기술하였기 때문에 이 책은 정책결정 현장의 긴장감과 정책수립의 배경이 된 정치적 의미까지 명료하게 설명해 주고 있다.

저자들은 자신들이 관여했던 정책을 스스로 평가하는 데 따른 한계를 극복하기 위해 세심한 데이터와 경제모델을 사용하고 있으며 또한 클린턴 대통령의 결단이나 그리스핀 FRB의장 개인의 탁월한 능력에만 주목하는 저널리즘적인 평가방식에서 벗어나 국내외 경제환경과 정치적 배경을 객관적으로 분석하고 있다.

저자들은 이 책을 통해 다음과 같이 다섯 가지의 교훈을 전하고 있다. 첫째, 긴축재정과 유연한 금융정책의 결합이 장기금리의 하락을 통해 투자를 활성화시킬 수 있다는 것을 지적하면서 한편으로는 이러한 정책이 성공을 거두기 위해서는 거시정책 기조만으로는 불가능하며 투자 증대-생산성 상승이라는 메커니즘이 경제내에 정착되어 있어야 한다는 것이다. 둘째, 긴축재정이 반드시 경제성장을 저해하는 것은 아니며, 셋째, 재정정책에 대한 합리적인 규칙의 제정이 건전재정 확립을 위한 지름길인 점을 강조하고 있다. 넷째, 1990년대 그린스펀의 금융정책의 예에서 보듯이 거시경제정책이 성공을 거두기 위해서는 정책의 미세조정이 필요하고 마지막으로 미국의 연방준비제도가 사회가 물가안정뿐 아니라 경제성장이나 실업률과 같은 거시경제 목표를 동시에 고려한 점을 높이 평가하고 있다.

저자들이 강조하는 위의 다섯 가지 외에 이 책을 통해 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있다.

먼저 정책결정시 당장의 대중적 인기나 과거의 관행에 안주하는 정책결정을 경계해야 한다는 것이다. 1993년 민주당의 클린턴 대통령이 취임과 동시에 긴축재정을 선언했을 때 대내외적으로 우려와 비난을 받았다. 그러나 그는 이러한 결단을 통해 시장의 신뢰를 확보하고 경제재건의 첫 단추를 끼우는 데 성공했다.

한편 그린스펀은 물가안정이라는 연방준비제도가 사회의 전통에 얽매이지 않고 경제구조 변화와 안정성장을 지원하기 위해 유연한 금융정책을 소신있게 추진하였다

또한, 미국경제가 오랜 기간 재정적자를 극복하는 과정에서 겪어 온 시행착오 끝에 창안해낸 재정관련 제도의 내용과 운영방법을 참

고하여야 할 것이다. 이 책은 1990년대 미국이 재정지출을 어디에 사용하고 재원 마련은 어떻게 할 것인가에 대해 구체적인 규칙을 제정하고 이를 원활히 작동시킴으로써 1998년 마침내 흑자재정을 달성하는 과정을 기술하고 있다.

이상의 의미들을 종합해 볼 때 이 책은 우리에게도-비록 미국과는 경제여건이 판이하고 재정운용의 목표 및 의미에 차이가 있지만-향후 경제정책을 입안하는 데 소중한 참고가 될 수 있을 것이다.

끝으로 역자들이 이 책을 번역하게 된 것은 버클리 대학(UC Berkeley)에서 연수하는 과정에서 Yellen 교수의 강의를 들으며 그의 탁월한 식견과 학문적인 깊이 및 열성에 감동을 받아 Clinton 대통령 때의 경제정책을 정리하고 싶은 동기가 생겼다, 그러나 짧은 연수기간 동안 1990년대의 미국경제를 정리한다는 것이 만용이 될 수 있다는 우려에서 이 책의 번역을 선택하였다. Yellen 교수는 1997년 말 한국이 외환위기를 겪을 당시 백악관에서 대통령경제자문위원회 위원장으로 재직하였기 때문에 한국경제에 대해 깊은 관심과 이해를 하고 있으며, 이 책이 한국에서 번역 출간되는 데 대해 기쁨을 감추지 않았다. 이 자리를 빌어 Yellen 교수께 진심으로 감사드린다.

아울러 이 책의 번역과정에서 헌신적으로 도와주신 삼성경제연구소의 최인철 박사께 깊은 감사의 뜻을 보내며 여러 가지로 미흡한 번역물을 출판까지 배려해준 한국조세연구원 관계자들에게도 감사드린다.

2003년 11월

譯者 金教植·洪承一

# 요 약

## 1. 개 요

1990년대 후반 미국경제는 1960년대 이후 가장 큰 성과를 거두었다. 1980년대와 1990년대 후반을 비교해보면 실질GDP 성장률은 3.0%에서 4.0%로 높아진 반면, 실업률은 7.3%에서 5.0%로, 물가상승율은 5.1%에서 2.4%로 각각 낮아졌다. 특히 매년 누적되어 가기만 하던 재정적자는 1995년 1,640억 달러까지 달했으나 5년 뒤인 2000년에는 2,360억 달러의 흑자로 전환되었다. 주가지수인 다우지수 역시 1990년에 3000 이하에서 2000년에는 11,700을 넘어섰다.

1990년대 초까지 높은 인플레이션과 극도의 경기침체에서 벗어나지 못했던 미국경제가 1990년대 중반 이후 대단한 성공을 거둔 것은 IT산업의 발전과 생산성 향상, 기업들의 부단한 구조조정 노력, 석유가격을 비롯한 수입가격의 전반적인 하락 등 경제여건의 호전과 더불어 빌 클린턴 대통령과 연방준비제도이사회 앨런 그린스펀 의장의 리더십이 성공적으로 결합, 운용된 결과였다.

1990년대 미국경제의 특징을 요약한다면 긴축 재정정책과 유연한 금융정책의 조합, 미국산업의 효율성 개선과 생산성의 급속한 향상을 들 수 있다.

## 2. 경제성공의 기반

1992년 대통령 선거에서 민주당의 빌 클린턴 후보는 장기간 침체의 늪에서 헤어나지 못하고 있는 경제상황을 지칭하여 ‘경제가 문제야, 이 바보야(It’s the economy, stupid)’라는 선거구호로 부시 대통령을 공격하였다. 그러나, 사실 1990년대 중반 이후 경제적 성공의 기초가 된 긴축 재정정책·유연한 금융정책·미국기업의 구조조정 등은 그 당시에 이미 다져지고 있었다.

#### ① 1990년의 예산합의

1990년 재정적자 감축을 위해 의회와 행정부는 예산집행법을 제정하였다. 그 주요내용은 세출예산을 재량적 지출과 경직성 지출로 나누고 재량적 지출(국방비, 국제관계비, 환경·교통·통신 등 국내사업비)에 대하여는 상한을 설정하여 그 범위를 초과하는 예산을 편성하지 못하도록 하는 한편, 경직성 지출(사회보장 지원, 이자 지급, 예금보험 지원 등)에 대하여는 지출이 증가할 경우 동시에 조세수입 등이 증대되도록 함으로써 전체 재정적자 규모가 증가하지 않도록 한 것이다. 그러나 이 법의 시행에도 불구하고 재정적자는 1991~1993년중 계속 증가하였는데, 그 이유는 심각한 경기침체로 인한 세수감소와 더불어 부실화된 저축대부조합(savings and loans)의 정리를 위하여 1990~1991 회계연도중 부실금융기관에 각각 600억 달러 이상씩을 투입한 것 등이 원인이었다.

1990년 예산집행법의 기본틀은 2002년까지 유지되었으며 적자재정이 흑자재정으로 전환되는 데 결정적인 역할을 하게 된다.

#### ② 기업구조조정

1990년대 초반까지 미국기업은 다운사이징(downsizing)으로 일컬어지는 기업구조조정을 집중적으로 추진하였다. 미국기업이 다른 나라의 기업보다 다운사이징을 일찍이 그리고 성공적으로 추진

할 수 있었던 이유는 크게 두 가지로 요약될 수 있다. 첫째, 미국의 경우 경영환경이 유럽이나 일본에 비해 자본주의를 철저히 실천하는 풍토가 조성되어 있었기 때문이다. 일례로 해고를 막는 법률적 장벽이 없고 사회적 인식도 이를 수용하였다. 둘째, 1980년대 중반 고평가된 달러화는 세계시장에서 미국상품의 경쟁력을 떨어뜨리고 미국기업을 고사 직전까지 몰고 갔다. 이를 극복하기 위해 기업들은 자신들의 몸집을 줄이고 효율성을 제고시킴으로써 1990년대 중반 이후 미국경제가 호황을 맞는 데 크게 기여하였다.

이 시기에 미국의 금융시스템도 과감하게 개편되었다. 1980년대 저축대부조합의 10%를 파산시켰던 부실대출 문제가 상업은행에까지 확산되면서 장기간의 경기침체와 더불어 미국의 금융시스템은 전반적으로 매우 취약해졌다. 그런데, 금융기반의 약화는 결과적으로 금융산업 개편을 촉진하는 계기가 되었다.

### ③ 금융정책

연방준비제도이사회는 1992년 중반부터 연방기금금리를 물가 상승률과 유사한 3% 정도까지 인하하고(실질금리 0% 수준), 이를 18개월 동안 유지하였다. 연준은 클린턴 행정부의 긴축 재정정책하에서 저금리정책을 통해 경기가 침체에 빠지지 않고 안정적인 성장을 달성할 수 있도록 지원한 것이다.

이와 같이 1980년대 말~ 1990년대 초반의 경기침체기에 마련된 안정성장을 위한 기틀, 즉 기업구조조정이나 예산제도의 개선, 1990년대 중반 이후의 저금리 정책 등은 1993년 1월 클린턴 대통령이 취임할 즈음 효과가 나타나기 시작하였다. 그 동안 지속적으로 증가하던 재정적자 규모가 감소추세로 돌아섰고, 기업들의 효율성도 크게 제고되었으며 1985년부터 고평가되었던 달러화의 가치도 급속히 하락하였다.

### 3. 재정정책의 전환점 : 1993년 예산합의

1992년의 대통령 선거기간중 부시 대통령과 클린턴 후보는 재정 적자 감축을 크게 강조하지는 않았다. 그 이유는 세금인상과 대규모 정부지출 삭감을 포함하는 적자감축 주장이 정치적으로 부담이 되었기 때문이다. 그러나 클린턴은 재정지출의 삭감과 세금인상을 통해 재정적자를 줄이는 것이 최우선 과제라는 점을 인식하고 있었다. 이와같은 인식의 배경은 첫째, 전통적인 구축효과(crowding out)이론과 관련하여 대규모 재정적자는 실질이자율을 상승시켜 민간투자를 위축시킨다는 것이었다. 두 번째는 재정적자를 빠른 시일 내에 통제하지 못할 경우 은행시스템, 주식시장 및 채권시장이 위험에 빠지게 된다는 금융재앙에 대한 우려였다. 이러한 인식은 특히 월가에서 공감을 크게 얻고 있었으며, 연준의 그린스펀 의장도 이에 공감하고 있었다

1993년 8월 확정된 예산안은 의회를 통과하는 과정에서 많은 우여곡절을 거친 끝에 재정적자를 대폭 감축하는 내용으로 확정되었다. 이러한 예산안은 채권시장을 활성화시켜 30년 만기 채권금리를 160bp 이상 하락시켰는데 이는 적자감축이 증시부양을 위한 유일한 해법임을 보여주었다.

전통적인 케인즈 이론과 달리 조세수입의 증대와 정부지출 감축이 어떻게 생산과 고용을 증대시킨다는 것인가? 가장 유력한 대답은 금융시장의 붕괴에 관한 시나리오인데 시장이 두려워하는 것은 국가부채의 증가(특히 GDP보다 더 빨리 증가하는)가 궁극적으로 금융시장의 지각변동을 가져올지 모른다는 시장의 공포심리였다. 이러한 상황에서 재정적자 감축정책의 추진은 금융시장의 우려를 해소하고 실질금리에 내재되어 있는 위험가중치를 낮추는 효과를 가져왔던 것이다. 전통적으로 중앙은행 관계자들은 재정적자가 결국 국 이자율을 상승시켜 금융시장에 부담을 준다는 이유로 적자감축

을 시도하는 정치인에게 보상을 하고 싶어하는 경향이 있었다. 그린스펀이나 볼커의장 모두 재정적자 감축정책을 선택하도록 제안해 왔는데 클린턴 대통령이 재정적자 감축정책을 추진하자 연방준비은행은 저금리 정책으로 호응하였다.

#### 4. 연방준비제도이사회(FRB)의 연착륙 유도

1994년 겨울까지 2년 이상 경제가 크게 성장하고 실업률이 6.5%까지 떨어지자 연방준비제도이사회(FRB)는 실질금리를 기존의 0%에서 25bp 인상하였다. 당시 금리인상의 논거는 향후 경기가 과열될 가능성이 있으므로 초기에 선제공격을 해야 한다는 것이었다. 연준의 금리인상 결정에 클린턴 대통령은 크게 화를 냈으나, 백악관의 참모들이 금리인상의 불가피성을 설득하여 그때부터 대통령의 연준에 대한 불간섭 원칙이 확고히 정착되었다.

당시 연준의 금리인상 기준은 실질금리를 중립적인 수준으로 유지하여 완전고용(실업률 6%), 인플레이션 3% 수준의 연착륙을 목표로 하는 것이었다. 그러면 그린스펀이 제시한 '중립적인 실질금리 수준'은 어느 수준을 말하는가? 연준 내에서의 대체적인 의견은 명목기준으로 4.25%~5.25%(실질금리로는 1.25%~2.25%) 수준이었다. 중립적인 금리수준을 결정하는 방법은 두 가지인데, 첫째는 다른 변수들을 고정된 것으로 가정하고 인플레이션을 안정시킬 수 있는 실질 단기금리수준을 계량경제모형을 이용하여 도출하는 것이고, 두 번째는 과거 30~40년간의 장기 평균금리를 계산하여(극단적인 경우는 제외) 이를 중립적인 금리로 보는 방법이다. 이 두 가지 방법을 이용하여 계산한 결과 연준의 중립적인 실질금리수준은 1.75%~2.75%, 명목기준으로는 4.75%~5.75%이었다.

연착륙을 위하여 FRB는 1년간 금리를 7번 인상하여 300bp 인상하고 그 결과 1995년 2월 1일 금리가 6%가 되자 긴축금융정책을

종료하였다. 이후 경기하강에 대한 조짐이 여러 군데에서 감지되자 연준은 1995년 7월부터 1996년 1월 사이에 3단계에 걸쳐 금리를 6%에서 5.25%로 인하하였다.

이와 같은 미세조정(fine-tuning)을 통해 미국경제는 1995년 말까지 완전고용하에 연착륙을 정교하게 달성하였다. 실업률은 5.6%였고 경제성장률은 3.2%였으며 근원 인플레이션(core inflation)은 3%였다. 이로 인해 그린스핀에게는 거시경제의 마술사(macroeconomic magician)라는 명성이 주어졌다.

## 5. 연방준비제도이사회(FRB) 비개입 정책과 필립스곡선의 호응

미국경제는 1996년부터 눈부신 성과를 보이기 시작하였으며 경제상황은 그후 몇 년간 지속적인 호조를 보였다. 실업률은 미국경제의 자연실업률이 6%라는 종전의 상식을 뛰어넘어 1999년 12월에는 29년만에 가장 낮은 4.1%까지 하락하였다. 실질 GDP성장률은 1996년~1999년 동안 평균 4.5%를 기록했는데 잠재성장률 추정치를 넘어서는 성과였다. 연준은 일부의 금리인상 주장에도 ‘참고 기다리는 식’으로 저금리 정책을 지속하였다

1990년대 중반 이후 거의 완전고용 수준으로 고도성장을 하면서 인플레이션이 억제될 수 있었던 요인은 다음의 두 가지로 요약될 수 있다. 첫째는 임금이 안정되어 있었다는 것이고, 둘째는 유가하락, 달러화 강세 등 대내외 경제환경이 좋았기 때문이었다.

### ① 임금요인 인플레이션의 완만한 상승

임금이 안정되었던 이유는 첫째, 근로자의 정신적 충격가설(traumatized worker hypothesis)로 설명되고 있다. 이는 미국의 근로자들이 과거 장기간 계속된 불황기에 실직으로 고생한 경험이 있

기 때문에 임금을 올리는 것보다 안정적인 취업에 더 큰 관심을 갖고 있었다는 것이었다. 특히 기술의 진보가 가속화되면서 숙련기술의 주기가 짧아지고 직업의 불안정성이 더욱 높아졌는데, 이러한 현상이 미국에서 노동계층의 교섭력을 약화시키는 요인도 되었다. 두 번째는 종전에 직접임금보다 빠른 속도로 증가하던 간접임금 (fringe benefit)이 1990년대 후반 이후 하락하거나 직접임금보다 느리게 상승했기 때문이다. 이는 결국 근로자들의 교섭력이 약화된 결과로 볼 수 있다.

그 결과 비농업부문의 총생산에서 근로자들이 차지하는 몫은 1992년~1997년 동안 4%포인트 하락하였다. 이는 전후 미국의 근로자들이 최대 손해를 보았음을 나타내는데 반면에 기업의 이윤이나 자본이익은 증가하였다.

## ② 행운의 시대와 가격충격 : 1996년~1998년

1995년 봄부터 1998년 여름까지 진행된 달러화의 급속한 평가절상이 당시 세계경제의 둔화추세와 맞물려 비석유류 재화의 수입가격을 연평균 4% 정도 하락시켰는데, 이는 인플레이션 수치를 직접적으로 떨어뜨리고 미국제품의 가격인상을 억제하는 효과를 가져왔다. 강한 달러화로 인한 인플레이션 억제효과는 뒤이어 나타난 유가하락으로 더욱 가속화되었으며 유가하락은 전반적인 에너지가격 하락을 초래했고 이는 생산비용을 낮춤으로써 근원인플레이션 (core inflation)을 낮추는 결과를 가져왔다. 또한 수입가격과 에너지가격의 동반 하락은 명목임금의 상승요인을 둔화시킴으로써 기업의 비용 및 가격인상에 대한 부담을 덜어주었다.

## ③ 소비자물가지수 산정방법의 수정

노동통계국(Bureau of Labour Statistics)은 1995년부터 소비자물가지수(CPI)작성과 관련하여 기술적인 조정 작업을 하였다. 그

결과 1995년~1999년중의 소비자물가지수가 낮아졌다. 1999년의 경우 조정전의 소비자 물가지수는 2.5%였으나 조정된 수치로는 1.9%를 기록하였다. 이와 같은 물가지수 산정방법의 수정은 정부가 주도한 것이 아니고 전문가 및 의회에서 기존의 물가지수 산정방법이 상향편의(upward bias)를 가졌다는 주장을 반영한 것이었다. 물가지수 산정방법의 변경은 사회보장부분의 생계비 및 퇴직프로그램을 위한 지출규모를 축소하는 등 예산삭감의 명분을 가져다주었으며 임금과 가격결정에 영향을 미쳤다.

## 6. 연준의 저금리 정책과 주식시장의 호황

공급측면의 유리한 요인 등으로 인한 물가안정이 얼마나 지속될 것인지에 대하여 연준 내에서 의견이 분분하였지만 그린스핀은 인플레이션을 초기에 진압할 것이 아니라 확실히 오를 조짐을 확인한 후 금리를 인상하지는 입장이었다. 그는 "IT 산업의 발전 등으로 생산성이 상승함에 따라 근로자 신분이 불안정하게 되고 이는 임금 및 물가상승률이 다같이 하락하는 상태가 상당기간 지속된다"고 주장하였으며 이러한 논지하에 그는 저금리정책을 계속 유지하였다. 또한, 당시 중요한 대외적인 변수, 즉 1997년 하반기부터 태국에서 시작된 아시아국가의 금융위기로 인해 전세계 경제가 냉각될 수도 있다는 우려는 금리인상을 자제하게 하는 또 다른 요인이었다.

1996년~1998년 중 총수요는 기대 이상으로 증가하였는데 이는 주식시장의 지속적인 호황에 기인하였다. 주식시장의 호황은 총수요의 증가를 촉발하고 개인 저축률을 끌어내렸다. 주식시장의 호황 뿐 아니라 기업의 투자 역시 예상치 못한 수준으로 증가하였다.

## 7. 저금리 정책의 종료

1999년에 들어서자 그 동안 인플레이션의 하락을 주도했던 공급 측면의 긍정적인 요인들이 유가 상승, 컴퓨터가격의 상승 등으로 사라지거나 반전하면서 FRB는 저금리정책을 종료하고 긴축정책으로 전환하였다. 그 결과 1999년 6월 4.75%였던 연준 금리를 2000년 5월 6.5%까지 인상하여 1990년대 중반 이후 두 번째 연착륙을 시도하였다. 그러나 이와 같은 상황반전에도 불구하고 근원인플레이션(Core Inflation)은 하락하였는데 그 이유는 단위노동비용이 정체해 있는 상황에서 생산성이 급격히 올랐기 때문이었다.

## 8. 생산성 증가와 컴퓨터 가격

1990년대 후반기 미국경제가 호황을 구가할 수 있었던 가장 중요한 요인은 경제전반의 생산성 증가일 것이다. 무엇이 생산성의 급격한 증대를 가져왔는가? 가장 중요한 요인은 컴퓨터와 반도체산업에서의 기술향상이었다. 이러한 기술향상은 경제 전반의 생산성 증대에 크게 기여하였으며, 컴퓨터와 소프트웨어의 가격하락은 경제사회 전반의 컴퓨터 활용도를 높였다. 또한 컴퓨터와 정보통신장비의 가격하락은 투자 붐(1999년 GDP 대비 실질투자비율이 전후 최고 수준)을 촉발하는 직접적인 요인이 되었다. 반면 이러한 첨단기술 투자의 일정부분은 1998년~2000년의 버블을 초래하는 데 일조했다는 주장도 있다. 그러면 왜 생산성 증가가 임금상승으로 연결되지 않았는가? 그 이유는 지난 20여 년간 겪었던 실업에 대한 불안이 근로자들로 하여금 생산성 상승기에 임금인상보다는 안정적인 취업을 선호하였기 때문이다. 결과적으로 경이적인 생산성 증가는 실업과 인플레이션을 동시에 하락시키는 주요 요인이었다.

## 9. 경이로운 사건 : 재정적자가 사라지다

연준이 금리정책을 유연하게 운용하는 동안 재정상황은 급박하게 변하고 있었다. 백악관과 공화당이 주도하는 의회간에 예산을 둘러싸고 치열한 논쟁이 벌어지고 있는 와중에서도 재정적자는 당초 예상했던 것보다 훨씬 빠른 속도로 감소하고 있었다.

1993년에 정부와 의회간의 예산합의는 1998년까지 재량적인 정부지출을 엄격하게 통제하여 재량적 지출을 축소하는 데 크게 기여하였다. 이 중 대부분은 국방비에서 축소되어 더 이상 국방비의 삭감이 불가능해지자 결국은 사회보장지출과 민간지출 영역에서의 삭감이 불가피했다. 이런 과정을 거쳐 드디어 1998년에 미국의 재정은 흑자로 돌아섰고, 클린턴은 앞으로 재정흑자가 지속되어 2015년경에는 공공부채를 모두 상환할 수 있다고 장담하였다.

그러면 적자재정이 흑자재정으로 전환될 수 있었던 원인은 무엇이었는가? 그 이유는 앞서 언급한 바와 같이 경제여건의 호전이 흑자재정으로의 전환에 기여하였고 나머지는 기술적인 변화 때문이다. 즉, 과세 가능한 소득이 GDP보다 빠르게 증가한 반면, 비과세수당(fringe benefit)은 상대적으로 느리게 증가하였다. 또한 고소득 납세자들의 상여금, 스톡옵션, 파트너십 소득과 같은 형태의 수입이 다른 계층의 소득보다 급속히 증가하였다. 그 결과 20만 달러 이상 소득계층의 소득이 전체에서 차지하는 비중이 1994년 14.5%에서 1998년 20.6%로 증가하였고 이들의 세금부담액 비중은 같은 기간 29.8%에서 39.8%로 증가하였다. 이 과정을 통해 GDP 대비 연방 재정수입의 비중은 1997년의 감세조치에도 불구하고 1994~2000년중 약 2.5%포인트 증가했다.

1999년 11월 통과된 예산법에서는 사회보장 잉여계정을 별도의 부외예산(off-budget)으로 관리토록 함으로써 재정정책의 규범을 근본적으로 바꾸어 놓았다. 사회보장 잉여계정에서 당분간 대규모 흑자가 예상되는 상황에서 이처럼 예산운용의 기준을 변경한 것은 향후 공공저축을 늘릴 수 있는 기반을 마련하였음을 의미한다.

2000년 예산협의 과정에서 사회보장 잉여계정의 처리문제를 놓고 공화당은 감세를, 민주당은 재정지출을 증가하는 방향으로 논쟁을 벌이다가 결국 국가부채를 상환하는 데 사용하였다. 이와같이 매년 증가하는 대규모 재정 흑자와 관련하여 당시 학계 등 지식층에서는 앞으로 발생할 대규모 흑자를 어떻게 활용할 것인지가 주요 논의과제로 떠올랐다.

## 10. 결론 : 경제정책을 위한 교훈

지난 10년간의 경제적 성과와 특징을 요약하면, 1990년의 예산합의는 충실한 재정운용을 위한 기초가 되었고, 기업들은 구조조정을 지속적으로 추진하였으며, 클린턴 대통령의 긴축 재정정책과 그린스펀 의장의 저금리정책이 경제환경의 행운을 최대한 활용하면서 절묘한 조화를 이루었다. 특히 연준의 유연한 금융정책은 1995년 경제가 성공적으로 연착륙 하는 데 기여하였으며 경제여건의 호전도 연착륙을 뒷받침하였다. 경제호황에 가장 큰 영향을 미친 것은 생산성의 증가였다. 컴퓨터기술의 발전과 정보기술산업의 호황은 총요소 생산성의 증대와 자본심화에 기여하였으며, 주식시장의 상승세를 견인하는 데도 결정적인 역할을 하였다. 그 결과 주가는 1999년~2000년중 사상 최고치를 기록하였다.

이 같은 요인 외에 간접임금(fringe benefit), 특히 건강보험비용이 1994년~1995년중에 급격히 감소하여 임금협상에서 긴장을 완화하였고 1995년~1998년중의 달러가치의 상승은 당시 국제원유가격의 인하와 더불어 수입물가를 낮추는 데 크게 기여하였다. 또한 물가지수 산정방식의 변화는 실질성장률의 상향조정과 물가상승률의 하향조정을 가능하게 해주었다. 이 과정에서 연준의 저금리 정책이 긴축 재정정책과 절묘한 조화를 이루면서 미국경제의 성장을 리드하였던 것이다.

고도성장과 주식시장의 호황은 연방재정적자를 급속히 감소시켜 1995년 1,640억 달러에 이르던 재정적자가 2000년에 2,360억 달러의 흑자로 전환되었다

## 경제정책을 위한 교훈

첫째, 긴축적인 정부지출이 저금리정책과 결합, 실질이자율을 낮춤으로써 투자를 촉진하고 생산성과 실질임금을 끌어올릴 수 있다는 교과서적인 복음이 1990년대에는 더 원활히 작동하였다. 그러나 계량모형으로 분석할 경우 1990년대 미국경제 성장의 동인은 무엇보다도 생산성 향상이었다.

둘째, 1993년부터 긴축 재정정책을 시행하였음에도 당시 연방준비제도이사회는 한동안 금리를 인하하지 않았다. 그럼에도 총수요가 폭발적으로 증가한 것은 채권시장에서 장차 재정적자가 축소될 것이라는 전망이 채권금리에 내재된 위험가중치를 감소시켜 줌으로써 장기금리가 떨어져 연방준비제도이사회역의 역할을 대신해 주었다.

셋째, 재정적자를 극복하기 위해 마련된 예산제도가 정부지출을 효과적으로 통제하는 역할을 해주었다. 특히 1990년의 예산집행법은 재량적 지출에 대한 상한 설정과 더불어 경직성 경비의 증가시 이에 상응하는 규모의 세입 증가를 예산에 반영토록 함으로써 (PAYGO절차) 적자재정이 흑자로 전환되는 데 크게 기여하였다.

넷째, 정부가 긴축 재정정책을 추진하는 동안 연방준비제도이사

회는 경제안정과 성장을 뒷받침하기 위해 금리정책을 미세조정하면서 시의 적절하게 운용하고 당시 경제여건의 행운을 적절히 활용하면서 성공적으로 수행했다는 점이다.

다섯째, 주요국의 중앙은행 역할이 물가안정에 주력하는 것과 달리, 미국의 연방준비제도이사회는 물가안정과 더불어 성장환경 조성에도 초점을 맞추으로써 실업을 줄이고자 하는 노력을 동시에 기울였다. 즉, 연준의 그린스핀 의장은 때로는 물가인상 조짐이 보임에도(예를 들어 1999년 말 에너지가격 상승으로 물가상승률이 2배가 됐지만) 고용안정 측면을 고려하여 금리인상을 자제하는 등 유연하고 종합적인 시각으로 경제여건의 변화를 잘 파악하고 대처하였다.

## 머리말

1990년대 후반의 미국경제가 얼마나 건실했는지는 경기호황의 마지막 모습을 분석하는 데 쏟아지고 있는 관심도를 보면 가장 잘 알 수 있다. 일반적으로 경기호황에 어두운 그림자가 드리워지기 시작하면 “연착륙(soft landings)이나 경착륙(hard landing)이나”를 둘러싸고 수많은 예측이 대두된다. 물론 예측의 방향은 서로 틀릴 수도 있다. 그러나 이러한 분석 작업에 참여하는 사람들이 모두 공감하는 한 가지 특징이 있다. 바로 “우리가 경험한 호황이 믿을 수 없을 정도로 좋았다”는 사실이다. 혹자는 1990년대 후반의 미국 경제를 「골디락스의 경제(Goldilocks economy)」<sup>1)</sup>라고 부른다. 지

---

1) ‘골디락스의 경제(Goldilocks economy)’란 월 스트리트(Wall Street)와 미국언론들이 인플레이션과 실업의 위협에서 자유로웠던 1990년대의 미국 경제를 지칭할 때 즐겨 사용하는 표현이다. 이 비유는 영국의 전래동화 “골디락스(‘금발의 처녀’라는 뜻)와 세 마리의 곰(Goldilocks and Three Bears)”에서 빌려왔다고 하는데, 동화에서 골디락스라는 소녀는 우연히 세 마리의 곰이 사는 집에 들어가 첫 번째는 뜨거운 스프를, 두 번째는 차가운 스프를 그리고 세 번째는 그야말로 적당한 온도의 스프를 찾아 맛있게 먹는다. 이 장면에서 골디락스는 ‘너무 뜨겁지도 너무 차갑지도 않고 적당하다(not too hot and not too cold, but just right)’는 표현을 사용한다. 바로 이 대사의 억양과 표현 그 자체가 경제평론가들의 구미에 들어 맞았기 때문에 생겨난 용어이다. 따라서 독자들은 별도의 의미를 찾기 위해 동화의 줄거리나 숨은 뜻을 추적할 필요는 전혀 없다. 물론 경제이론에서 적절하다는 의미로 사용하는 최적(optimal) 개념이나 자연실업률 상태의 경제를 지칭하는 것도 아니다. 굳이 부연하자면 ‘정부

나치계 과열되지도 냉각되지도 않은 그야말로 적절한 상태의 경제였다는 의미이다. 민주당은 클린턴 정부의 정책이 있었기에 이러한 성과가 가능했다고 평가한다. 반면에 공화당에서는 1980년대 레이건 정부의 정책이 뒤늦게나마 효과를 나타낸 덕택이라고 설명하기도 한다. 미국경제가 이처럼 좋았던 이유에 대해 한두 마디로 설명하기란 거의 불가능하다. 하지만 적절한 정부정책과 행운이 절묘하게 어우러진 결과, 경제여건의 획기적인 개선이 가능했다는 점에 대해서는 이론의 여지가 없다.

실제로 1990년대 후반 5년 동안 미국 경제가 향유한 번영은 앞으로도 경제적 성과를 논의할 때마다 매우 중요한 기준으로 작용할 것이다. 1990년대 후반 5년 동안 미국의 경제성장률은 연평균 4%를 기록했다. 생산성 증가율은 1973~1990년까지 평균 1.4%에 불과했지만, 1990년대 후반에는 두 배 가까이로 늘어났다. 실업률은 1992년 7.8%에서 1990년대 말 4.1%까지 하락했다. 호황기에 발생할 수 있는 인플레이션율도 경제학자들의 상식과 달리 평균 2.9%에 머물렀다. 물론 이 시기의 경제성장을 보여주는 통계 중에서도 가장 주목받은 수치는 1990년에 3,000 이하였던 다우(Dow)지수가 2000년에는 무려 11,700을 넘어선 것이다.

위와 같은 통계의 의미는 앞으로 수년간 경제학자들 사이에서 활발한 논쟁의 대상이 될 것이다. 1990년대의 경제적 성과는 지난 20년과의 단절을 의미할 뿐 아니라 저(低)실업률, 급속한 경제성장, 그리고 낮은 인플레이션율을 동시에 달성할 수 있다고 주장해 온 극소수 경제학자들의 믿음에 정당성을 부여해 준 일대 사건이었다.

센츄리 재단(Century Foundation)<sup>2)</sup>과 러셀 세이지 재단(Russell

---

가 거시경제적 성과를 개선하기 위해 특별한 정책 수단을 동원하지 않아도 되는 경제상태'라는 정도의 의미를 갖고 있다.(역자)

2) 센츄리재단은 1919년 설립된 20세기펀드(Twentieth Century Fund)가 전신이다. 뉴욕에 본부를 두고 있는 비영리·비정파 연구기관으로 경제 정책, 대외관계, 국내정치문제 등에 대한 적절한 분석을 지원함과 동시

Sage Foundation)<sup>3)</sup>은 지난 10년간의 경이적인 경제적 성과가 제기한 수많은 문제들의 중요성을 인식하고, 1990년대의 경제로부터 배워야 할 교훈을 도출하기 위해 공동프로젝트를 조직했다. 특히 아무도 예측하지 못했던 저실업률, 저물가 그리고 고(高)성장으로 부터 경제적 교훈을 얻는 것을 프로젝트의 가장 큰 목표로 삼았다. 다행스럽게도 노벨 경제학상 수상자이자 MIT대학 명예교수인 로버트 솔로우(Robert Solow), 프린스턴 대학에서 경제학 및 공공문제를 가르치면서 학술지 'The Journal of Economic Perspectives'의 편집인을 맡고 있는 앨런 크루거(Alan Krueger)가 이러한 작업을 수행할 연구그룹의 공동의장을 맡아주었다. 솔로우와 크루거는 1990년대의 경제성과를 가능하게 했던 조건과 정책, 특히 노동시장과 광범위한 경제분야에 대한 정책 연구를 진전시키기 위해 경제학자들을 모으고 별도의 연구그룹을 구성하였다. 이 자료들은 2001년 말 단행본으로 출간될 예정이다. 특히 솔로우는 위의 연구성과를 보다 많은 독자들에게 설명하기 위해 위 그룹의 연구결과에 대한 요약집을 집필할 계획이다.

이러한 노력의 일환으로 1990년대 경제정책 수립과정에서 핵심적인 역할을 수행한 저명한 경제학자 두 사람이 참여하게 되었다. 이들은 경제정책에 직접 관여했던 참여자들만이 가질 수 있는 독특한 시각으로 “황금같은 10년”을 가능하게 했던 경제 트렌드와 정책을 상세히 설명해 주는 작업에 기꺼이 동의해 주었다. 그 중 한 사람이 앨런 블라인더(Alan Blinder)이다. 그는 프린스턴 대학의 경제학과

---

에 정책결정자들에게 공공문제에 대한 의견을 전달하는 기능을 수행한다. 보다 자세한 내용은 <http://www.centuryfoundation.org> 참조.(역자)

3) 러셀 세이지 재단(Russell Sage Foundation)은 미국에서 가장 오래된 민간재단 중의 하나로 미국의 사회 및 생활환경 개선을 표방하며 1907년 설립되었다. 초기에는 저소득주택정책, 도시계획, 노동개혁 등의 프로젝트를 주로 지원했으며 현재는 사회정책 개선을 위한 수단이 될 수 있는 방법론, 자료, 그리고 사회과학의 이론적 작업과 관련된 프로젝트에 집중하고 있다. 보다 자세한 내용은 <http://www.russellsage.org> 참조.(역자)

교수로 제1기 클린턴 정부의 경제자문위원회(Council of Economic Advisers)에 참여하였고 이후 1994년부터 1996년 초반까지 연방준비제도이사회의 부의장을 역임하였다. 다른 한 사람은 캘리포니아 버클리 대학의 경영/경제학과 교수인 자넷 옐렌(Janet Yellen)이다. 그녀는 1994년부터 1997년까지 연방준비제도이사회의 이사를 역임했고 제2기 클린턴 정부가 막을 내릴 시점에는 대통령 경제자문위원회의 의장이었다. 이 책에서 저자들은 뛰어난 통찰력과 공정한 시각으로 1990년대의 전반적인 경제적 성과에 중요한 영향을 미쳤을 것으로 예상되는 요인들 즉, 재정정책·금융정책·정치·그밖의 우연적인 충격요인 등을 다루고 있다. 이들의 기록은 향후 미국 경제연구와 정책에 매우 값진 시사점을 선사해 줄 것이다.

저자들은 자신들이 경제정책에 참여할 당시 발생한 주요문제들에 대한 이해를 돕기 위해 1980년대 이루어진 대규모 감세조치, 그리고 전쟁기간을 제외하면 미국역사상 유례가 없었던 거액의 재정적자를 상기시키며 출발하고 있다. 레이건 정부의 대규모 감세와 재정적자는 결과적으로 공공부문이 경제에 과도하게 개입하는 결과를 초래했다. 이러한 측면은 레이건 정부가 줄곧 작은 정부를 표방했기 때문에 독자들에게는 다소 생소하게 느껴질 수도 있다. 레이건 정부가 이처럼 매우 비정상적인 재정상황을 만들어내기 직전에는, 미국 역사상 가장 엄격했던 것으로 평가되는 금융정책이 실행되었다. 이러한 금융정책은 1970년대 후반 에너지 및 상품가격의 급등에서 비롯된 인플레이션을 치유하기 위해 정당화되었다.

1990년대 들어 미국의 경제정책은 커다란 전환기를 맞이하였다. 부시 대통령과 클린턴 대통령이 조세인상안에 서명했다. 클린턴 정부는 일련의 예산합의를 통해 재정수지를 대규모 적자에서 대규모 흑자로 반전시키는 데 성공했다. 이 기간중 재정상태에 대한 의회예산처(CBO:Congressional Budget Office)의 전망치가 대규모로 수정된 사실을 보면, 이러한 변화가 얼마나 극적인 전환이었는지를

알 수 있다. 예를 들어 1997년에 의회예산처는 2001년의 재정적자가 1,670억 달러에 달할 것으로 전망했으나, 3년 후에는 2001년에 2,350억 달러의 흑자가 날 것이라고 예상치를 수정하였다(아마도 이러한 대폭적인 전망 수정의 경험은 10년 이상의 장기 예측에 근거하여 대규모 감세와 정부지출 프로그램의 감축을 주장하는 사람들의 입지를 향후 크게 제약할 것으로 보인다<sup>4)</sup>). 심지어 일부 전문가들은 정부가 부채를 모두 상환하여 일반 국민이 재무부 발행 채권을 단 1장도 보유하지 않게 되는 상황의 경제적 과급효과를 검토하는 믿기 어려운 일이 발생하기도 했다.

이러한 모든 것들을 오로지 행운으로만 설명할 수는 없다. 행운은 1990년대를 황금기로 만든 요인들 중 일부에 지나지 않는다. 이제 블라인더와 엘렌 교수가 상세한 이야기를 들려줄 것이다. 일부에서 주장하듯이 너무나 운이 좋았다는 평가에 그대로 안주하는 것은 매우 위험한 발상이다. 1990년대의 정책 결정들은 경제성장과 낮은 인플레이션이라는 기대 이상의 결과를 가져왔다. 미래를 위한 진정한 교훈은 두 손 모아 기도하면서 과거를 기억하는 태도가 아니라 올바른 정책결정 및 집행과정에 대한 연구를 통해서만 얻을 수 있다. 국가의 지도자들의 정책 결정 역시 결코 쉽지 않다는 점도 이 책을 통해 확인되어야 할 것이다. 대규모 적자가 시현된 이후 정부의 재정정책은 근본적으로 변화했다. 세금이 올라가고 정부지출

---

4) 위의 언급은 특정 연도까지 재정적자를 해소한다는 계획을 법으로 규정하거나 또는 정부가 약속해야 한다고 주장하는 정치인과 언론 등에 대한 점잖은 비판이다. 즉 정부의 재정수지는 기본적으로 경제상황에 따라 변화하는 조세 수입과 지출의 영향을 받기 때문에 장기전망에 근거하여 적자해소 계획을 법으로 규정하는 것은 정치적인 의미 이상을 갖기 어렵다. 더욱이 정치적인 목적에 따라 예측치를 조작하는 경향이 있기 때문에 장기예측에 근거한 적자해소 계획은 현실적으로 유효한 역할을 하기도 힘들다. 예를 들어 정치인들은 공식적으로는 재정적자 감축을 주장하면서도 자신의 정치적 이해관계에 부합하여 정부지출을 늘리고자 할 때는 낙관적인 경제전망치를 사용할 수 있다. 이와 관련된 보다 자세한 내용은 제II장에서 확인할 수 있다.(역자)

은 줄어들었으며 금융시장과 민간기업 그리고 외국인투자자들에게는 재정정책이 거액의 적자 시대로부터 근본적으로 변화해 갈 것이라는 점을 확인시켜 주었다. 금융정책도 변했다. 연방준비제도이사회는 예상보다 높은 경제 성장률을 유지하기 위해 과거와는 다른 태도를 취했다. 실업률이 6%, 5% 그리고 4%까지 하락하는 과정에서도 경기확대 정책을 허용하는 정책 기조를 견지하는 놀랄만한 유연성을 보여주었던 것이다.

종합해 볼 때 1990년대의 가장 흥미로운 점은 경제성과와 관련된 전통적인 경제이론이 지나치게 비관적이었던 점이 입증되었다는 것이다. 이러한 교훈은 향후 우리가 어떻게 정책을 입안하고 판단해야 할 것인지에 대해 시사하는 바가 매우 크다. 고성장의 가능성이 주어진 상황에서 저성장을 감수하는 방향으로 정책 방향을 선회할 때는 반드시 정당한 이유가 있어야만 한다. 만일 우리가 전례에 없었던 1990년대 방식의 경제적 번영을 지속할 수 있는 지혜를 배울 수만 있다면 미국이 당면하고 있는 긴박한 여러 문제들 중 상당수를 해결할 수 있을 것이다. 예를 들어 우리는 사회보장과 공적의료보험에 충분한 재정을 지원할 수도 있고, 교육환경과 인프라 개선 요구도 만족시킬 수 있다. 물론 지난 10년 간의 경제적 성과에 대한 연구를 통해 경기순환을 완전히 제거하는 길을 찾았다고 선언할 생각은 없다. 향후에도 경기호황과 불황의 시기는 계속 반복될 것이다. 또한 어떤 돌발사태가 발생해도 우리는 행운을 필요로 하지 않는다고 말할 자신도 없다. 그러나 아마도 우리가 생각하는 것 이상으로, 우리 스스로가 현재의 진로를 결정할 수 있는 힘을 갖고 있다는 사실만큼은 기억해야 할 것이다. 우리는 현명한 길을 선택할 수도 있고 어리석은 길을 고를 수도 있다. 이제 블라인더와 옐렌 교수가 이 책을 통해 우리의 선택을 도와줄 것이다.

2001년 5월

리차드 C. 레온, 센츄리 재단 이사장  
에릭 워너, 러셀 세이지 재단 이사장

## 감사의 글

이 책에서 사용한 시뮬레이션(모의실험)을 도와 준 데이빗 라이프슈나이더(David Reifschneider), 크리스 바브레스(Chris Varvares), 조엘 프라켄(Joel Prakken), 건설적인 비평을 해 준 조지 아컬로프(George Akerlof), 스티븐 브라운(Steven Braun), 앨런 크루거(Alan Krueger), 앨리시아 먼텔(Alicia Munnell), 로버트 솔로우(Robert Solow)에게 깊은 감사를 표한다. 또한 연구조교로 도움을 준 셀리나 수(Celina Su), 메건 맥널리(Meghan McNally), 라이언 애드워즈(Ryan Edwards)에게도 감사드린다. 엘렌 교수는 러셀 세이지 재단의 재정지원에도 감사의 말씀을 전한다.

# 목 차

I. 서론	33
II. 성공의 기반	35
가. 1990년 예산합의	39
나. 기업구조조정(Business Restructuring)	42
다. 금융정책(Monetary Policy)	47
III. 정책효과의 시차와 FRB의 저금리 정책	49
IV. 재정정책의 전환점 : 1993년 예산합의	55
V. FRB의 연착륙 달성 : 1994~1996년	72
VI. FRB의 비개입(forbearance)정책과	
필립스 곡선의 하향 이동	85
가. 임금상승률의 놀라운 하락	91
나. 행운의 시대와 가격 충격 : 1996~1998	100
다. 달러가치와 수입물가	100
라. 원유가격의 하락	103
마. 소비자물가지수(CPI) 산출방법 개선	106
바. 임금 및 가격 충격의 영향에 대한 평가	108
사. 공급 충격에 대한 FRB의 검토	111
아. 행운의 시대와 수요 충격의 역할	114

VII. FRB의 비개입(forbearance) 정책의 종료 .....	118
VIII. 생산성 상승과 컴퓨터 가격 .....	121
가. 공급 충격의 영향 : 요약 .....	133
IX. 1999년 이후의 금융정책 .....	136
X. 재정적자의 극적인 반전 .....	139
XI. 결론 : 경제정책을 위한 교훈 .....	150
가. 요약 .....	150
나. 정책 입안자들에게 주는 다섯 가지 교훈 .....	153
한국어판을 위한 서문 .....	159

## 표목차

<표 I-1> 연대별 미국경제의 성과 .....	3
<표 II-1> 미국경영자협회의 다운사이징 서베이 조사 .....	4
<표 II-2> 실직 근로자 서베이 .....	4
<표 III-1> 긴축금융정책의 효과(1992~94) .....	54
<표 IV-1> 1993년 채권시장 회복이 경제에 미친 효과 추정 · 4	4
<표 V-1> 세 가지 다른 금융정책 하에서의 연방기금금리의 추이 .....	83
<표 V-2> 팽창적 금융정책의 추정효과(1994~1995) .....	84
<표 V-3> 긴축적인 금융정책의 추정효과(1994~1995) .....	84
<표 VI-1> 소비자물가 상승률의 측정 : 전년 동월비 또는 전년동기비 변화 .....	86
<표 VI-2> 1994년 이후 근로자 실질간접임금비용 하락의 경제적 파급효과 .....	98
<표 VI-3> 1995년 2분기이후 달러화 평가절상의 경제적 파급효과 .....	103
<표 VI-4> 1996년 1분기이후 유가변동의 경제적 파급효과 · 15	15
<표 VI-5> 임금 및 가격 충격이 인플레이션과 실업에 미친 효과 .....	109
<표 VI-6> 임금 및 가격 충격이 인플레이션과 실업에 미친 효과 .....	110
<표 VIII-1> 기간별 식(4)의 회귀 추정 결과 .....	125
<표 VIII-2> 1993년 이후 급속한 생산성 추세의 상승이 경제에 미친 파급효과 .....	131

<표 VIII-3> 1994년 이후 공급측면의 충격이 인플레이션과 실업에 미친 영향 .....	134
---------------------------------------------------------	-----

## 그림목차

[그림 III-1] 연방기금금리와 소비자물가상승률 .....	51
[그림 IV-1] 재무부 10년만기 채권수익률 (1992. 9~1993. 12) .....	59
[그림 V-1] 연착륙 .....	76
[그림 V-2] 연방준비제도이사회의 목표 금리 : 1994~2000 .....	79
[그림 VI-1] 실업률과 CPI 상승률의 관계 : 1960~1999 .....	91
[그림 VI-2] 고용비용지수상의 직접임금과 간접임금의 변화 .....	93
[그림 VI-3] 민간 사회보험 영역에서 사용자의 근로시간당 .....	96
[그림 VI-4] 비석유류 제품의 수입물가와 달러가치 .....	101
[그림 VI-5] 서부 텍사스 산 중질유(WTI)의 일일 가격변화 .....	104
[그림 VIII-1] 비농업 부문의 4개년 평균 생산성 상승율(1963~2000) .....	123
[그림 VIII-2] 컴퓨터 가격의 변화 .....	127
[그림 X-1] 의회예산처의 재정흑자 전망의 변화 .....	143
[그림 X-2] 의회예산처 흑자 전망의 변화 : 1997~2002 회계년도 .....	144

## I. 서론

거시경제 관점에서 볼 때 1990년대, 특히 1990년대 후반기는 대단한 성공을 거둔 시기였다(표 I-1 참조). 1990년대 초반해도 향후 10년이 1960년대 이후 전설과도 같은 10년이 될 것이라고는 어느 누구도 예상하지 못했다. 1989~1990년중에는 인플레이션이 재연될 조짐이 보였고, 1990~1991년에는 경기가 극도로 침체되었으며, 1992년의 선거기간중 모든 여론조사에서 국민들은 한결같이 미국경제의 전망이 매우 비관적이라고 응답했다. 그러나 이후 수년동안 이 모든 상황이 드라마처럼 변화했다.

실업률은 1992년 6월에 7.8%까지 치솟았지만, 이후 지속적으로 하락하여 4.1%로 1990년대를 마감했다. 이는 1960년대 이후 가장 낮은 수준의 실업률이다. 이처럼 실업률이 이례적으로 낮았음에도 불구하고 인플레이션율(전년동월비 소비자물가지수 상승률)은 1990년 10월과 11월의 6.3%에서 1999년 12월에는 2.7%까지 하락했다. 1990년대 말에 이루어진 조사에 따르면 미국경제의 생산성 증가율도 획기적인 증가를 보인 것으로 나타났다. 과거 20여년 동안 생산성증가율이 1.4% 내외에 머물렀음을 감안한다면 정말 놀라운 변화였다<sup>1)</sup>.

그러면 어떻게 그리고 왜 미국경제가 이처럼 환상적인 경제적 성과를 구가할 수 있었을까? 시의 적절한 경제정책, 행운, 그리고 이

---

1) 이 책에서 사용된 통계는 특별한 인용이 있는 경우를 제외하면, 모두 가장 최근에 개정된 수치들이다. 따라서 해당 시기의 과거 지표들(contemporaneous)과는 차이가 있다. 과거의 자료들에 기초한 생산성 증가율 추세는 1%에 근접한 정도였다.

와 관련된 과거의 사건 등과 같은 요인들이 도대체 어떻게 결합되었기에 이러한 호황을 유지할 수 있었을까? 또 이러한 상황은 앞으로도 지속될 수 있다고 기대해도 좋을까? 그리고 무엇보다도 우리는 이 시기로부터 무엇을 배울 것인가? 다음 장부터 이러한 의문을 하나하나 풀어나갈 것이다.

〈표 1-1〉 연대별 미국경제의 성과

(단위 : %)

	1990년대(후반기)	1980년대	1970년대	1960년대
실질GDP증가율 <sup>1)</sup>	3.2 (4.0)	3.0	3.3	4.4
실업률 <sup>2)</sup>	5.8 (5.0)	7.3	6.2	4.8
인플레이션율 <sup>3)</sup>	2.9 (2.4)	5.1	7.4	2.5

주 : 1) 이전 연대의 최종 4분기부터 해당 연대 최종 4분기까지의 계절조정된 연평균 성장률

2) 각 연대 12개월의 평균 실업률(군인은 제외)

3) 이전 연대의 최종연도 12월부터 해당 연대의 최종연도 12월까지의 연평균 소비자 물가 상승률

자료 : GDP 증가율은 상무부 경제분석국, 실업률과 인플레이션율은 노동부의 노동통계국

## II. 성공의 기반

캘린더상의 시간과 역사적인 사건들이 항상 일치하지는 않는다. 경제사적 관점에서 볼 때 경이로운 ‘1960년대’는 1960년 경에 시작하여 1973년 경에 마감했다<sup>2)</sup>. 불행했던 ‘1970년대’는 대략 1973년 후반부터 1983년까지가 될 것이다. 마찬가지로 거시경제적인 사건을 기준으로 시기를 구분하자면 이른바 ‘1990년대’는 1992년 또는 1993년에 시작하여 2000년에 끝났다고 생각된다(물론 현시점에서 단언해 말하기는 아직 이르다).

1992년의 대통령 선거가 진행되던 시점까지만 해도 1990년대 말에 미국경제가 이처럼 경이로운 성과를 달성할 수 있으리라고는 상상조차 할 수 없었다. 당시 주지사였던 빌 클린턴 후보는 “경제가 모든 것을 말해준다. 이 멍청이들아(It’s the economy, stupid)”라는 유명한 선거구호를 사용했다. 이러한 슬로건은 당시 경제상황에 대해 불만을 갖고 있던 유권자들 사이에 이미 널리 회자되고 있던 표현이었고, 대통령 선거에 도전하는 클린턴 후보에게는 더할 나위없이 좋은 정치적 기회를 제공하였다. 구체적인 상황들을 한번 돌이켜 보자.

---

2) 경이로운 1960년대는 이른바 ‘황금의 시대’(Golden Age) 또는 팍스 아메리카나(Pax Americana)로 불리웠던 전후 미국경제의 부흥기를 의미한다. 1960년부터 시작된 황금의 시대는 석유과동, 생산성 침체, 스택플레이션 등으로 장기침체가 시작되는 1973년을 고비로 마감한다. 저자들은 1990년대의 미국경제를 1960년대와 견줄만하다고 생각하면서 ‘황금의 시대’라는 표현에 버금갈 ‘전설과도 같은 10년’이라는 용어를 사용하고 있다.(역자)

- 1990~1991년 불황으로부터의 회복세는 과거의 경기회복기와 비교해 볼 때 대단히 취약했다. 특히 초기에는 고용창출 없는 경기회복으로 심각한 실업문제를 안고 있었다. 경기저점인 1991년 3월부터 1992년 10월까지 비농업부문 취업자 수는 약 61만 1천명 증가에 그치고 있었다. 월평균으로 보면 1개월에 단지 3만 6천명의 고용이 증가한 셈이다(이후 월평균 25만명 정도의 고용이 창출된 것과 비교해 보라). 더욱 심각했던 것은 이처럼 빈약한 고용 증가마저도 절반 이상이 정부에 의해 창출된 고용이었다는 점이다. 고용자 수 증가가 거의 없었을 뿐 아니라 취업 근로자들마저도 대다수는 실업의 공포를 느끼고 있는 상황이었다.
  
- 실질임금도 수년간 제자리걸음을 하고 있었다. 잘못된 수치는 기는 하지만, 그 당시(물론 이후로도) 많이 인용되던 통계를 보면 미국 국민들의 평균 실질임금은 25년 동안 거의 증가하지 않았다<sup>3)</sup>. 물론 이 숫자는 분명 잘못된 통계이지만, 당시의 경제적 사정을 반영하기에는 부족함이 없다. 생산성과 실질임금은 대략 1973년 이래 계속 정체 상태에 머물러 있었던 것이다. 1992년 말까지 10년간 실질임금의 증가율은 완만한 노동생산성의 증가율조차도 따라가지 못하고 있었다<sup>4)</sup>.

---

3) 노동부가 측정한 시간당 평균실질임금은 1973~1993년 동안 거의 14%나 감소했다. 그러나 이 숫자는 다음 두 가지 점에서 잘못된 것이다. 하나는 노동부가 과거의 소비자물가지수를 사용했기 때문에 실질임금이 과다하게 감소한 것으로 측정되었다는 점이고 다른 하나는 통상적으로 직접 임금보다 빠른 성장률을 보이는 간접임금(fringe benefits)을 계산에서 제외시켰다는 점이다. 새로운 소비자물가지수를 사용하고 간접임금을 포함시켜 다시 계산하면 같은 기간 근로자들의 시간당 보상 수준은 17% 상승한 것으로 나타난다.

4) 과거 수치를 사용하면 비농가부문의 시간당 생산은 연평균 1.3% 증가한 반면, 실질 보상수준은 연간 0.6%를 조금 못치는 수준에 그쳤다. 현

- 중간값(Median)으로 측정한 실질임금은 평균(Mean) 실질임금보다도 더 악화되었다. 이는 1980년대 이후 임금의 불평등도가 심화되었기 때문이다<sup>5)</sup>. 결국 이른바 전형적인 근로자들의 실질임금은 근로자 전체의 평균수치보다도 더 악화되었던 것이다.
- 재정적자는 점점 더 대규모로 확대되어 국민 모두에게 심각한 공포로 작용하였다. 재정적자는 채권시장 관계자들의 분노를 자아내었고, 금융권뿐 아니라 일반 대중들에게도 불안심리를 조장하였다. 재정적자는 마치 무능한 정부의 상징처럼 인식되었다.

사실, 당시의 미국경제는 국민들이 생각하는 것만큼 그렇게 나쁜 상황은 아니었다. 1992년 분기별 경제성장률은 무려 4%를 기록했다. 1989년~1990년 사이에 6% 이상까지 치솟았던 물가상승률도

---

재의 수치들을 사용하여 다시 계산해 보면 두 지표는 각각 1.9%와 0.9% 상승한 것으로 나타난다. 문제는 이 경우에도 격차가 더욱 확대되었다는 것이다. 생산성과 보상수준 사이의 격차가 왜 이렇게 커진 것인가? 한 가지 원인은 비소비재부문의 재화와 서비스(예를 들어 투자재) 가격 상승폭이 소비재부문 가격의 상승폭보다 훨씬 낮았기 때문이다. 이 요인이 생산성과 실질임금 격차의 절반 이상을 설명해 준다. 실제로 비농기부문의 명목보상수준을 내재적인 디플레이터(역자 주: 소비자물가지수가 아닌 도매물가지수를 사용한 것으로 추정됨)로 조정한 결과 약 1.5% 상승한 것으로 나타났다. 격차의 나머지 부분은 기업의 이윤 증가로 설명될 수 있다.

- 5) 경제정책연구소(Economic Policy Institute)의 계산에 따르면 중간값으로 계산한 실질임금(총보상은 아니지만 물가에 대해서는 조정한 수치)은 1973~1993년 사이에 약 5% 하락했다. 소득 20분위계층의 경우에는 더욱 하락했다(-9.4%). 반면에 소득 8분위계층의 경우에는 상승했다(3.6%). Lawrence Mishel, Jared Bernstein and John Schmitt, *The State of Working America 2000~01*, (Ithaca, N. Y. : Cornell University Press, 2001), pp.124, Table 2.6.

3%대로 떨어졌다. 그러나 빌 클린턴 후보가 경제문제에 대해 맹공을 퍼붓자 이 모든 실적도 조지 부시(George Bush)대통령에게는 별다른 도움이 되지 못했다. 중요한 것은 경제상황을 보는 유권자들의 인식이었던 것이다. 월 스트리트 저널(Wall Street Journal)과 NBC 뉴스가 1992년 9월 중순에 실시한 여론조사를 보면 미국 국민의 86%는 여전히 미국경제가 침체에 있다고 생각하고 있었다. 그러나 그 시기에 미국경제는 이미 경기침체의 저점에서 벗어나기 시작한 지 18개월이나 지나고 있었다. 국민들의 약 2/3는 뭔지는 모르지만 여하튼 경제가 잘못 되어가고 있다고 생각하고 있었다<sup>6)</sup>. 대통령 선거를 불과 수일 앞두고 유 에스 에이 투데이(USA Today)가 실시한 조사에서도 60%의 유권자가 경제상황이 악화되고 있다고 답변했으며, 개선되고 있다는 응답은 단 28%에 불과했다<sup>7)</sup>. 이러한 국민들의 생각은 잘못된 것이었다. 경제는 분명히 나아지고 있었다. 그러나 이러한 오해가 결국은 여론조사에서 부시 대통령에게 심각한 피해를 입혔다. 물론 국민들의 경제현실 인식이 지연된 것을 비정상적인 현상으로만 평가할 수는 없다. 특히 경기 회복기에 고용증가가 매우 미약했기 때문에 국민들의 오해가 더욱 가속화되었던 것이다.

이 책에서 설명하고자 하는 가장 중요한 내용, 즉 환상적인 10년을 가능하게 했던 세 가지의 초석은 이미 이 시기에 자리를 잡고 있었다. 재정긴축정책, 금융팽창정책, 그리고 미국기업들을 “좀더 날씬하고 강하게” 만들어 준 산업구조조정이 바로 그것이다. 먼저 긴

---

6) Eugene Carlson, "Campaign '92 : While Voters Still Sing the Blues about the Economy, Hints of Optimism Emerge," *Wall Street Journal*, September 19, 1992, p. A6.

7) Jessica Lee and Bob Minzesheimer, "Statistics Do Support What Bush Is Saying," *USA Today* 27, 1992, p. 6A.

축재정정책부터 살펴보도록 하자.

### 가. 1990년 예산합의

1990년의 예산합의는 당시 많은 비난을 받았을 뿐 아니라 부시대 통령에게는 정치적으로 엄청난 골치 덩어리였다. 부시 대통령은 1988년 대통령 선거에서 “(내 입술을 봐라) 이제 새로운 세금은 없다”는 유명한 공약을 한 바 있다. 그러나 그는 1990년 재정적자 감축을 위해 민주당이 주장한 세금인상안에 동의하게 된다. 당시 언론의 부정적인 보도에도 불구하고 1990년의 예산관련 법안은 연방 정부의 재정이 대규모 흑자를 달성할 수 있게 만들어 준 위대한 첫 걸음이었다. 유감스럽게도 당시의 전문가들은 1990년 예산합의가 가지고 있는 이러한 특징을 꿰뚫어 보지 못했다. 대부분의 전문가들은 예산법안이 재정적자 감축방안을 담고는 있지만 재정적자는 계속 증가할 수밖에 없을 것이라고 주장했다. 그들은 1990년의 예산법안을 실패한 법안이라고 선언해 버렸는데 결과적으로 이러한 평가는 분명 불공정하고도 성급한 결론이었다.

실제로 1990년 이후에 재정적자가 감소하지 않고 증가한 이유는 다음의 2가지 요인에 기인한 것이었으며, 결코 1990년 예산합의의 실패를 의미하는 것은 아니었다. 첫째는 1990년~1991년의 경기침체 때문이었다. 의회예산처(CBO)의 추계에 따르면 1991년~1993 회계연도중 경기침체로 인한 연간 적자가 1,600억 달러에 달했다. 둘째는 저축대부조합(Savings and Loan Associations)의 파산 정리를 위해 1990년 및 1991년 회계연도에 각각 600억 달러 이상씩을 투입하는 과정에서 거대한 비용이 발생했다<sup>8)</sup>. 이러한 요인을 간과

8) 저축대부조합((Savings and Loan Associations))의 파산은 미국판 도덕적 해이의 결정판이었다. 미국에서는 1930년대 대공황으로 실추된 금융시스템에 대한 신뢰를 복원할 목적으로 예금보험제도가 시작되었으며

해서는 곤란하다. 그러나 외견상의 재정적자 증대와 조세인상에 대한 레이건주의자들의 적개심 때문에 1990년의 예산법안은 실패한 법안으로 규정되고 말았다.

1990년의 예산합의는 뜻하지 않게 성공한 히트상품에 비유할만한 특징을 지니고 있었다. 바로 1990년의 예산집행법(Budget Enforcement Act : BEA)이었다<sup>9)</sup>. 예산절차상의 혁신을 담고 있

---

가맹은행과 소규모 저축기관인 저축대부조합의 보험료를 재원으로 운영되었다. 1970년대까지만 해도 안정적인 주택관련대출만을 취급하던 저축대부조합은 1980년대 들어 금융환경이 급변하고 고위험-고수익 금융상품이 등장하자 의회로비를 통해 부동산과 정크본드에의 투자 허가를 받아내는 한편, 저축대부조합이 파산하는 경우 연방예금보험공사가 부담하는 액수를 4천 달러에서 1만 달러로 증대시키는 법안 통과를 관철시켰다. 저축대부조합 경영진들의 도덕적 해이 현상은 이때부터 시작되었다. 고수익투자가 성공하는 경우 경영진들은 막대한 수익을 얻지만, 실패하는 경우 자기자본만 손해를 보고 나머지는 예금보험공사가 부담하는 상황이 초래되었던 것이다. 그러나, 1980년대 초반, 불황과 부동산 가격의 침체가 이어지자 저축대부조합은 부실채권의 증대와 더불어 파산위기에 이르게 되었다. 이처럼 상황이 악화되었음에도 불구하고 저축대부조합의 경영자들과 친밀한 관계를 유지하고 있던 예금보험공사와 연방정부는 책임추궁이 두려워 문제의 조기해결을 회피하였다. 저축대부조합 역시 위기를 돌파하기 위해 이자율을 인상하여 수신경쟁을 벌이는가하면 경영진이 관여하고 있는 회사에 저리대출을 제공하는 등 여러 가지 편법 사례가 발생하였고 결국 대규모 도산사태를 초래하였다. 저축대부조합 사태는 연방정부가 1,560억 달러를 납세자에게 부담시키고 관련자 2,331명을 기소하는 것으로 일단락되었다. M. D. Jaffe(1989), "Symposium on Federal Deposit Insurance for S&L Institutions", *Journal of Economic Perspectives*, No. 3 참조.(역자)

- 9) 1990년 의회를 장악하고 있던 민주당과 부시대통령은 Omnibus Budget Reconciliation Act(OBRA 90)와 Budget Enforcement Act를 제정한다. OBRA 90은 1990~95년간 다수의 세수증대-지출삭감 프로그램을 통해 4천 820억 달러의 적자감축 누계를 달성하는 것이 핵심내용으로 하고 있으며, 예산집행법은 이를 달성하기 위한 다양한 수단을 규정하고 있다. 저지들은 이 두 가지 법안이 중심이 된 1990년의 예산합의 중 특히 예산집행법을 중점적으로 다루고 있다. 1990년의 예산합의에 대한 보다 자세한 내용은 다음 글을 참조할 수 있다. 노기성(2001), 『미국의 적자재정관리제도와 시사점:미국 재정전환화 관련법의 사례를 중심으로』, 한국개발연구원.(역자)

는 이 법은 일견 따분한 내용으로 구성되었기 때문에 법 제정 당시에는 별로 주목받지 못했지만, 이후 대단히 중요한 역할을 했다. 1990년 이전까지 의회는 재정적자 감축을 위해 「그램-러드만-홀링스법 Gramm-Rudman-Holdings: GRH법」을 채택하고 있었다<sup>10)</sup>. 「그램-러드만-홀링스법」 하에서 의회는 1985년부터 시작된 5개년 계획에 따라(최초의 계획이 실행불가능하게 되자 1987년에 수정했다) 매년 재정적자의 한도를 법률로 정하도록 만들었다. 「그램-러드만-홀링스법」은 만일 의회가 그 해의 적자 목표를 준수하기 위한 법률 집행에 실패할 경우, 대부분의 지출항목에서 비례적으로 자동 감축을 강행하도록 하는 통제장치를 설정하고 있었다.

그러나 「그램-러드만-홀링스법」의 중대한 결함은 의회가 통제할 수 없는 재정적자라는 내생변수(endogenous variable)를 법의 목표로 설정하였다는 점이다. 이는 경제전문가들이 처음부터 지적했었고 나중에는 의회도 인식하게 된 문제점이었다. 실제로 의회가 관리할 수 있는 기능들은 첫째, 세율 및 조세 관련 법령, 둘째, 사회보장제도와 같은 경직성 지출(entitlement program)의 대상자격 및 급부액 관련 규정, 셋째, (전체 세출에서 점하는 비중은 작지만) 연도별 재량적 지출의 규모 등이다. 예산집행법(Budget Enforcement Act)은 의회가 위의 3가지 항목에 대해서만 주목할 것을 명시하고 있는데, 이는 매우 현명한 조치였다고 평가할 수 있

10) 공화당의 그램과 러드만 그리고 민주당의 홀링스 의원이 1985년 발의한 균형예산 및 긴급적자통제법(Balanced Budget and Emergency deficit Control Act)을 말한다. 주요내용은 매 5년마다 재정적자 감축 계획을 수립하고 목표에 미달할 경우에는 지출삭감안을 만들어야 하며, 대통령과 의회가 합의에 실패할 경우에는 적자목표 초과분의 50%는 국방비에서, 나머지는 국내지출프로그램에서 자동삭감하여 5년 후에는 균형재정을 달성한다는 것이었다. 연방대법원의 위헌 판정으로 1987년 일부 개정되었으며, 1990년 경기침체로 인해 법에서 규정한 목표를 달성을 위해서는 엄청난 규모의 예산 삭감을 추진할 수밖에 없다는 전망이 제기되자 폐기되었다.(역자)

다.

예산집행법도 「그램-러드만-홀링스법」과 마찬가지로 재량적 지출에 대해 연간 상한을 두도록 규정하고 있었다. 그러나 의회가 상한규정의 적용대상을 조정할 수 있도록 허용하고 있다는 점에서 「그램-러드만-홀링스법」과는 큰 차이가 있었다. 예산집행법에 따라 경직성 경비와 이를 충당하기 위한 조세를 상호 연계시키는 수입지출연동방식(pay-as-you-go pool, pay go pool)이 도입되었다. 즉 감세나 경직성 지출(entitlements)의 증대를 제안하는 의원들에 대해, 이를 상쇄할 수 있는 세입 증가나 여타 경직성 지출의 삭감방안을 동시에 제안하도록 하는 의무가 부여되었다. 수지연동방식의 도입을 통해 적어도 예산 중 이 방식의 대상이 되는 부분에 대해서는 재정균형을 맞출 수 있게 되었다. 그러나 예산집행법은 「그램-러드만-홀링스법」처럼 경기변동 등의 내생적 변화에 따른 재정정책 변경의 의무를 부과하지는 않았다.

새로운 예산시스템이 작동되었다. 「그램-러드만-홀링스 법」하에서 재정적자의 목표를 수시로 변경하면서도 목표달성에 실패했던 의회는 새로운 예산집행법에서 제정된 규칙을 엄격히 준수해 나갔다. 실제로 1990년에 만들어진 이러한 예산 관련 메커니즘은 이후 몇 차례의 예산합의 과정에서도 중요한 기능을 수행했다. 나아가 이러한 메커니즘은 2002년 예산에서도 유지되고 있다.

#### 나. 기업구조조정(Business Restructuring)

1990년 예산합의 보다 더욱 중요한 것이 아마도 기업구조조정일 것이다<sup>11)</sup>. 1992년까지 미국은 “다운사이징(downsizing)”이라 일컬

11) 그러나 이른바 다운사이징의 생산성 제고 효과는 종종 과장되는 경향이 있으며 심지어는 존재하지 않는 경우도 있다. 이에 대해서는 다음 글을 참조하라. Martin Baily, Eric Bartelsman, and John Haltiwanger,

어지는(이 용어는 다소 잘못 인식되고 있는 경우도 있다) 고통스러운 길을 다른 그 어떤 나라 보다 앞서 헤쳐나가고 있었다<sup>12)</sup>. 왜 구조조정이 다른 나라가 아닌 미국에서 일찍 일어났고 또 앞서 진행될 수 있었는가? 그 이유에 대한 상세한 연구는 매우 흥미로운 주제가 되겠지만, 이 책에서는 다음의 두 가지 이유만 언급하겠다. 하나는 미국이 유럽이나 일본보다 철저한 자본주의적 경제운영을 실천해 왔다는 점이다. 미국에서는 근로자의 일시해고를 막는 법률적 장벽이 없고 정부 역시 해고를 어렵게 만드는 규제수단을 거의 만들지 않았다. 미국에서는 해고가 사회적으로 심각한 비난에 처하는 사건도 아니다. 최근 들어 변화하고는 있지만, 유럽과 일본의 전통은 이러한 측면에서 전혀 다르다.

두 번째는 위의 문제와 관련하여 상대적으로 덜 주목받고 있지만, 환율변화라는 요인을 지적할 수 있다. 미국기업들의 군살빼기는 극심한 경기침체기인 1981~1983년에 시작되었으나 그 결정적인 계기는 1980년대 중반 이해할 수 없을 정도로 고평가된 달러화의 압력이었다. 과대평가된 달러화는 세계시장에서 미국상품의 경쟁력을 떨어뜨려 미국기업들을 고사 직전으로까지 몰고 갔다. 이러한 환경은 미국기업들을 오로지 한 가지 방향에 집중하도록 만들었다. 기업들은 적자생존의 과정에서 살아남기 위해 자신들의 몸집을 줄이고 스스로를 좀더 효율적으로 변모시켰다. 반면에 변화에 실패한 허약한 기업들은 무대에서 사라졌다. 이상의 두 가지 요인이 미국

---

“Downsizing and Productivity Growth : Myth or Reality?”in D.G. Mayes, (ed.), *Source of Productivity Growth in the 1980s*(Cambridge : Cambridge University Press, 1995)

12) 이 용어는 1980년대 후반과 1990년대 초반까지 제조업을 제외하면 평균 시설규모가 감소하지 않았다는 점에서 다소 잘못된 것이다. 일시해고 선언이 대중들의 주목을 받지만, 총일시해고는 언제나 근원고용감소를 초과한다. 그러나 이 시기에 노동시장에 상당한 동요가 있었음은 사실이다.

기업, 특히 국내외의 치열한 경쟁에서 처해 있는 미국 제조업의 효율성을 제고시켰다.

이 시기에 미국의 금융시스템도 과감하게 재편되었다. 1980년대에는 저축대부조합들을 많이 파산시켰던 부실대출 문제가 상업은행으로까지 확산되었다(여기에는 상업은행 자신의 실수도 작용했음은 물론이다). 은행의 도산은 연방의 예금보험제도가 도입된 이후 일찍이 미국에서 볼 수 없었던 수준까지 확산되었다. 결국 1990~1991년의 경기침체에 미국의 금융시스템은 수십년 이래 가장 취약한 상태에 놓이게 되었다. 이러한 금융부문의 취약성은 결과적으로 경기회복의 주요 장애물로 작용하였다(이에 대해서는 제Ⅲ장에서 상세히 설명한다).

이처럼 산업 및 금융부문의 구조조정이 진행되면서 고난이 닥쳐왔다. 근로자들은 직장을 잃는 경우가 허다하였고 일부는 불안과 사기 저하에 휩싸였다. 그러나 결국은 냉혹한 산업진화론에 힘입어 미국경제를 좀더 유연하고 강하게 만들었다. 제Ⅵ장에서 기술하겠지만, 이러한 과정은 근로자들의 공격적인 임금인상 요구를 자제하도록 유도함으로써, 실업률과 실질임금상승률의 관계를 보여주는 필립스곡선(Phillips Curve)이 매우 양호하게 나타날 수 있는 배경이 되었다.

대체로 값싼 달러의 효과가 시차를 두고 나타나기 시작한 1992년 또는 1993년부터 미국 기업들은 구조조정에 투자한 결실을 거두기 시작했다. 이 시기부터 기업구조조정은 새로운 국면으로 진행되기 시작했다. 기업들은 좀더 유연해지도록 노력하면서도 (대량해고를 통해) 지나치게 품위를 떨어뜨리는 방식을 지양하기 시작했다. 구조조정의 내용이 이처럼 새롭게 변화하면서 1992년 말에 노동계가 직면했던 냉혹한 분위기는 좀더 생산적인 산업환경으로 발전하였다. 즉 자본가는 좀더 높은 이윤을, 근로자는 좀더 많은 고용을 상호간에 향유하는 방향으로 변화해 갔다. 경제활동이 호전되면서 미

국 기업들은 새로운 기회를 활용하기 위한 전략을 구사하기 시작했던 것이다.

이러한 변화를 보여주는 간단한 지표로서 미국경영자협회(American Management Association)가 실시한 다운사이징에 대한 연례조사를 살펴보자. 이 협회는 매년 회원사에게 지난해에 일자리 축소가 있었는지, 있었다면 얼마 만큼인지를 조사한다. <표 II-1>은 이러한 조사결과를 보여준다<sup>13)</sup>. 일자리를 줄였다고 조사된 기업의 비율(1)에 이들 기업의 평균 일자리 감축 수(2)를 곱하면 대략적이거나 미국기업 전체의 다운사이징 규모를 측정할 수 있다. 분명히 1992~1993년의 조사와 1994~1995년의 조사결과를 비교하면 노동시장의 상황이 개선된 것을 볼 수 있다. 조사결과에 따르면 대표적인 기업(불행히도 미국기업 전체를 대상으로 한 표본조사는 아니지만)들은 1990년 중반에서 1993년 중반까지 3년 동안 평균 고용 인력의 4.5%를 줄인 반면, 1994년 중반부터 1997년 중반까지의 3년 동안은 2.5%만을 감축한 것으로 조사되었다.

시기는 다르지만, 정부에서 기업이 아닌 근로자들을 대상으로 표본조사한 실직근로자 조사에서도 비슷한 내용이 확인된다. <표 II-2>에 요약된 내용을 보면 1993~1995년과 1995~1997년 사이에 실직률이 현저히 떨어진 것을 확인할 수 있다<sup>14)</sup>(이 통계는 3개년

13) 위의 통계는 미국경영자협회의 연간보고서에 근거한 것인데, 이 보고서는 해마다 이름이 변경되어 현재는 American Management Association Survey of Staffing and Structure 이다. 이름의 잦은 변경은 이들의 목적을 잘 보여준다. 1991년에 동보고서의 이름은 American Management Association Survey of Downsizing and Assistance to Displaced Workers 였다.

14) Henry S. Farber, "Job Loss in the United States, 1981~1999," Working Paper #52, Industrial Relations Section, Princeton University, April 2001. 무작위 표본조사에 근거한 자료이지만, 다음과 같은 약점을 안고 있다. 첫째, 자료가 3년 단위이기 때문에 시기를 정확히 구분하여 대조할 수 없다. 둘째, 동일한 기업 내의 직무전환의 경우에도 실직(displaced) 노동자로 간주하고 있다. 우리는 이를 일반

간의 실적비율이기 때문에 1995년은 중복된다). 이 두 가지 사례에서 도출할 수 있는 우리의 결론은 동일하다. 바로 1990년대 초반의 일자리 기근이 이후 다가올 풍요로운 성장을 준비하도록 도움을 주었다는 사실이다.

〈표 II-1〉 미국경영자협회의 다운사이징 서베이 조사

12개월간의 비율	(1) 고용을 축소했다고 응답한 기업 비율	(2) 고용축소 기업들의 총종업원수 대비 축소종업원 수 비율	(3)  (1)×(2)
1991년 6월	43.8	11.4	5.0
1992년 6월	36.0	10.5	3.8
1993년 6월	32.6	13.9	4.5
1994년 6월	30.3	NA	-
1995년 6월	27.3	10.2	2.8
1996년 6월	27.9	10.4	2.9
1997년 6월	19.0	10.7	2.0

자료 : 미국경영자협회

〈표 II-2〉 실질 근로자 서베이

(단위 : %)

3개년	실직률
1989~91	11.8
1991~93	10.9
1993~95	11.5
1995~97	9.1
1997~99	8.6

자료 : Henry S. Farber, "Job Loss in the United States 1981-1999," Working Paper #452, Industrial relation Section, Princeton University, April 2001.

적으로 실직(job loss)으로 구분하지 않는다. 셋째, 파버(Farber)가 사용한 표에는 20~64세의 근로자만 포함되어 있다.

다. 금융정책(Monetary Policy)

연방준비제도이사회(Federal Reserve Board : FRB)는 1991년과 1992년 당시 경기침체로부터 겨우 회복기에 접어들고 있는 경제를 충분히 지원하지 않는다고 엄청난 비난을 받았다. 실제로 조지 부시 대통령은 연방준비제도이사회 의 앨런 그리스펜(Alan Greenspan) 의장이 그에게 낙선의 고배를 마시게 했다고 비난할 정도였다. 이는 어떤 측면에서는 사실일 수도 있었다. 그러나 마침내 연방준비은행은 1992년 중반 무렵부터 연방기금금리를 물가상승률과 유사한 수준인 3% 정도까지 인하하였다. 이러한 조치가 조지 부시 대통령의 재선 운동을 도와주기에는 너무 늦은 감이 있었지만, 이후의 경기 확대에 기여한 측면만 놓고 평가하자면 결코 늦은 것은 아니었다. 더욱이 중요한 것은 연방준비은행이 이후 18개월 동안 실질금리를 0% 가까운 수준으로 유지함으로써 금융정책을 통한 강력하고도 견고한 경기진작책을 마련했다는 사실이다.

이로써 빌 클린턴 대통령이 1993년 1월 대통령 선서를 할 즈음에는 거시경제적 성공을 위한 3가지의 중요한 요소가 거의 갖춰져가고 있었다.

- 당시에는 인식하지 못했지만 지속적으로 증가한 연방 재정적자(GDP대비)가 1990년의 예산합의에 의해 하향 추세로 전환되기 시작하였다
- 많은 미국기업들이 군살을 빼고 훨씬 더 높은 효율성을 보이기 시작했다. 특히 1985년부터 고평가 되었던 달러 가치가 급격히 하락했다. 이 두 가지 요인에 힘입어 미국산업은 다시 한번 세계적인 경쟁력을 갖게 되었다.
- 연방준비제도 이사회는 실질금리를 0% 수준까지 인하하고 금융정책을 통한 경기부양의 입장을 확고히 하였다.

여기서 1990년대의 두 가지 주제를 주목할 필요가 있다. 하나는 긴축적인 재정정책과 저금리 정책이라는 정책조합으로의 전환이며 다른 하나는 미국산업의 효율성 개선이다. 그러나 1993년 이전의 발전은 오직 경제적 번영을 위한 무대장치에 불과했다는 점도 주목할 필요가 있다. 억제된 성장잠재력을 분출시키기 위해서는 좀더 확고한 금융 및 재정정책이 필요했다. 생산성 역시 이때까지는 가속적인 증가의 징후를 발견할 수 없었다(실제로 1990년대 전반기의 생산성 성과는 빈약했다). 「전설의 10년」을 진정 가능하게 한 것은 위에서 열거한 모든 정책들이 이후 동시에 그리고 확고하게 실행되었다는 점에 있다.

### Ⅲ. 정책효과의 시차와 FRB의 저금리 정책

이미 언급한 바와 같이 연방준비제도이사회는 1990~1991년의 경기침체기와 그 직후에 적극적인 금리 인하 조치를 취하지 않았다고 많은 비난을 받았다. [그림 Ⅲ-1]은 연방준비제도이사회에 대한 비판의 근거가 된 연방기금금리(Federal Fund Rate)의 목표치(금융정책의 주요수단)와 물가상승률(소비자물가지수의 전년 동월비상승률)의 동향을 1990~1993년에 걸쳐 나타낸 것이다<sup>15)</sup>. 두 곡선의 차이가 연방준비제도이사회에 실질 연방기금금리로, 금융정책이 얼마나 느슨했는지 또는 긴축적이었는지를 보여주는 척도가 된다<sup>16)</sup>.

1990년 7월 불황이 시작되었을 때 연방기금금리는 8.25%의 높은 수준이었는데, 연방준비제도이사회는 1989년 12월부터 이 목표를 유지해 왔다. 1990년 7월 13일의 첫 번째 금리인하를 시작으로 이후 10개월에 걸쳐 모두 9번의 금리인하 조치가 실시되어 1991년 4월 말 연방기금금리는 5.75% 수준까지 떨어졌다. 경기침체의 저점에서 벗어난 지 1개월쯤 지난 시점이었다. 그림에서 보듯이 이 기간중

---

15) 연방기금금리는 우리나라의 콜금리에 해당하는 대표적인 단기금리로서 제한인율과 더불어 금융정책의 향방을 나타내는 주요 정책수단이다. 상업은행들의 자금조달 비용이 되기 때문에 대출금리의 기준으로 작동한다.(역자)

16) 우리는 불완전하지만 기대인플레이션의 대변수로 12개월간의 이동평균치를 사용하고 있다. 물론 실질이자율만이 금융정책의 유일한 평가기준은 아니다. 금융환경을 반영하는 보다 광범위한 변수들, 예를 들어 환율, 장기이자율 수준, 자산 가격 등이 반영되어야 하는데 여기서는 이러한 변수들이 생략되었다.

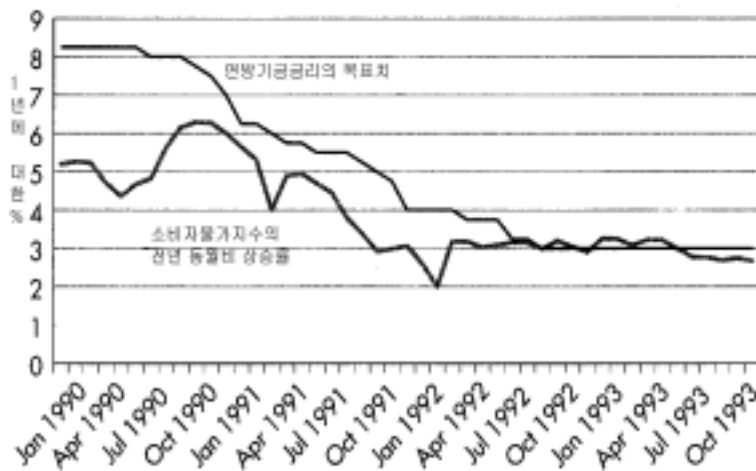
실질 연방기금금리는 3%에서 마이너스 1%까지 좁혀졌다. 몇 달간의 정지기를 지나도 본격적인 경기회복의 징후가 없음을 보고, 연방준비제도이사회는 1991년 8월 6일 다시 금리인하를 재개하였고, 1991년 말에는 금리를 4%까지 떨어뜨렸다. 그러나 1991년중에 물가상승률이 급격히 낮아진 점을 감안한다면 연방준비제도이사회가 실질금리 인하폭이 그렇게 큰 것은 아니었다(실제로 동기간 중 어느 시점에서는 오히려 상승하기도 했다). 1991년 말까지 실질 연방기금금리는 1% 내외를 유지했다. 그 이후 연방준비제도이사회는 3개월 이상 계속되어 온 금리인하 조치를 중단하면서 경제를 새롭게 진단하고 도대체 왜 경기침체로부터의 회복이 이렇게 지연되는지를 고심하기 시작했다. 그후 최종적인 금리인하 조치를 통해 1992년 7월 실질 연방기금금리는 대략 0% 수준까지 하락했다.

금리인하라는 적극적인 처방에도 불구하고 경기회복이 늦어지고 있는 이유를 진단한 결과, 마침내 연방준비제도이사회는 금융부문에서의 역풍으로 인해 경기회복이 지연되고 있다는 결론에 도달했다. 무엇보다도 허약한 은행 시스템, 저축대부조합의 연속되는 부도, 기업의 허약한 재무구조 그리고 소비자들의 과도한 부채가 문제였다. 당시의 많은 사람들은 저축대부조합의 파산과 느슨한 금융감독에 대한 의회의 징계 때문에 만신창이가 되어버린 감독당국인 은행들로 하여금 가장 안전한 대출만을 취급하게 하는 등 과도하게 보수적인 자세를 취하도록 압력을 가하고 있다는 점을 지적했다<sup>17)</sup>.

---

17) 이러한 가설을 지지하는 근거에 대해서는 다음을 참조하라. Allen Berger, Margaret Kyle, and Joseph Scalise, "Did U.S. Bank Supervisors Get Tougher During the Credit Crunch? Did They Get Easier During the Banking Boom? Did it Matter to Bank Lending?" NBER Working Paper No. 7689, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., May 2000.

[그림 III-1] 연방기금금리와 소비자물가상승률



자료 : 연방기금금리의 목표치는 연방준비제도이사회, 소비자물가상승률은 미국 노동부의 노동통계국

연방준비제도이사회가 1991년 및 1992년 초 금리인하에 대해 지나치게 조심스러운 태도를 취했기 때문에 본격적인 경기회복이 지연되고, 그 결과 빌 클린턴이 대통령선거에서 유리한 고지를 점할 수 있었다는 주장은 충분한 개연성이 있다. 적어도 조지 부시 대통령은 틀림없이 그렇다고 생각했다. 그러나 1990년대의 경제부흥을 이해하는 데는 그 이후의 사건들이 훨씬 중요하다. 연방준비제도이사회는 1994년 2월까지 3% 수준으로 떨어진 금리를 계속 유지하였다. 이 기간중 물가상승률이 3%대에서 안정되었음을 감안하면 약 1년 반 동안 실질금리가 0% 수준에 머무른 셈이었다. 매우 보기 드문 ‘저금리(easy-money)’ 정책이 실행되었던 것이다. 연방준비제도이사회 의장인 그린스펀은 1993년 9월의 연방공개시장위원회(FOMC : Federal Open Market Committee)에서 “마침내 우리는 올바른 방향을 잡았고 이러한 정책기조를 지속해 나가기로 결정했

다”고 선언했다<sup>18)</sup>. 여기서 그의 언급 중 ‘마침내’라는 단어를 주목할 필요가 있다.

이러한 처방은 어느 정도의 경기부양효과를 가지고 있었을까? 이 질문에 계량적으로 답변하기 위해 두 종류의 거시계량경제 모형을 사용하였다. 하나는 연방준비제도이사회가 보유하고 있는 FRB-US 모형이고 다른 하나는 세인트루이스 거시경제자문그룹이 개발한 WUMM 모형이다<sup>19)</sup>. 이 두 모형은 모두 기본적으로 물가와 임금이 경직적인 상태에서 단기적으로 총수요가 실질생산을 결정하는 특징을 갖고 있는 케인즈 모형으로서, 임금과 물가는 필립스곡선(Phillips curve)의 메커니즘을 상징하고 있다. 그러나 이 두 모델 모두 장기적으로는 고전학파의 이론을 수용하여 실질생산이 재정 및 금융정책에 의해 영향을 받는 것은 단기에 국한된다는 점을 강조한다. 물론 상세히 들어가면 모형간에는 몇 가지 차이가 있는데, 예를 들어 기대를 다루는 방식이 다르고 특히 동학 모형에서는 많은 차이점이 있다<sup>20)</sup>. 이러한 거시계량경제 모형은 주로 경제 예측에 사용되지만, 우리는 이 모형들이 모의실험에도 매우 적합할 것으로 믿고 이 책에서 사용하였다<sup>21)</sup>.

---

18) Federal Open market Committee(herinafter FORC) meeting transcript, September 23, 1993, p. 36.

19) 약자는 Washington University Macro Model을 상징한다. 현재 연방준비은행의 이사인 Laurence Meyer가 독자적으로 개발한 모델이다. 우리는 귀중한 모형의 시뮬레이션을 허용해 준 연방준비제도이사회와 David Reifschneider와 그의 스태프 그리고 거시경제자문인 Joel Prakkan과 Chris Varvares에게 진심으로 감사를 드린다

20) 이러한 거시계량모형은 대부분 고차의 차분방적으로 구성되어 있기 때문에 모델 설정에서의 미묘한 차이가 전혀 다른 동학을 가져오기 마련이다.

21) 저자들은 정책효과를 검증하기 위해 ‘만약 이러한 정책이 없었다면 경제가 어떻게 되었을까’라는 반사실적(counterfactual) 가정하에 모의실험한 결과들을 곳곳에서 논거로 활용하고 있다. 거시계량모형은 매우 다양하고 특히 특정 정책의 효과를 검증하기 위해서는 다른 변수들을

우리는 두 모형을 사용하여 실제 일어난 현상과, 연방기금금리가 4% 이하로 떨어진 적이 없다는 정반대의 가정하에서 전개되는 상황을 비교하였다. 1992년 2월부터 1994년 2월까지 실질연방기금금리가 4% 이하였기 때문에 모의실험은 연방기금금리를 1992년 2월에서 1994년 2월까지의 9분기 동안 실제보다 6~100bp만큼 높다고 가정하고 그 이후의 변화를 비교하였다<sup>22)</sup>. <표 III-1>이 그 결과이다.

이 표는 뒤에 나오는 다른 표들과 마찬가지로 표의 제목에서 제시하는 항목(여기서는 긴축금융정책)이 세 가지 변수, 즉 실질 GDP성장률·물가상승률(CPI로 측정)·실업률에 미치는 파급효과를 보여주고 있다. 예를 들어 WUMM 모형에 의하면 긴축 금융정책 하에서는 1993년중 실질 GDP성장률이 0.7%p 낮아질 것이라는 점을 의미한다.

이 표와 다음에 나오는 표들을 평가하면서 독자들은 FRB-US 모형에서는 금융정책의 효과가 더 큰 반면, 그 효과가 발휘되기까지 걸리는 시간이 길다는 점에 주목해야 한다. <표 III-1>의 상위 두 줄의 패턴에 대해서는 계속 검토할 예정이다. 두 모형 모두 연방준비제도이사회가 금리를 3% 이하로 인하하지 않았다면, 1993년에 실질 GDP성장률이 0.7%p 낮아졌을 것(2.5% 성장 대신 1.8% 성장)이라는 점을 보여주고 있는데, 1993년 이후에는 모형에 따라 예측치가 다르게 나타나고 있다. 우리가 어떤 모형을 더 신뢰하든 간에

---

고정시켜야 한다는 기본적인 한계를 가지고 있다. 따라서 독자들은 저자들의 모의실험 결과를 좀더 객관적으로 정책효과를 검증하기 위한 경제학자들의 노력 정도로 평가하면 될 것이다. 하지만 예측이 아닌 이미 실행된 경제정책을 평가할 때는 계량모델이 지니는 단점의 상당 부분이 극복된다는 점과 이러한 방법이 아니면 과연 무엇으로 정책효과를 평가하고 논쟁할 것인가라는 점을 염두에 둔다면 필요 이상으로 모델의 결과를 평가절하할 필요는 없다.(역자)

22) 1992:2에서 2는 분기를 의미한다. 이 책 전체에서 : 다음에 나오는 숫자는 분기이다.

위의 두 모형에 따르면 긴축정책이 실시되었을 경우 1994년중 GDP성장은 실제와 같거나 또는 0.6% 낮은 것으로 나타난다. 성장 속도가 둔화됨에 따라 결과적으로 실업률은 높아지고 물가상승률도 하락했을 것이다. <표 III-1>에서 보는 물가상승률의 하락률을 누적한다면 1996년 4사분기까지 물가는 1.3% 또는 2.7% 낮아졌을 것이다. 긴축금융정책은 특히 FRB-US 모형에서 현실과 더욱 큰 차이를 보여주는데, 이 모형의 결과에 따르면 금융정책이 긴축적이었을 경우 1994년 말에 실업률이 실제 5.6%보다 높은 6.3%가 되었을 것이다.

<표 III-1> 긴축금융정책의 효과(1992~94)

기준점으로부터의 변화	모형	1993:4	1994:4	1995:4	1996:4
실질GDP성장률 (제4분기, 전년동기대비)	WUMM	-0.7	0.0	0.3	-0.2
	FRB-US	-0.7	-0.6	-0.2	-0.3
소비자물가상승률 (제4분기, 전년동기대비)	WUMM	0.0	-0.5	-0.5	-0.3
	FRB-US	-0.3	-0.6	-0.8	-1.0
실업률 (차이)	WUMM	0.4	0.4	0.2	0.2
	FRB-US	0.4	0.7	0.7	0.9
연방기금금리 (차이)	Both	1.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 모형을 통해 직접 계산

## IV. 재정정책의 전환점 : 1993년 예산합의

재정정책에서의 전환점은 1993년이였다. 1992년의 대통령선거운동 기간중 빌 클린턴 후보가 조지 부시 대통령에 비해 많은 사람들을 짜증나게 만드는 재정적자 문제를 상대적으로 크게 이슈화했다고는 볼 수 없다. 두 사람 모두 선거유세에서는 재정적자 감축 문제를 단순한 립 서비스 이상으로 활용하지 않았다. 급격한 세금인상이나 과감한 재정지출 삭감을 거론하는 것은 곧바로 정치적인 타격으로 연결될 수 있기 때문이였다. 더욱이 부시 대통령은 지난 선거에서 “내 입을 보라. 새로운 세금은 없다.”고 약속한 공약을 저버리고, 민주당이 발의한 재정지출 삭감 및 세금인상 중심의 1990년 예산법안에 동의했기 때문에 재정적자 문제가 이슈화될 경우, 정책실패로 비난받을 수밖에 없는 매우 큰 부담을 안고 있었다. 클린턴 역시 재정지출의 감축과 고소득자에 대한 세금인상을 제안하기는 했지만, 중산층의 세금인하와 중산층 지원을 위한 다양한 정부 지출 프로그램을 내세우는 상황이었다.

그러나 1992년 11월부터 1993년 1월까지의 대통령직 인수기간 중 새 대통령 당선자는 정부지출 삭감과 세금인상을 통해 재정적자를 줄이는 정책이 그가 추진해야 할 최우선의 정책과제라는 점을 확인했다. 당시의 경제학자들은 재정적자를 줄여야 하는 중요한 이유로 다음과 같은 두 가지 문제를 지적했다.

첫째는 전통적인 ‘구축효과(crowding out effect)’와 관련된다. 즉 높은 재정적자는 실질이자율을 상승시키기 때문에 민간투자를 위

축시킨다는 것이다. 경제학자들은 정부가 재정적자를 축소하여 투자를 증대시켜야 생산성을 상승시킬 수 있고 실질임금 상승과 삶의 질 향상도 가능하다고 주장했다. 1990년대 말에 이르러 이러한 주장은 사회보장 및 국가부채 문제와 상호 연관되면서 매우 중요한 문제로 부상하였다. 그러나 1992년과 1993년에 이러한 주장은 정치인들에게 그리 큰 공감을 얻지 못했다. 특히 빌 클린턴의 경우는 유권자들이 오로지 세 가지 문제에만 관심을 갖고 있다는 것을 정확하게 인식하고 있었다. 그것은 바로 ‘일자리, 일자리 그리고 또 일자리’였다.

클린턴은 첫 번째 문제와는 전혀 다른, 두 번째 주장에 공감하기 시작하면서 재정적자 감축 계획을 추진하기 시작했다. 두 번째 주장이란 재정적자를 빠른 시일 내에 통제하지 못할 경우 은행시스템이 위험한 상황에 빠질 뿐 아니라 주식시장과 채권시장까지 위기에 직면할 수 있다는 금융재앙의 가능성에 대한 우려감이었다<sup>23)</sup>. 이러한 위기 시나리오는 학자들보다는 월스트리트에서 주로 공감대가 형성되었기 때문에, 재정적자 감축이 정치적으로 불리하게 작용하지는 않았다. 무엇보다 중요한 것은 앨런 그린스펀이 이러한 시나리오에 공감하고 있었다는 사실이다. 금융시장이 위험에 빠질 경우 반드시 경기침체가 뒤따를 수밖에 없기 때문에 이 공포의 시나리오는 재정적자 감축이 곧 일자리를 보존하는 길이라는 주장으로 합리화되었다. 그러나 일자리를 보존하기 위하여 재정적자의 감축이 필

---

23) 이 역시 재정적자의 확대에 따른 이자율 상승 가능성과 무관하지 않다. 첫째, 이자율 상승은 채권가격의 하락을 초래하여 채권보유 비중이 높은 은행을 비롯한 금융기관의 대출여력을 축소시킬 수 있다. 둘째, 이자율 상승은 그 자체로 주식시장에 악재가 되며 더욱이 소비의 비중이 높은 미국경제에서 소비위축과 경기침체를 가져올 수 있기 때문에 주식시장 침체의 요인으로 작용할 수 있다. 이상의 요인들이 당시 금융기관의 취약성과 결합할 경우 금융공황이 올 수 있다는 것이 위험 시나리오의 주요 내용이다.(역자)

요하다고 보는 관점은 전통적인 케인즈주의자들의 주장과는 완전히 배치된다. 요컨대 조세수입을 증대시키고 재정지출을 감축하는 등의 방법으로 생산과 고용을 늘린다는 것은 케인즈적인 경제정책에 익숙한 사람들에게는 매우 낯선 주장이었다. 이 문제에 대해서는 뒤에서 다시 언급하도록 하자.

이유야 어찌되었든 클린턴은 재정적자의 획기적인 감축을 그의 주요한 정책목표로 설정함으로써 정치적으로나 경제적으로나 커다란 도박에 들어갔다. 정치적 위험이란 의회가 클린턴 정부의 예산안을 부결시켜 취임 첫달부터 갓 태어난 정부를 절름발이 신세로 만들 수도 있다는 것이었다. 결국 의회는 전년대비 세금의 대폭 인상이나 재정지출의 대규모 감축을 용인하지 않고 맞보기 정도를 제공하는 데 그쳤다. 클린턴은 정치적 기회주의자라는 비난에도 불구하고 재정적자의 감축이 올바른 방향이라는 판단 아래 이를 새 정부의 주요 정책 목표로 설정해야 한다는 결론을 내리고, 이 뜨거운 정치적 쟁점을 기꺼이 감수했다. 그는 정치적인 흐름이 바뀌고 있다는 것을 감지하였다. 예를 들어 1992년 선거에서 돌출적으로 등장한 로스 페로(Ross Perot) 후보가 이러한 변화를 예고하였다. 결과적으로 정치적 재앙의 시나리오는 우여곡절 끝에 피해갈 수 있었다. 예산안은 공화당의원 그 누구의 지지도 받지 못하는 가운데 1표 차이로 가까스로 상하 양원을 통과했다. 상원에서는 50 대 50의 균형을 깨기 위하여 상원의장인 앨 고어(Al Gore)부통령의 표가 필요했다.

경제적으로는 세출삭감과 증세로 인해 경기침체를 초래할 수 있다는 위험이었는데, 이는 연방준비제도이사회나 채권시장이 금리 인하로 경제를 뒷받침해 주어야 피할 수 있는 성격을 지니고 있었다. 클린턴은 이러한 두 가지 위험을 충분히 인식하고 있었지만, 재정적자 축소 정책을 감행했다<sup>24)</sup>.

새 대통령은 1993년 2월 17일 취임의 광파르를 올리면서 새로운

경제계획을 발표했지만, 의회를 통과하는 과정에서 번번히 난항을 겪었고 그 추진과정에서도 수없이 많은 변화를 겪었다<sup>25)</sup>. 그럼에도 불구하고 의회의 입법과정을 거쳐 1993년 8월 결과적으로 확정된 예산안에서 재정적자 감축 규모는 당초 클린턴이 제안했던 규모를 다소 초과했고 전체적으로는 최초의 계획에서 크게 벗어나지 않았다.

1993년의 예산합의로 채권시장이 활기를 띠기 시작하여 30년 만기 채권금리가 1992년 대통령선거일로부터 1993년 10월까지 160bp 이상 하락했다. 채권시장이 이처럼 대대적인 호응을 보인 이유가 무엇인가에 대해서는 그 누구도 자신있게 대답할 수 없지만, 적어도 시장이 클린턴의 경제정책을 높게 평가하고 있었다는 점은 다음과 같은 몇 가지 사실로 입증된다.

첫째, 당시의 전문가들은 클린턴의 견해를 지지했다. 시장에서는 즉각적으로 재정적자 감축이 채권시장 활성화(채권금리의 인하)를 위한 기본적이고도 유일한 해법이라고 논평이 쏟아져 나왔다. 일례로 예산법안이 통과되기 한달 전인 1993년 7월 연방공개시장위원회(FOMC) 회의에서 앨런 그린스펀 의장은 “나는 장기금리 하락의 어느 정도까지가 향후 재정적자 감축 정책의 실행에 대한 기대를 반영하는지에 대해서는 확신할 수는 없다. 그러나 나는 그 효과가 상당할 것으로 예상하고 있다.”는 입장을 표명했다<sup>26)</sup>.

둘째, 대통령의 경제계획 내용 및 입법추진 관련 뉴스가 1993년 1월부터 1993년 8월까지 장기채권 금리의 하락을 가져오는 재료로

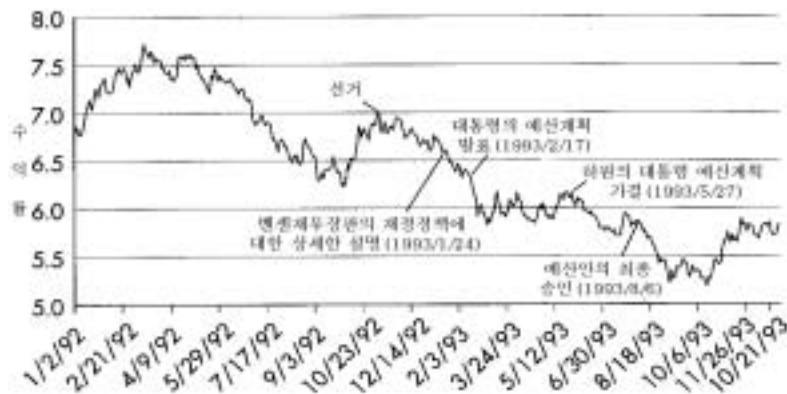
24) 이에 대해서는 다음을 보라. Bob Woodward, *The Agenda : Inside the Clinton White House*(New York : Simon and Schuster, 1994)의 11장과 12장.

25) 두 가지의 사례가 있다. 클린턴이 불황의 재발을 방지하기 위한 일종의 보험정책으로 주장했던 경기자극 패키지가 의회에서 거부되었고 에너지세(BTU Tax)도 역시 거부되었다.

26) FOMC meeting transcript, July 6~7, 1993, p.66.

작용했다. [그림 IV-1]은 1994년 2월에 발간된 대통령 연두경제보고서(Economic Report of the President)의 내용을 기초로 작성한 것인데, 대통령선거 이후 약 1개월이 지난 시점에서 새 대통령의 경제계획이 언론에 흘러나가기 시작함과 동시에 장기채권금리의 하락이 시작되었음을 보여준다. 특히 클린턴의 경제계획이 발표된 시점, 하원이 내용상의 수정을 거쳐 법안을 가결한 시점, 그리고 하원을 통과하고 상하 양원의 승인이 확정된 이후 장기금리의 인하가 가속화되었다.

[그림 IV-1] 재무부 10년만기 채권수익률(1992. 9 ~ 1993. 12)



자료 : 연방준비제도 이사회

셋째, 1993년 채권시장에서의 호황은 이미 수년전부터 계속되어 온 추세에 불과하다는 일부의 지적은 사실과 다르다. 실제로 앞서 수년간 지속되어 온 장기채권금리의 하락 추세는 1992년 1월로 일단 중단되었고 [그림 IV-1]에서 보듯이 그 이후 명확한 추세 없이 상승과 하락을 반복하는 움직임을 보여주고 있다. 1993년 1월에도 장기채권의 수익률은 바로 1년 전과 비교하여 거의 변화가 없는 수

준이었다. 채권시장의 상승세는 1992년 12월 클린턴의 예산안 내용이 매스컴을 통해 흘러나오면서 비로소 시작되었던 것이다.

이러한 사정들을 종합해 볼 때 채권시장 호황에 불을 지핀 것은 분명 1993년의 예산합의였다고 볼 수 있다. 이러한 주장과 관련하여 다음과 같은 두 가지 의문이 제기될 수 있을 것이다. 첫째는 명목금리의 인하가 실질금리의 하락을 유도한 것인지 아니면 물가상승률이 그만큼 내려갈 것으로 기대했기 때문에 실질금리가 하락했는가에 대한 의문이다. 아무도 확신할 수는 없지만, 우리는 대체로 명목금리의 인하가 실질금리의 하락을 가져왔다고 생각한다. 이러한 견해를 지지해 주는 한 가지 근거로 블루칩 패널(Blue Chip Panel)이라는 경제전문가 그룹의 조사를 보면 1993년 1월에서 8월까지 소비자물가지수와 GDP 디플레이터(GDP deflator) 모두 변화가 없을 것으로 예상했다는 점을 들 수 있다<sup>27)</sup>. 물론 이러한 예상은 채권금리와 연계되어 있는 장기간의 인플레이션 예측이 아니라 단기 예측이라는 점에서 한계를 갖는다.

보다 더 중요한 의문은 두 번째다. 즉 예산합의가 어떻게 채권시장의 조심성 많고 고집 센 시장참가자들을 설득하는 데 성공했는가이다. 더욱이 이들은 수년간 예산을 둘러싼 거둬들인 사실 왜곡 또는 진실 은폐에 대해 매우 냉소적인 시각을 가지고 있었으며 새로운 민주당정부를 신뢰하지도 않았다. 우리는 다음과 같은 5가지의 요소가 예산안에 대한 매우 이례적이고 실질적인 신뢰를 가져오는 데 기여했다고 믿는다.

첫째, 클린턴의 예산안은 당초 시장이 예상했던 것보다 훨씬 과감한 적자감축 노력을 담았다. 원안에서 재정적자 감축폭은 5년간 4,730억 달러였다(의회예산처는 이 보다 적게 계산했다). 앞서 설명

27) 블루칩 패널은 미국의 기업, 금융기관, 경제연구기관의 주요 이코노미스트 50여명으로 구성된 경제예측조사 그룹으로 주요 언론들은 이들의 예측치를 매우 중요한 경제전망 조사자료로 인용한다.(역자)

한 바와 같이 클린턴은 선거운동 과정에서 재정적자 감축을 크게 강조하지 않았다. 그러나 그가 1993년 2월 의회에 제출한 예산안은 적자감축 규모 면에서 예상을 뛰어넘어, 정치적인 논쟁의 지평을 완전히 바꿔놓는 듯한 착각을 불러일으킬 정도였다. 1993년 2월 17일 이전에는 세금인상이나 정부지출 삭감은 곧 정치적 패자의 길로 간주되었다. 재정적자 축소는 이른바 루트커널 경제학 (root-canal economics)의 몫으로 남겨두었다<sup>28)</sup>. 그러나 클린턴의 결정 이후 대부분의 논쟁은 이제 어떻게 하면 클린턴의 제안보다 더 큰 규모로 재정적자를 감축하느냐 하는 방향으로 전환되었다. 어떻게 빌 클린턴이 재정적자 감축 문제를 콩(sow's ear)에서 팔(silk purse)으로 바꾸었는지는 여전히 미스테리로 남아있다. 그러나 중요한 것은 그가 해냈다는 사실이다<sup>29)</sup>.

둘째, 새 정부는 대폭적인 증세를 제안하여 재정적자 삭감을 도모하는 진검 승부를 선택했다. 고소득계층에 대한 개인소득세를 인상하고 에너지사용에 대한 새로운 세금(그후 논쟁과정에서 폐지된 불운의 BTU tax)을 도입함으로써 재정적자 감축에 대한 정부의

28) 루트커널은 치아의 뿌리쪽에 있는 치근관을 의미한다. 루트커널경제학이란 치통으로 고생하는 사람이 치과진료를 받고 안심하지만, 몇 주가 지난 후 다시 아파 다른 치과의사를 찾아가게 되는 상황을 초래하듯이, 부적절한 경제논리를 담고 있는 경제학자들의 주장을 냉소적으로 표현하는 용어이다. 또는 그 필요성에 대해서는 모두가 알고 있지만 누구도 적절한 해결책을 제시하지 못하는 상황을 의미한다. 우리에게 이미 익히 잘 알려진 스티글리츠(J. Stiglitz)는 최근 그의 저서 『세계화와 그 불만』이라는 책에서 균형재정과 환율 방어에 신화에 사로잡혀 고이자율과 세금인상의 처방을 내리는 국제금융기금(IMF)을 강도높게 비판하면서 이 용어를 사용하고 있으며, 크루그만(P. Krugman) 역시 2001년 7월 18일자 뉴욕타임지 기고에서 워싱턴의 정책결정자들과 뉴욕의 은행가들은 미국이라면 결코 견뎌낼 수 없는 '루트커널경제학'을 다른 나라에 처방하는 경우가 종종 나타난다고 지적하면서 이 표현을 사용한 바 있다.(역자)

29) 앞서 언급했듯이 일부에서는 이러한 과정이 로스 페로(Ross Perot)로부터 시작되었다고 말하고 있다.

의지를 보여주었다. 부시 대통령이 소폭의 세금인상에 동의하고서도 엄청난 정치적 대가를 치렀다는 사실을 잘 알고 있는 클린턴 대통령이 대규모의 증세를 제안하는 결단을 내린 점에 대해 채권시장은 상당한 신뢰감을 표명했다. [그림 IV-1]에서 우리는 재무장관 로이드 벤센(Lloyd Bentsen)이 행정부의 에너지세금 신설안을 발표한 직후 장기채권금리가 대폭적으로 하락했다는 점을 확인할 수 있다.

셋째, 새 정부는 예산의 성역으로 간주되어 온 영역을 재정적자 감축을 위한 희생양으로 삼았다. 이 중에서도 두드러진 것은 수혜 증대에 따라 보다 많은 세금을 징수하도록 조정함으로써 사회보장의 수혜폭을 적절히 삭감한 것이었다. 이러한 시도는 ‘손대는 순간 정치적 생명이 끝장난다’는 미국정가의 제3의 금기인 사회보장 문제를 건드린 것이었다. 이를 통해 클린턴 대통령은 재정적자 삭감을 위해 진정으로 노력할 것이라는 인상을 시장에 확고하게 심어 주었다.

넷째, 새 정부의 첫 번째 예산안은 시장이 혐오하던 속임수나 회계상의 조작이 없었다. 심지어 클린턴은 재정적자를 감축하기 위해 진실을 은폐하거나 조작에 의존해 온 관행을 강도 높게 비난했다. 대부분의 전문가들이 예산안에 포함된 지출삭감이나 세금증대의 필요성을 인정했고 이는 예산안 자체에 대한 시장의 신뢰성을 확보해 주었다<sup>30)</sup>.

다섯째, 클린턴의 선택은 정반대의 방향으로 급선회한 것이었다. 요컨대 자신에게 불리한 방향으로 ‘조작’을 강행했다. 구체적인 내용을 보면, 당시 클린턴 정부내의 경제팀들은 내부적으로 격렬한

---

30) 그러나 일부 평론가들은 고소득층에 대한 세율인상이 재정수입을 크게 늘리지는 못할 것이라고 주장했다. 예를 들어 다음을 보라. Martin Feldstein, "Clinton's Path to Wilder Deficits," *Wall Street Journal*, February 23, 1993, p. A-20.

논쟁을 거친 끝에 실제보다 비관적인 의회 예산처의 예산 전망을 재정정책의 기초로 사용하기로 결정했다<sup>31)</sup>. 이는 대통령 스스로의 결단에 따른 것이었다. 대통령은 이러한 결정이 미래의 재정적자 예상 수준을 높일 뿐 아니라 자신의 정책에 따라 감축되었다고 주장할 수 있는 재정적자 규모가 줄어들어 결과적으로 자신의 치적이 과소평가될 수 있다는 점을 충분히 인식하고 있었지만, 결단을 내렸다.

종합해 볼 때 위와 같은 5가지의 특징은 클린턴 정부의 경제정책에 상당한 정도의 신뢰성을 더해 주었다. 특히 새 정부가 국정운영 경험이 거의 없었다는 점을 고려해 보면, 시장으로부터 정책의 신뢰성을 얻는다는 것은 큰 의의가 있었다. 이자율은 즉시 하락했다 ([그림 IV-1]을 참조). 채권시장이 1993년 1월에서 10월까지 150bp 이상 변화하자 많은 사람들이 놀라기 시작했다. 채권시장의 회복이 이후의 투자 붐에 기여한 유일한 요소라고 주장할 수는 없겠지만, 적어도 경기진작에 크게 기여한 것만은 부인할 수 없을 것이다.

그러면 이러한 정책은 어느 정도의 경기자극 효과를 가지고 있었을까? 우리는 채권시장의 활성화가 경제에 미친 영향을 측정하기 위해 앞서 사용한 두 가지 거시경제모형을 활용하였다. 주로 정책효과와의 시간적 차이에 관한 것이기는 하지만 유감스럽게도 두 모형의 결과는 약간의 차이가 있다(<표 IV-1> 참조). 각각의 모의실험에서 우리는 10년 만기 정부채권의 수익률이 1992년 4사분기(6.74%)에서 1994년 1사분기까지 같다는 반(反)사실적(counterfactual)인 가정(실제는 5.61%까지 떨어졌다)을 도입함으로써 채권가격의 상승요인을 제거했다. 결과를 보면, WUMM 모형에서 장기채권의 금리

31) 의회예산국의 1992~98년 동안 누적경제성장률(이는 예산 전망의 기초가 적용된다)은 1.4% 정도였는데, 이는 경제팀의 전망보다 낮은 수치였다. White House, A Vision of Change for America, February 17, 1993, Table 3~2, p. 25.

는 GDP에 매우 강한 즉각적인 반응을 보였다가 사라지는 것으로 나타났다. 이에 따라 채권시장의 회복은 실업률을 1994년 4분기까지 0.6%포인트 하락시켰으나, 1996년 4분기에는 아무런 영향도 미치지 못하는 것으로 나타났다. FRB-US 모형에서는 채권수익률의 하락이 경제에 미친 영향이 상대적으로 천천히 나타나는 대신, 장기간 지속되는 것으로 나타났다. 모의실험 결과에 따르면 채권가격의 상승은 1994년 4분기까지 실업률을 0.4%포인트 정도 떨어뜨리는데, 이러한 효과는 1996년 4분기에도 지속되어 실업률을 0.6%포인트 하락시키는 것으로 나타났다. 실질 GDP 수준에 미치는 최대의 효과는 각각의 모형에서 거의 1.5% 수준인 것으로 나타났는데, WUMM 모형에서는 채권시장의 회복이 1993년 성장률에 최대한 반영된다고 할 경우 이러한 효과가 1년 빨리 나타났다. 요약하자면, 경제상황이 일시적이기는 하지만 채권시장의 회복에 큰 영향을 받았음을 알 수 있다<sup>32)</sup>.

〈표 IV-1〉 1993년 채권시장 회복이 경제에 미친 효과 추정

기준점으로부터의 변화	모형	1993:4	1994:4	1995:4	1996:4
실질GDP성장률 (제4분기, 전년동기대비)	WUMM	-0.7	0.0	0.3	-0.2
	FRB-US	-0.7	-0.6	-0.2	-0.3
소비자물가상승률 (제4분기, 전년동기대비)	WUMM	0.0	-0.5	-0.5	-0.3
	FRB-US	-0.3	-0.6	-0.8	-1.0
실업률 (차이)	WUMM	0.4	0.4	0.2	0.2
	FRB-US	0.4	0.7	0.7	0.9
연방기금금리 (차이)	Both	1.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 모형을 통해 직접 계산

32) WUMM 모델에서는 GDP에 미친 효과가 1995년과 1996년에 오히려 감소하고 있음을 주목하라.

이러한 에피소드는 매우 환상적인 지적 호기심을 불러일으킨다. 어떻게 그리고 어떤 조건하에서 통상적으로 경기억제형이라고 생각되는 긴축재정정책이 경기진작효과를 가질 수 있는가? 현재 거시 경제학자들이 갖고 있는 하나의 공통적인 생각은 금융정책이 총수요에 대한 재정정책의 영향을 상쇄할 수 있기 때문에 재정정책의 변화는 경제자극효과도 경기억제효과도 갖지 못한다는 것이다. 이 견해에 따르면 클린턴의 재정적자 감축 정책은 경기침체를 야기하거나 호황을 유도하는 것이 아니어야 한다.

이제 이론적으로 그리 세련된 설명은 아니지만 1993년의 사례에 적합하다고 생각되는 절충적인 이론들을 동원하여 위의 문제를 검토해 보자. 구체적으로 다음과 같은 상황을 가정해 보자<sup>33)</sup>.

1. 장기금리는 예상되는 단기금리의 적절한 가중평균이다. 이는 금리의 기간구조에 관한 기대이론이라고 부른다.
2. 매기간의 단기금리는 연방준비제도이사회(FRB)의 금융정책(지불준비금의 공급곡선을 결정한다)과 명목수요의 수준(수요곡선의 위치를 결정한다)에 의해 결정된다.
3. 발표된 재정정책의 변화는 현재가 아닌 미래와 관련된 것이다. 따라서 지출에 즉각적인 영향을 미치지 못한다.
4. 시장참여자들은 재정정책이 향후 총수요에 미칠 영향을 중앙은행이 상쇄할 것이라고 기대한다.

이러한 가정하에서는 장래에 세금을 인상하거나 정부지출을 줄

---

33) Stephen J. Turnovsky and Marcus H. Miller, "The Effects of Government Expenditures on the Term Structure of Interest Rates," *Journal of Money, Credit and Banking* 16, No.1(February 1984): 16~33 과 Oliver Blanchard, "Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity," *European Economic Review* 25(May~June 1984):7-27.

이겠다는 신뢰할만한 정책이 발표되면-여타의 조건이 불변인 상황에서-시장은 향후 정책조합이 변화하여 확대 금융정책과 긴축재정 정책이 실시되기 때문에 총수요에는 영향이 없을 것이라고 예상하게 된다. 이 경우 단기금리의 기대치는 하락하지만, 경기침체에 빠지지 않는다는 점이다. 그리고 미래의 단기금리에 대한 기대치가 낮아지면, 위에서 가정한 기간구조의 기대이론에 따라 현재의 장기금리가 저하함으로써 결과적으로는 경기를 진작시키는 효과를 갖게 된다.

이러한 논리는 일관성은 있지만, 1993년의 상황과 일치한다고 볼 수는 없다. 예를 들어 위에서는 연방준비제도이사회가 긴축재정정책이 미래의 수요에 미칠 영향을 상쇄시키는 조치를 취한다고 가정하고 있지만, 실제로 현재의 수요에 미치는 영향은 상쇄하지 못한다고 가정하고 있다. 실제로 클린턴의 재정적자 감축 계획은 채권시장의 호황을 가져오기는 했지만, 총수요에 부정적인 영향을 미친 것도 사실이었다. 그러면 왜 당시에 연방준비제도이사회는 재정적자 감축안이 경기에 미치는 부정적인 효과를 상쇄할만한 조치를 취하지 않았는가? 한 가지 가능한 대답은 연방준비제도이사회가 경기를 진작시키는 조치를 취하는 데 어려움이 있었기 때문에, (적극적인 금융팽창 정책보다는) 채권시장으로부터의 지원을 환영했다는 점이다. 이는 아마도 사실일 것이다. 그러나 이러한 견해는 연방준비제도이사회에서 기간별로 총수요를 관리한다는 일반적인 상식에 찬물을 끼얹는 것이다. 게다가 곧 살펴보겠지만, 1993년의 연방공개시장위원회(FOMC)의 회의록을 보면, 재정적자 감축 계획이 총수요의 침체를 초래할 수 있다는 지적이 계속 제출되었다. 반면에 재정적자 감축계획이 채권 금리를 낮추는 효과를 가져올 수 있다는 주장은 소수의 견해에 그쳤다.

더욱이 당시의 전문가들, 특히 클린턴의 정책에 반대하는 공화당원들은 세금인상이 경기침체를 야기할 것이라고 경고했다. 비판자들은 바로 이러한 이유 때문에 장기금리가 내려갔다고 본다. 이들

비판자들의 주장이 모두 틀린 것은 아니었지만, 이러한 주장은 소수그룹의 견해에 그쳤다. 일례로 블루칩(Blue Chip)의 공통적인 의견은 예산안이 통과된 1993년 8월에도 1994년의 실질성장률을 2.8%로 예측하였는데, 이는 분명 당시까지의 추세보다 높은 수준이었다.

또 하나 비교적 쉽게 언급할 수 있는 이론적 설명으로는 국가부채 감축을 위한 미래의 정책추진에 대한 기대가 정부채권금리의 위험가중치(risk premium)를 줄여주었다는 주장이다. 이 이론은 많은 국가들, 특히 공공부채를 외화에 의존하는 국가들에게는 합당한 설명력을 갖고 있다. 그러나 우리가 미국의 경우를 상정한다면 적자감축으로 줄어드는 위험이 무엇을 의미하는가? 국가부채에 대한 채무불이행을 의미하는가? 아마도 이러한 상황은 적어도 미국경제의 경우에는 현실적으로 발생하지 않을 것이다<sup>34)</sup>. 미래의 인플레이션이 심화되는가? 이 역시 연방준비제도가 사회가 통화발행을 통해 재정 적자를 메우는 정도에 달려 있는데 그 가능성은 매우 희박하다<sup>35)</sup>. 그리고 어떤 경우에도 인플레이션에 대한 기대의 상승은 명

34) 정부가 재정적자로 파산에 직면할 것이라는 주장은 일종의 그릇된 신화(myth) 또는 히스테리(hysteria)라는 비판이 미국내에서도 광범위하게 제기된 바 있다. 그 논거는 첫째, 정부는 가계나 기업과 다르다는 점이다. 즉 정부는 필요하다면 세금을 징수할 수 있고 무한정의 credit line을 동원할 수도 있기 때문에 신용카드로 과다지출한 가계처럼 파산하지 않는다는 것이다. 둘째, 더욱이 미국은 세계에서 가장 안정적인 화폐인 달러를 발행할 수 있는 기축통화국이다. 이러한 미국이 지급불능에 빠진다는 것은 인정하기 어렵다는 것이다. 보다 자세한 내용은 Francis X. Cavanaugh(1996), *The Truth about the National Debt*, Harvard Business School Press과 Arthur Benavie(1998), *Deficit Hysteria : A Common Sense Look at America's Rush to Balance the Budget*, Praeser 참조.(역자)

35) 재정적자가 물가상승을 초래한다는 주장은 금융정책과의 관련 속에서 논의되는 것이 보통이다. 즉, 재정적자의 발생을 염려한 연방준비제도가 사회가 이자율 상승 등을 통해 적극 대응하는 경우에는 재정적자가 물가상승으로 연결되지 않는다는 것이 일반적인 견해이다. 물론 경제가

목이자율을 높일 수는 있지만, 실질금리는 낮추는 효과를 갖게 될 것이므로 위의 설명방식은 한계가 있다.

재정긴축이 어떻게 미국경제에 유리한 영향을 가져올 수 있었는지에 대해 가장 설득력 있는 대답은 우리가 이미 언급한 금융시장의 붕괴에 관한 시나리오에서 찾아볼 수 있다. 시장의 공포는 국가부채의 증가(특히 GDP보다 빠르게 증가하는 국가부채)가 궁극적으로 금융시장의 지각변동을 가져올지도 모른다는 위기의식이었다. 이러한 상황에서 국가부채 감축으로 정책방향을 선회하는 것은 금융시장의 우려를 일소하고 이에 따라 실질금리에 내재되어 있는 위험가중치(risk premium)를 낮추는 효과를 가져왔을 것이다.

마지막으로 모든 사람들이 완전히 비합리적인 기대를 갖고 행동했을 가능성도 있다. 시장에서는 클린턴의 정책이 경기침체를 가져올 것으로 예상하는 반면, 연방준비제도이사회는 모든 사람들이 놀랄 정도로 경기침체를 초기에 진화하는 조치를 취한다고 가정해 보자. 이렇게 가정하면 미래의 경기침체에 대한 기대의 영향에 힘입어 1993년에 실제로 경기침체가 발생하지 않고 채권시장의 회복을 통해 경기를 진작시킬 수 있었을 것이다. 그러나 이러한 이론을 주장하는 사람들은 1993년 8월 이후의 상황에 대하여 다음과 같은 곤란한 질문에 답해야만 하는 부담을 안게 될 것이다. 즉, 연방준비제도이사회는 정확하게 언제, 경기침체를 방지하기 위하여 충분한 정도의 금융팽창정책을 실시했는가? 우리의 기억으로 연방준비제도이사회는 1993년 내내 금리를 그대로 유지하였으며, 1994년 2월부터 1995년 2월까지 오하려 적극적인 인상을 시도했다.

위의 상황에 대한 가장 유력한 설명은 클린턴 정부가 준비한 경

---

완전고용 상태에 이를 정도로 호황이 아닌 경우에도 재정적자가 물가상승으로 연결될 가능성은 희박하다고 본다. 이에 대해서는 Arthur Benavie(1998), *Deficit Hysteria : A Common Sense Look at America's Rush to Balance the Budget*, Praeser 참조. (역자)

재정정책과 그 선택 시기가 절묘하게 일치함으로써 시장의 심리를 근본적으로 변화시켰다는 점이다. 무엇보다도 정책의 선택시점이 적절했다. 국민들이 클린턴을 대통령으로 선택한 것은 12년 동안 레이건-부시로 이어지는 공화당 정부의 종료를 의미하고 이는 당연히 정책의 변화를 예고했다. 이 때문에 국민들과 시장은 정책 변화를 수용하는 태도를 보였다. 그리고 그 정책은 옳았다. 즉, 예산안은 우리가 이미 언급한 바와 같이 시장을 즐겁게 만들 수 있는 요소를 가지고 있었다. 그 결과 채권시장이 활성화되었다. 이러한 정책이 의도적으로 반복할 정형화된 공식이 아니라는 점에 대해서는 새삼 지적할 필요도 없을 것이다. 결과적으로 채권금리의 하락은 경기를 자극했다. 연방준비제도이사회는 이러한 모든 변화를 지켜보다가 시장의 커다란 반응에 다소 놀라면서 수요를 통제하기로 결정했다.

이러한 설명에 대해 다시 반대되는 질문이 제기될 수 있다. 즉, 클린턴의 재정적자 감축정책 때문에 연방준비제도이사회가 기존의 정책기조에 따라 금리인상을 시작하려는 시기가 지연되고 팽창적 금융정책이 실시된 것은 아닌가 하는 점이다. 연방준비제도이사회가 정책 선택에 제동이 걸렸을 수도 있다는 주장은 경제적 또는 정치적인 측면에서 모두 가능하다. 정치적인 이유는 명확하다. 즉, 대규모의 재정적자를 혐오하는 중앙은행 관계자들은 재정적자 감축을 시도하는 정치인에게 보상하고 싶어하는 경향이 있다. 어떤 의미에서 그린스펀이나 볼커는 모두 정치인들에게 재정적자 감축 정책을 선택하도록 제안해 왔다<sup>36)</sup>. 경제적인 이유도 명확하다. 재

36) 연방준비제도이사회는 전통적으로 인플레이션을 첫 번째 정책 목표로 삼는다. 연방준비제도이사회 의장은 대체로 금융권에서 임명되는데, 이는 금융기관이 대부분 자금공급자들이고 따라서 인플레이션에 의해 가장 큰 손해를 보는 집단이라는 점과 무관하지 않다. 연방준비제도이사회는 재정적자가 금융기관에 미칠 부정적인 영향에 매우 민감하다.(역자)

정긴축은 분명히 자연스럽게 중앙은행이 팽창적 금융정책을 취하도록 유도한다. 그러나 이 경우는 조금 다르다. 무엇보다도 채권시장의 회복이 경제를 강력하게 진작시킴으로써 연방준비제도이사회의 하여금 이에 대한 대응조치의 불가피성을 느끼도록 만들었던 것이다.

이상의 설명이 1993~1994년 미국에서 일어난 사건의 전모이며 진실인가? 함축적으로는 그렇다고 대답할 수 있을 것이다. 그러나 1993년의 연방공개시장위원회(FOMC)의 회의록을 상세히 들여다 보면, 이미 긴축재정정책은 완화된 금융정책과 연결되어야 된다는 주장을 여기저기서 찾아볼 수 있다. 예를 들면 1993년 3월 회의에서 샌프란시스코 연방준비제도이사회의 의장인 로버트 페리(Robert Parry)는 “클린턴의 정책을 지켜본 대부분의 사람들은 향후 수년 동안 경제를 더욱 악화시킬 것으로 주장한다”고 발언하고 있다<sup>37)</sup>. 5월 회의에서는 이러한 견해가 보다 분명히 피력되었는데, 존 라웰(John Laware) 주지사는 “클린턴의 예산정책안이 기본적으로 경기를 위축시킬 수 있다는 현명한 전문가들의 의견을 무시할 수 없다 ... 성급한 긴축정책은 경제성장에 위험요소가 될 수 있으며, 예산규율을 향한 열정을 위협하게 만들 수도 있다... 38)”

그러나 다른 연방공개시장위원회(FOMC) 멤버들은 채권시장이 회복될 것이라는 암시를 하거나 금융정책의 결정이 재정정책과 지나치게 연계되었다는 조심스런 생각을 제기하기도 하였다. 백악관이 공개하지는 않았지만 대규모 재정적자 감축안이 예상되고 채권시장이 회복될 것이라는 소문이 나돌던 1993년 2월 회의에서, 연방준비제도이사회의 부의장 데이비드 멀린즈(David Mullins)는 “우리가 믿을만한 재정적자 감축 계획을 갖고 있고 장기금리가 떨어졌다고 해도, 단기 금리의 하락을 유도하는 조치를 반드시 취해야 할지

37) FOMC meeting transcript, March 23, 1993, p. 6

38) FOMC meeting transcript, May 18, 1993, p. 28

는 분명하지 않다. 왜냐하면 우리는 장기금리 하락에 의한 경기자극 효과를 가질 수 있기 때문이다<sup>39)</sup>.”라고 주장했다. 재정적자 감축안이 이미 법률화된 9월에 클리블랜드 연방준비제도이사회 총재 제리 조던(Jerry Jordan)은 “재정적자 감축안이 없었을 때의 금융정책과 구별되는 새로운 금융정책 기조의 채택에 대해 반대한다. 재정정책의 형태에 따라 금융정책이 조정되는 것은 바람직하지 않다.”는 의견을 제시했다<sup>40)</sup>.

전체적으로 볼 때 연방공개시장위원회(FOMC)의 보고서에 따르면 재정긴축을 고려하여 팽창적 금융정책을 좀 더 연장해야 한다는 견해는 거의 제시되지 않았다. 그럼에도 불구하고 몇년 후 그린스펀 의장은 클린턴 대통령에게 “만일 대통령이 재정정책의 기조를 돌려놓지 않았다면, 연방준비제도이사회도 이제까지 추진해 온 금융정책을 펼 수 없었을 것이다”고 말했다<sup>41)</sup>. 여하튼 분명한 사실은 연방준비제도이사회에 예외적인 팽창적 금융정책이 1994년 초까지 지속되었고 클린턴 대통령의 최초 예산안은 적극적인 긴축재정정책을 표방하고 있었다는 점이다. 재정정책과 금융정책 조합에 있어 급격한 변화가 진행되고 있었던 것이다.

---

39) FOMC meeting transcript, February 2~3, 1993, p 27.

40) FOMC meeting transcript, September 23, 1993, p. 5.

41) Bob Woodward, *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*(New York: Simon and Schuster, 2000), p. 221.

## V. FRB의 연착륙 달성 : 1994~1996년

1993년말부터 1994년 겨울까지 2년 이상 경제가 크게 성장하고, 실업률이 6.5%까지 떨어지자 연방준비제도이사회는 실질연방기금 금리를 0% 이상 수준으로 올려야 할 시기라고 판단했다<sup>42)</sup>. 첫 번째 금리인상은 2월 초에 실행되었지만, 연방공개시장위원회(FOMC) 내에서는 이미 수개월 전부터 금리인상 시기가 임박했다는 합의가 이루어지고 있었다. 1993년 12월 회의까지 19명의 멤버 중 6명이 연방준비제도이사회가 금리인상을 즉시 개시해야 한다는 의견을 가지고 있었고 그 중 2명은 조금 더 기다려야 한다는 앨런 그린스펀의 주장에 강하게 반대했다<sup>43)</sup>. 그러나 이러한 공격적인 자세는 11월 회의에서는 크게 변화했다. 이 회의에서는 그대로 지켜보자는 그린스펀의 의견에 아무도 반대하지 않았다. 연방준비제도이사회는 고통스럽지만 상황을 조심스럽게 지켜보고 있었다.

당시 금리인상 주장의 근거가 전혀 없는 것은 아니었다. 경제는 이미 잠재성장률 추세를 훨씬 초과하여 성장하고 있었고, 향후 예상치도 성장이 둔화될 조짐은 나타내지 않고 있었다<sup>44)</sup>. 반면에 실

---

42) 1991년 4사분기에서 1993년 4사분기까지 평균실질경제성장률은 3.2%였다.

43) 4명 중 2명은 회의에서 투표하지 않았고 다른 2명은 금리인상에 동의하지 않는다고 말한 후 의장의 견해에 따라 투표하였다. 이에 대한 연방공개시장위원회(FOMC)의 정보는 출판된 보고서를 참조하라.

44) 당시 자연실업률의 추정치는 대체로 6% 수준이라는 공감대가 있었고

질연방기금금리는 0% 수준에 고정되어 극단적으로 팽창적 금융정책이 실시되고 있었다. 인플레이션이 나타나지는 않았지만 경기가 과열되어 오버슈팅(overshooting)할 가능성이 실제로 존재하고 있었고, 연방준비제도이사회는 초기의 인플레 가능성에 대비해 이른바 선제 공격을 해야 한다고 판단했던 것이다.

그러나 1994년 2월의 연방공개시장위원회(FOMC)회의에서 금리를 인상할 것이라는 전망은 성급한 판단이었다. 위원회가 연방기금금리를 올리지 않도록 억제하기 위해 그린스핀이 이례적인 압력을 가하는 상황이 전개된 것이다. 연방공개시장위원회(FOMC)의 회의록은 통상 지루하기 짝이 없어 읽기조차 힘들 정도지만, 이날 회의만큼은 한편의 드라마처럼 흥미진진했다. 그린스핀은 연방기금금리를 25bp(basis point : 1/100%) 정도 인상하는 안을 갖고 회의를 개최했다. 그러나 그린스핀을 제외한 나머지 16명의 위원회 멤버 중 10명이 발언에 나섰는데, 이 중 4명만이 그린스핀의 의견을 지지하고 나머지 6명은 50bp의 인상을 주장하였다<sup>45)</sup>. 그러자 심각함을 느낀 연방준비제도이사회 의장이 회의의 흐름을 저지하기 위하여 간섭을 시도했다. “우리가 만일 오늘 50bp를 인상하면 시장을 붕괴시킬 가능성이 있음을 경고합니다. 이는 매우 현명하지 못한 결정이 될 것입니다<sup>46)</sup>.” 그린스핀이 이처럼 회의 도중에 자신의 의견을 강력히 피력하는 것은 매우 이례적인 일이었다. 그러나 50bp 인상을 주장한 6명의 연방공개시장위원회(FOMC) 멤버 중 단 2명만이 설득되었다. 금리인상안이 투표에 붙여진 결과, 10명이 50bp 인상안을, 의장을 포함한 7명만이 25bp 인상을 지지하는 것으로 나타났다.

---

연방준비이사의 추정치는 그보다 약간 높았다. 1994년 2월의 실제 실업률은 6.6%였다.

45) 이사회회의 2자리가 공석이었는데, 그 자리는 후에 저자들로 채워졌다.

46) FOMC meeting transcript, February 3-4, 1994, p. 53.

이 순간 그린스핀은 위원회 멤버들이 본인의 의견을 만장일치로 지지해 줄 것을 강력하게 요구했다. 그는 다음과 같이 선언했다. “나는 위원회가 50bp나 금리를 인상하려는 결정에 우려를 금할 수 없습니다. 내가 보기에 시장은 50bp나 인상할 것으로 기대하지 않고 있습니다. 저는 그동안 시장을 유심히 지켜보았습니다. 지금은 우리가 이러한 큰 폭의 인상을 시도할 때가 아닙니다. 나는 진정으로 이러한 결정이 철회되기를 바랍니다. ... 나는 또한 이 시점에서 우리들의 의견이 이렇게 갈리는 것을 우려합니다. 그래서는 곤란합니다. 우리가 분열되는 것으로 비춰질 경우 우리 조직에도 중대한 문제를 야기할 우려가 있습니다<sup>47)</sup>.” 결국 모든 위원들은 연방공개시장위원회(FOMC)의 역사상 아마도 가장 잘못된 ‘만장일치’ 투표 중의 하나로 그린스핀 의장의 제안을 지지하기로 결정했다.

한편 백악관에서는 클린턴 대통령이 그가 전력을 다한 재정적자 감축안이 통과된 지 불과 6개월 만에 그린스핀과 그의 동료들이 금리를 인상하려는 시도는 연방준비제도이사회에 대한 만용이라고 격분하고 있었다. 그러나 정부 내의 이코노미스트들은 금리인상은 불가피하고 또 적절하다고 보았다. 다만 언제 얼마만큼 올리느냐만이 주요 관심사로 남아 있었다. 그들은 대통령에게 연방준비제도이사회를 심하게 비난하지 말 것을 권고했고, 클린턴 대통령은 이들의 건의를 조심스럽게 받아들였다. 결국 이러한 진통과정에서 연방준비제도이사회에 대한 대통령의 불간섭 정책이 시작되었고 이러한 원칙은 클린턴 정부 내내 계속되었다. 물론 이전 대통령들도 연방준비제도이사회에 과도하게 간섭한 예는 많지 않다.

이와 관련하여 주목해야 할 점이 있다. 1994년 연방준비제도이사회는 목표는 인플레이션을 낮추기 위해 경제를 완전 고용 수준 이하로까지 냉각시키는 것은 아니었다는 것이다. 사실 연방준비제도

---

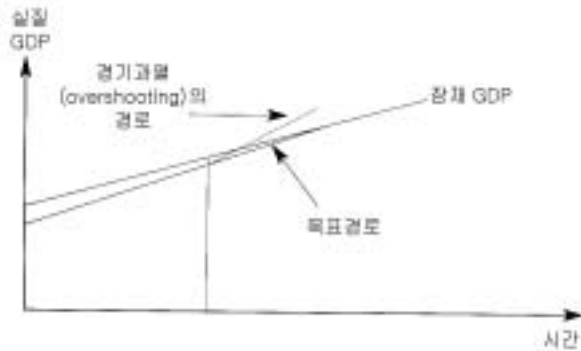
47) FOMC meeting transcript, February 3-4, 1994, p. 55

이사회와 강경론자들은 연방공개시장위원회(FOMC)가 인플레이션을 낮추기 위해 노력하지 않고, 경제안정에 만족해하는 태도를 취하는 데 대해 계속해서 불만을 표시하였다<sup>48)</sup>. 그러나 그린스펀과 연방공개시장위원회(FOMC)의 대다수는 완전고용수준(실업률 약 6%)의 연착륙을 목표로 하고 있었다([그림 V-1] 참조). 만일 연착륙을 달성할 수 있다면, 인플레이션율도 3% 수준으로 안정시킬 수 있다고 보았던 것이다.

---

48) 이러한 사고는 후에 ‘기회포착의 반인플레이션’ 전략이라는 명칭을 얻었다. 즉 인플레이션이 보다 높아지는 것을 막고 (유리한 공급측면에서의 충격 또는 우연적인 불황과 같은) 기회를 포착한다는 의미이다. Athanasios Orphanides and David Wilcox, “The Opportunistic Approach to Disinflation,” Finance and Economics Discussion paper No. 24, Board of Governors of the federal reserve System, 1996.

[그림 V-1] 연착륙



다시 말해 연방준비제도이사회는 실질금리를 중립적인(neutral) 수준으로 이동시키고자 했다<sup>49)</sup>. 그러면 과연 어느 정도가 중립적인 수준인가? 그린스펀은 구체적인 수치를 밝히지는 않았지만, 연방준비제도이사회는 첫번째 금리인상 수준을 설명하면서 이 개념을 제시함으로써, 전문가들의 논쟁을 불러일으켰다. 연방준비제도이사회는 처음에 중립적 수준을 실질금리로 1% 정도, 명목금리로는 4% 정도로 상정했다<sup>50)</sup>. 그러나 한 가지 분명한 것은 실제로 금리를 인상하기 시작했을 시점에 연방공개시장위원회(FOMC)는 중립적인 금리 수준이 어느 정도인가에 대해 명확한 개념을 갖고 있지 않았다는 점이다. 1994년 3월 연방공개시장위원회(FOMC) 회의에서 그린스펀은 4% 내지 4.5%의 명목금리 수준을 제안했다<sup>51)</sup>. 7월에 연

49) 우리는 앨런 블라인더가 사용한 중립성의 정의를 사용한다. 이는 모든 시차효과가 제거되고 난뒤에 상승하지도 떨어지지도 않는 인플레이션율과 일치하는 금리이다. Alan Blinder, *Central banking in Theory and practice*(Cambridge, Mass : MIT Press, 1998) 참조.

50) 연방공개시장위원회(FOMC)의 1993년 12월 보고서에 나타난 웨인 앵겔(Wayne Angell)이사와 수석 금융 이코노미스트 도널드 콘(Donald Kohn)의 설명을 보라.

51) FOMC meeting transcript, March 1994, p.44.

방준비제도이사회 내의 전문가들이 보는 중립적인 금리 수준은 명목기준으로 대략 5.25%였다<sup>52)</sup>. 그러나 7월회의에서 뉴욕연방준비제도이사회 의장인 윌리엄 맥도너프(William McDonough)는 당시의 중립적인 금리 수준을 4.75%로 설정할 것을 제안했다<sup>53)</sup>. 이러한 추정치 즉, 중립적인 명목금리 수준을 4.25% 내지 5.25%(실질금리 수준으로는 1.25%내지 2.25%)로 설정하는 것은 적절한 범위 내에서 불확실성을 반영한 것으로 생각된다. 중요한 기준이 되는 중립수준의 실제 값(모수)은 여전히 알 수 없다.

중립적인 실질연방기금금리 수준을 추정하는 방법은 두 가지이다. 첫 번째 방법은 중립적이라는 정의를 곧바로 적용하여 추정하는 방법이다. 다른 관련 변수의 수준을 모두 주어진 상태로 놓고 인플레이션을 안정시킬 수 있는 실질단기금리 수준을 계량경제모형을 이용하여 산출하는 것이다. 이러한 계산방법은 모형의 설정에 매우 예민하기 때문에 모형 종류에 따라 그 답이 상이해질 수 있다. 또한 다양한 다른 변수들, 예를 들면 정부지출이나 수출 등에 따라 중립적인 금리 수준이 달라지게 된다. 따라서 중립적인 금리 수준은 다양하게 변화한다. 연방준비제도이사회 내의 이코노미스트들이 연방준비제도이사회 자체 모형을 사용하여 추정한 결과에 따르면 연방기금금리는 연방준비제도이사회가 1994년 긴축금융정책을 시행하기 전까지는 중립적인 금리 수준보다 약간 낮았고, 그린스펀이 긴축 싸이클의 초기라고 믿었던(나중에는 그렇게 믿지 않았지만) 1994년 초에는 중립적인 수준까지 상승하였다<sup>54)</sup>.

두 번째 방법은 역사적인 자료를 사용하는 것이다. 즉 과거의 장

---

52) FOMC meeting transcript, July 1994, p. 15.

53) FOMC meeting transcript, September 1994, p. 39.

54) Antulio Bomfim, "The Equilibrium Federal Fund Rate and the Indicator Properties of Term-Structure Spreads," *Economic Inquiry* 35(1997) : 830~46.

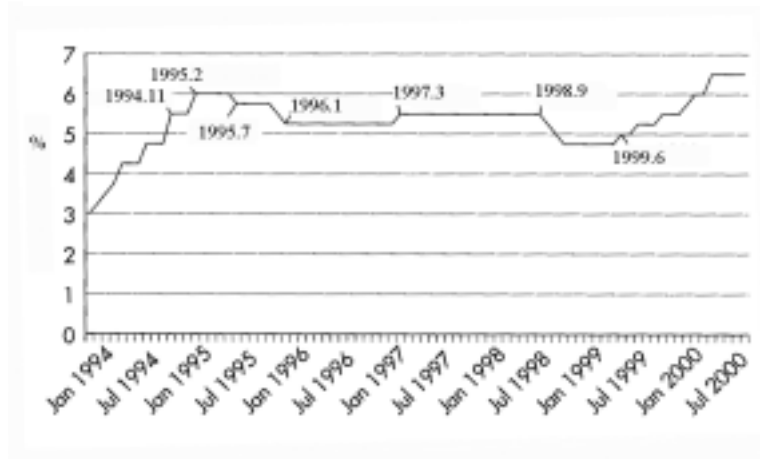
기 평균금리를 계산하여 사후적으로 중립적인 실질금리를 도출하는 방법이다. 금융정책이 30~40년 동안 평균적으로 중립적이었다는 가정하에 이 기간 동안의 평균금리를 장기적인 평균 중립 금리로 보는 것이다(물론 특정시기에는 중립적이지 않은 시기도 있을 것이다)<sup>55)</sup>. 이 방법은, 기준이 되는 시기를 언제로 설정하느냐에 따라 달라지지만, 대체로 중립적인 실질금리를 2% 정도로 추정하고 있다. 예를 들면, 실질 연방기금금리는 명목금리에서 소비자물가 상승률을 빼는 것으로 정의할 때 1960년 1분기부터 1993년 4분기의 기간에 걸쳐 평균 2.3%로 나타난다. 위의 두 가지 방법으로 추정한 중립적인 금리의 범위는 저자 중 한명인 Blinder가 1994년 연방준비제도이사회 의 부의장으로 있을 때 주도적으로 도출해 낸 것인데, 중립적인 연방준비제도이사회 의 금리 수준은 1.75% 내지 2.75%, 명목금리로는 4.75% 내지 5.75%이다. 그러나 중립성이 연방공개시장위원회(FOMC)의 목표였다면, 1%라는 범위는 사실 금융정책에서 많은 이견을 낳을 수 있는 수준이다.

1994년과 1995년중 연방준비제도이사회 내의 여러 관계자들은 완벽한 연착륙이 어렵다는 점을 시장과 대중에게 여러 차례에 걸쳐 경고했다. 연착륙을 위해 연방준비제도이사회는 중립적인 금리 수준을 가급적 공정하고 정확하게 추정하고(금융정책에 긴 정책시차가 존재한다는 전제하에) 이러한 작업을 성공리에 완수하기 위해서는 연방준비제도이사회가 이에 합당한 능숙한 기술을 가지고 있어야 할 뿐 아니라 운도 따라야 했다. 연방준비제도이사회가 미세조정(fine-tuning)을 하는 동안 총수요 또는 공급 측면에 큰 충격이 발생한다면 아무리 잘된 계획이라도 모두 허사가 되기 때문이다. 결국 연방준비제도이사회는 1년간 금리를 7번 인상하여 300bp 정도 올렸고 1995년 2월 1일에 연방기금금리가 6%가 되자, 긴축금융

55) 이러한 방법을 위해서는 매우 장기간의 자료를 적용해야 한다. 단기가 되면 외부의 충격이 제로가 되리라는 점을 장담할 수 없기 때문이다.

정책은 종료되었다([그림 V-2]는 이러한 긴축금융정책 기간 동안의 금리추이와 그 이후의 변화를 보여준다). 이러한 결정들은 대체로 적절했던 것으로 평가된다. 그러나 1994년 11월의 75bp 인상과 1995년 2월의 50bp 인상에 대해서는 이론의 여지가 남아 있다.

[그림 V-2] 연방준비제도이사회의 목표 금리 : 1994~2000



자료 : 연방준비이사회

1994년 11월회의 당시 연방기금금리는 4.75%였는데, 금융시장에서는 인플레이션을 잡기 위해 대폭적인 금리인상이 필요하다는 목소리가 높아졌다. 그러나 저자들을 포함한 몇몇 연방공개시장위원회(FOMC)멤버들은 금융정책의 시차를 과소평가할 경우 연방준비제도이사회가 경기를 그르칠 수 있다는 우려를 표명했다. 위원회에서는 만장일치로 연방기금 금리를 75bp 올렸는데, 이는 그린스펀 재임기간 중 최대치였다. 그러나 몇몇 멤버들은 50bp만을 인상할 것을 주장하였고 또 다른 멤버들은 150bp 인상(금리를 6.25% 수준

으로)이 추가적으로 필요할 것이라는 연방준비제도이사회 보좌진들의 견해에 대해 분명한 반대 입장을 표시하기도 했다.

연방준비제도이사회의 최종 금리인상은 1995년 1월 31일 ~2월 1일 회의에서 50bp 인상으로 결정되었는데, 저자를 포함한 몇몇 멤버들은 연방준비제도이사회가 지나치게 금리를 급속히 인상시키고 있다는 우려를 표명했다. 이 시기를 전후하여 경제는 서서히 하강조짐을 보이기 시작했다. 그린스펀은 “아직 분명하게 시작된 것은 아니지만 경제에 나쁜 조짐이 보이기 시작한다”고 설명했다<sup>56)</sup>. 게다가 멕시코 금융위기 이후 미국의 수출은 분명히 하강하는 추세를 보이고 있었다. 전통적인 재고조정 메커니즘으로 경기가 악화될 것이 예상되면서 경착륙 가능성이 높아지고 있었다<sup>57)</sup>. 금융시장에서는 긴축정책의 강화를 요구하는 목소리가 비등했지만, 그린스펀 “우리가 그렇게 해야 할 분명한 이유가 없다. 다만 그 동안의 문제점이 계속된다면 또 다른 긴축정책이 있을 것이다”라고 언급했다<sup>58)</sup>.

이 시기 내내 금융정책으로 인한 경기의 과잉위축 위험이 연방공개시장위원회(FOMC)의 주요 관심사항이었다. 다행히 장기금리가 안정장치 역할을 하였고 경기 진작에도 기여하였다<sup>59)</sup>. 1995년 2월 연방준비제도이사회의 마지막 금리인상 직전에 30년 만기 재무부 증권의 수익률은 1994년 11월의 최고 수준에 비해 40bp 하락한 상

56) FOMC meeting transcript, January 31-february 1, 1995, p.104.

57) 매출액 증가율의 둔화와 더불어 채고투자의 수준이 낮아져 채고/매출액의 비율이 불변으로 유지된다. 실제로 1995년에 이렇게 되었다. 채고 투자는 1994년에 평균 670억 달러(1996년 기준)를 기록한 이후 1995년에 300억 달러로 떨어졌다.

58) FOMC meeting transcript, January 31-February 1, 1995, p.108.

59) 이 점에 대해서는 다음을 참조하라. Lairence Meyer, “Monetary Policy and the Bond Market : Complements od Substitutes?” speech before the Fixed Income Summit of PSA, The Bond market trade Association, Washington, D.C., September 12, 1997.

태였다. 이러한 장기금리의 하락은 경기 침체가 시작된다는 시장의 인식을 반영한 것으로써 연방준비제도이사회가 수행해야 할 긴축 정책의 정도를 재평가하도록 촉진하였다. 그 이후 장기금리는 경기 침체 현상이 본격적으로 나타나면서 계속해서 떨어졌는데 1995년 2월 1일의 7.75%에서 연방준비제도이사회가 첫 번째 금리인하를 단행하기 하루 전인 7월 5일에는 6.61%까지 떨어졌다.

연방준비제도이사회 관계자들의 발언은 미래의 정책기조를 시장이 재평가할 수 있는 기회를 제공한다. 1995년 2월 1일 연방기금금리를 인상한 지 3주 후에 그린스펀은 의회증언에서 경기하강에 대한 선제조치의 가능성을 암시했다. “우리가 정책기조를 바꾸지 말고 그대로 유지해야 할 때인지도 모른다. 불리한 가격 데이터들이 나오고는 있지만, 우리는 인플레이션 압력을 억제할 수 있는 기본적인 힘이 작용하고 있다는 징후를 발견하고 있다<sup>60)</sup>.” 1995년 7월에서 1996년 1월 사이에 연방공개시장위원회(FOMC)는 마침내 연방기금금리를 3단계에 걸쳐 6%에서 5.25%로 낮춤으로써 시장의 기대에 부응했다. 전문가들의 관점에 따르면 이러한 조치는 금융정책을 다소 긴축적인 방향에서 중립적인 방향으로 선회시키는 것이었다. 물론 이 시기의 금리인하에 대해서는 다른 견해도 존재한다. 즉 인플레이션 기대가 하강하는 국면에서 실질 연방기금금리를 현 수준으로 유지했을 뿐이라는 시각이다.

긴축적인 재정정책으로 인한 효과 역시 금융정책의 결정에 영향을 미쳤다. 저자를 포함한 최소한의 몇몇 연방공개시장위원회(FOMC) 위원들에게는, 긴축재정정책 때문에 연방기금금리의 인하가 바람직하다는 생각을 갖게 되었다. 연방공개시장위원회(FOMC) 내에는 다수당인 공화당이 주도하는 의회와 정부가 타협을 통해 균형예산 달성을 위한 예산삭감 정책을 채택할 것이라는

60) Alan Greenspan, Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, February 22, 1995.

전망이 널리 확산되었고 이에 대한 대응이 논의되었다<sup>61)</sup>. 긴축재정 정책이 지속된다는 가정하에 실시한 거시계량경제 모형에 의하면 긴축재정은 실질 연방기금금리를 150bp나 크게 하락시킬 수 있는 것으로 조사되었다.

1995년 말까지, 연방준비제도이사회는 그동안의 이견을 극복하고 완전 고용하에 연착륙이라는 목표를 정교하게 달성했다. 실업률은 5.6%였는데, 이는 인플레이션을 가속화 시키지 않는 자연실업률 수준이었다. 1995년 하반기의 경제성장률은 3.2%였고<sup>62)</sup>, 근원 인플레이션율(전년 동월대비 상승률)은 여전히 3%였다. 이는 어마어마한 성공이었고 그린스펀에게는 거시경제의 마술사라는 고귀한 명성이 주어졌다. 시장의 관점에서 연방준비제도이사회 선택은 그 당시부터 지금까지 결코 잘못된 방향으로 흐르지 않았다.

그러면 이와 같은 연방준비제도이사회 미세조정(fine-tuning) 정책이 경제성장(GDP)에 어떠한 영향을 미쳤는가? 이에 대한 해답을 구하기 위해 우리는 WUMM 모형과 FRB-US 모형을 사용하여 다양한 금융정책하에서 미국경제가 어떻게 될 것인가에 대한 모의실험을 실행했다. 두 가지 경우를 고려했다. 첫 번째는 팽창적 금융정책이다. 만일, 연방기금금리를 1995년 상반기까지 3%로 했을 경우에 어떠한가 하는 실험이다. 이러한 가정은 물론 정책선택 과정에서 중요한 이슈는 아니었지만, 연방기금금리가 GDP 및 기타 변수에 미치는 (부정적인) 영향을 측정할 수 있게 해 준다<sup>63)</sup>. 두

61) 예를 들어 FOMC minutes, February 1996를 보라.

62) 여기서 서술된 경상데이터는 모두 1996년 이후 개정된 것이다. 1996년 말 GDP자료를 보면 1995년 하반기의 경제성장률은 2%에 지나지 않았다.

63) 첫 번째 가정은 추가적으로 1995년 3사분기에 연방준비제도이사회가 긴축을 시작한 이후(표 V-1 참조) 장기채권수익률이 급격히 상승했음을 가정한다. 이는 연방준비제도이사회가 긴축적인 정책으로 옮겨간 이후 1994년에 실제 선택했던 것과 유사하다.

번째는 긴축금융정책에 관한 것이다. 만일 연방준비제도이사회가 1994년 말에 만연하였던 강경파의 의견을 채택하여 금리를 1995년 5월 회의시까지 7.5%로 상승시켰을 경우이다.

<표 V-1>은 연방기금금리와 관련된 3가지 경로를 보여주고 있다. <표 V-2>와 <표 V-3>은 각각 팽창적 금융정책과 긴축금융정책의 모의실험 결과를 요약하고 있다.

분기	1994				1995				1996
	1	2	3	4	1	2	3	4	1
팽창	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.75	4.50	5.25
실제	3.21	3.94	4.49	5.17	5.81	6.02	5.80	5.72	5.36
긴축	3.21	3.94	4.49	5.23	6.50	7.35	6.68	6.02	5.36

<표 V-1> 세 가지 다른 금융정책하에서의 연방기금금리의 추이

자료 : 저자들이 직접 계산

팽창 금융정책하에서 경제는 1994년에 두 모형 모두 상당히 빠른 경제성장을 보였고, 1995년에도 마찬가지이다(특히 FRB-US 모형에서 급성장을 보여준다). 두 모형에 따르면 1995년 말까지 실질 GDP는 기준점에서 각각 2.6% 및 3.9%씩 성장한다. 각각의 경우, 실업률은 1995년 말까지 4.0% 및 4.3%까지 떨어지며 인플레이션은 실제보다 약 1% 정도 높아 1996년 4%를 약간 넘는 수준으로 나타난다(<표 V-2> 참조). WUMM 모형에서는 긴축금융정책을 늦춘 결과 경착륙을 초래하게 되는데, 표에서 알 수 있듯이 1996년의 실질성장률이 거의 0%까지 떨어지고 실업률은 1997년 3월까지 6.3%까지 올라간다.

기준점으로부터의 변화	모형	1994:4	1995:4	1996:4	1997:4
실질GDP성장률 (전년도 4분기대비)	WUMM	2.0	0.6	-3.8	-1.4
	FRB-US	1.2	2.7	-1.3	-1.2
소비자물가상승률 (전년도 4분기대비)	WUMM	0.1	0.1	0.9	0.2
	FRB-US	0.2	0.9	1.2	2.1
실업률 (차이)	WUMM	-0.6	-1.3	0.3	1.5
	FRB-US	-0.4	-1.6	-1.7	-1.1
10년만기재무부증권수익률 (차이)	WUMM	-1.84	1.21	2.06	-0.58
	FRB-US	-1.84	1.21	2.06	0.00

〈표 V-2〉 팽창적 금융정책의 추정효과(1994~1995)

자료 : 모형을 통해 직접 계산

긴축금융정책은 당연히 정반대의 방향을 보여준다(표 V-3). 이 경우 1995년의 성장률은 1.5% 떨어지고, 실업률은 1995~1997년간 0.2 또는 0.4%포인트 올라가고 인플레이션율은 1996년과 1997년 중 대체로 0.3%포인트 낮아진다. 이러한 추정 결과는 1994~1996년 동안 연방준비제도이사회가 정책이 성공적이었다는 시장의 평가를 지지하는 근거가 된다. 1994~1995년의 긴축정책은 더 이상 늦춰서는 안되었지만, 실제 조치가 경제성장을 억제할 정도로 과도하지 않았음을 알 수 있다. 1995~1996년의 팽창적 금융정책이 당시에는 너무 관대한 것이 아니냐는 평가도 있었으나, 이는 올바른 지적이 아니었음을 뒤에서 다시 설명하기로 한다.

〈표 V-3〉 긴축적인 금융정책의 추정효과(1998~1995)

자료 : 모형을 통해 직접 계산

기준점으로부터의 변화	모형	1994:4	1995:4	1996:4	1997:4
실질GDP성장률 (전년도 4분기대비)	WUMM	0.0	-0.6	0.0	0.1
	FRB-US	0.0	-0.5	-0.3	-0.1
소비자물가상승률 (전년도 4분기대비)	WUMM	0.0	0.1	-0.3	-0.3
	FRB-US	0.0	-0.2	-0.3	-0.4
실업률 (차이)	WUMM	0.0	0.2	0.3	0.2
	FRB-US	0.0	0.2	0.4	0.4
10년만기 채무부증권수익률 (차이)	WUMM	0.02	0.37	0.02	0.14
	FRB-US	0.01	0.20	0.06	0.02

## VI. FRB의 비개입(forbearance) 정책과 필립스 곡선의 하향 이동

1996년 초 미국경제는 눈부신 성과를 보이고 있었다. 이처럼 호전된 경제상황은 그 후로도 수년간 지속되었다. 미국경제의 자연실업률 수준이 5.5~6% 정도라는 일반의 상식을 뛰어넘어 실업률이 1999년까지 계속 하락했다. 급기야 1999년 12월 미국의 실업률은 4.1%까지 하락했는데, 이는 과거 29년 만에 최저 수준이었다<sup>64)</sup>. 실질GDP 성장률은 잠재성장률 추정치를 초과하여 1996~1999년 동안 평균 4.5%를 기록했다. 그럼에도 불구하고 연방기금금리는 1997년 3월 25bp 상향조정된 것 외에, 1999년 6월까지 추가 인상이 없었다([그림 V-2] 참조).

이러한 사정을 고려해 볼 때 1998년 전 세계적인 금융위기에 대응하기 위해 취했던 금융 팽창정책은 예외로 상정하더라도, 1996년 초부터 1999년 여름까지 연방준비제도이사회가 취한 금융정책은 한마디로 '참고 기다리는 인내의 전략'이었다고 평가할 수 있다. 항상 인플레이션 억제를 위해 골몰하는 연방공개시장위원회(FOMC)는 연방준비제도이사회와 이러한 정책기조를 지켜보면서 이제 곧 행운이 사라지고 인플레이션이 다시 그 흉한 물골을 드러낼 것이라고 걱정했다. 하지만, 우려했던 변화는 일어나지 않았다. 실제로 연방준비제도이사회는 1998년 가을 전 세계적으로 불어닥친 금융위기로 인해 점증하는 국제경제의 혼란에 대처하기 위해 연방기금금리를 75bp나 인하하기로 결정했다.

---

64) 2000년 9월과 10월에는 실업률이 3.9%로 더 낮아졌다.

거시경제를 역사적으로 연구하는 학자들은 이러한 과정에 대해 중요한 의문을 제기한다. 전례에 비추어 볼 때 인플레이션의 가속화가 우려되는 수준까지 실업률이 하락했는데도 왜 연방준비제도 이사회는 계속 참고 기다리는 정책을 선택했는가에 대한 의문이다. 여기에 대해서는 부분적이지만 다음과 같이 분명하게 그리고 단순하게 답할 수 있을 것이다. 인플레이션에 대한 연방공개시장위원회(FOMC)의 '태파' 그리고 외부 경제전문가들의 우려에도 불구하고 우려했던 경제상황은 결코 실현되지 않았다는 점이다. <표 VI-1>에서 볼 수 있듯이 인플레이션은 결코 발생하지 않았으며 오히려 물가는 하락하고 있었던 것이다.

<표 VI-1> 소비자물가 상승률의 측정 : 전년 동월비 또는 전년동기비 변화

	전월 또는 분기별					
	1994	1995	1996	1997	1998	1999
도시가계 소비자물가지수 (CPI-U)	2.7	2.5	3.3	1.7	1.6	2.7
개인소비 연쇄가중물가지수 (PCE, chain weighted)	2.1	2.1	2.3	1.5	1.1	2.0
도시가계 소비자물가지수의 조정치 (CPI-U-RS)	2.3	2.4	3.0	1.6	1.4	2.7
도시가계 근원소비자물가지수 (Core CPI-U)	2.6	3.0	2.6	2.2	2.4	1.9
개인소비 근원연쇄가중물가지수 (Core PCE, chain weighted)	2.3	2.3	1.8	1.7	1.6	1.5
도시가계 근원소비자물가지수의 조정치 (Core CPI-U-RS)	2.2	2.8	2.4	2.1	2.2	2.0

자료 : CPI-U와 CPI-U-RS는 미국 노동부 노동통계국, PCE는 미국 상무부 경제 분석국의 자료임

위의 표는 1994~1999년 기간 중의 3가지 대표적인 소비자물가 측정 지표의 추이를 보여주고 있다. 첫번째는 도시 가계의 소비자

물가지수(CPI-U)이며 두 번째는 개인소비지출에 대한 연쇄가중물가지수(PCE)<sup>65)</sup>, 그리고 세번째는 과거의 자료에 새로운 소비자물가지수 측정방법을 적용하여 기존의 소비자물가지수(CPI-U)를 다소 조정한 지표(CPI-U-RS)이다<sup>66)</sup>. 이들 지수에서 식품 및 에너지 가격을 제외한 세 가지 근원(core)물가지수도 같은 기간중 대체로 하락했다. 이례적으로 낮은 실업률 속에서도 근원인플레이션율이 하락한다는 사실은 연방공개시장위원회(FOMC)와 외부 전문가들을 모두 놀라게 하기에 충분한 사건이었다. 가령 블루칩 이코노미스트 그룹의 시장전문가들은 대체로 1996, 1997, 1998년의 물가상

65) 2000년에 연방공개시장위원회(FOMC)는 공식적인 인플레이션 예측치로 이 지수를 채택했다. 표에서 확인할 수 있듯이 1993년 이후의 인플레이션율은 CPI-U보다 PCE로 측정했을 때 더 낮게 나타난다. 평균적인 차이는 약 0.6%포인트이다. CPI-U와 PCE 통계치의 차이는 주로 의료와 주택가격을 다루는 방식의 차이에 기인한다.

66) 'CPI-U'와 'CPI-U-RS'는 미국 노동부 노동통계국에서 작성하며, 'PCE'는 미국 상무부 경제분석국에서 조사, 발표한다. 'CPI-U'는 월별로 발표되는 가장 일반적인 소비자물가지수이다. 'CPI-U-RS'는 노동통계국이 가장 최근의 소비자물가지수 조사 및 작성 방법론을 과거 자료들에 적용하여 추정된 데이터로 CPI Research Series Using Current Methods의 약어이다. 'CPI-U-RS'를 추정하여 발표하는 이유는 소비자물가지수 작성 방법은 계속 발전하고 있지만, 과거 자료에는 이러한 방법론적인 변화를 즉각적으로 반영할 수 없기 때문이다. 1999년에 발표된 자료에 따르면 1978년 이후 발전된 방법론을 적용하여 조정한 'CPI-U-RS' 통계는 1978~1998년까지 기존의 CPI상승률보다 약 0.45% 낮은 것으로 조사되었다. 이 차이는 대부분 자가소유 주택 비용의 변화를 처리하는 방식에 기인하고 있다. 보다 자세한 내용에 대해서는 Kenneth J. Stewart and Stephen B. Reed. (1999), "CPI Research Series Using Current Methods, 1978~1998," *Monthly Labor Review*, U.S. Bureau of Labor Statistics, June. 참조. 한편 'PCE'는 국민계정상의 개인소비지출항목에서 나타나는 평균적인 가격 변화로 측정된다. CPI가 고정된 재화와 서비스를 대상으로 하는 반면, PCE는 소비되는 모든 지출 항목을 대상으로 한다는 점에 근본적인 차이가 있다. 최근 조사에서는 PCE가 CPI를 다소 하회하는 수준으로 측정되고 있는데, 양자의 차이가 시장에 영향을 줄 정도는 아니라는 것이 전문가들의 공통적인 의견이다.(역자)

승률을 지나치게 높게 예측하고 있었다. 백악관이나 의회예산처 그리고 연방준비제도이사회의 인플레이션 전문가들도 마찬가지로 인플레이션과 실질성장의 관계에 대해 대체로 비관적인 견해를 갖고 있었다.

이 기간을 통틀어 아마도 가장 큰 수수께끼는 1995년 이후 인플레이션이 왜 그토록 낮은 수준에 머물렀는가 하는 점이다. 아마도 이러한 의문을 풀 수 있는 가장 유력한 실마리는 인플레이션을 억제하는 공급측면으로부터의 일련의 충격에서 찾을 수 있을 것이다. 1995년부터 이에 대한 논의를 시작해 온 연방공개시장위원회(FOMC)는 의료보험의 구조조정으로 인해 근로자들의 복지 혜택이 완화되었다는 점과 근로자들의 불안정한 지위가 임금인상의 증가를 억제하는 요인으로 작용하고 있다는 점에 주목했다. 앨런 그린스펀 연방준비제도이사회 의장과 같은 사람들은 생산성 상승 요인에 많은 관심을 기울였다. 하지만 당시까지만 해도 생산성 상승의 증거는 거의 알려져 있지 않거나 간접적으로밖에 제시되지 못한 상태였다<sup>67)</sup>. 1997년 연방공개시장위원회(FOMC)는 유가 및 비석유제품의 수입 가격(하락)을 공급측면에서의 지속적인 충격요인으로 지목하기도 했다.

다음과 같은 임금-물가간의 단순 모델(Wage-Price Model)은 당시의 호황에 순기능으로 작용했던 공급측면에서의 충격을 논의하는 데 유용한 틀이 될 수 있을 것이다.

$$(1) \quad \dot{w} = x^w + \pi^e + f(U - U^*) + z_1 + error$$

$$(2) \quad \pi = \dot{w} - x^f + z_2 + error$$

67) 예를 들면 치열한 경쟁압력과 임금상승에도 불구하고 이윤 마진이 계속 확대되었다.

식(1)은 전형적인 필립스곡선을 나타낸다<sup>68)</sup>. 명목임금의 상승률 ( $\dot{w}$ )은 생산성상승률( $x^w$ ), 기대 인플레이션을 ( $\pi^e$ ), 자연실업률 ( $U^*$ )과 실제실업률 ( $U$ )의 차이, 그리고 충격요인 ( $z_1$ )등으로 구성된다(이 두 방정식에서 확률오차(error)는 중요하지 않으므로 설명은 생략하기로 한다). 식 (2)는 전형적인 마크업(mark-up) 방정식이다. 즉, 물가( $\pi$ )는 언제나 단위당 노동비용의 상승률 ( $\dot{w} - x^f$ )에 비례하여 움직이지만, 예외적으로 식품·에너지와 같은 충격 요인 ( $z_2$ )들에 의해 교란될 수 있다. 각 식의 생산성 상승률에 표시되어 있는 위첨자 w는 근로자, f는 기업을 나타내는데, 이는 향후 설명에서 중요한 의미를 갖고 있기 때문에 특별히 지적해 두기로 한다.

식 (1)과 (2)를 풀고 (단순히 더하면 된다), 기대 인플레이션 ( $\pi^e$ )에 대한 대리변수로 전기의 인플레이션( $\pi_{-1}$ )을 사용하면, 다음과 같은 물가-물가 필립스 곡선을 도출할 수 있다.

(3)

$$\pi - \pi_{-1} = x^w - x^f + f(U - U^*) + z_1 + z_2 + error$$

식 (3)은 실업률과 인플레이션 변화율(대리변수 사용이 마음에 들지 않는다면, 예상하지 못한 인플레이션으로 생각하면 된다)

---

68) 위의 식들은 물가상승률이 낮았던 원인을 몇 가지의 요인으로 나누어 설명하기 위해 필립스곡선을 동원한 것에 불과하므로 수식에 구애받지 않고 직관적으로 이해하면 된다. 즉, 식(1)은 명목임금상승률이 1)생산성 증가률이 높을수록 2)향후 예상되는 임금 또는 물가수준이 높을수록 그리고 3)노동시장에 초과수요가 존재하여 실제 실업률(u)이 낮아질수록 높아지게 된다는 것을 나타낸다.(역자)

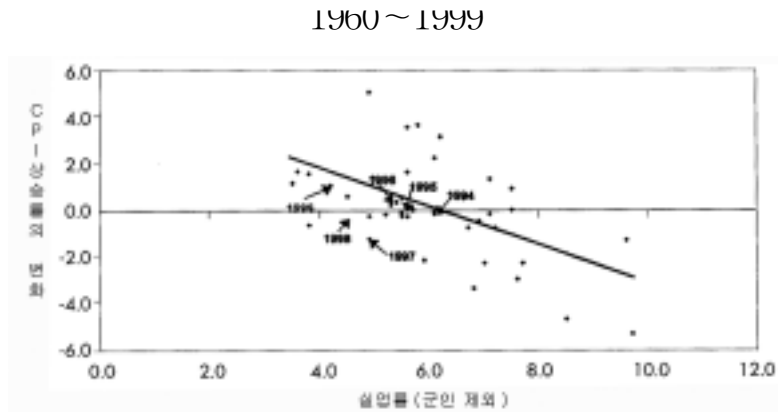
간의 관계는 임금충격 ( $z_1$ ), 가격충격 ( $z_2$ ) 그리고 근로자·기업이 느끼는 생산성 상승률의 차이 ( $x^w - x^f$ )에 의해 좌우된다는 것을 의미한다. 이밖에 위의 식에서는 자연실업률 ( $U^*$ ) 수준에 따라 물가가 변할 수 있을 것이다. 이제 1995~1999년의 기간중에 인플레이션이 왜 그토록 낮은 수준에 머물렀는지를 위의 네 가지 변수에 주목해 설명하도록 한다<sup>69)</sup>.

그에 앞서 우선 1960~1999년 데이터를 활용한 [그림 VI-1]을 살펴보자. 이 그림은 방정식 (3)의 다른 요인들을 통제하지 않고 실업률과 인플레이션 변화율 사이의 관계(gross relationship)를 설명한 것이다<sup>70)</sup>. 이 그림은 인플레이션 변화율에 대한 극히 단순한 이론을 나타낸 것임에도 불구하고 예상보다 훨씬 좋은 결과를 보여준다. 또한 이 그림은 인플레이션이 1994~1996년 사이에 특별히 좋은 성과를 보인 것은 아니라는 점, 그리고 1997년과 1998년 이례적으로 낮은 수준을 기록했다는 놀라운 사실을 확인시켜 준다. 이상의 특징을 염두에 두고 이제 구체적인 설명을 보도록 하자.

69) 방정식 (1), (2)와 (3)은 자연실업률  $U = U^*$ 에서 수직 형태의 장기 필립스 곡선이 된다. 그러나 일부 논자들은 장기 필립스곡선은 인플레이션이 낮은 상태에서는 결코 수직이 될 수 없다고 주장하기도 한다. 왜냐하면 근로자들이 명목임금의 삭감을 수용하지 않으려고 할 뿐 아니라 기대인플레이션을 임금협상 과정에 세세하게 반영하려고 하지 않기 때문이다. 이에 대해서는 George A. Akerlof, William T. Dickens and George L. Perry, "The Macroeconomics of Low Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity* 1:1996, pp. 1~76.과 George A. Akerlof, William T. Dickens and George L. Perry, "Near-Rational Wage and price Setting and the Long-Run Phillips Curve," *Brookings Papers on Economic Activity* 1:2000, pp. 1~60을 참조할 수 있다. 비록 이러한 비판이 있을 수 있지만, 우리의 방정식 (1)~(3)은 공급 측면의 충격을 논의하려는 단순화된 체계에는 충분히 부합된다.

70) 인플레이션 변화율을 PCE로 측정해도 거의 동일한 형태의 그림을 얻을 수 있다.

[그림 VI-1] 실업률과 CPI 상승률의 관계 : 1960~1999



주 : 직선은 1960-95년의 자료를 이용하여 구한 회귀선

자료 : 미국 노동부 노동통계국

#### 가. 임금상승률의 놀라운 하락

우선 임금 충격( $z_1$ )요인부터 논의를 시작하자. 식 (3)은 연방 준비제도가이사회가 1994~1995년 연착륙을 유도하던 시기에 특히 데이터와 잘 부합하는 것으로 나타났다. 블라인더 교수를 비롯한 일부에서는 이처럼 당시 상황에 기막히게 들어맞는 물가-물가 필립스 곡선을 ‘거시계량경제학의 작은 비밀’이라고까지 치켜올리기도 했다<sup>71)</sup>. 그러나 그 내용을 찬찬히 들여다 보면 새로운 문제점이 짙고 있었다. 임금이 예상보다 낮았고 마크 업은 예상보다 높았다. 오차는 크지 않았지만 이 변수들은 분명히 일방적이었다. 여기서 발생하는 계량경제학적 수수께끼는 두 가지이다. 첫째 노동

71) 그러나 애석하게도 이러한 적합성은 뒤에 설명하듯이 그리 오랜기간 지속되지 못했다.

시장에서는 분명히 대부분의 근로자들이 고용상태에 있는데, (이러한 초과수요 상태에도 불구하고) 근로자의 보수는 왜 느리게 올라가는가? 둘째, 노동비용의 상승률이 이처럼 느린데도 인플레이션은 왜 더 이상 떨어지지 않는가?

이에 대해서는 두 가지의 설명을 생각해 볼 수 있다. 물론 이 두 가지 가설은 상호연관된 것이며, 당시에 이미 많은 사람들이 지적했다. 첫째는 이른바 ‘근로자들의 정신적 충격 가설’(traumatized worker hypothesis)이다. 이 가설에 따르면 미국의 근로자들은 불황기의 인원 감축 조치에 충격을 받고 실직상태에서 탈출하기 위해 몸부림쳐 본 쓰라린 경험 때문에 실질임금의 인상보다는 직업의 안정성에 더 큰 관심을 기울이게 되었다는 것이다<sup>72)</sup>. 이 가설을 우리의 방정식으로 설명하자면  $U^*$ 의 감소, 부(負)의  $z_1$  충격 그리고 정(正)의  $z_2$  충격이라고 생각하면 된다. 이러한 현상은 임금 등 노사간 교섭력의 무게중심이 근로자에서 사용자 쪽으로 옮겨가기 때문에 나타난다. 그린스팬은 이미 수많은 연설에서 이와 유사한 설명을 행한 바 있다. 그는 위의 요인과 더불어 기술진보가 가속화하면서 숙련 기술의 노후화 주기가 더욱 짧아져 직업의 불안정성이 커졌다는 설명을 덧붙이기도 했다<sup>73)</sup>. 이러한 가설을 한 걸음 더 발전시켜 미국의 노동계층이 일시적인 정신적 충격을 받았을 뿐 아니라 장기적으로 또는 영원히 교섭력이 퇴화될 수밖에 없을 것이라고 주장하는 사람들도 있다.

72) 효율임금모형에 따르면 현재 직장을 떠나 더 좋은 일자리를 얻을 수 없을 것이라는 충격이 올 경우, 균형실업률( $U^*$ )은 낮아지고, 효율임금프리미엄이 감소하여 기업의 이윤이 높아지는 경향이 있다. 주어진 실업률 하에서 비정상적일 정도로 낮은(실업으로 이어지는) 사직률은 일자리의 불안정성이 증가했음을 암시한다.

73) 다음을 참조하라. Alan Greenspan, Testimony before the Commerce on Banking, Housing and Urban Affairs, February 22, 1995, p.5 와 Testimony before the Commerce on Banking, Housing and Urban Affairs, February 20, 1996, p. 9.

물론 이런 가설을 입증하는 과정에서 상충된 결과가 나오기도 한다. 실제로 위의 가설에 대한 경험적인 증거들은 서로 상이하다. 어떤 조사에서는 주어진 실업률에 비해 직업 불안정성이 지나치게 높았다는 결과를 보여주는 반면에, 일부 다른 조사들은 그 반대의 결과를 내놓았다<sup>74)</sup>. 또한 노동시장의 상태에 대해 비교적 상세히 조사한 자료를 보면 자발적 사직률은 매우 낮고 비자발적 이직률은 매우 높은 것으로 나타났는데, 이러한 사실들은 모두 고용이 매우 불안정하다는 징후로 해석된다<sup>75)</sup>. 파업으로 인한 작업정지도 45년 만에 최저수준을 기록했다<sup>76)</sup>.

두 번째 가설은 수년간 직접임금(wages and salaries)보다 빠르게 성장해 왔던 근로자들의 각종 간접임금(fringe benefits)이 1993년과 1994년에 급격히 하락했고, 1995년에는 직접임금보다도 느리게 상승했다는 점에서 출발한다([그림 VI-2] 참조). 일부 논자들처럼 이러한 현상을 ‘부(負)의 간접임금 충격’이라고 부를 수도 있을 것이다. 물론 우리가 이러한 용어를 통해 간접임금의 하락 효과를 무조건 외생변수로만 취급하려는 것은 아니다. 간접임금 비용의 하락은 결국 근로자의 교섭력 약화 같은 좀더 본질적인 현상이 시

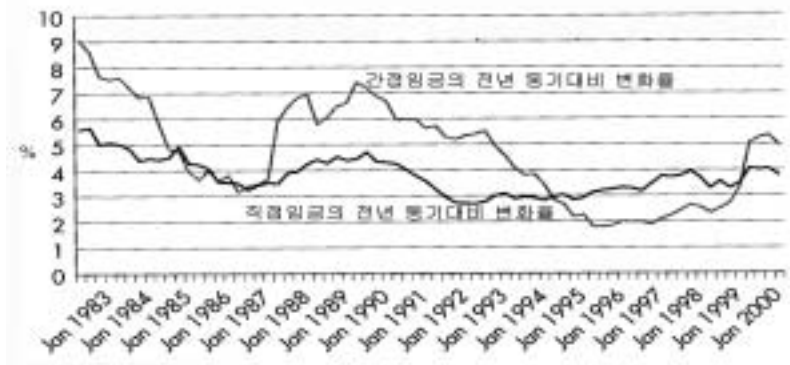
74) 여기서 논의되는 문제들과 다른 몇 가지 주제들에 대해서는 다음을 참조할 수 있다. Stephanie Schmidt and Christopher Thompson, “Have Workers’ beliefs about Job Security Been Keeping Wage Inflation Low? Evidence from Public Opinion Data,” Milken Institute Working Paper 97-4, October 1997; “Job Security : Evidence from the General Social Survey,” *Journal of Labor Economics* 17(October 1999) : S127-S141.

75) 일자리 상실에 대해서는 다음을 보라. Henry S. Farber, “Job Loss in the United States, 1981~1999,” Working Paper # 452, Industrial Relations Section, Princeton University, April 2001.

76) 1,000명 이상의 근로자가 참여한 작업정지로 인해 잃어버린 노동시간을 추정할 결과에 따르면 1992년에 전후 가장 낮은 0.01을 기록했고 1992년에도 0.02 이하였다. U.S. Department of labor, Bureau of Labor Statistics, “Work Stoppages Summary,” February 9, 2001.

장에 반영된 것으로 볼 수 있다.

[그림 VI-2] 고용비용 지수상의 직업임금과 간접금의 변화



자료 : 미국 노동부 노동통계국

건강보험 비용 부담의 하락은 간접임금 하락과 관련하여 이미 널리 알려진 사실이며 실제로 가장 중요한 요인이다. 1980년대 후반 두 자리수 비율로 치솟았던 의료 관련 비용은 1990년대 초반 급속히 떨어지기 시작했다. 단체 건강보험 비용의 증가세도 1993년과 1994년에 소강상태를 보이기 시작했고 1995~1998년에는 마이너스로 돌아섰다. 빌 클린턴 대통령의 노력이 실패로 돌아간 뒤 의료보험 부문에서 과감한 대수술이 진행되었다. 사용자들은 근로자들의 의료보험을 ‘의료 서비스당 비용을 지불하는 방식(fee-for service)’에서 ‘관리의료 방식(managed care plan)’으로 전환시켰다<sup>77)</sup>. 건강보험 비용 부담의 감소 중 일부는 분명히 보장

77) ‘의료서비스당 비용을 지불받는 방식(Fee-for-Service)’은 전통적인 미국의 의료보험 방식으로 FFS플랜으로 통용된다. 보통 피보험자가 의료서비스의 수혜와 관련된 모든 결정을 내리고 서비스에 대해 비용을 지불한 후 자신이 소속된 보험회사에 그 비용을 청구하여 상환받는 구

범위의 축소, 공동부담의 증가 그리고 공제금의 증가와 같은 요인에 기인한다<sup>78)</sup>. [그림 VI-3]은 민간단체 건강보험에서 사용자가 비농업부문 근로자의 시간당 노동에 대해 어느 정도의 비용을 부담했는가에 대한 추이를 보여준다. 이 비용은 1990~1994년 기간 중 연평균 7.4% 상승했지만, 1995~1998년에는 연평균 2.3% 하락했다. 그야말로 극적인 전환이었다.

그러나 건강보험만 변화한 것은 아니었다. [그림 VI-3]을 보면 주식시장이 달아오르면서 기업들이 확정급부형 퇴직플랜(defined benefit retirement plan)에 지불하는 비용도 감소했기 때문에, 연금과 퇴직급여 부담에서 사용자가 부담하는 몫이 급격히 줄어들었다. 그밖의 근로자에 대한 보상비용도 하락했다<sup>79)</sup>. 다시 말해 근로자들은 전체 보수 중에서 직접임금 부분보다 주로 간접임금에서 손해를 감수했다고 볼 수 있다.

---

조로 이루어져 있다. 따라서 의료비용이 각각의 의료서비스에 대해 발생한다. 반면에 '의료 관리 방식(Managed Care Plan)'에서는 의료서비스가 피보험자가 미리 지불한 예산범위 내에서 이루어지도록 의료행위의 사전허가와 통제가 이루어진다. 예를 들어 의료비용이 보험 플랜에서 지불하는 액수를 초과할 경우 의사가 비용을 부담하도록 되어 있다. 이는 불필요한 의료행위를 줄이는 효과를 갖고 있지만, 다른 한편으로는 충분한 의료행위에 대한 압박요인이 되기도 한다. 따라서 의료관리방식에서는 사실상 의료비용이 가입자 수와 이들의 보험료에 의해 통제된다. 일반적으로 FFS 플랜이 관리되는 의료보험보다 높은 비용을 발생시킨다.(역자)

78) 예를 들어 다음을 참조하라. Alan Krueger and Helen Levy, "Accounting for the Slowdown in Employer Health Care Costs," 1996 Proceedings of the 18th Annual Conference on Taxation, National Tax Association, Tax Institute of America, Washington, D.C., 1997.

79) 위에서 언급한 세가지 혜택이 이른바 기타노동소득의 96%를 차지한다. 기타 근로자의 보상 수준에 대한 보조는 사용자가 사회보험에서 부담하는 비용을 제외한 임금과 봉급에 대한 보조이다.

[그림 VI-3] 민간 사회보험 영역에서 사용자의 근로시간당 비용부담 추이<sup>1)</sup>

비용부담 추이<sup>1)</sup>



주 : 1) 비농가부문에서 발생한 보조금을 근로시간으로 나눈 값

자료 : 각종 보조는 미국 상무부 경제분석국, 근로시간은 미국 노동부 노동통계국

단순 산술로 볼 때 종업원들의 간접임금 비용의 억제는 전체 근로자 보수의 상승률을 크게 하락시킬 수 있다고 해석된다. 1992~1994년에는 근로시간당 간접임금비용이 (사회보험에 대한 사용자의 부담분은 제외) 연간 1.4% 올라 비농업부문의 물가지수보다 빠르게 상승했다. 반면에 1995~1998년에는 근로시간당 간접임금비용이 물가지수에 비해 연평균 4.4% 하락했다. 물론 이러한 간접임금은 전체 보수의 약 10% 정도에 불과하지만, 다른 조건이 일정하다고 가정할 때, 근로시간당 실질간접임금비용의 증가율이 5.8% 포인트 하락하면 전체 보수의 증가율이 약 0.5%포인트 정도 하락하는 효과를 가져오게 된다.

하지만 잠시 고려해 보아야 할 점이 있다. 경제이론에 따르면 근

로자 전체 보수의 증가율은 단순히 임금이 아니라 시장의 힘에 의해 결정된다. 이는 분명 옳은 지적이다. 따라서 장기적으로 보면 임금 또는 급여는 간접임금의 하락을 상쇄할 정도로 증가할 수도 있을 것이다<sup>80)</sup>. 하지만 단기적으로는 이러한 1대1의 상쇄는 잘 나타나지 않는다. 근로자가 좀 더 많은 보수를 강하게 요구하지 않거나 또는 기업이 근로자들의 요구를 성공적으로 따돌릴 수 있는 경우, 간접임금 비용을 가장 경제적인 수준에서 운영해 나갈 수 있는 기업들은 일정기간 동안 이익을 얻을 수 있다. 실제로 비농업부문의 총생산에서 근로자들이 차지하는 분배 몫은 1992~1997년 동안 4%포인트나 하락했다. 이는 전후 최저수준이며 근로자들이 손해를 보았다는 시각과 일치한다. 당연히 이윤과 자본 수익은 증가했다<sup>81)</sup>.

---

80) 이에 대한 근거로는 다음을 참조하라. Lawrence Summers, "Some Simple Economics of Mandated Benefits," *American Economic Review*, 79(2), May 1989, 177-83; Jonathan Gruber, "The Incidence of Payroll Taxation: Evidence from Chile," *Journal of Labor Economics* 15 (3, Part 2) July 1997, S72-S101; and Jonathan Gruber and Alan Krueger, "The Incidence of Mandated Employer Provided Insurance: Lessons from Workers' Compensation Insurance," David Bradford, (ed.), *Tax Policy and the Economy* (Cambridge, Mass.: MIT Press 1991), pp. 111~43. 그루버와 크루거는 근로자보상에서 사용자 비용의 변화는 주로 저임금 형태로 근로자들에게 전가되었다는 점을 주장하고 있다.

81) 표준적인 필립스 곡선은 1994년 4분기부터 자연실업률의 변화에 대한 증거를 보여주지만, 단위당 노동비용에 대한 마크업을 포함하여 확장한 물가-물가 필립스 곡선은 1990년대를 통틀어 안정적이며 데이터와도 부합된다. 이에 대해서는 Flint Brayton, John Roberts, and John Williams, "What's Happened to the Philips Curve?" Federal Reserve Board discussion paper, September 1999. 이들의 추정에 따르면 1993년~95년 사이에 마크업이 확대되었고 1996~98년 사이에는 그 평균이 하락했는데, 이는 1990년대 후반기의 인플레이션 억제에 기여했다.

<표 VI-2> 1994년 이후 근로자 실질간접임금비용 하락의 경제적

기준점으로부터의 변화	모형	1995:4	1996:4	1997:4	1998:4	1999:4
실질GDP성장률 (전년도 4사분기대비)	WUMM	0.2	1.0	1.0	0.1	-0.4
	FRB-US	0.0	0.2	0.3	0.4	0.1
소비자물가상승률 (전년도 4사분기대비)	WUMM	-0.8	-1.3	-1.5	-0.7	-0.3
	FRB-US	-0.2	-0.7	-1.2	-1.4	-1.0
실업률 (차이)	WUMM	-0.0	-0.4	-0.9	-0.9	-0.7
	FRB-US	-0.0	-0.1	-0.4	-0.7	-0.7
시간당 명목보상의 증가율 (4사분기대비)	WUMM	-1.1	-0.8	-1.2	-0.1	-0.1
	FRB-US	-1.4	-1.3	-2.0	-0.4	-0.2

파급효과(실질연방기금금리는 기준선 수준으로 유지)

자료 : 모형을 통해 직접 계산

간접임금 비용의 하락이 경제에 어느 정도의 영향을 주었는지 측정하기 위해 우리는 다시금 WUMM과 FRB-US라는 두 개의 거시계량경제 모형을 사용했다. 특히 우리는 간접임금에 대한 사용자들의 시간당 비용이 1995~1999년에도 1992~1994년과 마찬가지로 비농업부문의 물가지수보다 빠른 1.4%포인트로 늘어났다면 경제성고가 얼마나 달라졌을까 하는 가정에 초점을 맞추었다<sup>82)</sup>. 간접임금의 급속한 증가는 인플레이션을 초래할 수 있기 때문에 이러한 환경하에서라면 연방준비제도이사회가 연방기금금리를 그대로 유지할 수 없었을 것이다. 따라서 우리는 모의실험에서 연방준비제도이사회가 명목금리를 인플레이션에 따라 조정하면서 실질연방기금금리를 일정하게 유지해 나갔다는 가정을 도입했다. 이 결과는 <표 VI-2>에 나와 있는데, 간접임금비용 증가세의 둔화가 경제적으로 상당한 파급효과를 가지고 있었다는 점을 암시한다. 두 모형에서

82) 우리는 각 모형에서 방정식(1)에 해당하는 부분을 조정함으로써 간접임금의 효과를 모의실험했다. 모의실험에서 간접임금이 전체 보상수준의 증가에 미친 평균적인 효과는 1995년에 -1.0%, 1996년에 -0.7%, 1997년에 -1.1%였고 1998년과 1999년에는 모두 -0.1%였다.

모두 간접임금이라는 충격요인은 실업률의 대폭적인 하락에도 불구하고 1995~1998년 기간중 물가상승률이 연평균 1%포인트 가량 하락하는 효과를 가져왔다<sup>83)</sup>. 이는 앞서 단순 산술을 통해 추정된 것보다도 더 큰 효과이다. 왜 이러한 현상이 나타나는가?

FRB-US 모델에서 명목임금의 교섭은 기대 인플레이션에 달려 있다. 간접임금 하락의 충격은 인플레이션을 낮추고 이는 다시 다음 해의 기대 인플레이션과 명목임금 상승률을 낮추어 주는 선순환 구조를 촉발하며 그 이후에도 실제 인플레이션은 이러한 과정을 통해 결정된다. 그 결과 인플레이션은 간접임금 하락의 충격이 사라진 뒤에도 1999년의 기준선에서 1%포인트 정도 아래에 머무르게 되는 것이다. WUMM 모형에서는 명목임금의 증가가 예상 인플레이션율이 아니라 기대 명목임금 상승률에 의존하지만, 선순환 메커니즘은 유사하게 유지된다.

마지막으로 임금충격( $z_1$ )이 앞서 설명한 근로자들의 정신적인 충격에 기인했다면 간접임금비용의 하락에서 비롯되었든, 이러한 충격이 얼마나 오랜 기간 인플레이션 억제 효과를 발휘했는가 하는 의문이 남는다. 실제로 1998년과 1999년에 들어서는 노동시장이 초과수요 상태에 있음에도 불구하고 여전히 취업전망이 밝고, 영구 해고된 근로자의 수도 통상적인 수준으로까지 감소했기 때문에 미국의 근로자들은 실업에 대한 정신적인 두려움을 극복했을 가능성이 있다<sup>84)</sup>. 실제로 간접임금 비용은 1998년에 다시 고개를 들

83) <표 VI-1>의 모의실험은 의료 관련 비용의 완만한 상승이 소비자 물가 상승률에 미친 직접적인 효과에 대해서는 무시하고 있다. WUMM 모형의 모의실험에 PCE 지수에서의 의료비용 둔화 효과를 포함시키면 소비자물가지수를 사용했을 경우에 비해 인플레이션율이 0.1~0.2% 정도 낮게 나타난다.

84) 프린스턴의 이코노미스트 헨리 파버(Henry Farber)는 1993년~1997년 사이에 실업률에 비해 영구해고가 유달리 높았다는 점을 지적했다. 영구 해고는 이후 보다 정상적인 수준까지 하락했다. Henry Farber, "Has the Rate" of Job Loss Increased in the Nineties?," Working

기 시작했다. 더욱이 앞서 설명한대로 간접임금 곡선의 하락세는 궁극적으로 직접임금 곡선의 상승세를 초래할 수도 있다. 그러나 근로자들의 임금 교섭력이 이미 약화된 상태였기 때문에 위와 같은 임금 감축의 기대효과가 좀 더 오랜 기간 지속될 수 있었을 것이다. 이러한 요인 외에도 가격 인플레이션을 억제하는 또 다른 요인이 있었다. 이제 우리의 관심을 이 부분으로 옮겨 보자.

#### 나. 행운의 시대와 가격 충격 : 1996~1998

1996~1998년중에는 일련의 순기능적인 가격 충격들 부(負)의  $z_2$ 이 작용했기 때문에 인플레이션율이 과거 인플레이션의 역사나 실업률 수준에 근거한 예상 수준보다 훨씬 낮게 나타났다. 이 장에서 우리는 세 가지 가격 충격을 논의할 것이다. 사실상 인플레이션율의 하락에 가장 크게 기여했을 것으로 예상되는 생산성의 가속적인 상승 문제에 대해서는 제 VIII장에서 별도로 설명한다. WUMM과 FUB-US 두 가지 모형을 통해 가격 충격이 1996~1998년의 인플레이션 억제에 어느 정도 기여했는지를 알아본다.

#### 다. 달러가치와 수입물가

1995~1999년 물가상승 억제에 유리하게 기여한 첫 번째 요인은, 비록 일시적인 현상에 그치기는 했지만 수입물가의 동향이었다. 미국 내의 인플레이션이라는 협의의 관점에서 보면 1995년 봄부터 1998년 여름까지 진행된 급격한 달러화의 평가절상과 세계경제의 성장 둔화가 행운의 요소로 작용했다. [그림 VI-4]가 보여주듯이

---

Paper #394, industrial relations Section, Princeton University, January 1998.

달러화는 1996~1998년 3년간 실질 가격 기준으로 연평균 4% 정도 수직 상승했다. 비(非)석유류 재화의 수입 물가는 같은 기간에 연평균 4% 정도 감소했다(1993~1995년 비(非)석유류 재화의 수입 가격은 연평균 1%에 미치지 못하는 완만한 상승세를 보였다). 수입품은 소비자 물가지수의 대상품목이 되기 때문에 수입물가의 하락은 소비자물가지수 상승률의 하락에 직접적인 영향을 미친다. 또한 수입물가의 하락은 미국 기업들이 마음대로 제품가격을 인상하지 못하게 만드는 요인으로도 작용했다.

[그림 VI-4] 비석유류 제품의 수입물가와 달러가치

[그림 b.4] 미석유류 제품의 수입물가와 달러가치



자료 : 수입가격은 미국 상무부 경제분석국, 환율은 연방준비제도이사회

미국의 경우 수입품이 대략 소비계정의 10~12%를 차지하고 있기 때문에, 단순 산술로 볼 때 1995년 2분기부터 1998년 말까지 달러화의 18% 절상은 (교역 가중치 기준으로) 소비자 물가지수를 약 2% 정도 하락시키는 효과를 가져왔을 것으로 계산된다. 하지만 이러한 계산은 경제 내에 존재하는 여러 가지 피드백 효과와 이차적 효과를 무시한 것이다. 따라서 행운의 시기에 달러의 강세가 미국 경제에 미친 영향을 좀 더 정확히 추정하기 위해 다시 WUMM과

FRB-US 두 모형의 힘을 빌지 않을 수 없다. 요컨대 1995년 2분기 이후 달러의 가치가 실물 기준으로 고정되어 있었다면 어떤 상황이 전개되었을까 하는 점을 알아보는 것이다<sup>85)</sup>. 이 분석에서도 역시 실질 연방기금금리는 기준선에 있는 것으로 가정한다. <표 VI-3>은 그 결과를 나타내는데, 불행히도 두 모형은 상당히 다른 결과를 만들어 냈다.

WUMM 모형에서는 달러화의 평가절상이 인플레이션에 매우 큰 마이너스의 충격을 주어 소비자물가상승률을 1996년 0.6%, 1997년 1%, 1998년에는 무려 2.2% 낮추는 것으로 추정되었다. 이 모형의 분석 결과에 따르면 만일 달러화의 평가절상이 없었을 경우, 1998년 인플레이션이 약 3.7%(실제는 1.5%)에 달했을 것으로 예상되었다. 이러한 물가상승률 억제 효과는 단순 계산했던 수치의 약 3배에 달한다. 이는 평가절상으로 인해 실질 국내총생산(GDP)(표에서 나타난 성장률 충격은 마지막 분석기간에 오면 5.5%에 달했다)이 크게 줄고, 실업률(2.5%포인트)이 상승하기 때문에 나타나는 현상이다. FRB-US 모형에서는 WUMM 모형과 질적으로는 유사하지만 양적으로는 인플레이션 억제 효과가 훨씬 적은 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 평가절상이 국내총생산(GDP)과 실업률에 주는 충격이 상대적으로 훨씬 약화되기 때문에 나타나는 현상이다. 이 모형에 따르면 달러화의 평가절상이 인플레이션율에 가장 큰 영향을 미친 경우가 1998년의 마이너스 0.5% 정도이다.

그러나 두 모형 모두 연방준비제도이사회가 달러화의 평가절상으로 인해 총수요 억제를 위한 실질 연방기금금리의 인상 부담을 덜 수 있었다는 점에는 의견을 같이 한다. (여기서 제시하지는 않았지만) 두 모형은 달러화의 평가절상이 없었을 경우, 연방준비제도

85) 우리 모의실험에서는 연방준비제도이사회가 35개국의 금융에 대해 광범위하게 집계하는 조정 환율을 1995년 2사분기 수준으로 유지했다고 본다.

이사회는 실업률을 동일한 수준 정도로 유지하기 위해 실질 연방 기금금리를 2.5~3.5%포인트 정도 인상했어야 했을 것이라는 결론을 제시하고 있다.

〈표 VI-3〉 1995년 2분기이후 달러화 평가절상의 경제적  
파급효과(실질연방기금금리는 기준선 수준으로 유지)

기준점으로부터의 변화	모형	1995:4	1996:4	1997:4	1998:4	1999:4
실질GDP성장률 (지난 4분기대비)	WUMM	-0.0	-0.2	-0.8	-2.2	-2.5
	FRB-US	-0.0	-0.2	-0.5	-1.0	-1.2
소비자물가상승률 (지난 4분기대비)	WUMM	-0.1	-0.6	-1.0	-2.2	-2.0
	FRB-US	-0.0	-0.2	-0.3	-0.5	-0.3
실업률 (차이)	WUMM	0.0	0.1	0.4	1.4	2.5
	FRB-US	0.0	0.0	0.1	0.5	1.0
실질환율지수 (%)	Both	3.3	5.3	14.6	17.9	18.5

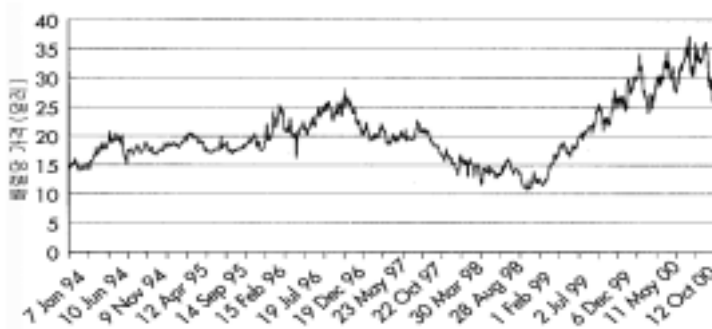
자료 : 모형을 통해 직접 계산

#### 라. 원유가격의 하락

달러 강세로 인한 미국 내의 인플레이션 억제 효과는 뒤이어 나타난 유가하락으로 더욱 강화되었다. [그림 VI-5]를 보면 원유가격은 1996년 다소 상승하다가 1996년 4분기부터 1999년 1분기 사이에 약 절반 수준으로 급락했다. 원유가격의 하락은 에너지 비용의 저하로 연결되어 일반 인플레이션율이 근원 인플레이션율 수준보다도 낮아지는 결과를 낳았다. 또한 에너지 비용의 하락은 생산비용을 낮춤으로써 근원 인플레이션율을 낮추는 간접효과를 초래했다.

[그림 VI-5] 서부 텍사스 산 중질유(WTI)의 일일 가격변화

일 가격변화



자료 : 월스트리트 저널

뿐만 아니라 수입가격과 에너지 가격의 동반 하락은 명목임금의 상승요인을 억제하는 효과를 가져와 기업의 사업비용 및 가격 인상에 대한 부담을 경감시켜 주었다. 앞서 식(2)로 표현한 일반적인 필립스 곡선의 논리에 따르면 노동시장에서 초과수요가 증가할수록, 근로자들은 보다 높은 실질임금 인상을 요구하고 기업들은 이에 응하게 된다. 하지만 수입가격과 에너지 가격이 떨어지면 임금인상 요구의 일부를 자연스럽게 만족시킬 수 있기 때문에 국내생산자들은 추가적인 비용부담을 덜 수 있는 여지가 생긴다. 현실도 이런 추론과 조응했다. 실제로 1994~1996년 3년간 실질소비임금(근로시간당 보수를 소비자물가지수(CPI-U-RS)로 나눈 값)은 본질적으로 변화하지 않았다. 그러나 석유 및 수입제품 가격이 떨어지면서 1997년과 1998년 실질소비임금이 연평균 2.7% 상승한 것으로 나타났다.

원유가격의 급격한 하락이 경제에 미친 효과를 연구하기 위해 우리는 WUMM과 FRB-US 두 모형을 사용하여 1996년 1분기 수준

의 유가가 1999년 말까지 그대로 유지되었을 경우 상황이 어떻게 변화할 것인가를 분석했다. 실제로는 원유가격이 1996년에 상승했고 1997년과 1998년에 하락한 뒤, 1999년에 다시 상승했다<sup>86)</sup>. (실질연방기금금리는 역시 일정하다고 가정한다). <표 VI-4>는 위와 같은 가정 아래 원유가격의 하락 효과를 분석한 결과이다. 두 모형에 따르면 원유가격 하락은 인플레이션율을 1997년에는 소폭으로, 1998년에는 상당한 정도로(0.6% 또는 0.8%) 억제했다. 그러나 유가하락의 충격이 인플레이션에 미친 효과는 더욱 공공의 관심사가 되기는 했지만 앞서 살펴본 다른 두 가지 충격보다 훨씬 작게 추정되었다는 점을 주목할 필요가 있다. 왜 그럴까? <표 VI-4>의 맨 밑 줄(원유가격의 변화)이 간략한 답이 될 수 있을 것이다. 요컨대 1996~1999년의 원유가격 하락 충격의 크기는 1970년대나 1980년대 초반 석유수출국기구(OPEC)가 만들어 낸 유가상승의 충격에 비해 작았기 때문이다.

<표 VI-4> 1996년 1분기이후 유가변동의 경제적 파급효과

기준점으로부터의 변화	모형	1996:4	1997:4	1998:4	1999:4
실질GDP성장률 (지난 4분기대비)	WUMM	-0.2	-0.8	-2.2	-2.5
	FRB-US	0.0	-0.5	-1.0	-1.2
소비자물가상승률 (지난 4분기대비)	WUMM	0.2	-1.0	-2.2	-2.0
	FRB-US	0.3	-0.3	-0.5	-0.3
실업률 (차이)	WUMM	0.1	0.4	1.4	2.5
	FRB-US	0.0	0.1	0.5	1.0
유가 (% 차이)	WUMM	20.2	14.6	17.9	18.5
	FRB-US	21.4			

(실질 연방기금금리는 기준선 수준으로 유지)

86) WUMM 모형에서 우리는 정제업자들의 수입비용이 1996년 1사분기 수준인 1배럴당 18.38달러임을 가정했고, FRB-US모형에서는 석유수입가격의 단위당 가치를 1996년 1사분기 수준인 1배럴당 17.46달러로 가정했다.

자료 : 모형을 통해 직접 계산

#### 마. 소비자물가지수(CPI) 산출방법 개선

통계 산출방법의 변화는 진정한 의미에서의 경제적 충격이라고는 할 수 없다. 이는 경제를 재는 자의 눈금을 조정하는 일에 불과하다. 그러나 통계 산출방법의 변화가 1995년부터 1999년까지의 거시경제 실적을 훨씬 더 돋보이게 해 주었다. 1995년 초에 노동부 노동통계국(BLS)은 소비자물가지수 작성과 관련된 일련의 기술적 조정 작업을 수행했는데, 이 과정에서 인플레이션을 수치가 낮아졌다<sup>87)</sup>. 소비자물가지수 작성과 관련된 개개의 방법론적 개정의 효과는 작았지만 전체적인 영향은 지대했다. 개별적인 산출방법 변화를 반영한 결과, 1999년 소비자물가지수는 0.6% 정도나 낮아졌다<sup>88)</sup>. 이러한 수치조정이 없었다면 1999년 소비자물가지수의 상승률은 약 2.5%(실제 발표된 1.9%가 아니라)에 달했을 것이다. 사정이 이렇게 되었다면, 인플레이션의 조짐이 기적적으로 잡혔다는 평가도 나오지 못했을 것이다.

물론 정부가 앞장서서 측정기준 조정 작업을 주도한 것은 아니었다. 많은 연구자들이 오래 전부터 소비자물가지수를 비롯한 물가관련 지수가 상향 편향(bias)을 보인다고 지적해 왔다. 가격지수의 편

87) 이러한 변화에 대한 가장 쉬운 설명은 대통령연두경제보고서(Economic Report of the President, February 1999)를 참조할 수 있다. 보다 상세한 설명을 위해서는 다음을 참조하라. Kenneth J. Stewart and Stephen B. Reed, "CPI Research Series Using Current Methods, 1978-98," *Monthly Labor Review*, June 1999; Economic Report of the President, February 2000, p. 61.

88) 중요한 방법론적 변화가 없었던 1992~1994년에 CPI-U는 평균적으로 CPI-U-RS보다 0.39% 더 빠르게 상승했다. 소비자물가지수 작성상의 새로운 소비품목 도입과 1998년에 개정된 지출가중치를 반영하여 계산하면 CPI-U와 CPI-U-RS 모두 연간 0.17% 정도 낮은 값이 나온다. 따라서 방법론적인 변화가 1995~1999년 사이에 CPI-U를 약 0.6% 정도 하락시켰다고 볼 수 있다.

치는 매우 난해한 주제였지만, 대니얼 패트릭 모이니언(Daniel Patrick Moynihan) 상원의원을 중심으로 하는 의원들이 재정지출의 삭감을 강하게 주장하면서 현실에 근접한 소비자물가지수 작성을 통해 예산을 절감하자는 제안이 의회 안에서 주목받게 되었다. 실제로 소비자물가지수는 사회보장제도 등 정부의 연금제도와 세제에서의 생계비 조정 등과 밀접한 관련이 있기 때문에 인플레이션율이 낮아지면, 연방지출의 삭감과 세수증대의 효과가 있게 된다. 1996년 상원 재무위원회는 보스킨 위원회(경제학자 마이클 보스킨 위원장의 이름) 보고서를 발간했는데, 이 보고서는 소비자물가 상승률이 1.1% 정도 상향 편의를 가지고 있다고 추정했다. 동 위원회는 또한 이런 편차를 1997년의 각종 통계에 반영할 경우, 2006년이 되면 1,480억 달러의 연방적자를 줄일 수 있고 또 같은 시기까지 과도한 연방 부채를 6,910억 달러나 줄일 수 있다고 추정했다<sup>89)</sup>.

물가상승률의 하향 조정이 경제주체들의 경제 행태에 어떤 영향을 주었는지를 정확히 측정하기는 어렵다. ‘호모 이코노미쿠스(경제적 동물) 라는 말로 짐작할 수 있듯이 경제주체들이 그동안 잘못된 데이터 때문에 현혹되어 왔다고 볼 수는 없을 것이다. 그러나 1995~1999년에 관측된 근원소비자물가지수 상승률의 하락은 상당부분 진정한 물가상승 억제 요인보다는 이와 같은 수치 조정에 따른 것이었다. 국민들이 이러한 변화를 제대로 이해 했을까에 대해서도 의문이 남는다<sup>90)</sup>. 하향 조정된 물가상승률 수치로 인해 임금

89) 다음을 참조하라. Michael J. Boskin et al., Toward a More Accurate Measure of the Cost Living, Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study the Consumer price Index, December 4, 1996, appendix Figures A1, A2.

90) 소비자물가지수의 개정은 또한 국민소득과 생산 계정(GDP디플레이터, PCE디플레이터 등)상의 인플레이션 측정에도 소폭이나마 영향을 미친다. 그러나 대중들은 이와같은 물가 측정방법의 변화가 가져오는 영향에 대해 거의 관심을 기울이지 않는다.

과 가격이 잘못 결정되고 임금협상에서 근로자들의 태도가 좀 더 부드러워졌을 가능성도 배제할 수 없다.

#### 바. 임금 및 가격 충격의 영향에 대한 평가

지금까지 언급한 임금 및 가격 측면의 충격 요인들은 행운의 시기에 우리가 누린 저(低)인플레이션과 저(低)실업을 설명해 주기에 과연 충분하가? 우리는 제VI장의 결과를 <표 VI-5>와 <표 VI-6>으로 다시 요약했다. FRB-US 및 WUMM 모형의 결과를 종합적으로 나타낸 위의 두 표는 각각 임금 및 가격 측면의 충격이 1994~1999년 기간중 실업 및 인플레이션의 경로에 미친 복합적인 효과를 보여준다. 이 모의실험은 연방준비제도이사회가 임금 및 가격 측면에서의 충격이 없었을 경우 과거의 역사적인 경험에 따라 실질 연방기금금리를 선택했을 것이라는 가정을 도입했다.

FRB-US 모형에 따르면 위에서 살펴본 각종 간접임금의 하락·환율의 평가절상·유가 하락·소비자물가지수 측정 방법의 변화와 같은 충격이 복합적으로 작용한 결과, 1997~1999년 사이에 실업은 약간, 그리고 인플레이션은 크게 낮아지는 결과를 가져온 것으로 분석되었다. <표 VI-1>에 나오는 1997년과 1998년의 낮은 인플레이션율을 상기해 보자. FRB-US 모형은 만약 이러한 충격 요인들이 없었다면 인플레이션이 1994~1998년 사이에 2%포인트 정도 더 상승하여 1998년에는 4.6%에 달했을 것으로 추정하고 있다. WUMM 모형에 따르면 이들 충격요인들은 1997년과 1998년 평균 실업률에 거의 영향을 주지 못했지만, 1995~1999년 내내 인플레이션을 급격히 하락시킨 것으로 나타난다. 충격요인들이 없었다면 인플레이션이 가속화되어 1994년 2.6%에서 1998년 5.4%(실제수치는 1.5)로 상승했을 것이다.

그렇다면 이제 <표 VI-5> 및 <표 VI-6>에서 열거한 네 가지 공급

측면에서의 충격요인들이 1994년 말부터 1998년 말까지의 실제 인플레이션과 실업의 동향을 설명해 줄 수 있을지 알아보자. 두 모형의 답은 당연히 예스(Yes)이다. 두 모형 모두 실질 연방기금금리가 일정하다고 할 때 공급측면의 충격 요인들이 4년 동안 평균 실업률은 거의 변화시키지 못했지만 인플레이션율은 3.1%포인트(FRU-US) 또는 3.9%포인트(WUMM) 정도 하락시킨 것으로 추정했다. 이러한 결과는 매우 주목할만한 과급효과라고 하지 않을 수 없다. 두 모형의 차이도 그다지 크지 않다.

<표 VI-5> 임금 및 가격 충격이 인플레이션과 실업에 미친 효과:  
FRB-US 모형(실질연방기금금리는 기준선에서 유지)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>실제 소비자물가상승률 (전4분기 대비)</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>	<b>2.6</b>
충격요인들이 없었을 경우						
간접임금 하락	0.0	0.2	0.7	1.2	1.4	1.0
실질환율의 평가절상	0.0	0.0	0.2	0.3	0.5	0.3
1996년 1월 이후 유가변동	0.0	0.0	-0.3	0.1	0.8	0.0
소비자물가지수 변화	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.6
<b>충격요인이 없을 경우의 소비자물가상승률</b>	<b>2.6</b>	<b>3.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.7</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>
<b>실제 실업률 (4분기)</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>	<b>5.3</b>	<b>4.7</b>	<b>4.4</b>	<b>4.1</b>
충격요인들이 없었을 경우						
간접임금 하락	0.0	0.0	0.1	0.4	0.7	0.7
실질환율의 평가절상	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.5	-1.0
1996년 1월 이후 유가변동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
<b>충격요인이 없을 경우의 실업률</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>	<b>5.4</b>	<b>5.0</b>	<b>4.7</b>	<b>4.0</b>

자료 : 저자 직접 계산

〈표 VI-6〉 임금 및 가격 충격이 인플레이션과 실업에 미친 효과:  
WUMM모형(실질연방기금금리는 기준선에서 유지)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>실제 소비자물가상승률 (4분기 대비)</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>	<b>2.6</b>
충격요인들이 없었을 경우						
간접임금 하락	0.0	0.8	1.3	1.5	0.7	0.3
실질환율의 평가절상	0.0	0.1	0.6	1.0	2.2	2.0
1996년 1월 이후 유가변동	0.0	0.0	-0.2	0.1	0.6	0.0
소비자물가지수 변화	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.6
<b>충격요인이 없을 경우의 소비자물가상승률</b>	<b>2.6</b>	<b>3.7</b>	<b>5.0</b>	<b>4.7</b>	<b>5.4</b>	<b>5.5</b>
<b>실제 실업률 (4분기)</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>	<b>5.3</b>	<b>4.7</b>	<b>4.4</b>	<b>4.1</b>
충격요인들이 없었을 경우						
간접임금 하락	0.0	0.0	0.4	0.9	0.9	0.7
실질환율의 평가절상	0.0	0.0	-0.1	-0.4	-1.4	-2.5
1996년 1월 이후 유가변동	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.4
<b>충격요인이 없을 경우의 실업률</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.1</b>	<b>4.0</b>	<b>2.7</b>

자료 : 저자 직접 계산

이러한 추정치들을 염두에 두면서 1994년 당시 많은 경제학자들과 연방준비제도이사회가 믿었듯이 미국경제의 자연실업률이 약 6%였다고 가정해 보자. 그렇다면 1994년 말부터 1998년 말까지 미국경제는 자연실업률을 3.6%포인트나 하회하는 시대를 향유한 셈이다. 또한 이러한 효과는 필립스 곡선의 원리에 따라 주먹구구식으로 계산을 해도 인플레이션율을 1.8%포인트 정도 상승시키는 효과를 갖고 있다. 그러나 실제로 인플레이션율은 1.1%포인트 떨어졌다. 이 격차 즉 2.9% 포인트라는 엄청난 인플레이션율의 차이는 FRB-US 모형에서 추정된 공급측면의 충격들이 초래한 인플레이션 억제 효과(WUMM 추정치보다는 작지만)와 거의 근접한다. 요

컨대 이들 계량 모형에 따르면 네 가지 공급측면의 충격요인들이 인플레이션의 하락을 전반적으로(FRB-US는 정확하게, WUMM은 약간 과도하게) 잘 설명하고 있다고 보아도 좋다. 이 모델들에 의거할 경우 우리는 만약 공급측면의 충격요인들이 없었다면 미국 경제의 인플레이션이 1998년 말 약 5% 수준으로 상승했을 것으로 짐작할 수 있다.

#### 사. 공급 충격에 대한 FRB의 검토

주요 가격변수들이 유리한 방향으로 움직이면서 인플레이션 억제 효과가 나타나자 연방준비제도이사회는 이러한 경제동향에 한편으로는 놀라면서도 매우 만족했다. 연방공개시장위원회(FOMC)는 공급측면에서의 유리한 충격이 작용하고 있기 때문에 실업률이 매우 낮음에도 불구하고 인플레이션율이 안정되거나 하락하는 공존의 시대가 일정기간 지속될 수 있다고 생각했다. 그러나 다른 한편으로는 행운의 시절이 끝나고 인플레이션이 다시 상승하지 않을까 은근히 두려워했다. 위원회 멤버들은 강한 달러나 유가하락 같은 인플레이션 억제 요인들은 일시적인 요인일 뿐(당연하겠지만)이라고 걱정했다. 멤버들은 또한 근로자들이 의료보험제도 변경의 효과를 인식하고, 노동시장에서의 취약한 입지로 인해 느꼈던 과거의 두려움을 잊기 시작하면 급격한 임금상승이 나타날 것이라고 우려했다. 연방준비제도이사회는 로렌스 메이어(Laurence Meyer) 이사는 이 시기를 '일시적 복'의 시대라고 명명했다<sup>91)</sup>.

그러나, 인플레이션과 관련된 경제 환경이 온통 유리한 요인들뿐이었기 때문에 축복의 시대가 영원하지는 않더라도 상당기간 지속

91) Laurence Meyer, Remarks at the National Association for Business Economics 40th Anniversary Annual Meeting, Washington, D.c., October 5, 1998.

될 수 있다는 기대감도 존재하고 있었다. 인플레이션에 관한 한 누구보다도 매과 성향을 지녔다는 앨런 그린스펀이 위원회에서 신경제 사상의 가장 열렬한 옹호자임을 자처한 때가 바로 이 행운의 시대(1996~1998년)였다. 그린스펀의 신경제란 생산성이 상승하는 동시에 근로자 신분이 불안정하게 됨에 따라 근로자의 보수 및 물가가 함께 하락하는 상황이 상당기간 유지되는 경제이다. 이러한 관점은 실업률이 낮은 매우 예외적인 상황에서도 ‘금리를 올리지 않고) 줄곧 참고 버티는 전략’을 합리화할 수 있는 근거가 되었다. 더 나아가 그린스펀은 간혹 그의 관점에 동의하기를 주저하는 위원회로 하여금 자신의 입장을 따르도록 밀어붙이기도 했다. 연방준비제도이사회는 1997년 3월 단 한 차례 금리를 올렸다. 그것도 0.25% 포인트에 불과했다.

많은 외부전문가들과 일부 연방공개시장위원회(FOMC)의 멤버들은 비둘기파인 그린스펀이 지금 한계에 도전하는 시험비행(pushing the envelope)을 한다고 생각했다. 1996년과 1997년에는 연방공개시장위원회(FOMC) 멤버 중 1~2명이 때때로 긴축정책으로의 전환을 주장하기도 했다. 회의록에 나와 있듯이 일부 멤버들은 의장의 견해에 결정적인 반기를 들지는 않았지만 긴축정책을 지지했다. 그러나 그린스펀은 경제구조의 변화를 둘러싼 불확실성과 인플레이션율이 하락하고 있다는 사실을 주지시켰다. 그는 인플레이션을 초동 진압할 것이 아니라 꿈틀거리는 것을 눈으로 확인할 때까지 기다렸다가 확인사격을 해야 한다며 연방공개시장위원회를 설득했다. 물론 인플레이션은 발생하지 않았다.

메이어(Meyer)는 일련의 연설문을 통해 연방준비제도이사회 전략 변화, 즉 참고 기다리는 전략이 종전의 경기과열 예방 정책을 압도하는 수준에까지 이르게 된 경위를 논리적으로 정당화하기도 했다<sup>92)</sup>. 핵심은 의외로 간단하다. 예방 전략은, 불완전하기는 하지만 인플레이션의 예측 능력에 전적으로 의존한다. 하지만 자연실업

률과 필립스 곡선을 결정하는 여러 요인들이 지극히 불확실한 상황에서는 정책실패의 파급효과가 너무 크기 때문에 이러한 예측에 의존하여 정책방향을 결정하는 것은 더 이상 의미를 가질 수 없다는 것이다. 그 대신에 메이어는 연방준비제도이사회가 인플레이션이 꿈틀거리는 확실한 증거를 잡을 때까지 기다려야 한다고 주장했다. 그러나 동시에 그는 연방준비제도이사회는 언제나 필립스 곡선의 뒤에 있을 수밖에 없기 때문에 정책기조의 변화를 피할 때는 연방기금금리를 공격적으로 올려야 한다고 주장했다.

위와 같은 논쟁 또는 연방공개시장위원회(FOMC) 내부의 이견과 관계없이 실업률을 30년 만에 최저 수준으로 떨어지게 만든 연방공개시장위원회(FOMC)의 실험이 사전에 준비된 정책결정이었다고는 생각하지는 않는다. 연방준비제도이사회는 정책결정은 상당 부분 의도하지 않은 결과였다. 1996~1998년 기간 동안 연방준비제도이사회도 대부분의 경제예측 전문가들과 마찬가지로 총수요 증가와 실업률 하락이 동시에 진행되는 당시의 경제상황에 매우 놀라고 있었다. 우리는 연방공개시장위원회가 의도적으로 실업률을 5% 아래, 심지어 4% 수준까지 끌어내렸을 것이라고 믿지는 않는다. 실제로 상당수 연방공개시장위원회(FOMC) 멤버들은 실업률이 현재 수준으로 유지되면 곧 인플레이션이 출현할 가능성이 매우 높다고 보고 있었다. 블루칩 경제전문가그룹처럼 연방준비제도이사회 전문가들도 이제 성장률 둔화가 임박했다고 생각하고 있었다. 그러나 성장률은 둔화되지 않았다. 오히려 경제성장률은 계속 예측을 웃돌고 인플레이션은 하락했다. 상황이 이렇게 전개되자 연방준비제도이사회는 이제 현실의 실업률을 머리 속에서 상정한 자

---

92) Laurence Mayer, Remarks at the Charlotte Economics Club, Charlotte, NC, January 16, 1997; "Structural Change and Monetary Policy," Remarks at the Federal Reserve Bank of San Francisco, March 3, 2000.

연실업률 수준으로 복귀시키려는 노력을 포기했다. 이것이야말로 연방준비제도이사회의 진짜 실험이었다고 할 수 있다.

#### 아. 행운의 시대와 수요 충격의 역할

1996~1998년에는 총수요가 예상외로 증가했다. 이는 논란의 여지는 있지만, 대체로 당시 멈출 줄 모르던 주식시장의 호황에 기인한 것이었다. 주식시장의 호황은 총수요의 증가를 촉발하고 개인 저축률을 저하시키는 결과를 가져왔다<sup>93)</sup>. 이에 따라 주식시장이 연방준비제도이사회의 중요한 논제로 부상했다. 연방준비제도이사회에서는 1996년 11월 자문위원회에 경제학자들과 월가의 애널리스트들을 초빙하여 주식시장에 대한 견해를 경청했다. 여기에는 로버트 쉐러(Robert Shiller)와 존 캠벨(John Campbell)처럼 주식시장에 대해 별로 낙관적이지 않은 전문가들도 끼어 있었다. 그린스펀은 그 다음달 연설에서 다음과 같이 자신의 속내를 드러냈는데, 이후 이러한 표현이 유행처럼 곳곳에서 사용되기도 했다. “그러나 비합리적인 광풍 때문에 자산가치가 지나치게 상승하고 이 때문에 예상하지 못했던 경기위축이 오게 되는 시점을 우리가 어떻게 알아낼 수 있을 것인가? 그리고 우리는 이러한 요인들을 어떻게 금융정책에서 활용해야 하는가?”<sup>94)</sup> 이는 그린스펀이 무심결에 자신의 견해를 드러낸 것이었지만, 연방준비제도이사회 의장이 주식시장의 가치에 대해 논평한 것은 지난 30년간 유래가 없는 일이었다. 이 발언으로 시장에서는 단기간이기는 했지만 ‘팔자 주문’이 엄청나게 쏟아

93) 주식시장의 호황이 저축률의 하락을 초래한다는 모형은 다른 경우에도 그렇지만, 특히 이 시기에는 정확히 일치했다.

94) Alan Greenspan, “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society,” Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, December 5, 1996.

아지고 주식시장이 폭락하기도 했다.

주식시장의 호황이 끝난다거나 반전될 것이라는 믿음은 (계속 틀렸지만) 경기 감속을 예상하는 사람들의 주요 논거 중 하나였다. 하지만 경제예측 전문가들을 놀라게 한 것은 주식시장만이 아니었다. 기업의 투자 증가 역시 전문가들을 놀라게 했다. 주가 상승과 자본형성의 증가는 1990년대 후반 예상하지 못했던 지속적인 생산성 충격이 총 공급과 총수요를 동시에 증가시켰다는 주장과 부합한다.

그럼에도 불구하고 연방준비제도이사회는 아시아에서 일어난 일련의 사태들이 미국경제의 지속적인 성장에 먹구름을 몰고 오고 있다는 우려가 대두되자 1997년 여름 긴축정책을 검토하기 시작했다. 1997년 7월 태국의 바트화가 투기적 공격에 무릎을 꿇고 평가절하되었다. 1997년 8월의 연방공개시장위원회(FOMC) 회의록에 태국경제의 상황에 대한 언급이 없었다는 것은 의외다. 하지만 태국의 사태가 1년 넘게 전 세계경제를 요동치게 한 국제 금융위기의 전주곡이었다는 사실을 처음부터 알아차린 사람은 많지 않았을 것이다.

9월 들어 위기는 인도네시아, 말레이시아, 그리고 필리핀으로까지 확산되었다. 싱가포르와 대만은 변동 환율제를 도입했고, 이러한 위기는 홍콩에까지 영향을 미쳤다. 국제경제 상황이 악화되자 연방공개시장위원회(FOMC)는 처음부터 다시 계산하기 시작했다. 연방준비제도이사회는 아시아의 경제위기가 미국의 인플레이션 압력을 낮추고, 미국의 수출을 하락시키는 요인이 될 것이라는 점을 깨닫고 있었다. 더욱이 금융위기가 확산되어 경기를 냉각시킬 수 있는 위험도 도사리고 있었다. 이러한 요인들 때문에 연방준비제도이사회는 이미 실업률이 매우 낮고 경제는 급성장하고 있지만, ‘참고 기다리는 정책’을 다시 또 연장했다<sup>95</sup>).

연방준비제도이사회가 인내의 정책을 지속했던 것은 (금융정책

을) 긴축정책으로 전환시킬 경우, 위기를 겪는 나라들은 물론 그 나라와 주요 교역관계에 있는 국가들까지 자금 압박이 가중되고, 이미 악화된 국제 금융 상황을 더욱 꼬이게 만들 수 있다고 우려했기 때문이다. 로버트 루빈 미 재무장관은 서방 7개국(G-7)이 재정 및 통화 팽창 정책을 채택하여 세계경제가 뒷걸음치는 위험을 줄여야한다고 거듭 촉구했다. 이제 미국의 금융정책을 긴축으로 몰고 가는 것은 국내 논리와는 관계없이 루빈 장관이 전 세계를 향해 협조를 부탁한 경제 의제를 훼손하는 주장이 되었다. 1998년 5월 연방공개시장위원회(FOMC)위원회는 의사록에서 “금융시장을 다소라도 긴축적인 기조로 가져갈 경우 이미 극히 예민해진 아시아 금융 시장에 큰 파장을 불러 일으킬 수 있다” 고 언급함으로써 긴축정책으로 전환하지 않은 것이 적절한 조치였음을 정당화했다. 연방준비제도이사회는 국제경제의 상황을 염두에 두고 정책을 운영할 법적 권한이 없기 때문에 다시 한번 다음과 같은 발표를 통해 자신들의 결정을 합리화 했다. “사태가 원만하게 해결하지 않을 경우 미국 금융시장과 나아가 미국 경제에 심각한 부작용을 낳을 수 있다.”

1998년 여름 연방준비제도이사회는 다시 금리 인상에 관심을 갖기 시작했다. 하지만 이번에도 긴축정책으로의 전환은 이루어지지 않았다. 불과 몇 달 후 1998년 8월에 러시아의 루블화 평가절하와 채무 불이행 선언 때문에 미래의 경제전망과 위험 수준 그리고 연방준비제도이사회 정책 등이 근본적으로 변화했던 것이다. 1998년 9월과 11월 연방준비제도이사회는 국제금융 위기의 심화에 대응하는 차원에서 연방기금금리를 0.75%포인트 낮췄다. 첫 번째 금리 인하는 러시아의 채무불이행 선언이 나왔을 때 단행되었다. 이 시점은 위험 가산금리가 급격히 상승했을 뿐 아니라 미국 은행들이 대출을 더욱 기피하고, 주식가격 하락과 더불어 세계 경제성장에

---

95) FOMC minutes, September 1997.

대한 전망이 더욱 악화되고 있었던 시기였다. 두 번째 금리 인하는 롱텀 캐피털 매니지먼트(LTCM)라는 거대 헤지펀드 (스스로의 위험에 대해 제대로 헤지하지 못한 헤지펀드)가 붕괴된 후에 이례적으로 내부 회의를 통해 단행했다. 이 헤지펀드의 도산은 일시적이기는 하지만 대다수 금융시장의 유동성을 저해하고 위험가산 금리를 급상승시키는 결과를 초래했다<sup>96)</sup>.

결국 해외에서 촉발된 금융위기와 같은 예상치 못했던 불길한 징후들이 없었다면 연방준비제도가사회는 1997년과 1998년에 연이어 금융정책을 긴축기조로 전환시켰을 지도 모른다. 인내의 시대는 이처럼 인위적으로 연장된 측면이 있다.

---

96) 예를 들어 이 당시에는 30년 만기 채무부채권과 29년만기 채무부 채권의 수익률 사이에도 상당한 차이가 발생하였다.

## VII. FRB의 비개입(forbearance) 정책의 종료

1999년 초반에 들어서자 행운의 시기에 인플레이션의 하락세를 주도했던 공급 측면의 충격요인들은 대부분 사라지거나 오히려 반대 방향으로 작용하기 시작했다. 그럼에도 불구하고 실업률과 근원 인플레이션율은 계속 내려갔다. 하지만 6월이 되자 연방준비제도가 사회는 지속적으로 유지해 온 참고 기다리는 정책에 부담을 느끼기 시작했다. 이에 따라 연방공개시장위원회(FOMC)는 정책기조를 긴축 사이클(<표 V-2> 참조)로 전환하면서 1999년 6월 4.75%였던 연방기금금리를 2000년 5월 6.5%까지 인상시켰다. 연방준비제도가 사회는 1990년대 들어 두 번째로 연착륙을 시도하게 된 것이다.

공급 측면의 우호적인 충격이란 본래 일시적이라는 속성을 갖고 있기 때문에 경제학자들은 이러한 요인들이 사라지거나 상황이 반전될 때 그다지 놀라지 않는다.

- 1998년 8월 여러 국가들의 통화 바스켓에 대한 달러화 가치가 정점에 달했다. 그리고 1999년 내내 그 수준을 중심으로 비교적 좁은 진폭으로 등락을 거듭했다. 달러화의 평가절상은 수입재화의 안정적인 가격 하락세를 초래함으로써 인플레이션과 관련하여 미국경제에 일종의 보너스로 작용했다.
- 에너지 가격은 1999년 반전되었다. 석유수출국기구(OPEC)의 감산 결정에다 세계경제의 회복세까지 겹쳐 1999년 한해 동안 유가

가 93%까지 상승함으로써 이전의 유가하락분을 모두 상쇄하였으며, 2000년에는 더욱 올라갔다. <표 VI-1>을 보면, 에너지 가격의 상승이 일반 인플레이션 수치를 1999년 한해 동안 1% 포인트 정도는 족히 올렸다는 사실을 알 수 있다. 하지만 근원인플레이션은 여전히 안정적이거나 하락세를 유지했다.

- 많은 사람들은 근로자들의 의료보험방식을 ‘의료서비스당 비용을 지불받는 방식(fee-for-service)’에서 ‘의료관리 방식(managed care plan)’으로 전환함으로써 얻었던 기업들의 일회적 이득이 소진되면 사용자의 건강복지비용 부담이 다시 증가할 것이라고 우려해 왔다. 실제로 이러한 우려가 현실로 나타났다. 1999년 말 간접임금 비용은 크게 증가하고 있었다.
- 행운의 시대 동안 연평균 30% 가까이 급격히 하락했던 컴퓨터·반도체 값의 하락 속도가 1999년에는 품질개선을 반영한 조정후 가격기준으로 21%밖에 둔화되지 않았다(제VIII장 참조).

위와 같은 요인들에도 불구하고 근원 소비자물가 상승률은 1999년 중 하락했다. 행운을 가져다주었던 요인들이 1999년 이후 반전되었는데도 불구하고 인플레이션이 이처럼 낮은 수준에 머물렀던 이유는 무엇인가? 아마도 단위 노동비용이 정체해 있는 상황에서 생산성이 급격히 상승했다는 점이 가장 올바른 대답이 될 수 있을 것이다. 1996년에서 1997년까지의 생산성 상승률은 연평균 2.5%였는데, 이는 1991년부터 1995년까지의 생산성 상승률 평균치를 거의 1% 정도 넘어서는 수준이다. 그러나 생산성 상승률이 급격히 증가했다는 점이 보다 중요하다. 실제로 1999년의 생산성 상승률은 4.1%라는 놀랄만한 성과를 보여주었다. 그 결과 단위노동비용은 1999년 겨우 0.7% 상승하는 데 그쳤다<sup>97)</sup>. 결국 생산성의 가속적인

증가가, 유리한 공급 쇼크 요인들이 사라졌다는 점보다 인플레이션에 더 많은 영향을 미친 요인이라고 볼 수 있다. 이 같은 상황은 다소 새로운 현상인 만큼 이를 충분히 이해하기 위해서는 다음 장에서 좀 더 상세하게 살펴볼 필요가 있다.

---

97) 고용비용지수로 측정된 명목보상 수준의 증가율은 1995년 2.7%, 1999년 4.3%로 1995~1999년 사이에 다소 증가했다. 그러나 2000년 1사분기에서 3사분기 동안 고용비용지수상의 보상수준은 연간기준으로 4.5% 증가했다. 비농가부문의 보상수준으로 측정된 두 번째 지표 역시 1999년에 보상수준이 증가했음을 보여준다. 이 지표상으로는 보상수준이 1995년에는 2.6%, 1999년에는 4.7% 정도 증가했다. 그러나, 보상증가율은 1998년 중반부터 2000년 1분기까지 하락했다.

## VIII. 생산성 상승과 컴퓨터 가격

1998년 말까지도 신경제의 주창자들 - 컴퓨터와 정보통신기술이 미국경제를 구조적으로 변화시키는 동시에 생산성 상승을 주도하고 있다고 주장한 사람들 - 은 자신들의 주장을 입증할 만한 자료를 제시하지 못했다. 생산성이 소폭 상승한 것은 분명했지만, 일반적인 통계적 검증을 시도해 보면 경기확대에 따른 상승에 불과한 것으로 나타났다. 요컨대 생산성 상승 추세가 근본적으로 변화하고 있다는 경험적인 근거는 존재하지 않았던 것이다<sup>98)</sup>. 그러나 경험적인 증거 여부와 관계없이 컴퓨터와 인터넷이 “모든 것을 변화시키고 있다”는 백가쟁명식의 다양한 견해들이 표출되기 시작했다. 한마디로 컴퓨터는 모든 논의의 중심이 되었지만, 컴퓨터로 인해 경제 전체의 생산성이 증가했다는 점은 통계적으로 입증하기 곤란하다는 이른바 「솔로우의 역설(Solow's paradox)」<sup>99)</sup>이 광범위하게

---

98) 생산이 급속히 증가할 때 생산성 추세가 상승한다는 점은 이미 오래 전부터 알려진 사실이다.

99) 생산성의 역설(productivity paradox)이라고도 불리는 솔로우의 역설은 노벨경제학상 수상자이자 생산성 분석을 창안한 솔로우가 지난 20여년간 막대한 자본이 정보통신기술부문에 투자되었지만, 경제 전체의 생산성은 거의 증가하지 않았다고 언급하면서 통용되기 시작한 용어다. 이를 해명하기 위한 경제학에서의 여러 가설들은 대략 다음과 같은 5가지 정도로 나누어지는데, 국가와 시간을 달리해 가면서 활발한 이론적·경험적 논쟁이 전개되고 있다. 첫째, 노동과 자본의 기여도를 제외한 총요소생산성(total factor productivity)의 정의 자체가 측정과정에서 상당한 오차를 포함할 수밖에 없다는 측정오차의 가설, 둘째, 모든 기술혁명은 경제 및 사회의 생산성을 증가시키기까지 상당한 시간을 필요로 한다는 신기술의 시차(time lag)가설 셋째, 정보통신기술은 자본으로 체화되기 때문에 노동생산성은 증가시키지만 자본생산성을

회자되기 시작한 것이다<sup>100)</sup>.

많은 사람들이 공식적인 통계와 관계없이 실제로 생산성이 급격히 상승하고 있다는 가정 자체를 즐기고 있었다. 생산성의 급격한 상승을 전제로 할 경우 설비가 왕성한 이유도, 기업의 수익이 급증한 이유도, 주식시장에서 기업가치가 급등한 이유도 모두 설명할 수 있기 때문이었다. 국민소득 계정에서도 소득이 생산보다 빠르게 증가하는 통계상의 모순이 관찰되었는데, (사실 이러한 일은 불가능하다) 이 역시 실제로는 생산성 상승이 정부의 공식적인 생산 통계보다 훨씬 빠르게 증가하는 것이 아니냐는 추측을 갖게 했다. 앨런 그린스펀은 위와 같은 낙관론을 적극 옹호하는 대표적인 인물이었다.

위의 주장들과 더불어 통계 지표를 수정해 보면, 생산성 상승이 실제 정부통계로 나타나기 이전에 몇가지 개별적인 사실들로 표현되었음을 알 수 있다. 1996~1999년 기간중의 생산성 상승은 1991~1995년에 비해 약 1% 정도 더 높았다. 생산성 상승 추세에 대한 통계적 검증은 [그림 VIII-1]에서 보듯이 1995년 말 또는 1996년 초반에 단절적인 변화가 있었음을 보여준다. 그림을 통해 보면 1995년 말부터 생산성이 가속적으로 상승하기 시작했다는 점을 시각적으로 확인할 수 있다. 물론 그 당시에는 이러한 사실을 체감하기가 쉽지 않았다.

---

떨어뜨리고 총요소생산성도 개선되기 힘들다는 대체가설 넷째, 정보통신기술의 중요한 특징은 외부효과인데, 이것이 시장가격으로 나타나지 않기 때문에 전통적인 측정방법으로는 생산성 증가를 측정하기 어렵다는 외부효과 가설, 다섯째 정보통신기술이 자신의 영역뿐 아니라 다른 산업에 미치는 확산효과가 중요하며, 이를 금전적으로 포착할 수 있는 새로운 생산성 측정방법을 사용해야 한다는 확산가설 등이다.(역자)

100) Robert M. Solow, New York Times Book Review, July 12, 1987, p.36

[그림 VIII-1] 비농업 부문의 4개년 평균 생산성  
상승률(1963~2000)



자료 : 미국 노동부, 노동통계국

단순회귀분석을 통해 생산성 상승률의 변화가 통계적으로 급격히 진행되었음을 확인할 수 있다. 우리는 비(非)농업부문의 분기별 근로시간과 총생산 자료를 이용해 다음과 같은 단순 모형으로 생산성 상승 중 추세적인 부분과 순환적인 부분을 분해했다<sup>101)</sup>.

101) 식(4)는 단순회귀와 경제학에서 생산성을 추정하는 다양한 방법들에 대한 사전지식이 없을 경우 다소 이해하기 어려울 수도 있다. 간략한 설명을 덧붙이자면, 식(4)는 자본을 제외한 노동과 산출물과의 관계만 나타내는 매우 단순한 생산함수( $y=f(L)$ )를 전제로 한다고 생각하면 된다. 로그를 취하는 이유는 선형의 추정식을 만들기 위함이고,  $y_t$ ,  $y_{t-1}$ ,  $h_{t-1}$ ,  $h_{t-2}$  등은 현재 및 전기의 산출액 그리고 과거의 노동시간이 현재의 노동시간에 미치는 영향을 나타내는데, 저자들은 산출액이나 과거 노동시간에 의한 현재 노동시간의 변화를 순환적인 일시적 변화라고 가정하고 이를 추세와 분리하기 위해 동원한 것이다. 익숙하지 않은 독자들은 그냥 건너 뛰어서 생산성 증가 요인을 설명하고 있는 곳으로 넘어가도 무방하다. 단, 생산성의 증가란 현재까지도 쉽게 추정하기 어려운 일종의 퍼즐로 남아 있다는 점만은 기억해 두기로 하자.(역자)

식(4)

$$h_t = \text{constant}(\text{상수}) + a_1 y_t + a_2 y_{t-1} + b_1 h_{t-1} + b_2 h_{t-2} + \text{timetrend}(\text{추세}) + \text{error}(\text{오차})$$

위의 식에서 소문자  $h$ 는 근로시간의 로그값이고 소문자  $y$ 는 산출액의 로그값이다. 따라서 생산성은  $y-h$  이다. 추정의 제약조건은  $a_1 + a_2 + b_1 + b_2 = 1$  이다. 이 제약조건은 근로시간이 장기적으로 총산출에 비례한다는 것을 의미하며, 따라서 총산출의 증가가 생산성에 미치는 효과를 일시적인 것으로 만들어 준다. 이러한 방식을 통해 생산성 변화를 경기순환적인 부분과 추세부분으로 분리할 수 있다. 다음에 여러 시기별로 가변수(dummy variables)를 사용하여 추세상의 변화를 포착해 낼 수 있다. 이 회귀분석으로부터 서로 다른 3개의 생산성 추세를 추정하고, 두 가지의 구조적 변화(하나는 1973년 3분기에 시작하는 생산성 침체 현상이고, 다른 하나는 1995년 4월부터 시작하는 생산성의 급등 현상)가 존재하는지를 검증한다.

<표 VIII-1>은 회귀분석의 결과를 요약했다. 모든 회귀식의 시작은 1959년 3분기이지만, 종료 시점에 변화를 주었다. 대상기간을 확대해도 다른 계수들이 큰 변화를 보이지 않기 때문에 이 표에서는 1995년 4분기의 생산성 추세와 그  $t$ 값만을 요약했다.

분석 결과, 1998년 초까지 생산성 추세가 향상됐다는 통계적 증거는 확인할 수 없었다. 단지 점 추정 결과 생산성 상승률이 1973~1995년 기간중의 추세에 비해 약 1% 포인트 상승한 것으로 파악됐다(1998년 1분기까지 가장 좋은  $t$  값이 1.52에 불과했고 이에 따른  $p$  값은 0.13이었기 때문에 유의수준도 매우 낮다고 볼 수 있다). 그러나 그 이후 그림은 빠르게 변모하기 시작했다. 1998년 3분기의 자료를 표본에 추가하면, 1995년 4분기에 시작한 생산성 상승률 추세의 변화폭은 여전히 1%포인트 정도지만 그  $t$  값은 2.14( $p$  값

은 0.03)로 좋아졌다. 1999년 4분기까지의 자료를 추가하면 t값은 3.44 ( $p=0.0007$ )였고 추세 단절에 대한 점 추정치는 약 1.2%포인트로 나타났다. 종합해 보면 1998년 중·후반에 가서야 관련 데이터가 마침내 경제의 실상을 따라잡기 시작했고, 생산성이 상승해 왔음을 확인해 준다.

〈표 VIII-1〉 기간별 식(4)의 회귀 추정 결과

종료 기간	추정된 추세상의 변화(%)	t값
1996:4	+0.82	0.52
1997:1	+0.58	0.46
1997:2	+0.71	0.70
1997:3	+1.06	1.24
1997:4	+0.96	1.30
1998:1	+0.98	1.52
1998:2	+1.11	1.95
1998:3	+1.10	2.14
1998:4	+0.99	2.12
1999:1	+1.11	2.62
1999:2	+1.02	2.60
1999:3	+1.07	2.94
1999:4	+1.18	3.44
2000:1	+1.22	3.75
2000:2	+1.39	4.40
2000:3	+1.51	4.87
2000:4	+1.61	5.26

자료 : 저자 직접 계산

그러면 어떤 요인들이 생산성의 급격한 상승을 불러 왔을까? 컴퓨터와 반도체 생산부문에서의 기술적 진보가 직·간접적으로 생산성 상승을 초래했다는 가설이 가장 보편적이다. 첫째 컴퓨터산업에서의 생산성 상승이 가장 두드러지며 경제전반에 걸친 생산성 상승률에 가장 큰 영향을 미쳤다. 둘째 컴퓨터와 소프트웨어의 가격 하락에 힘입어 경제 전체의 컴퓨터에 대한 투자와 그 활용이 증가

했다. 이른바 자본의 심화(capital deepening)현상이 나타난 것이다. 세 번째는 가장 논란이 많은 부분인데, 정보기술(IT) 산업의 발전에 힘입어 컴퓨터를 집중적으로 사용하는 산업에서 생산성이 상승했다는 가설이다.

[그림 VIII-2]는 컴퓨터 가격의 동향을 보여준다. 컴퓨터 가격은 1980~1995년까지 약 15년에 걸쳐 명목가격 기준으로 연평균 14% 하락했으며 그 후 3년 동안은 무려 25~30%까지 급락했다. 이처럼 급격한 가격 하락은 비록 무어의 법칙(Moore's Law)까지는 아니더라도 결국 이 산업에서 총 요소생산성(TFP)이 경이적으로 상승했음을 의미한다<sup>102)</sup>. 스티븐 올리너(Stephen Oliner)나 대니얼 시첸(Daniel Sichel) 같은 연방준비제도이사회 소속 경제학자들의 추정에 따르면, 컴퓨터와 반도체 산업이 비농업부문의 총생산에서 점하는 비중은 1.5%에 불과하지만, 이들 산업에서의 총 요소생산성(TFP) 상승이 1990년대 후반 미국 경제 전체의 총 요소생산성을 약 0.35%포인트나 상승시킨 것으로 나타난다. 더 나아가 컴퓨터와 반도체 산업 이외의 비농업 부문 총 요소생산성 상승에도 이와 비슷한 정도로 기여했다<sup>103)</sup>. 노스 웨스턴 대학의 경제학자 로버트 고든(Robert Gordon)도 컴퓨터 산업에서 위의 연구와 유사한 정도의 총 요소생산성 상승이 관찰된다고 추정했다<sup>104)</sup>. 그러나 경제 전체의 총 요소생산성을 급격히 증대시키는 효과는 확인되지 않았다. 양자의 분석 결과가 차이를 보이는 이유는 고든이 경기순환적인 변화를 조정한 반면,

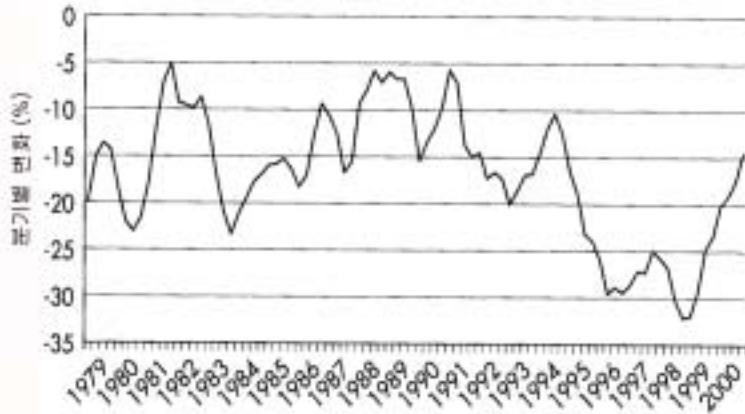
102) 인텔의 고든 무어의 이름에서 명명된 무어의 법칙이란 마이크로 칩에 저장할 수 있는 트랜지스터의 수(데이터의 양)가 매 18개월마다 2배가 된다는 것이다.

103) Stephen Oliner and Daniel Sichel, "The Resurgence of Growth in the Late 1990s : Is Information technology the Story?" *Board of Governors of the Federal Reserve*, Washington, D.C., March 2000.

104) Robert J. Gordon, "Does the 'New Economy' Measure up to the Great Inventions of the Past?" *Journal of Economic Perspectives* 14, No. 4(2000 Fall): pp. 49~74.

올리너와 시첼은 이러한 조정을 반영하지 않았기 때문이다.

[그림 VIII-2] 컴퓨터 가격의 변화<sup>1)</sup>



주 : 1) 최종 컴퓨터 가격의 연쇄 변화율(전년 동기대비 변화율)

자료 : 미국 상무부, 경제분석국

컴퓨터와 정보통신 장비의 급속한 가격 하락은 위와 같은 직접적인 영향 외에도 종종 무시되고 있는 간접적인 경로를 통해 생산성 상승에 중대한 영향을 끼쳤다. 요컨대 장비 가격의 하락이 투자 붐을 촉발하는 요인으로 작용했다<sup>105)</sup>. 1999년에는 국내총생산(GDP) 대비 실질 투자의 비중이 2차대전 이후 가장 높은 수준으로 뛰어 올랐는데, 이러한 신규투자 홍수의 배후에는 첨단 기술 장비와 소프트웨어가 자리잡고 있었던 것이다. 올리너와 시첼은 컴퓨터와 정

105) 기본적인 투자이론에 따라 저가(lower prices)의 효과와 자본비용의 하락(falling prices)효과를 구분하는 것이 중요하다. 자본재의 가격 하락은 투자지출을 촉진시킨다. 그러나 빠른 속도의 가격 하락은 자본 손실을 유발하기 때문에 투자지출을 억제할 수도 있다. 실제로 가격 수준의 효과가 보다 지배적인 현상이다.

보통신 장비로 응축된 자본축적의 심화가 1996~1999년 생산성 상승률을 약 0.5% 정도 올려놓았다고 추정했다<sup>106)</sup>. 돌이켜보면 이런 첨단기술 투자의 일정 부분이 1998~2000년의 투기적 버블을 초래하는 데 일조했다고 주장할 수도 있다. 그러나 적어도 당시에 이러한 주장을 전개하는 사람은 거의 없었다.

물론 생산성의 급상승은 장기적으로 생활수준을 향상시키는 희소식임에 틀림없다. 더구나 실질임금의 상승이 수십년간 느림보 걸음을 해 왔다는 점을 감안한다면 그 의미는 매우 크다. 하지만 실업과 인플레이션이라는 관점에서 최대의 관심사는 이러한 생산성 상승이 필립스 곡선에 영향을 미칠 것인지, 그리고 만약 영향을 미친다면 그 효과가 어떻게 나타날 것인가라고 할 수 있다.

우선 한 가지 가능한 설명은 생산성 충격이 적어도 일정 기간 단기의 자연실업률을 떨어뜨릴 수 있다는 것이다. 명목임금이 올라도 최소한 단위당 노동비용의 상승이 억제되기 때문에 낮은 실업률과 안정적인 인플레이션이 공존할 수 있다는 가설이다. 하지만 이러한 설명에는 한 가지 의문이 생긴다. 왜 생산성 증대가 좀더 빨리 1대1 대응관계에 있는 임금결정으로 연결되지 않았는가? 이는 앞서 살펴본 식 (1)에서 단위당 노동비용의 경로에 변화가 없음을 의미한다. 물론 경제학자들은 통상적으로 「임금=단위당 요소가격 ( $x^w = x^f$ )」을 가정하기 때문에 위의 질문에 쉽게 대답할 수 있을 것이다. 그러나 좀더 설득력 있는 대답은 근로자들이 생산성 상승이 가속화된다는 사실을 인식하지 못했다는 점이다. 바꿔 말하면 근로자들은 통상적으로 임금교섭 ( $x^w$ )과정에서 생산성 상승률을 실질임금 증가의 기준으로 삼는데, 지난 20여 년간 실질임금 증가율이 매우 낮았기 때문에 생산성이 갑자기 증가하는 새로운 현실에 민감하게 반응하지 못했던 것이다<sup>107)</sup>. 이 두 가지 가설은 어떤 의미에

106) Oliner and Sichel의 위의 글 참조

107) 다음을 참조하라. Laurence Ball and Robert Moffitt, "Productivity

서는 서로 다르게 들릴지 모르지만 경제지표에 주는 영향은 거의 유사하다. 어느 쪽으로 설명하든 임금이 빠르게 증가하고 있는 생산성에 비해 매우 낮게 유지된 점만은 분명하다.

생산성 상승분만큼 임금이 상승하지 않으면 다음의 두 가지 결과를 초래한다. 첫째 생산성에 비해 임금이 갑자기 하락할 경우 기업들은 자연스럽게 고용을 늘리고 싶어 할 것이다. 따라서 실업률이 하락한다. 둘째 단위 노동비용이 하락하기 때문에 기업은 자신들이 생산하는 재화와 서비스의 가격을 인상하지 않아도 된다. 따라서 인플레이션이 억제된다. 요약하자면 경이적인 생산성 상승이야말로 실업과 인플레이션을 동시에 하락시킨 주요 요인이라고 볼 수 있으며, 실제로 1990년대 후반 미국경제에서 이러한 현상이 나타났다<sup>108)</sup>. 위와 같은 해석은 1970년대 스태그플레이션의 원인을 설명하는 논리를 그대로 뒤집어 놓은 것이라고 볼 수 있다. 즉 1970년대에는 생산성이 침체에 들어섰다는 것을 경제주체들이 인식하지 못했기 때문에 과도한 임금인상, 높은 인플레이션, 높은 실업률을 초래했던 것이다. 1990년대에는 생산성 상승을 깨닫지 못했기 때문에 정반대의 결과를 낳았다고 볼 수 있다.

생산성 상승이 경제 전체에 미친 과급효과를 수치화하기 위해 우

---

Growth and the Phillips Curve," paper prepared for The Century Foundation-Rusell Sage Foundation Conference on sustainable employment, January 2001.

108) 생산성 증가 부분을 포함하는 미국의 필립스 곡선은 전형적으로 생산성의 느린 증가가 인플레이션에 미치는 부작용에 대해 언급하고 있다. Steven N. Braun, "Productivity and the NAIRU (and Other Phillips Curve Issues)" Working Paper #34, Federal Reserve Board, Economic Activity Section, 1984, and Steven N. Braun and Ron Chen, "The NAIRU as a Policy Target : Refinements, Problems and Challenges," unpublished manuscript, 1996. 또한 다음의 글도 참조할 수 있다. Economic Report of President, February 2000, pp. 90~91.

리는 다시 두 가지의 거시계량경제 모형을 활용했다. 역시 실질 연방기금금리는 실제 수준과 동일하다고 가정했다. 하지만 두 모형은 각각 생산성 추세를 취급하는 방식이 다르기 때문에 시뮬레이션 방법도 다소 다르게 시도했다. 우선 FRB-US 모형에서는 1994년 시작된 비농업 부문의 생산성 상승이 없다는 가정하에 분석했다<sup>109)</sup>.

<표 VIII-2>의 결과를 보면 FRB-US 모형에서 생산성 상승률의 증가는 총 공급의 증가폭보다 총수요의 증가폭을 확대시키는 결과를 가져왔다. 부(富)의 효과가 소비 증가를 유발했고 가속적인 국내총생산(GDP)의 증대는 주택·내구 소비재 수요와 기업투자의 현저한 증가를 가져왔다. 그 결과 비농업부문의 노동생산성 상승률은 분석기간 말에 이르면 5.4% 상승하여 잠재성장률을 약 4.3%, 실질 GDP성장률을 6년 평균 약 1.15%씩 증대시킴으로써 국내총생산(GDP) 수준을 6.8%나 증가시켰다. 이러한 영향으로 1999년 말 실업률이 1.3% 포인트 하락한 것으로 추정된다. 인플레이션은 처음에는 생산성 상승으로 억제됐지만 낮은 실업률 때문에 조금씩 상승하기 시작하여 1999년 말에는 기준선을 다소 상회하는 수준까지 이르렀다<sup>110)</sup>.

109) 모의실험은 1993년 이후 비농업부문의 노동생산성이 급격히 증가하지 않고 1974~93년의 연평균 증가율인 1.5%라고 가정한다. 우리가 가정한 생산성 수준의 편차와 기준선을 벗어난 비농업 부문의 생산성 추세 증가율은 <표 VIII-2>의 마지막 2개의 행에서 찾아볼 수 있다.

110) FRS-US 모형에서는 실질 연방기금금리를 기준선 수준의 실업율을 유지하도록 조정해 주었기 때문에 동일한 생산성 충격이 1999년의 기준선에 비해 인플레이션을 0.7% 정도 낮춘다.

〈표 VIII-2〉 1993년 이후 급속한 생산성 추세의 상승이 경제에  
미친 파급효과(실질 연방기금금리는 기준선 수준으로 유지)

기준점으로부터의 변화	모형	1994:4	1995:4	1996:4	1997:4
실질GDP성장률 (전4분기대비)	WMMM	0.9	1.2	0.9	1.1
	FRB-US	1.1	1.3	1.7	1.6
소비자물가상승률 (전4분기대비)	WMMM	-0.9	-1.1	-1.4	-1.7
	FRB-US	-0.3	-0.3	-0.0	0.3
실업률 (차이)	WMMM	0.1	0.0	0.1	0.0
	FRB-US	-0.4	-0.7	-1.0	-1.3
비농업 부문에서의 노동생산성 추세 (% 차이)	Both	1.5	2.5	3.9	5.4
비농업 부문에서의 노동생산성 증가율 전4분기대비(차이)	Both	0.7	1.0	1.3	1.5

자료 : 모형을 통해 직접 계산

WMMM 모형에서도 동일한 모의실험을 행하기 위해 우리는 컴퓨터 산업에서 총 요소생산성 상승이 없었더라면 상황이 어떻게 달라졌을까 하는 가정에서부터 시작했다. 즉 컴퓨터 가격의 하락 속도를 1993년의 컴퓨터 가격 하락 속도(연평균 마이너스 7.5%)로 상정함으로써 1994년 이후 뚜렷했던 기술적 변화의 가속화 현상을 배제했다<sup>111)</sup>. 하지만 이러한 가정은 1994년 이후의 생산성 상승 현상 중 단지 일부만을 사상하는 효과를 가진다. 따라서, FRB-US 모형에서 비농업부문 생산성 하락 가정과 유사한 정도의 효과를 갖게 하기 위해 컴퓨터산업 이외 부문에서의 총 요소생산성도 낮게 반영하였다.

WMMM 모형 분석에서는 생산성 충격이 총공급과 총수요에 미친 효과가 대략 상쇄된다. 즉 실질 연방기금금리를 일정하게 두는 금융정책하에서 실업률이 크게 변하지 않았다. WMMM 모형에 따르면 생산성 충격은 1999년에 실질 GDP 성장률을 연간 1%포인트

111) WMMM 모형에서 이러한 상대가격은 비농업부문의 가격지수 대비 PDE 컴퓨터가격지수의 비율로 측정했다.

트 정도 높였고 인플레이션율은 1.7%나 낮았다. 두 모형은 생산성의 가속적인 증대가 1995년 이후 인플레이션을 낮췄다는 점에 의견을 같이했는데, WUMM 모형에서 그 효과는 훨씬 크게 추정된다.

그렇다면 당연히 떠오르는 의문은 두 모형에서 왜 생산성 상승이 인플레이션 억제에 미친 효과가 차이를 보이고 있는가이다. 첫 번째 이유는 생산성 충격에 기인한 혜택이 FRB-US 모형에서는 실업률을 더 낮추는 방향으로 기여했고, WUMM 모형에서는 인플레이션을 더 낮추는 방향으로 반영되었기 때문이다. 게다가 이 두 모형은 임금-물가간의 동태적인 변화를 다루는 방식에서 차이가 있다. FRB-US 모형은 생산성 충격에 대해 임금·물가가 시차를 두고 반응한다는 점을 감안했다. 즉 앞의 식 (1), (2), (3)에서 임금 <소가격 ( $x^w < x^f$ )라는 표준적인 필립스 곡선을 상정했다. 생산성 증대가 단번에 일어나게 되면 가격 예상을 조정하는 데는 1년쯤 걸리지만 임금을 예상하는 데는 훨씬 더 긴 3년쯤 소요되는 것이다. 따라서 2년 동안은 요소가격 > 금( $x^w > x^f$ )이라는 식이 성립된다.

WUMM 모형에서는 이러한 비대칭성이 더욱 뚜렷하고 훨씬 더 오랜 기간 지속된다. 생산성 충격에 대한 명목임금 상승의 반응이 특히 느리게 나타난다. 왜냐하면 식 (1)과 비교해서 WUMM 모형은 기대 인플레이션이나 이미 인지된 생산성 향상이 아닌, 과거의 명목 임금증가가 임금 교섭에 영향을 준다는 가정을 도입하고 있기 때문이다. 따라서 두 모델은 1990년대 후반의 생산성 충격이 경제 성과에 매우 큰 파급효과를 가져왔다는 점에 대해서는 일치하지만, 생산성 충격이 인플레이션 억제에 어느 정도 기여했는지, 또 그 효과가 얼마나 지속됐는지에 대해서는 서로 다르게 나타난다<sup>112)</sup>.

112) 산성 충격이 필립스 곡선의 상충관계에 미친 영향을 요약하는 또다른 방식은 모델의 단기 자연실업률에 미친 영향을 살펴보는 것이다. 1990년대 후반에 FRS-US 모형에서는 자연실업률을 0.4%포인트 정도, WUMM 모형에서는 0.8%포인트 정도 하락한 것으로 추정했다.

생산성 상승이 필립스 곡선의 상충관계(trade-off)에 영향을 주었다는 가설은 현실과 얼마나 부합하는가? 이에 대해서는 생산성 상승이나 임금상승에 대한 경제주체들의 인식 정도처럼 구하기 매우 어려운 통계자료가 있어야만 확실하게 답할 수 있다. 하지만 일종의 착시현상임을 주장하는 중요한 가설을 하나 살펴보자. 이러한 견해에 따르면 최근에 경험한 저(低)인플레이션과 저(低) 실업률이라는 특이한 조합은 대체로 일시적인 현상이다. 근로자들은 생산성이 급격히 올라가고 있다는 사실을 알아 차리자마자 더 높은 실질임금을 요구할 것이다. 기업들이 임금인상을 허용하기 시작하면 비용이 늘어날 수밖에 없다. 이런 관점에서는 경제주체들의 인식이 현실을 제대로 포착하기 시작하면 단기 필립스 곡선의 상충관계는 정상적인 상태로 회귀할 것이다. 이론적으로 볼 때, 모의실험에서 나타난 '축복'은 일시적인 현상에 그칠 것이다.

이런 논리는, 실질임금 인상에 대한 욕구가 시차를 두고 현실화한다는 점이 반영되어 있다면 타당성을 가질 수도 있을 것이다. 그러나 필립스 곡선의 배후에 근로자 교섭력의 약화 현상이 구조적인 변화라면, 저(低)인플레이션과 저(低)실업률의 조화는 좀 더 오래 지속될 것으로 예상할 수 있다. 이 경우 필립스 곡선은 계속 바람직한 방향으로 움직일 수 있다.

#### 가. 급 충격의 영향 : 요약

미국은 1990년대 후반기에 생산성의 급증, 간접임금의 증가세 둔화, 달러화 평가절상, 유가하락, 그리고 인플레이션을 하락을 가져온 통계상의 조정 등과 같은 엄청난 행운을 누렸다. 만약 위와 같은 순기능적인 충격이 없었다면 1994년 이후 미국경제는 얼마나 달라졌을까?(그럼에도 불구하고 연방준비제도이사회는 실질 연방기금 금리를 실제대로 운영했음을 가정한다) <표 VIII-3>은 이에 대해 두

가지의 거시계량경제 모형이 내린 해답을 요약한 것이다. 이 표는 생산성 충격이 앞서 <표 VI-5>와 <표 VI-6>에서 보여준 파급효과를 보완하는 의미를 갖는다.

<표 VIII-3> 1994년 이후 공급측면의 충격이 인플레이션과 실업에 미친 영향(실질 연방기금금리는 기준선 수준으로 유지)

자료 : 저자 직접 계산

기준점으로부터의 변화	모형	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
실질 소비자물가 상승률 (전4분기대비)		2.7	2.6	2.7	3.1	1.9	1.5	2.6
충격이 없을 경우의 소비자물가상승률	WLMM	2.7	2.8	4.4	5.9	5.8	6.8	7.2
	FRB-US	2.7	2.6	3.3	4.2	5.9	4.6	4.2
실제 실업률 (4분기)		6.6	5.6	5.6	5.3	4.7	4.4	4.1
충격이 없을 경우의 실업률	WLMM	6.6	5.4	5.4	5.4	5.1	3.9	2.7
	FRB-US	6.6	5.6	5.8	5.8	5.9	5.7	5.3

FRB-US 모형에 따르면 실업률은 5~6%에 머물렀을 것이다. 이는 1994년 수준에 가깝다. 인플레이션은 2.5%에서 4% 수준으로 뛰어 올랐을 것이다. 한마디로 거시경제적인 기적은 없었을 것이다. 반면에 WLMM 모형의 답은 다르다. 실업률이 3% 이하로 떨어진 상황에서 연방준비제도이사회는 저금리정책이 계속되고, 이러한 금융정책은 당연히 인플레이션을 자극하여 1990년대 말에는 인플레이션율을 7% 이상으로 만들었을 것이다. 이러한 계산 결과가 의미하는 바는 무엇인가? 생산성 상승 추세는, 모든 공급측면의 긍정적인 충격 요인들과 함께 1994년 이후의 더할나위없는 인플레이션 실적을 충분히 설명해 준다는 것이다. 두 모형에 따르면 공급측면의 긍정적인 충격 요인들이 필립스 곡선에 끼친 순기능적 영향은 지대하다. 오히려 인플레이션이 왜 좀 더 낮아지지 않았을까 하는

의문이 들게 할 정도이다.

## IX. 1999년 이후의 금융정책

1999년 중반 연방준비제도이사회는 상황을 지켜보면서 기다린다는 종래의 정책을 종료하고 총수요의 증가세를 총공급의 증가 속도에 맞추고 동시에 노동시장이 초과수요 상태에 도달하는 것을 막는 방향으로 정책기조를 전환하기 시작했다. 이러한 결정을 내릴 즈음 실업률은 4.2%까지 떨어진 상태였고 그 동안 지속되어 온 공급 측면의 유리한 충격들은 사라지거나 오히려 반전되기 시작했다. 세계 경제 또한 분명 호전되고 있었기 때문에 세계경제의 동반 침체를 막는다는 긴축의 명분도 없어졌다. 이러한 경제상황의 변화는 연방 기금금리를 인상할 충분한 이유를 제공했다. 그러나 연방공개시장위원회(FOMC)는 물가 상승 조짐이 있다는 어떠한 증거도 찾지 못하고 있었다. 또한 생산성이 급격히 상승하자 연방준비제도이사회는 저(低)인플레이션 시대가 지속되어 경제주체들의 인플레이션에 대한 기대심리가 낮아지고 근로자들도 임금 인상에 대한 기대를 낮추고 있다고 생각했다. 이러한 상황에서 왜 긴축정책으로 전환해야 했는가?

결론부터 말하면 긴축정책으로의 전환은 금리 인상 없이는 총수요가 잠재적인 총생산 추세(의 감소세)에 따라 (더 빠르게) 감소할 것 같지 않다고 판단했기 때문이다. 연방공개시장위원회(FOMC)는 오랜기간 총수요가 감속하기를 기대하면서 기다렸다. 연방공개시장위원회(FOMC) 의사록을 보면 위원회 멤버들은 경제구조의 변화가 자연실업률을 영구히 낮추었는지 여부에 대해 의견의 일치를 보지 못했음을 알 수 있다. 일부에서는 4.2%에 불과한 낮은 실업률은 생산성 증대가 계속된다 하더라도 결과적으로 인플레이션

을 초래하게 된다는 회의적인 입장을 명확히 표시하였다. 반면에 앨런 그리스핀을 포함한 다른 멤버들은 자연실업률을 중시하는 접근 방법 대신 생산성이 가속화되고 있으며 임금조정 행태가 변했다는 주장에 많은 의미를 부여했다. 하지만 연방준비제도이사회는 온건론자들조차도 노동시장이 과열되도록 그대로 방치한다면 인플레이션 위험이 점증할 것이라는 점에는 동의했다. 연방기금금리를 충분히 올려 총수요 증가를 총공급의 추세에 조응하도록 낮추겠다는 전략(따라서 실업률을 일정하게 유지)은 점증하는 인플레이션 위험을 근본적으로 제거하지는 못하지만, 최소한 줄일 수 있다는 점에서 일종의 중도 노선이었다.

연방기금금리를 인상하기로 한 또 하나의 요인으로는 소비재 및 투자재에 대한 수요가 모두 높아져 실질 연방기금금리의 균형점이 높아졌다고 연방준비제도이사회가 믿기 시작했다는 점이다. 그린스핀은 연방공개시장위원회(FOMC)의 결정을 설명하면서 생산성의 가속적인 상승은 실질 연방기금금리의 균형점을 상향조정하게 만들었다고 주장했다. 생산성이 빠르게 상승하면서 잠재성장률뿐만 아니라 실제 경제성장률도 높였다는 게 그의 설명이었다. 이는 <표 VIII-2>의 FRB-US 모형 분석에 나와 있는 것과 유사하다. 이러한 결과를 가져 온 경로 중의 하나가 투자이다. 컴퓨터 가격 하락과 기술 혁신에 따라 실질 기대수익률이 높아지기 때문에 투자함수가 이동한다. 또 하나의 전달 경로는 소비이다. 주식시장의 급등에 따른 자산효과가 소득증가를 능가하는 소비증가를 촉발한다<sup>113)</sup>.

논란의 여지는 있지만, 주식시장의 급등은 미래 수익이 좀더 높아질 것이라는 경제주체들의 기대감과 생산성 붐의 결과라고 볼 수 있다. 심지어 많은 경제학자들은 주식시장의 위험 프리미엄 자체가 하락했다고 생각할 만한 근거가 충분하다고 주장했다<sup>114)</sup>. 그러나

113) 개인저축률이 1992년 8.7%에서 1999년에는 2.2%로 떨어졌다(심지어 그 이후 마이너스를 기록하기도 했다).

경제학자와 비경제학자를 포함한 많은 전문가들은 주가의 움직임이 진정으로 향상된 경제기반(fundamentals)을 반영했는지에 대해 의문을 갖기 시작했다. 급등하는 주가가 미래의 수익 흐름을 합리적으로 평가한 것이라고는 하지만, 같은 정도의(혹은 그 보다 더 한)비(非)합리적 충동을 반영한 것이라면 경제는 부분적으로 인위적인 부양상태를 경험하고 있는 셈이 된다. 1998년과 1999년에 연방준비제도이사회는 이러한 가능성 - 2000년말에 이르러 더욱 확률이 높아진 - 에 대해 우려감을 갖기 시작했다.

물론 연방기금금리 인상이 총수요를 억제하는 경로는 주로 주식 시장이다. 이 때문에 연방준비제도이사회는 일반 대중을 설득해야 하는 어려운 일을 떠안을 수밖에 없었다. 금융정책이 주식시장을 겨냥한 것은 아니었지만 주가가 경제에 미치는 영향을 고려하지 않을 수 없었던 것이다.

생산성 충격이 건전한 국내 수요증가에 기여했다는 관점은 매우 흥미롭고 또 실증적으로도 개연성이 큰 주장이다. 그러나 이러한 생각이 긴축정책으로의 전환을 설명하는 유일한 근거가 될 수는 없다. 주식시장의 호황을 포함한 금융시장의 제반 지표들은 금융상황이 그렇게 나쁘지 않다는 느낌을 주었다. 그리고 가장 중요한 점은 수요가 둔화된다는 증거를 어디서도 찾을 수 없었다. 이러한 상황들을 고려하여 연방준비제도이사회는 실질 연방기금금리를 인상하는 방향이 옳다고 생각했다. 마침내 금리가 인상되었다.

---

114) 극단적인 예로는 주식시장에 대한 제로 위험 프리미엄을 주장한 경우도 있었다. 이에 대해서는 James Glassman and Kevin Hassett, *Dow 36,000*(New York : Times Book)을 참조하라, 이처럼 극단적인 경우는 아니더라도 주식의 위험 프리미엄이 떨어졌다는 주장이 곳곳에서 제기되었다.

## X. 재정적자의 극적인 반전

연방준비제도가사회가 ‘인내’ (저금리정책)에서 ‘긴축’으로 시간을 보내는 동안 정부의 재정 구조는 숨돌릴 틈없이 빠르게 변모했다. 우리는 앞서 1993년의 예산 합의가 재정정책의 전환점이 되었다고 지적한 바 있다. 하지만 그 자체가 재정적자 감축이라는 과업을 완수하거나 양당 간의 반목을 종결지은 것은 아니었다. 1995년과 1996년 들어 의회를 장악한 공화당과 백악관 사이에는 치열한 예산 논쟁이 전개되었다. 급기야 의회는 정부기능을 마비시킬 수도 있는 두 가지 위협 수단을 들고 나왔다. 하나는 재무부로 하여금 국가채무의 불이행을 선언하도록 강제하겠다는 위협이었고 또 다른 하나는 정부 운영을 일련의 잠정예산에 묶어두겠다는 것 (이른바 계속결의 : continuing resolution) 것이었다<sup>115)</sup>. 1995년에는 뉴트 깅그리치(Newt Gingrich) 하원의장이 제안한 「미국과의 계약」, 즉 헌법에 균형예산 조항을 삽입하는 법안이 하원을 통과했고 상원

---

115) 이른바 CR(continuing resolution)이란 미국의 예산안 결정 및 집행과정의 절차상의 특징 중 하나이다. 일반적으로 미국의 정부 예산은 10월 1일부터 다음해 9월 30일까지이며, 따라서 의회와 대통령은 10월 1일 전까지 다음해의 예산을 결정해야 한다. 그러나 의회가 예산안에 합의하지 못하거나 대통령이 반대하는 경우, 연방부처와 주정부의 예산이 공백상태에 빠지는 것을 막기 위해 프로그램 또는 부처별로 1~2개월의 일시적인 예산 할당을 의회와 대통령이 별도로 합의하게 된다. 이를 CR이라고 하며 대체로 전년도와 유사한 수준의 예산을 임시적으로 책정한다. 이러한 관행은 해마다 반복되면서도 파국적인 양상을 띠지는 않았는데, 1995년 클린턴 대통령과 의회가 충돌하면서 새로운 CR에조차 합의하지 못하여 사상초유의 정부운영 중단이라는 파행을 초래하기도 했다. 잠시동안이기는 하지만, 정부가 돈이 없어 활동을 중단하는 사태가 빚어졌던 것이다.(역자)

에서도 가결되었다.

그러나 재정적자는 미국경제에서 정치보다 훨씬 더 순조롭게 변화하고 있었다. 재정적자는 1993년 정부 예상보다 훨씬 빠른 속도로 줄어들어 1992년 2,900억 달러에서 1996년 1,080억 달러로 급감했다. 그럼에도 불구하고 빌 클린턴이 두번째 임기를 시작할 무렵 의회예산국(CBO)은 재정적자가 2002년까지 1,880억 달러로 다시 늘어날 것이라고 예측했다. 더욱이 일부에서는 재정적자의 감소는 단순히 경제회복에 기인한 것이라고 평가 절하했다. 그러나 이러한 분석은 옳지 않다. 재정적자 감소의 일부분(약 25%)은 경기순환에 기인했지만, 대부분은 구조적인 재정수지의 개선에 의한 것이었다<sup>116)</sup>.

1993년의 예산합의에 따라 1998년까지 재량적인 정부지출에 엄격한 상한선이 설정되었고 이를 통해 정부의 세출예산안이 효과적으로 통제되었다. 하지만 상한선 설정의 법적 만료시점이 다가오고 있었고 의회는 헌법에 재정균형을 규정하는 수정법안의 통과를 요구했다. 클린턴 대통령은 이제까지의 정책을 신속히 마무리하고 재정적자와의 전쟁에서 승리했다는 평가를 얻기 위해 2002년까지 균형예산 달성을 약속하는 새로운 협상을 재선 이후의 최우선 작업으로 상정했다.

1997년 초 의회와의 정치적 협상이 시작될 무렵만해도 2002년까지 균형예산을 달성한다는 목표는 불가능하지는 않아도 매우 힘겨운 과정이 될 것으로 예상했다. 우선 세금인상안은 검토대상에서도 제외되었다. 실제로 양당은 다양한 감세안을 요구했다는 기록까지

---

116) 일반적으로 표준화되는 편의, 즉 경기순환의 효과나 자산매각 및 전 기로부터의 이월과 같은 특별요인에 대해 조정한 후의 잠재GDP 대비 재정적자가 1992년에서 1996년 사이 1.8%포인트나 떨어졌다. Congressional Budget Office, The Budget and Economic Outlook : Fiscal Years 2002~2011, January 2001, Table F-3, p. 141

남아 있다. 또한 1992~1997년까지 정부의 재량적 지출은 이미 실질기준으로 11%나 감소해 있는 상태였다. 더욱이 이제까지의 예산 감축이 주로 국방예산을 줄인 데 따른 것이어서 국방비 삭감에 의한 재정적자 감축은 한계에 이르렀다. 이 때문에 결국 메디케어(Medicare:노인의료보험)나 메디케이드(Medicaid:약자의료보조제도) 그리고 사회보장과 같은 민간영역에서의 과감한 지출 삭감이 불가피했고 격렬한 반대가 예상되었다. 게다가 각각의 감세안마다 그 규모와 성격을 둘러싼 논쟁이 전쟁을 방불케 할 정도로 번져나갔다. 그러나 이처럼 걸끄러운 장애물들이 도사리고 있었음에도 불구하고 백악관과 의회는 천신만고 끝에 재정균형에 관한 합의에 도달했고 클린턴 대통령은 재정적자와의 전쟁에서 승리했다고 선언했다.

정치적으로 1997년 예산합의는 주목할 만한 성과였다. 중증의 징후가 역력했던 메디케어 같은 영역에서 과감하게 지출을 삭감한 것은 상당한 의미를 갖는다. 또한 1990년 이래 재량적인 재정지출을 효과적으로 억제해 온 예산 통제 메커니즘이 확대되었다. 새로 개정된 상한선은 정부의 재량적 지출을 1998~2002년 기간중에 명목 기준으로 고정시킬 것을 약속했다. 하지만 이 합의안은 실질 기준으로 4년간 약 10%에 해당하는 구체적인 적자 축소 방법에 대해서는 즉각적인 결정을 유보해 버렸다. 결국 의회와 대통령은 자신들이 정한 상한선 내에서는 정책 수행이 불가능하다는 것을 깨닫고, 1999년, 2000년, 2001년에 긴급지출 등 예산상의 여러 수단들을 동원하여 상한선을 상회하는 지출을 허용했다. 그럼에도 불구하고 1997년 예산 합의시에 설정한 재량적 지출의 상한선은 이후 모든 예산 교섭의 출발점으로 상당한 영향을 발휘했다.

그러나 거시경제적 관점에서 보면 1997년의 예산합의에 대해 높은 점수를 줄 수는 없다. 1997년의 예산 합의는 소폭의 감세 그리고 1998년에는 재량적 지출의 상한선을 조정함으로써 재정적자가 약

210억 달러 증가했다<sup>117)</sup>. 당연히 금융시장과 연방준비제도이사회는 이러한 예산합의에 대해 반대했다.

그러나 재정측면에서 작은 기적이 일어났다. 1998년 초반 들어 재정에 관한 전망이 급격히 호전되면서 클린턴 대통령이 고령인구 증가에 따른 대규모 재정수요 문제 해결을 위해 증가하는 재정흑자를 사용하자고 제안할 수 있게 된 것이다. 클린턴은 이와 관련해 「사회보장이 최우선」이라는 구호를 내걸었다. 1년 반 뒤 정부는 “2015년이 되면 현재 시장에서 소유하고 있는 공공부채를 모두 상환할 수 있다”는 청사진을 내놓았다<sup>118)</sup>. 이는 부채 상환 기한을 훨씬 앞당긴 계획이었다. 물론 이와 같은 구상들은 수년 전만 해도 회의적인 반응만 초래했을 것이다. 그러나 2002년까지 균형예산을 달성하겠다고 선전한 프로그램이 여하튼 1998년까지 흑자를 만들어낸 셈이 되었다.

재정흑자의 출현은 몇가지 흥미로운 의문을 제기했다. 첫째는 도대체 어떻게 재정흑자를 실현했느냐 하는 점이다. [그림 X-1]은 1998년 1월부터 2000년 7월까지 대략 반 년마다 수정 예측한 의회예산국의 1997~2002 회계연도 연방예산 추정치를 나타낸다<sup>119)</sup>.

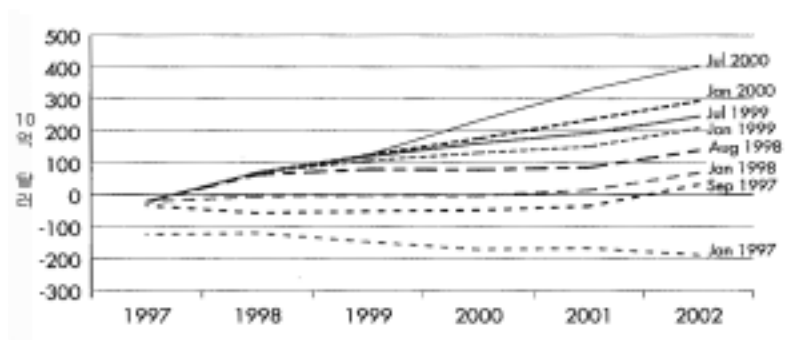
117) 1997년의 예산합의가 이처럼 재정상의 제약조건을 거의 포함하지 않았던 한 이유는 의회예산처가 그 보고서에서 1998~2002년까지의 연간 450억 달러의 연방세 수입을 과소평가했기 때문이었다.(다음을 보라. Clay Chandler, “CBO Gives Negotiators a Windfall of \$225 Billion in Tax Revenue,” *Washington Post*, May 3, 1997, p. A15.) 막판에 나온 이러한 소식에 힘입어 예산 협상당사자들은 당초 초안에 포함된 가장 고통스러운 것으로 예상되는 지출삭감안을 철회해 버렸던 것이다. (이에 대해서는 “Ducking the Hard Ones”, *Washington Post*, May 6, 1997, p. A18.)

118) 다음을 참조하라. White House, Mid-session Review, Fiscal Year 2000, June 1999.

119) [그림 X-1]과 [그림 X-2]의 자료들은 의회예산처가 발간한 The Budget and Economic Outlook의 여러 곳에서 모은 것이다. 각각의 시점은 의회예산처가 1997년의 예산안 합의에서 재량적인 지출의 상

이 그림을 보면 연속적으로 추정치에 대한 급격한 상향조정이 이루어졌음을 알 수 있다. 예를 들어 1997년 1월부터 2000년 8월 사이에 2000 회계연도에 대한 의회예산처의 전망은 1,710억 달러 적자에서 2,320억 달러 흑자로 무려 4,030억 달러나 반전했다. 2002 회계연도에 대한 의회예산처의 흑자 예측치는 5,930억 달러로 더 크게 뛰어 오른다. 이처럼 재정수지와 관련된 예측치들이 큰 폭으로 수정되어 갔다.

[그림 X-1] 의회예산처의 재정흑자 전망의 변화 :  
1997 ~ 2002년 회계년도



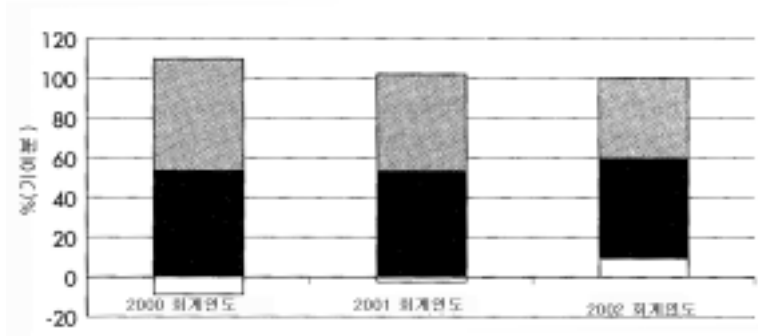
자료 : 의회예산처

[그림 X-2]는 이런 상향전망의 요인을 입법 및 정책변화, 경제 전망의 변화, 기술적인 수정 등 세 가지 요인으로 분석해서 보여준다. 우선 이 그림은 1997년의 예산합의를 포함하여 정책변화가 낙관적인 전망치를 만드는 데 별로 큰 도움을 주지 못했음을 보여준다. 2000, 2001회계연도의 경우에도 정부의 정책변화는 재정적자에 약간의 영향을 주는 데 그쳤다.

---

한선이 그대로 유지된다는 가정하에 예측한 흑자 전망치를 인용하기 위해 우리가 선택한 것이다.

[그림 X-1] 의회예산처의 재정흑자 전망의 변화 :  
1997~2002년 회계연도



□ 입법 및 정책변화, ■ 경제적 요인, ▨ 기술적 요인

자료 : 의회예산처

재정수지 개선의 약 절반 정도는 미국 경제의 실적에 대한 의회 예산처의 전망이 상향조정되면서 발생했다. 이를 좀 더 구체적으로 언급하면 다음과 같다.

- 잠재성장률 예상이 약 2.1%에서 3.0%로 상승했다.
- 잠재 GDP의 기준점이 몇 차례 (상향)조정되었다. 이는 과거 국내총생산의 급격한 증가가 단지 일시적인 요인이 아니라 잠재성장률의 영구적인 변화가 반영된 것이라는 가정에 입각한 것이다.
- 자연실업률 가정이 1997년 5.8%에서 2000년 7월 5.1%까지 낮아졌다.
- GDP 중 과세 가능 소득의 비중에 대한 추정치가 올라갔다. 이는 근로자들의 소득 중 비과세소득으로 간주되는 간접임금이 예상

과 달리 하락했기 때문이다.

사실상 우리가 앞서 논의한 행운의 요인들이 재정수지에 대한 전망을 밝게 해주었다.

예산의 경이로운 변화를 가져온 원인 중 나머지 절반은 기술적인 변화에 기인한다. 이는 주로 세수(稅收)와 주요 경제변수의 관계를 보여주는 조세함수가 상향 이동함으로써 나타난 효과이다. 왜 세수와 국내총생산(GDP)을 연결짓는 조세함수가 급격히 상향이동했을까? 의회예산처가 국세청(IRS) 자료를 토대로 작성한 분석을 보면 다음과 같은 몇 가지 요인을 확인할 수 있다. 우선 과세 가능 소득이 국내총생산(GDP)보다 빠른 속도로 증가했다 즉 자본이득의 증가, 기업연금제도인 401(k) 플랜을 통한 수입의 확대, 앞서 논의한 비(非)과세 수단들의 증가 속도 둔화 등이 조세함수의 상향이동에 기여했다. 또한 고소득 납세자들의 상여금·스톡옵션·파트너십 소득 같은 형태의 수입이 다른 계층의 수입보다 빠르게 증가했기 때문에 조정된 총소득(Adjusted Gross Income : AGI)에 부과되는 세금의 비중 또한 급격히 증가했다. 예를 들어 조정된 총소득이 20만 달러 이상인 계층이 경제 전체의 조정된 총소득에서 차지하는 비중이 1993년 14.5%에서 1998년 20.6%로 증가했고, 납세액에서 차지하는 비중도 같은 기간 29.8%에서 39.8%로 상승했다. 이러한 요인들에 힘입어 국내총생산(GDP) 대비 연방세수의 비중은 1997년의 감세조치에도 불구하고 1994~2000년 사이에 약 2.5%포인트 가량 증가했다<sup>120)</sup>. 이러한 실효세율의 상승은 2000년 대통령 선거 이후 중요한 정치적 쟁점으로 남아 있다.

재정정책과 관련된 마지막 거시경제적 의문은 1999년 채택된 재

120) 다음을 보라. Congressional Budget office, The Budget and Economic Outlook : Fiscal Years 2001-2010, January 2000, pp. 52~58.

정 규칙들이 미래의 재정흑자와 국민저축에 어떠한 영향을 미칠 것 인가 하는 점이다. 1999년 11월 통과된 예산법에서 의회와 정부는 사회보장 잉여계정(당시 1,250억 달러)을 예산에서 제외시키고 영구히 손떨 수 없다고 선언함으로써 재정정책의 규범을 근본적으로 바꿔 놓았다<sup>121)</sup>. 경우에 따라 재정관련 규제는 이처럼 축포나 논란도 없이도, 아무도 주목하지 않는 가운데 크게 진보하기도 한다. 빌 클린턴 대통령이 1993년 집무를 시작했을 때 ‘재정균형’이란 말은 흑자상태인 사회보장잉여계정을 포함한 통합예산의 적자 감축을 의미했다. 이에 비추어 볼 때 사회보장계정을 제외한 재정균형이라는 훨씬 까다로운 목표의 설정은 예상 외의 결과였다. 하지만 이제는 재정균형이 엄밀한 의미에서 사회보장잉여계정을 제외한 일반수지의 균형을 의미하게 되었다<sup>122)</sup>.

예산외의 흑자가 2000회계연도에 1,500억 달러, 2001회계연도에 3,310억 달러로 추정되는 상황에서 이처럼 예산의 정의를 바꾼 것은 공공저축 증가에 크게 도움이 될 것으로 예상된다<sup>123)</sup>. 향후 의회가 재정적자를 억제하는 데 성공하면, 새로운 재정의 기준은 베이비 붐 세대들이 은퇴할 때까지 향후 10년 동안 GDP의 1.5~2%에 이르는 통합재정수지의 흑자를 보장할 수 있다<sup>124)</sup>.

121) 사회보장 외의 예산외 잉여계정으로는 우편서비스의 수입과 지출 부문이 있다. 이 책을 집필할 즈음 사회보장잉여계정을 건드리지 않고 과연(막대한 감세안을 포함한)조지 부시 대통령의 예산안 요청이 받아들여질 수 있는가에 대해 약간의 논쟁이 있었다.

122) 2000년 예산에 대한 중감 검토과정에서 클린턴 행정부는 메디케어의 병원보험 펀드도 부외예산으로 하자고 제안했다(물론 현재 메디케어는 예산에 포함되어 있다). 엘 고어 민주당 대통령 후보와 양당은 이 제안을 모두 수용했다. 그러나 부시 공화당 대통령 후보는 이를 받아들이지 않았다.

123) 다음을 참조하라. Congressional Budget Office, The Budget and Economic Outlook : Fiscal years 2002-2011, January 2001, table 1-1, p. 2. 이러한 추정치들은 재량적인 정부지출이 물가상승률 정도로 증가한다는 가정 하에 작성된 것이다.

하지만 1997~2001년 재정수지의 개선폭이 너무 컸기 때문에 의회예산처는 2001년 1월 예산외의 흑자는 물론 일반예산도 흑자가 될 것으로 예상했다. 2001년 5월 감세 법안을 시행하기에 앞서 일반예산 흑자가 2000년 860억 달러에 달하고, 2011년에는 무려 5,580억 달러로 증가하며, 향후 10년간 전체 흑자 규모는 3조 1천억 달러에 이를 것으로 예상되었다. 이에 따라 새로운 재정의 규칙 아래에서 대규모 일반예산 흑자를 어디에 사용하는 것이 최선인가가 새로운 정치 논쟁의 현안으로 부상했다. 대규모 흑자를 감세에 사용할 것인가? 새로운 정부 지출 항목에 사용할 것인가? 사회보장과 메디케어와 같은 사회복지 재정을 늘리는 데 사용할 것인가? 아니면 정부부채 감축에 활용할 것인가?<sup>125)</sup> 조지 W. 부시 대통령은 대규모 감세를 경제정책의 최우선 순위로 강조했고 흑자의 상당부분을 감세 프로그램에 사용하는 법안 가결에 성공했다. 그는 향후 대규모 재정흑자가 예산되기 때문에 감세안의 실행이 가능하다고 주장했다.

2000년 공화당과 민주당이 사회보장의 흑자를 일반예산에 유용하지 못하도록 합의한 것에 대해서는 “사회보장과 메디케어(Medicare)의 잉여계정을 밀폐된 상자에 가둬 버린 것”이라는 비판적인 평가도 제기되었다. 이러한 해석은 매우 냉소적이지만 다른 한편으로는 정확한 지적일 수도 있다. 사회보장계정의 분리는 정책 우선과제를 둘러싼 대립이 막다른 벽에 부딪친 결과라고 할 수 있다. 공화당은 감세를 원했고 민주당은 재정지출 항목의 신설을 선호했다. 결국 양당이 합의에 이르지 못한 상태에서 누적된 재정흑

124) 대규모의 불황은 현재의 예산 흑자를 적자로 반전시킬 수도 있다. 이 경우 의회는 새로운 예산 규칙을 포기할 것인지를 결정해야 한다.

125) 의회예산처의 재량적 지출에 대한 상한선하에서는 재량적 지출이 실질 기준으로 감소하는 경우에도 1997년의 상한을 넘어서는 세출안은 모두 새로운 지출로 간주한다.

지는 부채 상환에 사용되었다. 이러한 분위기에서 사회보장잉여계정을 일반예산과 분리하는 것은 의회에서 다수의석을 차지하고 있는 반대당이 재정흑자의 사용을 좌지우지할 수 없도록 만드는 정치적 이점이 있었다. 재정흑자의 사용과 관련하여 한 가지 놀라운 점은 2000년 대통령 선거와 그 후의 여러 여론 조사에서 유권자들이 정부부채의 상환 전략을 감세보다 강하게 지지했다는 사실이다.

정치적 동기가 무엇이든 간에 베이비 붐 세대가 은퇴할 때까지 향후 10년간 적지않은 규모의 재정 흑자가 실현된다는 것은 장기적인 재정 기반 확보에 매우 유익할 것이다. 재정흑자는 국민저축 증대와 자본축적의 심화를 통한 장기적인 생산성 상승의 기반이 될 수 있다. 재정흑자를 국가부채 삭감에 쓰는 것도 의미 있다. 흑자를 채무감축에 사용한다면 베이비 붐 세대가 은퇴할 무렵까지 연방예산에서 접하는 이자 부담을 크게 줄일 수 있고, 사회보장과 메디케어 예산의 증가에 대비해 관련 예산을 좀 더 확충할 수 있다. 이미 경제학자를 비롯한 일부 지식층에서는 재무부 부채가 사라지면 금융시장이 어떻게 달라질 것인지를 토론하기 시작했다. 그밖에도 연방준비제도가사회는 정부부채 없는 시대에 금융정책을 어떻게 운용해야 하는가, 연방정부는 흑자를 동원하여 민간자산을 취득할 것인가, 정부가 민간자산을 취득한다면 어떠한 방식이 바람직한가 등이 새로운 연구과제로 떠올랐다<sup>126)</sup>. 위와 같은 흥미로운 이슈의 분석은 향후 10년간 거시경제의 연대기를 써내려갈 다른 학자들의 몫으로 남겨 둘 수밖에 없다.

---

126) 처음 두 주제에 대하여는 Vincent Reinhart와 Brian Sack의 “정부부채가 사라짐에 따른 경제적 영향” 등을 참고하라. 마지막 주제의 경우 앨런그린스펀이 2001년 1월 연방정부는 민간자산을 획득해서는 안 된다고 의견을 제시하면서 논의가 시작되었다. 그는 조세삭감이 더 낫다고 주장했다.

## XI. 결론 : 경제정책을 위한 교훈

독자들은 지금까지 참을성 있게 긴 역정(歷程)을 따라왔다. 더욱이 복잡한 수치와 시시콜콜한 사실관계, 계량경제 모형을 통한 모의실험 등이 독자들을 매우 번거롭게 만들었을 수도 있다. 하지만 이러한 방식으로 상세하게 이야기를 전달할 수밖에 없었던 이유는 상황에 대한 좀더 정확한 이해가 중요했기 때문이다. 이 책에서 다룬 시기는 미국 경제 사상 최고의 황금기 중 하나였고, 우리는 이 시기를 어떻게든 다시 한번 복제해 내고 싶은 충동을 느낀다. 그러나 이를 위해서는 전제되어야 할 것이 있다. ‘우리는 어떻게 이러한 성과를 달성했는가?’ ‘정책 입안자들은 위의 이야기에서 어떤 교훈을 얻어야 할 것인가?’에 대한 대답이 필요한 것이다. 이상이 우리가 이번 장에서 논의할 주요 과제이다.

### 가. 요약

우선 이야기를 순서대로 다시 개괄한다. 그동안 기술한 내용들이 앞서기 무성한 여러 그루의 나무였다면 이제 독자들은 숲을 볼 수 있을 것이다.

전설과도 같은 10년은 1992년과 1993년에 우리에게 다가온 일련의 상서로운 경제환경에서부터 비롯되었다. 1990년의 예산합의에 따라 충실한 재정 운영을 복원하는 과정이 진행되었다. 통화정책은 정확한 장소로 굳게 페달을 밟고 있었다. 미국의 주요 산업은 근본적인 구조조정을 단행하고 경제는 순조롭게 성장하고 있었다. 다행스럽게도 빌 클린턴 대통령과 앨런 그린스펀 연방준비제도이사회

의장이 이끄는 미국 정책 입안자들은 이러한 호기를 적극 활용할 수 있도록 1994년 초반까지 재정을 공고히 하고 극단적일 정도로 팽창적 통화정책을 고수하였다. 재정 긴축과 팽창적 통화정책이 마치 2인승 자전거처럼 조화를 이루어 달러감으로써 국내총생산(GDP)을 진작하고 유리한 투자환경을 조성했다.

경제가 일단 충분한 성장 동력을 얻기 시작하자 연방준비제도가 사회는 그들의 직분에 따라 가속 페달에서 발을 떼어 브레이크 페달로 옮기려는 준비를 시작했다. 하지만 연방준비제도가 사회는 브레이크 페달을 아주 가볍게 밟는 데 그쳤고, 그 유명한 1995년의 연착륙을 이루는 데 성공하였다. 이러한 미세조정은 대단히 성공적이었지만 역사적 규범과는 분명 거리가 있었다. 과거 긴축적인 통화정책은 대부분 불황을 초래했다. 연방준비제도가 사회의 정책운용이 매우 노련했다는 측면도 있지만, 1994~1995년에 연방준비제도가 사회가 기도한 연착륙을 방해할만한 경제적 충격이 없었다는 점에서 행운이 따랐다. ‘잘 하는 것보다 운 좋은 게 낫다’는 속담이 있지만, 연방준비제도가 사회는 이 두 가지를 모두 갖추었던 것이다.

1995~1996년 미국 경제는 공급측면에서 그 누구도 예상치 못한 일련의 긍정적인 충격이라는 축복을 받았다. 이들 중에서도 경제에 가장 큰 영향력을 미친 충격은 생산성이 급격히 높아진 것이었다. 수많은 사람들의 입에 회자된 이른바 「신경제」가 도래한 것이었다. 전통적인 정의에 따르면 노동생산성은 기술진보와 자본심화라는 두 가지의 요인에 기인한다. 이들 요인은 1990년대 후반 대단한 호조세를 보였다. 자본심화는 얼핏 보기에는 정책혼합(policy mix)의 변화에 기인한 것으로 평가될 수도 있다. 실제로 투자를 진작하는 것이 긴축 재정정책과 팽창적 통화정책을 혼합한 기본 목표이기도 했다. 그러나 아마도 정보기술(IT)산업의 붐이 총요소생산성과(자본비용의 저하를 통한) 자본 심화에 더 많은 영향을 미쳤을 것이다. 또한 정보기술 산업은 주식시장의 상승세를 견인하는 데도

분명 결정적인 역할을 했다. 정보기술산업에 힘입어 1999~2000년의 주가는 사상 최고를 기록했지만 뒤에 거품이 존재했던 것으로 드러나기도 했다.

그러나 기술 분야의 진보만이 바람직한 공급 충격의 유일한 요인은 아니었다. 간접임금 비용, 특히 건강보험비용은 1994~1995년에 급격히 감소하여 임금협상의 긴장을 완화하고 필립스 곡선을 이동시켰다. 1995~1998년 달러화의 급등은 수입가격을 낮추었다. 석유 가격은 1997~1998년 지속적으로 하락했다. 이러한 호재 이외에도 통계 수정작업 과정에서 실질 성장률이 상향조정되고 인플레이션율이 하향조정됨으로써 통계적 변화 없이도 잘 굴러가는 현실을 더욱 장밋빛으로 포장해 주었다.

이상과 같은 바람직한 공급 측면의 이로운 충격들이 미국으로 하여금 낮은 인플레이션과 고도성장이라는 최적의 조합을 향유하게 만들어 주었다. 중요한 것은 의도적이었던 우연이었던 간에, 연방준비제도이사회가 고도성장과 낮은 실업률이라는 형태의 거시경제환경을 조성하는 데 크게 기여했다는 점이다. 연방준비제도이사회는 단순히 팽창적 통화정책이 아니라 참고 기다리는 전략을 통해 성공을 거두었다. 실제로 연방공개시장위원회(FOMC)는 연방기금금리를 1996년 1월부터 1998년 9월까지 거의 고정된 수준으로 유지했다.

위에서 지적한 여러 긍정적인 경제상황의 진전, 특히 고도성장과 주식시장의 호황은 연방 재정 상태의 급속한 반전을 가져오는데 결정적으로 기여했다. 1995회계년도에 1,640억 달러에 이르던 재정적자가 2000회계년도에 2,360억 달러의 흑자로 전환되었던 것이다.

이 책을 쓰는 동안 연방준비제도이사회는 5년 만에 다시 연착륙을 시도하고 있다. 이것이 성공한다면 정말 대단한 사건이 될 것이다. 하지만 연방준비제도이사회는 현재 많은 난관에 직면해 있다. 주식시장은 비틀거리고 있고, 2001년 전반기의 경제성장은 극히 저

조하다<sup>127)</sup>.

#### 나. 정책 입안자들에게 주는 다섯 가지 교훈

미국경제가 경험한 행운의 시기가 주는 가장 분명한 교훈이라면 대규모의 바람직한 공급 측면의 충격이 있을 때, 대통령 또는 연방 준비제도이사회 의장 자리에 있을 수 있다면 더할 나위 없는 행운이 될 것이라는 점이다. 하지만 운이 좋아야 한다는 것이 그리 유용한 조언이 될 수는 없을 것이다. 그러면 미래의 정책 입안자들이 ‘전설과도 같은 10년’에서 얻을 수 있는 진정한 교훈은 무엇일까? 잠정적이거나 대략 다음의 다섯 가지 점에 주목하고자 한다.

교훈 1 : 앞서 수차례 언급한 바 있듯이 통화-재정 정책의 혼합(mix)과 관련해 이미 널리 알려진 교훈이다. 즉 긴축적인 재정정책도 팽창적 금융정책과 결합하면 실질금리의 하락을 통해 설비투자를 자극하는 거시경제 환경을 만들 수 있다는 사실이다. 이러한 정책 결합은 결과적으로 투자 증가를 유도함으로써 생산성과 실질임금의 상승을 가져온다. 경제학자들은 이러한 원리를 수십 년에 걸쳐 일종의 복음처럼 설교해 왔다. 1990년대의 미국경제는, 감세와 긴축 금융정책을 혼합했던 1980년대와 결별한 후 위의 이론이 교과서적으로 적용되었다(어떤 의미에서는 이론보다도 더 잘 들어맞았다).

그러나 정책 혼합이 진정 1990년의 설비투자 붐을 몰고 온 것인가? 우리가 사용한 두 가지 거시계량경제 모형의 결과는 이러한 주장에 대해 다소 회의적이다. 오히려 교과서에는 잘 나오지 않는

---

127) 이 책이 인쇄되는 시점(물론 수치는 나중에 개정되겠지만)에서 연간 실질GDP 성장률은 2001년 1사분기 대비, 2000년 3분기 및 4분기 대비 1.5% 증가에 그쳤다.

다음과 같은 경로를 보여준다. 즉, 낮은 이자율은 투자지출을 자극 하기도 하지만, 다른 한편으로는 주식시장의 상승을 가져온다. 이는 다시 부(富)의 효과를 통해 투자보다도 소비를 진작시킨다<sup>128)</sup>. 보다 구체적으로 긴축재정정책의 효과를 모의실험했을 때(실업률의 변화를 실제 그대로 반영하기 위해 보다 팽창적 금융정책을 실행한다는 가정을 도입한다), 대부분의 정부저축 증가분은 개인저축의 감소분으로 상쇄되었고 국내총생산(GDP)에서 투자가 차지하는 비중도 약간 증가하는 정도에 그쳤다. 따라서 투자를 촉발시킨 진정한 요인은 생산성 급증에서 찾아야 한다는 점을 시사한다.

하지만 우리를 둘러싼 현실은 분명 계량모형이 인식하는 세상 보다 훨씬 복잡하다. 가령 모형이 설명하듯 가속적인 생산성 상승이 분명히 투자와 국내총생산(GDP)의 증가를 가져오는 것은 사실이다. 하지만 역으로 경제성장률이 높고 설비투자가 왕성했기 때문에 새로운 자본설비에 체화된 기술진보가 가속화되었을 가능성도 있다. 만약 이러한 가능성을 부인하게 되면 왜 폭발적인 정보기술의 발전이 전 세계적인 현상으로 확산되었음에도 불구하고, 미국만이 풍성한 생산성 상승의 결실을 거두고 유럽·일본은 이를 향유할 수 없었는가에 대해 설명하기 어려워진다.

교훈 2 : 두 번째 교훈은 앞에서 제기한 문제와 관련된다. 우리는 흔히 긴축 재정정책이 반드시 경제성장에 나쁜 영향을 미치는 것은 아니라는 사실을 알고 있다. 그 이유 중의 하나는 우리가 첫 번째 교훈에서 이미 지적했다. 즉 경기자극형 금융 팽창정책에 의해 재정지출 삭감이나 증세에 의한 수요감소 효과를 상쇄할 수 있다. 그러나 1993년 예산 합의는 그 이상의 긍정적인 효과를 지니고 있었

---

128) 보다 높은 주식가치는 기업의 자본비용을 낮추는 효과가 있기 때문에 소비 증가가 투자보다 빠르게 발생하는 효과는 상쇄될 가능성도 있다.

다. 금융정책이 완화되지 않았어도 총수요의 증가를 촉발할 수 있는 성격을 지니고 있었다. 채권시장이 연방준비제도이사회역할을 대신해 경기를 자극했다. 향후 재정적자가 줄어들 것이라는 예상에 힘입어 장기금리가 하락하기 시작한 것이다.

그러나 ‘꼭 그런 것만은 아니다’라는 말이 ‘그렇게 되지 않을 것이다’라는 말과 같을 수는 없다. 우리는 예상하지 못했던 일련의 경제 환경들, 가령 시장 심리라든가 예산안 합의의 특징 등이 결합하여 1993년 채권시장의 활황을 촉발했다는 의견을 밝힌 적이 있다. 물론 우리는 하늘의 별자리 같은 이러한 길조들이 주기적으로 찾아온다거나 긴축 재정이 언제나 경기확장적인 효과를 가져올 것이라고 주장하는 것은 아니다<sup>129)</sup>. 그러나 보통의 경제 환경에서도 이러한 상황이 전개될 수 있다. 1993년이 바로 그런 해였다.

교훈 3 : 세 번째 교훈도 우리가 가설적으로 앞서 언급했던 것이다. 1990년대의 경험을 반추해 볼 때 우리는 적절하게 설계된 재정정책의 규칙이 정부지출을 효과적으로 통제할 수 있다는 사실이다. 미국에서는 분명히 이러한 효과가 확연한 현실로 나타났다. 1990년의 예산집행법은 정부 재량적 지출의 상한 설정과 수지연동방식(PAYGO) 절차를 규정하고 있는데, 이는 재정정책의 역사상 매우 중요한 선례가 될 수 있을 것이다. 예산집행법이 그동안 잘못 고안된 「그램-루드먼-홀링스 법」을 대체한 이후 비로소 재정적자 삭감을 위한 노력이 본 궤도에 진입했다. 물론 사회보장을 예산범위에서 제외하여 균형예산의 의미를 다시 정의하기로 한 최근의 결정 역시 매우 의미있는 작업으로 향후 또 하나의 중요한 사례로 기록될 것이다<sup>130)</sup>. 그러나 아무리 적절하게 고안된 규칙이라도 효과를

129) 솔로우가 이미 지적했듯이 정부지출 삭감이 확장적인 성격을 띠 수도 있다는 아이디어를 발전시키고자 하는 사람들이 결코 과열된 경제를 냉각시키기 위해 정부지출을 늘릴 것을 제안하는 것은 아니다.

발휘할 수 없는 시기가 있음도 인정해야 한다.

이제 적절한 재정 규칙의 중요성에 대한 설명을 마치고 경제학자들 대부분이 이미 1970년대에 사멸했다고 생각했지만, 전설과도 같은 10년이 새롭게 부활시킨 아이디어로 이야기를 옮겨가 보자.

교훈 4 : 네 번째 교훈은 정책의 미세 조정이 가능하다는 점이다. 이 점을 인정하지 않고서는 앨런 그린스펀 의장이 1992년 이후 실행해 온 정책을 설명할 수 없다. 그린스펀을 역사상 가장 위대한 미세조정 전문가의 반열에 올려놓아도 손색이 없다. 그러나 모든 평가는 매우 조심스럽게 이루어져야 한다. “무언가를 할 수 있다”는 것과 “그것을 쉽게 이룰 수 있다”고 주장하는 것은 전혀 다르다. 미세조정이 성공하려면 정책 수행의 기술과 더불어 행운이 결합되어야 한다<sup>131)</sup>. 이는 매우 어렵고도 드문 일임에 틀림없다. 그린스펀은 두 가지를 모두 그것도 매우 많이 가졌던 인물이다. 이에 비해 둘 중 어느 한 가지도 갖추지 못한 경우도 비일비재했다. 일부에서는 그린스펀의 운세도 다했다고 비판하기도 한다. 특히 연방준비제도이사회가 1999~2000년 긴축 정책으로 전환하는 사이클에 직면하기 시작하자 일부 비평가들은 “그가 너무 많이 나갔다”고 평가하기 시작했다.

특히 1990년대의 역사를 돌이켜 보면, 재정정책의 미세조정

130) 최근의 논문은 새로운 정치경제학적 규칙이 사회보장 수혜자격과 다른 예산정책의 국가저축에 대한 영향을 근본적으로 변화시킬 수 있음을 주장한다. Douglas Elmendorf and Jeffrey Liebman, “Social Security Reform and national Saving in an Era of Budget Surpluses,” *Brookings papers on Economic Activity* 2, 2000

131) 논쟁의 여지는 있지만, 우리는 정책 투명성의 개선 역시 이러한 미세조정을 가능하게 해 주었다고 주장한다. 1996년 이래 시장은 연방준비제도이사회에 대한 이해가 심화되었다. 이 때문에 일부에서는 장기이자율이야말로 연방준비제도이사회가 진력해야 할 일이라는 평가도 제기되었다.

(fine-tuning)이 가능하다고 낙관할 만한 요소는 거의 없었다. 미세조정은 월터 헬러(Walter Heller)가 이미 1960년대에 설득했고 1960년대에는 이를 적용하고자 노력했던 적도 있었다. 그러나 적어도 미국에서 연방예산의 결정과정은 매우 복잡하고 고도의 정치력을 필요로 한다. 경우에 따라서는 경제논리와도 무관하다. 의회가 법 제정을 통해 스스로의 손과 발을 묶어두는 일이 무의미한 것만은 아니다. 경제학자들과 이코노미스트들 사이에는 이미 수요 관리는 금융정책에 맡기고 재정정책은 장기적인 분배 수단으로 쓰여야 한다는 무언의 합의가 형성되어 있다. 물론 부시 행정부는 이러한 사고와는 정반대로 대규모 감세를 경기대책의 일환으로 내세우기도 한다<sup>132)</sup>. 예외란 언제 어디에서나 있을 수 있기 때문에 이런 원칙을 십계명 수준으로 격상시킬 생각은 없지만, 우리는 경기의 진폭을 억제하는 역할은 재정정책이 아니라 금융정책이 담당해야 한다는 주장에 동의한다. 적어도 독립적이고 유능한 중앙은행 제도를 갖춘 나라라면 더욱 그렇다.

위와 같은 생각은 우리를 다시 다섯 번째 교훈으로 이끈다.

교훈 5: 다섯 번째 교훈은 거시경제적으로 좋은 성과를 얻으려면 중앙은행이 인플레이션과 실업을 회피할 수 있는 현명한 목표를 갖고 있어야 한다는 점이다. 전설적인 10년의 기간 동안 그린스핀의 연방준비제도이사회는 경제성장을 매우 중시했다. 이는 오직 물가안정만을 추구하도록 규정되어 있는 과거 독일연방은행이나 현재의 유럽중앙은행(ECB)과 비교해 볼 때 매우 큰 특징이다. 물론 1990년대 후반에는 공급측면에서의 유리한 충격요인들이 있었

---

132) 이러한 지적은 다소 의아하게 들릴 수도 있다. 왜냐하면 부시의 감세안은 경기침체보다 먼저 시작되었고 또한 경기침체에 대한 대응도 아니었기 때문이다. 예를 들어 2001년과 2002년에 제안한 세금감축안 규모는 매우 작다.

기 때문에 연방공개시장위원회(FOMC)가 여유를 가질 수 있었다. 결과적으로 총수요가 증가해도 인플레이션이 하락했다. 그러나 연방준비제도이사회가 행운의 시대(1996~1998년)를 전후하여 취했던 조치들을 상기해 보자. 1995년 가을까지 그린스펀은 8년간 연방준비제도이사회 의장직을 수행하고 있었다. 그의 재임기간 동안 인플레이션율은 약 4%에서 3%로 떨어졌다. 이러한 성과는 그린스펀이 오로지 물가안정이라는 목표에만 일편단심 매달린 결과일까? 그리고 근원소비자물가 상승률이 1999년 말에 2% 아래로 떨어진 뒤 이 책을 쓰고 있는 지금 0.5% 포인트 이상 올랐지만, 연방준비제도이사회는 이를 다시 떨어뜨리려는 가시적인 노력을 보이지 않고 있다<sup>133)</sup>. 에너지 가격의 상승으로 일반 물가상승률이 거의 2배가 되었지만 연방준비제도이사회는 이러한 상승에 대한 우려를 어린아이 불평 정도로 간주해 버렸다.

우리는 인플레이션과 실업을 다루는 연방준비제도이사회 의 자세와 공급 측면의 충격들이 가져다 준 이익을 나누어 분석함으로써 ‘전설과도 같은 10년’이 왜 전설적이었는지에 대해 어느 정도 해명했다고 자부하고 있다.

---

133) 1999~2000년의 긴축정책은 분명히 총수요의 증가율을 총공급 수준으로 낮추려는 의도였음은 분명하다. 이는 인플레이션을 2% 낮추는 것이 아니라 인플레이션의 상한을 관리하려는 의도였다.

<한국어판을 위한 서문>

전설의 10년  
-1990년대 미국 경제 성공의 교훈-

Janet Yellen

‘전설의 10년 - 1990년대 미국 경제 성공의 교훈’을 한국어로 출간하게 된 것을 기쁘게 환영합니다. 이 책을 한국어로 번역 출간하는 데 저자들은 김교식씨와 그의 동료들에게 많은 빛을 지었습니다. 저자들은 이 책에서 기술한 미국의 경험이 금융정책이나 재정정책을 입안하고 결정하는 정부당국자나 경제학자들에게 유익한 참고가 되기를 희망합니다.

‘전설의 10년’은 1990년대 미국이 당면하였던 금융 및 재정 정책상의 도전들에 초점을 맞춘 것으로, 특히 장기금리를 부추기고 생산성 향상을 위한 투자에 쓰여야 할 자금을 소진시키며, 정치적으로 다루기 힘든 만성적인 재정적자 문제에 초점을 맞추고 있습니다. 인구의 고령화와 함께 퇴직프로그램을 위한 지출이 목전에 다가오는 가운데 통제 불능할 정도로 치솟는 재정적자는 미국경제를 위협하였습니다. 이 책은 연방 재정적자를 통제 가능한 수준으로 끌어내려 재정을 건전화시키기 위해 제정된 규범과 절차가 어떻게 운용되었는지에 대하여 설명하고 있습니다. 지나고 나서보니, 미국 재정의 장래에 관한 낙관적인 전망은 적절하지 못한 것으로 나타났습니다. 예를 들면, 양당은 누적되어 가는 사회보장 퇴직잉여금을 앞으로 베이비붐 세대가 은퇴하기 전 10년 간 국가부채를 축소하는 데만 사용하도록 합의하였으나, 이러한 합의는 9.11테러

공격과 함께 사라지고 새로운 감세 조치의 시행과 재정지출의 증가로 인해 우리가 보는 바와 같이 재정적자의 먹구름이 다시 드리워지고 있습니다.

앞으로 수십년 동안 한국은 미국등 대부분의 선진국들처럼 급속히 진행되는 고령화 사회에 대처하기 위하여 중기재정계획을 기획·수립하여야 할 것입니다. 동시에 재정정책은 거시경제를 안정화시키는 역할도 수행하여야 할 것입니다. 한국은 이러한 과제들에 대처하기 위한 준비가 잘 되어 있다고 생각합니다. 한국은 전통적인 건전재정 기초와 낮은 국가부채 비율 등 재정적인 여유분을 활용하여 1997년 금융위기의 와중에서 경제성장을 지원하였고 금융기관이 자본을 확충하는 데 필요한 채무 부담을 추가로 떠안을 수 있었습니다. 재정정책 이외에도 한국의 정책입안자들은 존경스럽게도 1997년 한국경제를 황폐화시킨 금융위기에 신속하고 열정적이면서 종합적으로 대처하였습니다. 우리는 한국이 달성한 성과 즉, 높은 성장세를 회복하고, 환란 이전의 수준으로 실업률을 낮추었으며, 금융정책 운용을 위해 인플레이션 목표를 설정하는 한편, 외환보유고를 기록적으로 다시 축적하고, 부실화된 금융기관의 자본을 확충하며, 기업 지배구조가 강해지도록 개혁정책을 수립한 데 대하여 찬사를 보내는 바입니다.

Preface to the Korean Edition of *The Fabulous  
Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*

Janet Yellen

It is a pleasure to welcome the Korean edition of *The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*. We are greatly indebted to Mr. Kyo Shik Kim and his collaborators for undertaking the Korean translation. Our hope is that the American experience we describe in the book may offer useful insights to Korean policymakers and economists involved in the formulation of monetary and fiscal policy.

*The Fabulous Decade* focuses on the challenges confronting American monetary and fiscal policy during the 1990s, particularly the difficulties of taming a chronic and politically intractable budget deficit that had boosted long-term interest rates and siphoned funds away from productivity-enhancing investments. With an aging population, and burgeoning spending on retirement programs just over the horizon, the deficits threatened to skyrocket out of control. This volume describes the painful efforts that were required to bring the Federal deficits under control and explains how new fiscal rules and procedures facilitated the process of fiscal consolidation. With the benefit of hindsight, it now appears

that some of our optimism concerning the future course of American fiscal policy was unjustified. For example, a bipartisan lockbox agreement, designed to use the growing surpluses in the Social Security retirement system to pay down debt in the decade leading up to the retirement of Americas babyboomers, dissolved in the wake of the 9/11 attacks and, with new tax cuts and spending, deficits again cloud the horizon as far as the eye can see.

In the decades ahead, Korea, like the United States and most other industrial countries, must confront the challenge of designing a medium-term fiscal framework to prepare for the challenges associated with a rapidly aging population. At the same time, fiscal policy must be allowed to operate to stabilize the macroeconomy. Korea is well positioned to confront these challenges. Its traditional fiscal conservatism and low ratio of debt to GDP, created room for fiscal policy both to support growth in the aftermath of the 1997 financial crisis and also to take on the additional debt burdens needed to recapitalize Koreas banking system. Beyond fiscal policy, Koreas policymakers deserve kudos for their rapid, energetic, and comprehensive response to the financial crisis that devastated Koreas economy in 1997. We applaud Koreas accomplishments in restoring strong economic growth, reducing unemployment to pre-crisis levels, instituting an inflation targeting regime for monetary policy, rebuilding Koreas foreign exchange reserves to record levels, recapitalizing a ravaged banking system, and instituting reforms to strengthen corporate governance.

<著 者>

블라인더 (Alan S. Blinder) :

프린스턴 대학 경제학과 교수. 프러몬터리 파이낸셜 그룹 파  
트너. G7 그룹 부의장. 클린턴 정부 대통령경제자문위원회 위  
원과 FRB 부의장 (1994~1996) 역임

엘렌(Janet L. Yellen) :

버클리 대학 경영·경제학과 교수. FRB 이사(1994~1997)와  
클린턴 정부 대통령경제자문위원회 위원장(1997~1999) 역임

<譯 者>

金敎植 : 財政經濟部 副理事官(kyos111@hanmail.net)

洪承一 : 中央日報 經濟部 次長(hongsi04@hanmail.net)

## 전설의 10년

-1990년대 미국경제 성공의 교훈-

---

2003年 11月 20日 印刷

2003年 11月 28日 發行

著 者 Alan S. Blinder · Janet L. Yellen

譯 者 김교식 · 홍승일

發行人 宋大熙

發行處 韓國租稅研究院

☐138☐7774 서울特別市 松坡區 可樂洞 79-6

電話 : 2186-2114(代), 팩시밀리 : 2186-2179

登 錄 1993年 7月 15日 第21-466號

組版 및 印刷 상 일 인 쇄

ISBN 89-8191-238-6

---

\* 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.