

美聯準의 디스인플레이션 정책

金 蘭 珠*

美 商務省의 발표(1994. 4. 28.)에 의하면, 1994년 1/4분기의 실질 GDP 성장률이 前期 대비 2.6%에 그쳤고 GDP 디플레이터 상승률은 2.6%를 기록하였다. 93년 4/4분기에 비해 성장률은 둔화되었고 물가는 다소 상승했다. 경제 전문가들은 1/4분기의 경제 성장이 약전후와 주요 교역상대국의 경기 부진 등으로 기대에 미치지 못하였으나, 민간소비와 투자가 견실한 증가 추세를

보이고 있기 때문에 2/4분기에는 성장률이 회복될 수 있을 것으로 전망하고 있다. 그러나 상무성의 이러한 발표는 경기 회복과 물가 안정에 대한 논쟁을 다시 불러일으키기에 충분했다.

물가안정 추구하는 美聯準

미국의 중앙은행인 美聯準(the Federal Reserve Board)의 기본 목표는 물가 상승률을 3% 이하로 유지하면서 2.5~3.0%대의 경제 성장을 이루는 것이다. 이러한 정책 목표를 달성하기 위한 수단이 연방기금金利(federal fund rate)이고, 장기금리의 움직임이 금리정책의 주요 지표이다. 미연준은 연방기금金利와 물가상승률 간의 차이를 0.75~1.5% 정도로 유지하는 것이 상례이다. 즉 물가 상승률이 3%일 경우 연방기금금리는 3.75~4.5%를 나타낼 것이다.

<표> 미국의 경제 성장률 추이

(%)

	1993				1994
	I	II	III	IV	I
실질 GDP	0.8	1.9	2.9	7.0	2.6
민간소비지출	0.8	3.4	3.5	4.4	3.8
정부지출	-6.4	4.3	-0.9	0.0	-6.2
설비투자	14.4	16.6	11.4	22.5	5.5
주택투자	1.5	-9.4	8.1	31.7	9.1
수 출	-2.4	3.6	2.2	20.4	-9.3
수 입	11.6	13.3	9.1	16.4	2.8
GDP 디플레이터	3.6	2.3	1.6	1.3	2.6

자료: 한국은행 1994.

주: 1) 계절조정된 전기대비 연율임.

2) 1987년 가격 기준임.

* 현대경제사회연구원 주임연구원, 이화여대 경제학 석사, 국제금융 전공.

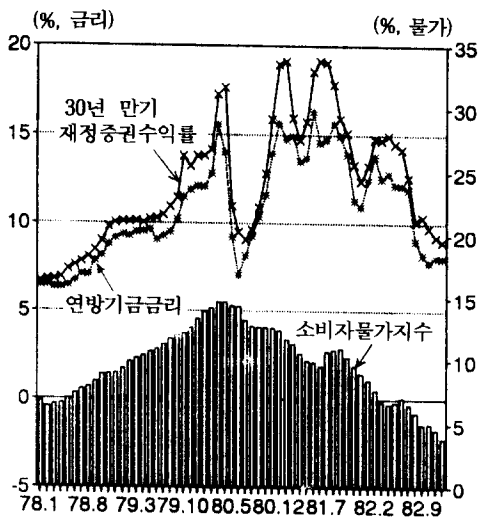
일반적으로 기대 인플레이션은 장기金利에 반영되어 있다. 적극적인 연방기금금리의 상승없이 장기금리가 상승할 경우에는 물가 불안심리가 시장에 존재한다고 볼 수 있다. 실제로 2월에 미연준이 연방기금금리를 인상했을 때에도 장기금리는 오히려 1% 포인트 이상 상승하였다. 이러한 장기금리의 상승 외에도 93년 4/4분기에 경제성장률이 7%에 달했고, 실업률이 하락하는 등 인플레이션의 가능성은 여러 분야에서 나타나고 있다. 인플레이션 불안심리가 나타날 때 미연준은 근본적인 딜레마에 빠지게 된다. 인플레이션 불안심리를 억제하기 위해서는 경기위축적인 실질 단기금리의 상승을 용인해야 한다. 한편 인플레이션 불안심리에 즉각 대응하지 않는 경우에는 근로자와 사용자가 높아진 기대 비용의 보전을 위해 각각 임금과 가격 인상을 요구할 것이며 그 결과 더 높은 인플레이션을 초래하게 될 것이다.

이러한 딜레마를 안고 있는 미연준이 최근의 인플레이션 불안에 대한 처방으로 금리 인상을 통한 금융긴축정책을 사용하고 있다. 미연준의 기본적인 입장은 경제성장보다는 물가안정에 중점을 두고 있다. 미연준의 정책 수행에는 과거 70년대 말부터 80년대 초에 겪었던 인플레이션 억제정책의 실패를 다시는 거듭하지 않겠다는 강력한 의지가 담겨 있다.

과거 인플레이션 억제 정책의 교훈

석유파동으로 물가 상승률이 1979년부터 1981년까지 연평균 10%를 상회하였으며 80년 3월에는 소비자물가지수가 14.68%로 최고를 기록했다. 장기금리도 15.55%(80년 12월)까지 상승하였다. 이러한 상황에서 미연준은 강력한 인플레이션 억제 정책을 실시하였다. 그 한 예로 이 기간중에 미연준은 연방기금금리를 최고 19.08%(80년 1월)까지 인상하였다. 경기가 악화되는 징후들이 나타남에 따라 79년 12월부터 약 3 개월간 미연준은 긴축정책을 잠시 중단하여 연

<그림> 인플레이션 억제 정책시장·단기금리 추이(1978~82년)



방기금금리는 9%대에 머물렀다. 그러나 이러한 연준의 금융완화정책에도 불구하고 장기금리는 11.87%(79년 11월)에서 12.81%(80년 2월)로 상승하였고, 통화긴축정책이 다시 강화된 80년 3월에는 15.53%까지 상승하였다. 이러한 미연준의 인플레이션 억제정책의 실패는 계속되는 유가 폭등과 더불어 79년 12월 소련의 아프카니스탄 침략, 그리고 정책의 일관성을 잃은 연준에 대한 신뢰도 저하에 기인한 것으로 판단된다.

미연준은 80년 3월에 연방기금금리를 3.06% 포인트 인상함으로써 장기금리의 상승으로 나타난 인플레이션 압력에 대응했다. 그러나 80년 5월부터 장기금리도 하락세를 나타냈고 물가지수도 안정세를 보임에 따라 미연준은 또다시 금리인하정책으로 전환하였다. 그러나 계속되는 금리인하정책으로 인해 물가불안 심리가 다시 조장됨에 따라 장기금리는 80년 중반 이후 재상승하였다. 이후 82년까지 이어진 극심한 경기 침체에도 불구하고 공급경제학을 신봉하는 레이건 대통령의 지지하에 미연준은 긴축 기조를 지속하였고, 이에 따라 정책 신뢰성의 회복으로 물가 안정을 이루게 되었다.

과거의 경험에 비추어 볼 때 경기 하강국면에서 연방기금금리를 인하하면 장기금리가 하락하나, 연방기금금리의 인하가 경기순환의 低點 근처에까지 지속되면 기대 인

플레이션이 상승하여 장기금리는 오히려 상승세를 보인다. 즉 경기순환의 저점을 전후하여 연방기금금리와 장기금리는 반대 방향으로 움직인다. 경기 저점을 지난 후에는 연방기금금리의 인상에 따라 어느 시점까지는 장기금리도 상승하게 된다. 그러나 경기가 본격적인 회복 국면에 들게 되고 일관적인 정책이 시행될 경우, 기대 인플레이션도 반전되어 장기금리도 하락세를 나타내게 된다.

70년대 말의 실패를 거듭하지 않으려는 미연준의 의지는 강하다. 즉 경기 회복을 위해 정책을 자주 바꿈으로써 정책의 신뢰성을 잃고 따라서 더 큰 물가 불안을 야기하기보다는, 경기 회복세를 다소 지연시키더라도 일관적인 정책을 수행함으로써 물가 안정을 우선 이루겠다는 의지이다.

그러면 과연 미연준이 물가 안정을 위한 先制的인 정책을 수행하는 근거가 되는 것은 무엇인가? 우선 M1이 증가했다는 사실이다. 미연준이 인플레이션을 통제하는 한 수단인 통화공급 증가율이 상대적으로 상승하였다. 경기 회복이 진행되기 시작한 1992년에 전년 대비로 연율 16.8%를 나타낸 데 이어 1993년에도 9.7%를 나타냄으로써 90년 이전의 3~5%에 비해서는 배로 증가한 것이다. **미연준의 물가 안정에 대한 의지를 고무시키는 다른 한 요인은 실**

업률의 하락이다. 기본적으로 미연준은 빠른 성장과 완전 고용이 인플레이션을 유발한다고 보고 있다. 94년 4월의 실업률이 전월 대비 1% 포인트 하락한 6.4%로 발표되었다. 미국의 자연실업률이 6%라고 간주되고 있는 현상황에서 볼 때 경기 회복이 지속된다면 곧 실업률은 완전고용 수준에 도달하게 되고 이는 임금 인플레이션(wage inflation)을 유발하게 될 것이라는 것이다. 실제로 93년 12월 이후 임금 상승률은 3%를 상회하여 94년 2월 현재 전년 동기 대비 3.5%를 나타내어 미연준의 주장을 뒷받침해 주고 있다. 미국 기업들의 가동률이 이미 완전가동률에 도달하고 있다는 사실도 공급 능력의 한계에 도달했다는 점에서 또 다른 인플레이션의 요인으로 지적되고 있다. 실제로 기업들의 가동률은 91년 78%에서 93년 현재 82%에 이르고 있고 올해 내에 70년 후반 이후 최고치를 기록할 것이라는 예상이 팽배해 있다.

긴축정책은 시기상조?

미연준이 경기 회복의 희생하에 불가 안정만을 위해 금융긴축정책을 지속하는 데 대해 반대하는 의견들도 만만치 않다. 앞으로 인플레이션의 가능성이 있다 하더라도 아직은 시기상조라는 것이 성장을 우선하는 측의 주장이다. 미연준의 금리 상승을 통한 금융긴축정책은 금리 변동에 민감한 주택, 시설 투자, 내구소비재 등 93년 경제 성장

의 80%를 차지했던 부문의 성장을 약화시킴으로써 어렵게 시작된 경기 회복을 후퇴시킬 수 있다는 것이다.

인플레이션 징후에 대한 미연준의 주장에 대한 성장론자들의 반박도 만만치 않다. 우선 상승 추세에 있는 M1의 경우 이를 인플레이션의 신호로 신뢰할 수 없는 이유는 M1에는 달러화에 대한 해외 수요도 포함되어 있고 저금리하에서 현금 보유가 선호되기 때문에 M1이 실제보다 과대산정될 수 있다는 것이다. 실제로 M2는 91년의 3.0%에서 93년에는 전년 대비 2.1%로 상당히 폭 하락하였다. 이들의 주장에 따르면 실업률의 하락도 우려할만한 수준이 아니라는 것이다.

이는 일반적으로 경기 침체기에는 시간제 근무(part-time job)가 증가하고 경기가 회복됨에 따라 시간제 근무가 감소하는데, 최근 경기가 회복되고 있음에도 불구하고 시간제 근무는 오히려 증가 추세에 있어 실업률이 하락함에도 불구하고 임금인플레이션은 발생하지 않을 것이라는 데 기인한다. 또한 기업의 생산력이 완전가동률에 근접하고 있다는 사실이 인플레이션에 대한 원인이 된다는 주장도 현재의 경제 상황을 고려할 때 성립될 수 없다고 한다. 높은 가동률이 인플레이션의 원인이 되는 이유는 공급력의 한계로 가격이 상승하게 되기 때문인데, 높은 수입 경쟁과 기업들의 생산성

항상 노력으로 인플레이션을 유발하지는 않을 것이다.

성장론자들은 기업들이 새로이 생산성 향상에 투자를 시작했다고 주장한다. 생산성 향상이 소득과 이윤을 증가시키고, 이는 다시 투자와 소득을 자극함으로써 생산성은 더욱 증가하게 되고, 따라서 물가는 금융긴축정책 없이도 안정될 수 있으므로 미국 경제가 견고한 성장 주기에 진입할 수 있다는 것이다. 성장론자들은 미연준의 향후 행로에 대한 불확실성이 오히려 기대인플레이션을 더욱 상승시키고 있다고 비난한다.

정책신뢰성 회복을 위한 노력

미연준은 현재의 물가 안정을 얻는 데 15년이라는 기간이 소요되었음을 상기시키면서 통화정책이 실효를 나타내는 데에는 시차가 있기 때문에 인플레이션의 뚜렷한 징조가 나타날 때까지 기다릴 수 없다는 주장이다. 미연준의 주장처럼 현재의 상황이 경험적으로 인플레이션이 시작될만한 경제성장단계라는 주장에 대해 수긍하는 경제학자들도 많다. 그러나 현재의 상황, 즉 대외적인 경쟁의 심화와 빠른 생산성의 향상이 물가 상승을 억누르고 있다는 점을 감안해 보면 너무 빠른 감도 없지 않다.

만일 미연준이 고금리정책 기조를 고수한다면 클린턴 행정부는 경기 회복이 지속될

수 있도록 금리를 낮춰 줄 것을 요청할 것이다. 클린턴은 미연준의 두 공석에 성장론자들을 임명한 바 있다. 이는 미연준의 고금리정책을 지지하고자 하는 의지의 표명이라고 볼 수 있다. 또한 물가상승률을 감안할 때 5월 17일의 금리인상 조치로 연방기금금리는 이미 상한선에 도달했다는 견해도 있다. 반면 달러화의 약세로 인한 인플레이션 압력을 제거하기 위해 달러화의 가치 회복을 위한 추가적인 금리의 인상이 필요하다는 주장도 있다.

과연 미연준은 금융긴축정책을 중단할 것인가? 미연준의 향후 정책 방향을 예측하는 데 가장 좋은 방법은 미연준이 최근 추진했던 정책 양상을 관찰하는 것이다. 88년의 경험은 과연 미연준이 의회와 백악관의 반대를 우려해서 94년의 금리인상조치를 더 이상 추진하지 않을 것인지 여부에 대한 해답을 제공해 준다. 88년 미연준은 대통령 선거를 앞둔 행정부의 위협에도 불구하고 긴축정책을 계속하였다. 또한 93년말 인플레이션의 위험이 있었던 때에 미연준의 행적도 좋은 사례가 된다. 1993년초의 경제지표들의 월별 자료들은 예상보다 호조를 보였고, 이는 상품가격의 상승과 통화공급의 증가가 동반된 것이었다. 민간 예측가들과 미연준은 이러한 자료가 인플레이션의 유발에 대한 결정적인 증거를 제시한 것은 아니지만 인플레이션 기조가 구축될 것을 우려하기 시작하였다. 결

국 미연준은 인플레이션 억제를 위한 선제적인 정책을 실시하기로 결정하였다.

이러한 경험에서 알 수 있듯이 미연준은 물가 안정이 정책 수행의 최대 목표이다. 인플레이션의 발생에 대응한다기보다는 인플레이션을 사전에 방지하는 입장을 갖고 있다. 인플레이션을 예방하기 위해서는 경제성장을 다소 희생할 수도 있다는 입장이다. 더 높은 성장보다는 물가 안정을 동반한 조금 낮은 경제성장을 바람직하다고 보고 있다. 또한 미연준은 정치적으로 상당히 독립적이다.

94년 1/4분기의 성장률이 하락하기는 했으나 일시적인 현상으로 받아들여지고 있어 미국 경기가 본격적인 회복기에 들었음은 의심의 여지가 없다. 그러므로 이러한 상황에서 미연준은 인플레이션의 유발을 미연에 방지하고자 최선의 노력을 다할 것이다. 대폭적인 금리 인상 조치는 기대하기 어렵다. 예전에 그러했듯이 미연준은 경제 상황이 변할 경우에 정책의 전환을 용이하게 하기 위해 소폭의 점진적인 정책 수행을 지속할 것이다. 미연준이 목표로 하는 것은 실제로 인플레이션이 상당한 시간을 두고 발생하더라도 점진적으로 일관성있게 정책을 수행함으로써 정책에 대한 신뢰감을 조성하여 기대인플레이션을 불식시키는 것이라고 판단된다.♣

참고 문헌

- 한국은행, 1993. 디스인플레이션: 주요국의 경험과 시사점. 「금융경제연구」, 금융경제연구소, 제65호, 12월.
- , 연준의 금리정책과 인플레이션. 「금융경제연구」, 금융경제연구소, 18호, 12월.
- 한국은행, 1994. 「주간해외경제」, 5월 26일.
- Black, Robert P. 1990. In Support of Price Stability. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, Vol.76, Jan.
- Feldstein, M. 1993. The Recent Failure of U.S. Monetary Policy. NBER, Working Paper, No. 4236.