

# 저축은 미덕이 아닌가?

김 신 행

이 글에서는 “절약의 역설”에 대한 거시경제학에서의 교과서적인 설명을 시간에 대한 경제의 장기적인 균형의 관점에서 생각해 본다. 주류경제학의 관점에서 본 저축은 경제에 부정적이지만은 않다. 고전파의 성장모형에서 저축률은 경제성장률을 결정한다. 신고전파의 성장이론에서는 단기에서와는 달리 저축의 증가로 일인 당 생산성과 소득수준이 올라간다. 경기침체의 현상을 경제가 유동성함정에 빠져 있는 것으로 보는 케인지안과는 달리 오스트리아 적인 접근에서는 부족한 저축이 경기침체의 원인이다. 피셔(Fisher)의 “부채-데플레이션 모형(debt-deflationary model)”에서의 경제인자의 과다한 부채는 하이에크(Hayek)의 경기변동론에 비추어 볼 때 그 원인이 부족한 저축이 된다. 경기부양만을 위한 단기적인 통화정책으로는 경기변동의 진폭만 오히려 더 커지게 될 뿐, 경기침체의 근본적인 원인이 되는 과다한 투자에 대한 부족한 저축의 문제가 해결되지 않는다.

주제어: 케인스의 유동성 함정, 피셔의 리플레이서너리 통화정책, 하이에크의 경기변동론, 위기의 경제학, 통화절벽

## 1. 머리말

‘소비가 미덕’이란 구절은 우리에게 친숙하나, ‘저축이 미덕’이란 말은 어느덧 우리에게 오히려 생소하게 들린다. 과연, ‘소비’는 미덕이고 ‘저축’은 미덕이 아닌 것인가? 어느 한 가계가 예기치 못한 상황에 대처하기 위해서, 또 자녀의 양육과 노후를 대비해서 절약하는 것은 미덕이다. 기업이 불확실한 미래에 대응하기 위해 사내유보를 확보한다든가, 정부가 미래세대의 재정적인 채무의 부담을 줄이기 위한 건전한 흑자재정을 견지하지 않는 것은 오히려 우리 경제에 재앙이 될 수도 있다. 거시경제학에서의 “절약의 역설(節約의 逆說; paradox of thrift)”은 경제 내에서 경제거래자의 개인적인 한 단위에서 “선(善; virtue)”인 것이 경제 전체의 거시경제의 단위의 입장에서 보았을 때에는 반드시 “선(善; virtue)”이 될 수 없다는 것을 가르친다.

경제주체 한 단위의 절약으로 다음의 미래의 시점에서의 그 경제주체의 미래의 소

득이 반드시 올라간다는 보장이 없다는 것이다. 역설적으로 모든 가계의 절약으로 경제 전체의 소비감소로 소득이 떨어질 가능성이 배제 되지 않기 때문이다. 바로 거시경제학에서의 “構成의 矛盾(fallacy of composition)”이다. 이 가설은 주지하고 있는 바와 같이 케인스의 유효수요의 이론에 따른 것이다. 어느 경제학자가 말했듯이 우리 모두가 이제는 ‘케인지안(Keynsian)’인 까닭인가? 1930년 대공황 이후 유효수요의 창출은 침체에 빠져들어가는 경제를 회생시키기 위한 도구의 일환인 케인스의 재정정책이 이제는 일상화된 정책수단의 하나가 된 것은 주지의 사실이다.

정책도구를 사용한 경기의 조정에도 불구하고 1990년대 후반의 예기치 못했던 외환위기 라든가 2008년에 미국 발의 ‘후순위 담보물 채권(sub-prime mortgage)’과 같은 금융위기를 왜 사전에 예측하고 방지하지는 못하였나 하는 반문을 하게 된다. 특히, 우리나라와 같이 규모가 작은 소규모 개방경제의 경우 금융위기의 파장은 더 크고, 이를 사전에 예방하기 위한 대응책이 더 절실하다[김인준(2013)].

기존의 ‘붐-버스트(boom-bust)’의 가설에 따르면 과다 대출이 위기의 하나의 원인으로 꼽힌다. 신용대출에서는 대출자의 신용에 대한 면밀한 검토가 전제임에는 당연하다. 대출의 평가에서는 부채의 소득 대비 상한 비율(debt to income ratio; DTI)을 대출의 필요 요건으로 고려한다. 이 상한선을 높이면 과다대출이 된다. 이 밖에도 제공되는 담보물도 대출자의 신용평가에 긍정적이다. 대출자의 예상소득에 대한 적정 수준보다 높은 평가라든가 제공되는 담보물에 대한 과대평가로 과다 대출이 된다. 이 모두가 불확실한 미래에 대한 대역자의 예측에 따르기 때문에 어느 경우이든 현재 대출 시점에서의 예상과 대출 만기의 자금회수 시점에서 괴리가 있을 수 있고, 이 괴리의 파장이 예상외로 클 경우에는 대출로 인한 경기의 ‘붐’이 거꾸로 꺼지면서 경기가 곤두박질 치는 이른바 ‘버스트’가 된다.

이러한 ‘붐-버스트’로 금융시장에서의 채권 보유자는 그 매입과 매도 시점에서 ‘빅데이터’에의 접근이 가능한 거래자에 비해 그렇지 못한 거래자는 ‘비대칭적인 정보(asymmetric information)’로 더 큰 자산의 손실을 보는 경우가 있다.

어느 한 금융사의 대출은 다시 다른 금융사의 자산이 되어 다시 대출이 이루어 지는 대출의 전파 과정으로 이른바 신용 대출에 대한 ‘승수효과’가 일어난다. 이로 인해 금융시장 전체로서의 대출은 승수효과로 더 확대되어 ‘붐’의 확장효과가 있다. 반대로, ‘역(逆)’의 ‘버스트’ 효과는 ‘후순위 담보물’의 금융위기에서와 같이 영국의 은행 베어스턴을 시작으로 타 은행으로 연쇄반응적으로 확산되었음을 경험했다. 이러

한 금융위기의 파장의 설명에는 통화위기론(currency crisis)과 은행위기론(banking crisis)를 들 수 있다.

요약하자면, ‘뿔-버스트’는 금융 대출자와 차입자의 금융시장에 대한 미래의 불확실성에 대한 잘못된 판단에 기인한 것으로 이해된다. 그러나 이 판단에 침체되어 가는 경제를 소생시키기 위해서 정부가 DTI 비율을 기대치 이하로 낮춘다거나, 기타 은행권에서의 재할인 비율의 하락, 또는 정부발행 채권의 매입 등 다양한 형태로서의 이른바 금융정책의 시장개입으로 ‘뿔-버스트’의 파장은 더욱 커진다.

이 글에서 논의하고자 하는 이른바 오스트리아 학파의 경기 변동이론에서는 바로 시장에서의 거래자 간에 불완전한 정보라든가 또는 미래의 불확실성으로 인한 ‘뿔-버스트’의 경제적인 피해보다는 정부의 경기조정을 위한 개입으로 인한 피해를 지적한다.

고전파의 경제학자에게는 ‘소비’보다는 오히려 ‘저축’이 미덕이었다. 애덤 스미스의 “국부론”에서는 비생산적인 노동보다는 생산적인 노동이 국부의 원천이고, 이 생산적인 노동은 그 당시의 ‘지주 계급’의 근검과 절약의 결과인 것은 이미 우리가 다 알고 있는 바와 같다. 그러면, 고전파에서의 ‘저축의 미덕’은 근대의 경제학자에게는 어떻게 되어서 뒷전으로 물러나 버리고 만 것일까? 아마도 그 답은 고전파 경제학자의 연구 대상이 되었던 18세기 중반과 19세기 초반에 걸친 영국 및 기타의 유럽 경제의 배경이 자본주의가 아직은 성숙되지 못했던 것이 그 하나의 배경이 될 수 있다. 자본주의가 출현하는 초기의 단계에서는 ‘자본축적’의 선행이 있어야 했던 것이 그 하나의 이유가 될 수 있겠다. 이에 더하여 근대적인 통화제도가 아직은 등장되지 않았던 것도 저축의 자본축적과 관련된 다른 경제상황일 수 있겠다.

고전파에서의 ‘자본축적’은 농업에서 혹은 공업부문의 생산활동에서 생성되는 ‘잉여(剩餘; surplus)’에 둔다. 지주 계급은 소작농에게로부터 ‘도지(賭地)’를 받고 나머지를 잉여로, 또 공업 부문에서는 ‘임금(賃金)’을 제외한 몫이 자본가에게 돌아가는 ‘잉여’ 또는 ‘이윤’이다. 이렇게 해서 축적된 자본은 다시 재투자됨으로써 잉여와 재투자자의 생산의 과정이 되풀이 되는 것으로 우리는 자본주의 경제운행을 이해한다. 이러한 자본주의의 운행과 관련하여 어떤 측면에 대한 점을 밝히고자 하느냐는 연구자의 관심과 그 당시의 정치·경제 및 사회적인 상황에 따라 다르다. 때로는 소득분배와 관련된 임금과 이윤의 결정에 대한 것일 수도 있고, 분배보다는 나눌 수 있는 파이를 더 키우는 데에

대한 문제가 연구의 관심이 된다.

이를 위해서는 투자 활성화가 선행되어야 한다는 것이 성장론자들의 주장이다. 케인스의 처방에 따른 대부분의 경제학자들은 투자 촉진을 위해서 금융·재정의 정책 수단을 활용한다. 통화의 증가를 통한 저렴한 대출금리로 투자의 비용을 줄여 투자에 더 유리하게 만든다든가, 또는 정부의 채권 매입으로 시중에 유통되는 통화량을 늘린다. 금융 및 재정 정책이 그 실효를 거둘 수 있기 위해서는 수요의 측면에서의 뒷받침을 그 전제로 한다. 경기 활성화만을 위한 금융 및 재정 정책은 유효수요의 부족으로 그 실효를 거두지 못한 채 오히려 인플레이션만 이어질 우려가 있다. ‘소비는 미덕’이라는 구절은 소비가 유효수요로서 투자 활성화의 받침이 된다는 점을 뜻한다. 소비가 늘어나기 위해서는 소득이 늘어나야 하고, 소득이 늘어가는 데에는 투자가 필요하다. 이리므로 소비와 투자 간에는 ‘닭’이 먼저냐 아니면 ‘달걀’이 먼저이냐 하는 ‘닭-달걀’의 순환론에 빠진다. 이 순환이 성공하기 위해서는 생산활동에 참가하는 노동과 자본의 생산성의 높아져야 한다. 말하자면, 그것이 단기적이든 장기적이든 투자의 경제활동이 경제성장으로 이어지기 위해서는 생산활동에 참여하는 생산요소의 생산성 향상이 함께 이루어짐으로써 가능하다.

고전파의 경제학자들에게는 경제의 부의 창출과 성장을 그 제일의 우선 순위에서 있다. 그리고 이를 달성하는 데에는 노동자의 생산성 향상을 성장의 근원으로 본다. 노동의 분업화를 통한 생산성 향상의 예를 든 스미스의 핀 공장의 예에서도 성장의 핵심은 바로 노동자의 생산성 향상에 둔다. 그러므로 경기의 활성화 또는 경제성장에는 투자의 촉진이 소기의 성과를 거둘 수 있기 위해서는 무엇보다 투자가 가져올 생산성의 향상에 있다.

고전파의 경제학에서는 신고전파에서와 같이 생산성이 체화되어 있는 구체적인 자본재(capital goods)의 축적보다는 기금으로서의 자본축적(capital accumulation)과 경제성장과의 관계를 고찰한다. 자본재의 생산에는 자본축적이 선행되기 때문에 이 두 개념에는 서로 연관되어 있고 차이가 없어 보인다. 그러나, 자본축적은 자본재가 생산될 수 있는 동기를 규명하는 데에 연구의 우선순위가 있다. 아직은 산업화가 이루어지기 이전인 영국 산업혁명 이전의 농경경제를 염두에 둔 고전파 경제학에서는 자본축적의 근원을 농업 생산에서의 잉여(剩餘; surplus)에서 찾는다. 이 잉여가 어떻게 배분되느냐에 따라 경제성장의 결과도 다르게 나온다. 노동자에게 배분되면 맬더스의 인구론에서와 인구가 늘어나고 경제가 성장하는 경로를 밟게 되나, 지주계급에 의

해 비생산적으로 소비되어 버리면, 경제는 리카도의 성장모형에서의 정체에 빠진다. 고전파의 성장이론에서는 이와 같이 자본축적, 인구, 소득분배의 문제가 상호 연관 작용으로 경제의 성장에 어떠한 결과가 나오는 가를 보여준다. 고전파의 경제학자들 간에 미래 경제에 대한 조망은 서로 다르면서도 이 세 변수들의 경제성장의 관점에서 서로 영향을 주고 받는 공통점이 있다.

## 2. 스미스의 성장모형

엘티스[Eltis(1984), p. 68]는 그의 저서 “고전파의 성장이론” 제3장 서두에서 스미스의 성장이론에 대하여 다음과 같이 언급한다:

스미스의 성장이론은 께네(Quenay)나 증농학파(Physiocrats)의 성장이론과 확연히 구별된다. 그들의 주장에서는 공업에서는 투자할 수 있는 잉여가 나오지 않으므로 공업의 성장에의 기여는 없고, 농업에서의 잉여의 재투자만이 성장에 기여한다. 스미스가 그의 “국부론(The Wealth of Nations)”을 출간할 당시 1776년에는 산업혁명(Industrial Revolution)으로 영국의 북부지방은 변하고 있었고, 생산과 삶의 수준의 변화에 미칠 산업혁명의 의미를 그 이전의 어느 학자들보다도 스미스는 충분히 감지하고 있었다. 스미스의 성장이론에서는 공업과 농업 두 부문이 다 함께 성장에 중요한 역할을 한다. 그리고 여기에서는 스미스가 약술한 께네의 주장으로부터 농업부문에서의 잉여가 성장에 특별히 중요한 역할을 한다. 스미스는 (1750년 이래로)—국부론의 첫 세 장의 주제가 되는—공업부문에서의 노동 분업화의 방대한 성장잠재력을 인지하고 있었다. 그리고 노동의 분업화는 산업화의 동기인 동시에 결과이다.

스미스의 핀 공장의 예제는 이미 잘 알려진 바와 같다. 핀을 생산하는 공장에서의 생산공정이 철사를 자르고, 그것을 갈아서 그 철사 끝을 뾰족하게 하고, 또 이 철사에 바늘 귀 구멍을 내는 이 세 개의 공정으로 나뉘어 있다고 하자. 이 때에 열두 명의 노동자가 이 생산공정에 배분되는 데에 두 가지 방법을 생각해 볼 수 있다. 그 하나는 노동자 한 사람이 이 세 공정을 도맡아서 작업을 하는 것이고 다른 하나는 이 세 공정을 네 사람의 팀 하나로 각각 나누어서 각 팀은 그 팀에 부여된 공정만을 수행한다. 바늘 귀 구멍을 내는 공정을 맡은 팀은 그 맡은 바 공정만을 수행하고, 또 철사 끝을 가는 공정을 맡은 팀은 또 그 공정에서만 작업을 한다. 스미스의 이 예제의 초점은 이 노동의 분업화로 각 노동자의 맡은 바 공정에서의 생산성이 높아진 데에 있다.

스미스 성장모형에 대한 위의 엘티스의 약술에서 우리는 다음의 몇 가지 점에 주목할 필요가 있다. 그 하나는 스미스의 성장모형은 농업과 공업 2 부문의 성장모형이라는 점이다. 고전파의 성장이론에서의 공통적인 점의 하나인 이 부문에서 생산인여가 어느 부문에서 더 많이 나오느냐 하는 점이다. 다음으로는 공업부문에서의 노동의 분업화가 성장동력이 된다는 점이다. 마지막으로 농업과 공업 이 두 부문과의 관계에서 계네의 중농학파가 연계되어 있다는 점이다. 다음에서는 이 세 가지 점을 고려한 스미스의 성장모형을 근대 성장이론의 관점에서 해석하고자 한다. 어떠한 점에서 근대 성장이론과 상통하고 또 어떠한 점에서 서로 다른가를 여기서 생각해 보고자 한다.

근대의 성장이론에서는 특히 신고전파적인 성장이론에서 생산기술에 대한 설명이 우선한다. 그 다음이 소비자의 저축에 대한 전제이다. 이 두 가지의 전제 위에 성장모형이 세워진다. 스미스의 성장모형에서 이 두 전제가 어떻게 설명되겠는가? 생산기술에서의 고전파와 신고전파의 생산함수와의 차이점을 생각해보고, 그 다음으로 저축에 대한 차이점을 논의한다. 신고전파의 생산함수에서와 같이 노동과 자본의 유연한 대체가 스미스의 성장모형에서는 있지 않다. 두 부문 모두의 생산기술에서 노동과 자본의 결합비율이 고정되어 있다. 논을 갈기 위해 황소로 쟁기를 갈 때 농부 한 사람이 쓰는 황소의 마리 수는 정해져 있다. 이 때 황소의 마리 수는 근대 경제에서의 자본재가 되고 농부 한 사람이 밭을 가는데 쓰는 황소의 마리 수가 일인 당 자본 장비율로 해석된다. 공업 부문에서도 같은 해석이 나온다. 방직공 한 사람이 돌리는 물레는 지정되어 있고 이 때의 물레가 공업부문에서의 자본재에 해당된다. 일인 당 작업자에 대하여 사용되는 자본재의 양이 주어져 있다는 점에서는 두 부문에 차이가 없으나 스미스의 바늘생산의 공정에서의 예제서 본 바와 같이 이 두 부문의 분업화에는 양 부문에 차이가 있다.

다시 말해서 옥수수과 같은 곡물의 생산은 의류나 가죽제품과 같은 공산품의 생산에 비해 생산공정의 분업화가 제한적이다. “국부론[Smith(1776, p. 16)]”의 다음의 구절에서 이 내용을 읽는다:

농업의 특징상 작업의 세분화가 되어 있거나, 제조업에서와 같이 하나의 일이 다른 일과의 분리 되기가 어려운 것이 사실이다. 목수의 일은 대장의 일과 구분되어 있으나 목축의 일은 옥수수를 재배하는 농부의 일과 분리되어 있다고 보기 어렵다. 물레를 돌리는 작업자와 방직물을 짜는 사람과의 구별은 확연하나, 밭을 갈고 논을 메우고 씨를 뿌리고 곡물수확을

하는 일은 대개의 경우 농부 한 사람의 작업이 된다. 같은 해의 다른 계절에 다른 사람이 농사를 짓게 되는 경우가 있을지라도 농사의 어느 한 특정 작업에 같은 일을 계속하게 되는 것은 불가능하다.

스미스 모형에서의 농업과 제조업에서 작업의 분업화에의 관점에서의 차이점을 근대 성장모형에 비추어 볼 때 다음과 같은 설명이 가능하다. 공업부문의 제조업 생산에서는 “규모에 대한 수익(increasing returns to scale)”이 있으나 농업부문의 생산에서는 그렇지 못하다. 스미스의 생산에 대한 이 가정에 비추어 볼 때 경제성장과 삶의 질의 향상을 위해서는 공업부문 제조업 생산에서의 “규모의 수익의 발굴(explorations of the increasing returns to scale)”이 필요하다.

### 3. 저축의 미덕

고전과 성장모형에서 노동자의 임금은 모두 생계유지를 위해 소비 지출되어 버리므로 지주(地主)의 지대(地代)나 공산품 생산에서의 이윤(利潤)은 다음 기의 생산을 위한 저축이 된다. 근대경제학의 용어를 빌린다면 이것은 “공급은 수요를 창출한다”는 “썸의 법칙”과 일치한다.

스미스 경제의 소비에는 현대 경제에서와 같은 전통적인 소비의 개념에 포함되는 부분이 있는가 하면, 그렇지 않고 저축으로 간주되는 두 부분으로 나뉜다. 제조업이나 농업부문에서의 생산활동에 종사하는 노동자의 생계유지를 위한 소비지출과 같이 생산성에 도움이 되는 소비지출은 자본축적에 기여하고 투자가 된다. 그렇지 않고, 단순히 지주 계층에게로의 서비스 제공을 위한 노동자의 소비지출 만이 현대적인 의미에서의 소비지출에 해당한다. 스미스는 전자의 노동을 “생산적인 노동(productive labor)”으로 그렇지 못한 후자의 노동을 “비생산적 노동(unproductive labor)”으로 구분한다.<sup>(1)</sup> 이와 관련하여 우리는 스미스의 국부론[Smith(1776, p. 330)]에서 다음의 구절을 읽는다:

(1) 노동의 생산적인 노동과 비 생산적인 노동으로의 구분은 엄밀한 의미에서 논란의 여지가 있다. 단순 서비스 노동의 제공은 제공받는 소비자에 의해서 소비되고 그 소비자의 효용의 증가로 소멸되어 버리는 경우가 대부분이다. 그러나 단순 서비스를 제공받는 소비자의 생산성을 높임으로써 그 경제의 생산성이 올라가는 경우도 배제하기 어렵다. 이 경우의 서비스 노동은 스미스적인 의미에서의 “생산적 노동”이다.

그가 종사하는 일에 가치를 부가하는 노동자가 있는가 하면, 그렇지 못한 노동자가 있다. 가치를 창출하는 전자의 노동자를 생산적인 노동자로 후자를 비 생산적인 노동자로 부른다. 제조업에 종사하는 노동자는 일반적으로 작업공정의 자재에나 그의 생계지출에 가치를 부가하거나 그의 고용주에게 이윤을 더해 준다. 단순 서비스 제공 노동자는 반대로 어떠한 가치도 창출하지 못한다.

위에서 단순 서비스 노동자는 지주계급에 시중을 드는 일을 함으로써 그의 노동은 지주에 의해 소비되어 더 이상의 생산에의 부가가치로 이어지지 못한다. 그러므로 스미스 경제에서 자본축적은 생산적 노동자에 의해서 이루어진다. 앞으로 더 논의 하겠으나 전체 노동 중 생산활동에 참여하는 생산적 노동자의 비율이 스미스의 경제성장률을 설명하는 중요한 변수가 된다.

스미스 모형에서의 자본축적은 제조업 부문에서의 이윤과 농업생산에서 지주에게 돌아가는 지대 중 얼마만큼의 부분이 생산적 노동자의 활동을 위해 투자되는가에 달려 있다. 생산적 노동자의 고용은 자본축적을 전제로 한다. 자본축적이 많이 이루어질수록 생산적 노동자의 고용은 늘어난다. 그리고 노동고용의 증가로 분업화가 세분화 되고 생산성 향상으로 경제가 성장한다. 그러므로 스미스 경제의 성장에서는 자본축적과 투자가 먼저 선행된다.

근대경제학의 용어를 빌린다면 스미스 성장모형에서의 생산적인 노동자의 증가는 자본의 축적인 동시에 투자의 증가를 뜻하고, 이 결과로 경제가 성장한다. 결론적으로, 저축과 자본축적이 경제성장률을 결정한다. 인구의 증가가 경제성장률에 영향을 미치는 것도 생산적 노동자의 증가 때문이고 이것은 자본축적의 결과이다. 신고전파 성장모형과는 다르게 고전파 성장모형에서는 경제성장을 위해서는 근검과 절약에 의한 저축이 중요함을 강조한다. 이 점을 스미스는 다음과 같이 강조한다[Smith(1776, p. 338)]:

근검한 사람의 절약은 생산적인 노동자의 그 당시뿐만 아니라 그 이후의 생계를 부양하는 셈이 된다. 이것은 마치 공공 요양원의 설립자처럼 다가오는 미래에도 그 노동자를 책임져 주는 항구적 기금을 마련해 주는 것과 같다.

위의 스미스의 구절은 저축이 어느 한 주어진 짧은 기간에서의 소득이 아닌 항구적이고 영속적인 소득의 증가를 뜻한다는 점에서 저축으로 그 경제의 지속성장이 유지



됨을 뜻한다.

다음으로 스미스의 성장모형에서 자본축적과 인구의 증가와는 어떠한 관계에 있는가? 앞으로 논의할 맬더스의 인구론에 따르면 인구의 증가로 임금상승이 견제(Malthusian check)되기 이전까지는 고전파 이론에서 인구는 곡물단위 표시 임금의 상승에 따라서 늘어남을 전제로 한다. 이를 스미스의 성장모형에 비추어 볼 때 생산적인 노동자의 숫자가 많아지고 다시 임금 상승으로 인구가 늘어나는 선순환(virtuous circle)적인 과정으로 이어진다. 이러한 점에 비추어 볼 때 고전파 성장이론에서의 인구의 증가는 경제성장률을 결정짓는 결정적인 변수가 된다.

고전파의 경제에서는 인구의 증가가 농업부문의 곡물가격에 달려 있기 때문에 스미스 성장모형에서는 농업부문에서의 생산성이 공업부문에서의 생산공정의 분업화 못지않게 중요한 의미를 지닌다. 공산품 단위로 표시된 임금은 올라가나, 농산품 단위의 임금이 올라간다는 보장은 없다. 공업부문에서의 기계화와 마찬가지로 농업부문에서도 경제발전이 따라 소에 대한 수요도 같이 올라가서 옥수수의 가격도 같이 올라감으로 곡물단위의 임금은 떨어진다. 그러나 기타 다른 채소류와 공산품 단위 표시 임금은 떨어지지 않는다. 결과적으로 노동자의 각 생필품의 가중치의 임금은 결과적으로 올라간다[Eltis(1984); Hollander(1973)].

스미스의 성장모형에서는 인구의 증가와 더불어 자본축적과 노동생산성이 같이 올라가므로 맬더스의 함정에 빠져 들어가지 않고 그 함정에서 벗어난 셈이다. 늘어난 인구가 임금 상승을 반전시켜 다시 인구가 감소하지 않는다. 결론적으로 지속적으로 자본축적과 인구가 늘어나고 성장이 진행되는 경제에서 임금 수준도 높고, 그 경제에 사는 사람들의 삶의 질도 높다. 이 내용을 스미스 “국부론”[Smith(1776, p. 87)]의 다음의 구절에서 읽는다:

노동자에게 임금수준이 좋아지는 것은 그 경제의 국부의 크기에 있는 것이 아니라 국부의 지속적인 증가에 달려있다. 따라서, 가장 부유한 나라에서 이기 보다는 부가 빠른 속도로 늘어나고 노력하는 경제에서 노동자의 임금수준이 높다. 영국은 현재 북미의 어느 지방에 비해서보다 훨씬 부유한 나라이다. 그러나 노동자의 임금수준은 영국의 어느 지방에서보다 북미에서 더 높다.

위의 글에서 우리는 그가 “국부론”을 쓸 당시 영국과 미국 두 경제에서의 임금수준의 차이를 양국 경제에서의 성장율의 차이로 스미스는 설명하고 있음을 알게 된다.

빠른 속도로 성장하고 있는 당시의 미국경제에서의 임금수준이 국부의 수준은 더 높다 할지라도 정체상태로 들어가고 있는 성장률이 떨어지고 있는 영국경제에서 보다 더 높다.

#### 4. 통화량과 경제성장

이 절에서는 어느 한 경제의 통화량과 경제성장과의 관계를 화폐시장의 균형의 관점에서 생각해 보고자 한다. 그 다음으로 실물부문과 통화부문과의 관계를 통화량의 공급의 측면과 경제성장의 측면에서 생각해 본다. 그러나 이 양 부문 간의 관계를 단기에서 보느냐 아니면 장기에서 보느냐에 따라 달라진다. 케인스의 일반이론에서는 이 양 부문이 화폐의 단기시장에서의 유동성 선호 함수(流動性 選好函數; liquidity preference function)로 연계된다. 이를테면 통화량의 증가로 시장이자율이 떨어지면 기업의 자산가치를 나타내는 주식가격이 올라간다. 그 기업의 자산가치가 올라간 기업은 투자에 대한 미래수익률이 올라갈 것이라는 기대에서 투자를 늘리고 생산활동이 더욱 활발해진다. 이 절에서는 이 양 부문의 관계를 장기적인 관점에서 생각해 본다.

첫째로 화폐에 대한 수요에 대하여서는 그 동기에 대하여는 주지하고 있는 바와 같이 ① 예비적 동기, ② 거래적 동기, ③ 투기적 동기의 세 개의 동기가 있다. 금본위제도와 같은 고전파의 통화제도를 떠난 부분지불준비 제도의 근대적인 통화제도에서의 통화공급은 정부의 정책수단의 하나가 된다. 따라서 우리의 관심은 그 경제의 내생적인 변수인 통화에 대한 수요에 더 관심이 있다. 투기적 동기에 의한 화폐에 대한 수요는 다른 재화와는 다르게 화폐가 가지고 있는 높은 유동성(流動性; liquidity)에 있다. 고전파의 화폐수량설에서는 이 세 개의 화폐에 대한 수요의 동기 중 거래적 동기에 의한 화폐수요에 초점이 있다. 물가수준이 주어진 경제에서의 화폐에 대한 수요는 어느 일정기간에 걸쳐 이루어진 거래량이 크면 높을 것이고 낮으면 적어진다. 화폐수요에 대한 또 다른 하나의 변수는 화폐 한 단위가 주어진 기간에 몇 번을 거래자의 손을 평균적으로 거치느냐 하는 이른바 화폐의 유통속도(velocity of money)이다. 이 속도가 클수록 화폐에 대한 수요는 적어진다. 반대로, 이 속도가 낮은 경제에서는 화폐에 대한 수요는 더 커진다.

어느 일정 기간에 걸쳐 거래량과 화폐의 유통속도를 일정한 것으로 가정한 고전파

의 화폐수량설에서는 통화량의 증가로 물가 수준만이 비례적으로 올라갈 뿐 실물경제에는 변화가 없다. 이에 따라 실물경제와 화폐경제가 양분된다. 실제로 경기의 상승국면과 하강국면에서의 경기변동을 고려해 볼 때 화폐의 유통속도가 거래량과 독립적이라고 보기 어렵다. 경기상승의 국면에서의 화폐의 유통속도는 빨라질 것이고, 그 반대로 경기의 하강국면에서는 낮아질 것이다. 또 다른 하나의 측면은 화폐에 대한 수요를 경제활동의 거래량 대신에 국민소득의 측면에서 본 화폐수량설을 보았을 때에도 화폐의 유통속도는 다시 국민소득과 독립적이라고 보기 어렵다. 소득수준이 높을 수록 화폐잔고에 대한 수요가 높아진다는 이른바 화폐수요에 대한 현금수요 잔고설(real balance effect)의 견지에서의 화폐의 유통속도는 소득수준의 향상으로 떨어진다.

일찍이 프리드먼 과 슈워츠[Friedman and Schwarz(1963)]가 1963년도에 발간한 ‘A Monetary History’는 1867년부터 1960년의 93년의 기간에 걸쳐 미국경제에서의 통화량과 경제활동에 대한 경험적인 연구를 다룬 저서이다. 이 연구에서 화폐의 유통속도는 안정적이다. 1915년 도의 1.90의 화폐의 유통속도에는 45년이 지난 1960년도에도 이와 큰 차이가 없이 1.69의 값에 머무른다. 통화량과 요구불예금으로 정의된 통화의 개념에서도 이 유통속도가 다소 높은 2.68과 2.50으로 나타나고, 이 때에도 유통속도에는 큰 변화가 없다.<sup>(2)</sup> 그러므로 통화량의 변화는 물가수준과 실질소득과의 관계가 더 관심의 대상이 된다. 이 저서에서의 이 거시경제 변수들에 대한 연구는 후일 거시경제학에서 시카고 학파의 화폐론적 접근이 세워지는 근간이 된다 하여도 과언이 아닐 것이다. 그의 이 책에 대한 서평에서 루카스[Lucas(1994)]는 프리드먼·스워츠의 통화준칙을 다음의 둘로 요약한다. 그 첫째는 화폐중립성(monetary neutrality)의 가설로서 실질 성장률이 일정한 미국경제의 장기추세(long-run trend)가 있고, 이 실질산출량의 수준이라든가 성장률은 미국경제의 통화정책에 대하여 중립적이다. 이 장기 추세는 안정적이어서 어떤 예상치 못했던 충격으로 이 추세로부터 벗어났다 할지라도 미국경제는 다시 원래의 추세로 돌아온다. 둘째 가설은 단기의 경제에서의 화폐의 비 중립성(non-neutrality of money)을 인정한다.

‘화폐의 비 중립성’이 장기에서도 반드시 성립되는 것일까? 미국경제에서의 통화량과 실질소득과의 장기간에 걸친 시계열 자료를 이용하여 얻은 검증결과는 장기

(2) 프리드먼 과 슈워츠[Friedman and Schwarz(1963)]의 Table A-5를 참조.

있어서도 화폐가 반드시 독립적이 아닐 수 있다는 연구결과가 있다. 실제로 야페쇼 그루[(Atesoglu(2001))]의 1875~1998년과 1947~1998년의 두 기간에 걸친 미국경제의 시계열 자료(time series data)에서 통화량과 실질소득은 장기적으로 공적분관계(cointegrated)이고 ‘화폐의 독립성’을 기각한다. 그리고 물가수준과 실질소득 간에는 구분된 두 기간 중 전 기간인 1875~1998년의 기간에서는 공적분관계가 없는 것으로 나타나나, 그 나중의 기간인 1947~1998년의 기간에서는 이 두 변수가 서로 장기적인 공적분관계에 있다. 이 연구 결과는 ‘화폐의 독립성’ 가설에 일치하지 않는다. ‘화폐수량설’에서의 통화량과 물가수준과의 비례적인 관계보다는 오히려 물가수준과 실질소득간에 더 의미 있는 가설을 야페쇼그루의 검증결과는 보여준다.

통화량의 증가 또는 감소가 경제에 미치는 영향은 어떤 거시경제 변수들을 통해서 어떤 파급효과로 이어질까하는 문제에 대하여 단편적인 답을 얻기 어렵다. 지출의 변동으로 또는 물가상승으로 아니면 투자의 촉진으로 그 파급효과의 파장이 있을 것이다. 아니면, 대출이 용이해져 R&D에 투자가 활발해져서 기술진보가 일어날 수도 있을 것이다. 금융시장 또한 이자율의 하락으로 채권과 기타 금융자산에 가격변동이 있을 수 있다. 또 이렇게 일어난 거시경제들의 변수 들은 영향을 서로 주고받게 됨으로써 그 파급효과가 어떻게 어느 방향으로 전개될지 알 수 없는 숙제가 되어 버리고 만다. 이러한 점에서 거시경제학에서의 벡터자귀회귀 모형(VAR; Vector Auto Regression model)에 그 의미가 있다. 이 변수들 간에 서로 주고받는 효과가 서로의 변수 간에 장기적인 공적분의 관계로 나타날 것이다.

그럼에도 불구하고, 프리드먼·슈워츠의 ‘화폐중립’의 통화준칙에서 배운 것은 어느 경제에는 장기적으로 주어진 경제성장의 추세가 있으며, 통화는 이 추세에 대하여 중립적이라는 것으로 이해된다.

이것은 다시 실질산출량의 변동으로 이어진다. 통화량과 산출량과의 인과관계에는 재화의 명목가격의 경직성에 대한 설명이 필요함은 이미 주지하고 있는 바이다. 이 밖에도 기술진보의 충격이라든가 경제인자들의 시장정보에 대한 제약 등이 가격의 경직성과 더불어 화폐의 실물경제에 대한 비중립성을 입증하는 예이다.

이 둘의 통화준칙에 비추어 본 통화정책은 가급적으로 실질산출량의 변동을 ‘유연화(柔軟化; smoothing)하는 것이다. 루카스의 ‘A Monetary History’에 대한 서평에서의 결론은 화폐의 비중립성과 연관하여서 볼 때 통화량은 명목 또는 실질지출과는 직접 연관되어 있기는 하나, 이자율 또는 지출의 구성과는 별다른 관련이 없는 것으로

관찰된다는 것이다. 또 다른 한편으로는 정부의 통화정책은 실물경제의 변동에 순응하는 방향으로 조정되기는 하나 근본적으로는 정부와 민간부문의 상호협조 하에 이루어져왔음을 ‘A Monetary History’에서는 강조한다. 공황의 발생은 은행과 통화위기로 일어나는 경우가 있기는 하나, 정부의 통화정책의 실패가 빠질 수 없다는 지적이다.

그렇다면, 프리드먼·슈워츠의 첫 번째와 두 번째의 통화준칙이 서로 조화되는 통화정책은 어떠한 것인가? 경제내의 각 인자들의 경제성장에 대하여 기대되는 예상증가율(expected rate of economic growth)과 일치하는 화폐에 대한 예상수요(expected demand for money)가 서로 어긋남이 없이 일관성(consistent)이 이루어지도록 통화공급을 이루는 것이 아마도 최선의 통화정책이다. 여기에는 경제 내의 인자들의 예상이 합리적이어서 그 기대와 실물경제의 변동이 서로 모순되지 않은 경우이다. 그러나, 예상되지 않은 실물경제에서의 충격이 있을 경우에는 그 두 번째의 준칙에 따라 그 충격을 ‘유연화’하는 것이 된다. 이를 위해서는 ‘충격(shock)’에 대한 내용과 성질에 대한 이해가 선행되어야 한다. 또한 기대되지 않았던 ‘가격 경직성(price rigidity)’과 같은 제약으로 충격에 유연한 대처가 어려울 경우에는 임금 및 기타 시장가격에 대한 규제와 더불어 시장의 구조의 분석과 연계하여 이 가격 경직성의 내용과 본질에 대한 분석을 바탕으로 충격에의 ‘유연화’를 모색하는 것이 통화정책의 일환이 된다.

통화정책이 시장에 참가한 개별 인자들의 기대와 통화 당국에서의 통화공급량이 서로 일치하지 못한 결과로 통화의 과잉공급으로 인플레이가, 통화의 공급부족으로는 디플레이가 일어난다. 인플레이로 인한 후생감소 효과는 명목이자율(nominal rate of interest)에 증가함수이다[Lucas(2000); Alverz *et al.*(2001)]. 법정통화(法定通貨; fiat currency)의 한계생산비용은 영(零; zero)이므로 명목이자 없을 때에 소비자의 잉여는 극대화된다. 양(陽; positive)의 이자율에서 소비자는 화폐소지(貨幣所持; holding cash)의 기회비용을 상쇄하기 위해 보다 더 나은 투자처를 찾아 나선다. 이로 말미암은 사회적 비용이 인플레이의 비용으로 계산이 된다. 물가하락의 디플레이로 인플레이의 사회적 비용은 상쇄된다. 그러나 역으로 투자가의 잘못된 수요 예측으로 빚어진 과잉투자는 디플레이로 유휴 시설과 실업이 일어난다. 새로운 일자리를 구하러 나서는 ‘탐색비용(探索費用; search costs)’은 디플레 경제에서의 사회적 비용이다. 통화에 대한 수요가 유동성 함정에 빠져 있지 않는 한 통화량의 증가로 경제내의 ‘유효수요(有效需要; effective demand)’가 진작됨으로써 실업이 구제되고 산출량이 회복된다. 그러나

이것은 단기적인 것이고 ‘화폐중립성’의 원칙에서는 성장이 지속된다는 결과는 아니다.

어느 경제가 이를테면, 3%의 실질경제성장률로 성장하고 있는 추세에 있다고 하면, 이에 부합한 통화량의 공급은 역시 3%로 유지하는 것이다. 다시 말해서 통화량의 공급은 화폐중립성의 제1원칙에 따라 실물경제의 성장에 수동적으로 적응해 나가는 것이다. 고전파의 화폐수량설에 비추어 볼 때 이는 예외적인 경우를 제외하고는 물가와 통화의 유통속도가 비교적 안정적임을 전제한다.

화폐의 기능에는 대개 세 개가 있다. 그 하나는 價値의 尺度(unit of account)이고, 그 둘째는 交換의 媒介體(medium of exchange)이며, 셋째는 價値의 貯藏手段(store of value)이다. 고전파의 화폐수량설에서는 전자의 두 기능에 화폐의 역할이 더 담겨 있다. 루커스[Lucas(1972)]의 “화폐중립성의 모형(neutrality of money)”에서는 ‘화폐중립성’의 원칙을 화폐 수요자의 불확실성에서의 결정까지를 화폐수요에 대한 논의에 포함시킴으로써(다시 말해서, 화폐의 세 번째 기능까지를 포함시킴으로써) 고전파의 화폐수량설의 입지가 더 공고해 진다.

루커스의 화폐중립성의 모형에서는 어느 한 개인의 수명주기를 직장에 종사하는 기간의 “청년기”와 은퇴 후의 “노년기”의 두 기간으로 나눈다. 이 개인의 화폐에 대한 수요는 노년기의 소비를 위한 준비이다. 이 모형에서 화폐는 가치의 저장수단이 된다. 노년기 소비를 위해 청년기에 화폐를 준비하는 데에 이 개인은 미래 노년기에 “불확실성”의 경제를 상정하지 않을 수 없다. 예상 밖으로 통화량이 많아지고 물가수준이 올라가면, 노년기에 가서 그의 실질소비는 기대 이하로 낮아진다. 그 반대의 경우로 물가수준이 낮아지면 이 개인의 실질소비는 기대 이상으로 높아진다. 이 개인의 향후 노년기의 물가와 통화에 대한 기대가 합리적이라고 한다면, 이 개인의 노년기의 실질소비는 청년기에서의 기대에 벗어나지 않는다. 물가수준이 높아질 것으로 예상하는 이 개인의 화폐에 대한 수요는 더 높을 것이고, 더 떨어질 것으로 예상하는 개인의 화폐에 대한 수요는 더 낮아질 것이다. 따라서 10%의 통화량 증가에 따라 물가가 10% 올라갈 것으로 예상하는 개인은 노년기의 실질소비를 같은 수준에서 유지할 수 있도록 화폐에 대한 수요 역시 같은 비율인 10%를 늘린다. 이 결과로 통화의 실질공급량에는 변함이 없는 결과가 된다.

## 5. 피셔(Fisher 1933)의 부채-데플레이션 이론(debt-deflation theory)

주지하고 있는 바와 같이 케인스의 유효수요이론에서의 이자율과 투자율과의 관계는 단기적으로 주어진 물가수준에서 세워진다. 어느 한 경제의 화폐부문과 실물부문은 실질이자율에 대하여 반응하는 실물투자 변화의 고리를 통하여 연계된다. 이를테면, 통화량이 늘어나면 인플레이션율의 증가로 실질이자율이 떨어져서 새로운 투자가 생겨서 생산과 고용이 늘어난다. 이와 같은 예측은 필립스에 의해 경험적인 연구에서 확인된 이 두 변수(실업률과 인플레이션율) 간의 ‘역비례적(逆比例的; inverse relationship)’인 관계를 경제학자들은 ‘필립스 커브(Phillips curve)’로 부른다. 이는 앞에서 생각해 본 실물경제와 물가수준과의 장기적인 관점에서의 독립적인 ‘이분법(二分法; dichotomy)’에 상치된다. 다시 말해서 장기에서의 실업률과 인플레이션율의 두 변수간의 관계를 나타내는 ‘필립스 커브(Phillips curve)’는 “자연실업률(natural rate of unemployment)”의 수준에서 수직이다.

그것이 단기적이라고 하기는 하나 실물부문과 화폐부문과의 연계가 인플레이션율에 따른 명목이자율과 실질이자율의 차이로 설명되는 점에 우리는 주목할 필요가 있다. 이를테면, 이 두 이자율 간의 괴리가 통화의 증가에 따른 물가의 기대상승률에 의한 경우라고 할 때 화폐시장에서의 불균형이 생산량을 통한 조정됨을 뜻한다.

이 두 이자율에 상응하는 개념으로 빅셀(Wicksell)은 이미 “자연이자율(natural rate of interest)”과 “시장이자율(market rate of interest)”의 두 이자율의 괴리를 물가상승의 요인으로 지적한다. 전자는 실물경제에서의 자본의 한계생산력을 후자는 화폐시장에서의 이자율을 가르친다. 이 두 이자율이 서로 같지 않은 것은 실물시장과 화폐시장의 균형이 서로 일관성이 유지되지 않음을 뜻한다. 예를 들어 이 불균형이 통화의 증가로 인한 시장이자율의 하락에 기인한 것으로 보자. 그러면, 실물시장에서의 높은 자본의 한계생산력으로 생산에의 투입요소에 대한 수요가 늘어나므로 인한 물가의 상승이 기대된다.<sup>(3)</sup> 이것은 다시 말해서 화폐시장과 실물시장과의 불일치로 인한 시장의 불균형이 산출량보다는 물가수준의 변화로 그 파급효과를 보는 점에서 “필립스 커브”와 대비된다.

피셔의 부채-데플리션 이론은 실물시장과 화폐시장 간의 불일치를 “필립스 커브”에

(3) 통화당국으로부터 통화의 방출이 없었다 할 지라도 자본의 한계생산성의 향상으로 인한 금융기관의 예금창출에(이른바 통화량의 내생적인 증가) 의해서도 같은 효과가 기대된다.

서와 같이 케인스적인 산출량의 조정의 관점이기 보다는 빅셀의 “자연이자율”과 “시장이자율”의 괴리에 따른 물가수준의 변화에 초점을 둔다. 물가수준의 변화가 영향을 주는 거시경제적인 변수들은 수없이 많다. 그리고 이러한 변수들에의 파급효과로 경기변동을 설명한다. 그러나 이들 변수 중 “과잉부채(over-indebtedness)”와 함께 이와 맞물린 “데플레 효과”를 찢어서는 경기변동에서의 가장 핵심적인 변수로 꼽는다.

찢어서는 대서양(大西洋; the Atlantic Ocean)이 항상 잠잠하고 고요할 수 없이 파도의 물결이 일고 있는 것과도 같이 경기(經氣; economic environments)에도 역시 아무런 변화가 없지 않다. 경기가 좋아지는 상승국면(上昇局面; boom)이 있는가 하면, 예상치 않게 경기가 나빠지는 침체국면(沈滯局面; depressions)도 있다. 찢어서는 경기의 변동을 ‘확장’과 ‘침체’가 거듭되는 자연의 주기적인 현상에 비교되는 자연스러운 현상으로 본다. 그러면, 왜 경기에 이러한 변동이 일어날까? 그리고 이것을 어떻게 설명할까?

경기변동에의 요인으로 찢어서는 다음의 요인들을 든다. 과잉생산(over-production), 과소소비(under-consumption), 과잉시설(over-capacity), 가격의 왜곡(price-dislocation), 농산물과 공산물 가격조종의 실패(maladjustment between agricultural and industrial prices), 과잉기대(over-confidence), 과잉투자(over-investment), 과잉저축(over-saving), 과잉지출(over-spending) 그리고 저축과 투자의 괴리(discrepancy between saving and investment). 이러한 요인들의 ‘충격’이 미세할 경우는 경제의 자동복원력(self-adjustment)에 따라 균형으로의 회복이 이루어진다. 이것은 마치 미세한 파도에 자동으로 균형을 잡는 배(ship)의 자동복원력에 비유된다. 그러나, 큰 파도에 배가 균형을 잡지 못하고 뒤집어 지는 것처럼 경제에 예기치 못하게 가해진 충격이 커서 균형을 잡지 못할 경우 이 경제는 이른바 ‘침체국면(depression)’으로 빠져든다.

찢어서는 경제의 ‘침체국면’의 위기를 단순히 은행의 연쇄폐업(bank run)에 따른 금융위기보다는 ‘과잉부채(over-indebtedness)’로 인한 실물경제의 ‘침체국면’의 문제점을 든다.

그러므로 ‘침체국면’에서 벗어나기 위해서는 투자나 소비지출과 같은 케인스적인 ‘유효수요 지출’의 증대 보다는 경제인자들의 ‘과잉부채’로부터 벗어나는 데에 있다는 것이 찢어서의 ‘부채-데플레이션’ 이론의 핵심이다.



## 6. 오스트리아 학파의 주관론적인 접근(Austrian subjectivism)

주류경제학의 관심에서 떨어져 있으나 오스트리아 학파 이론의 근본이 시장경제와 개인의 자유에 있다는 점에서 주류경제학과 그 차이가 없다. 단지 시장경제를 이해하고 분석하는 “방법론(방법론; methodology)”에서 다르다. 한마디로 요약하자면, 신고전파의 주류경제학의 방법론은 “실증적”이고 “경험적 검증”이며 이를 평가할 수 있

〈표 1〉 주류경제학과 오스트리아학파의 이론적 관점의 비교

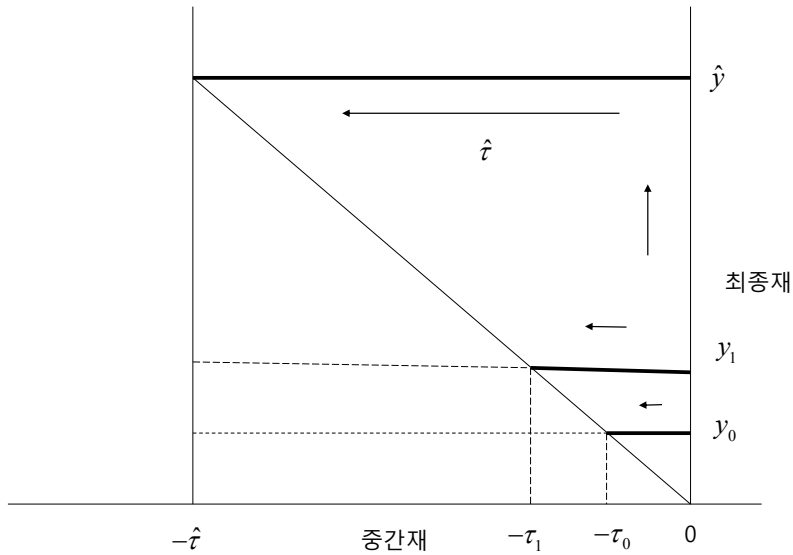
	주류경제학	오스트리아학파
① 소비자	합리적인 소비자의 서수효용함수에 기초한 공리적인 접근	소비자의 주관적인 소비행동 그 자체를 합리적인 것으로 간주하는 행동과학(praxeology)의 접근
② 생산자	생산활동에서의 이윤극대화의 주체	불확실한 미래에 도전하는 투자활동의 주체로서의 기업가
③ 정부	외부경제 또는 규모의 경제가 있을 경우라든가 실업과 불황이 있을 경우 정부의 개입이 인정되는 혼합경제 체제에서의 정부	작은 정부를 최우선으로 하는 극우의 시장방임주의(laissez-faire)
④ 시장	완전경쟁시장에서의 균형의 존재와 불완전한 정보를 극복하기 위한 “탐색이론”	시장의 균형에 대한 분석보다는 시장의 불균형에서 각 경제인자들의 시장의 “시그널”에 따른 불균형에서의 반응과 적응이 연구의 초점
⑤ 생산기술	자본과 노동 및 기타 생산요소들의 대체성이 가능한 생산기술	생산의 우회과정으로서의 upward stream과 downward stream이 다루어지고, “시간”을 생산 활동에 변수로 다룸
⑥ 통화량과 물가 수준	장기의 필립스커브는 자연 실업률에서 수직선임	물가와 실업률과의 관계를 일률적으로 단정하지 못함
⑦ 경기 변동	기술진보와 같은 외부적인 충격	투자와 저축의 괴리에 의해 일어나는 경기변동과 통화량의 변동에 따른 경기변동의 구분
⑧ 경기 침체 원인	유동성 함정	투자에 대한 저축의 부족에 따른 자본재 가격의 소비재 가격에 대한 상대적인 하락
⑨ 생산성	자본과 기술	자본축적 과 생산공정의 우회
⑩ 저축과 투자의 두 주체	두 주체가 동일하여 세이의 법칙(Say's law)이 성립	두 주체가 서로 다르므로 케인스이론에서와 같이 저축과 투자가 서로 일치하지 않을 경우가 있다. 케인스의 일반이론에서는 이 불일치가 생산량으로 조정되나, 오스트리아 모형에서는 자본재와 소비재의 상대가격의 변화로 조정된다.

는 “수리경제적인 모형”을 제시하는 것이 연구의 주요 과제라 한다면, 오스트리아 학파에서는 “행동과학적(praxeology)”이고 반드시 합리적인 방법론으로 검증되지 않는다 할지라도 “인간의 행동(human action)” 그 자체가 이미 어떤 정당한 경제행위임을 반증하는 “행위경제학(behavioral economics)”에 속한다고 본다. 이 두 학파 자체를 여기서 비교한다는 것은 이 글의 목적에서 벗어난다. 단지, 여기서는 이 두 학파의 서로 다른 견해를 요약·비교하고자 한다. 이 비교에는 이를 지나치게 단순화한 저자의 자의적인 점이 없지 않겠으나 다음의 <표 1>은 미시경제학 또는 거시경제학의 주요 이론적인 관점의 열 개의 기준에서 그 차이를 요약한다.

<표 1>의 비교에서 주류경제학과 구별되는 오스트리아 학파의 가장 중요한 점은 시장의 균형 그 자체에 대한 분석 보다는 불균형의 시장에서 경제인자들의 적응 그 자체가 분석의 대상이라는 점이다[Yeager(1997)]. 이 적응과정에서 가장 참고가 되는 것은 시장 가격의 “시그널(signal)”이다. 주류경제학의 연구에서의 이를 테면 노동 시장에서의 “탐색모형(search model)”은 오스트리아 적인 분석에 부합한다. 오스트리아 모형에서의 시장의 불균형에서의 경제인자들의 행위는 단순히 시장에서의 정보의 불완전성이 라든가 또는 미래시장에 대한 “나이트 적인(Knightian)” 불확실성에 의한 것이기 보다는 이 경제인자들의 불균형의 시장에서의 적응에 있어 생산이나 소비 활동에 있어서 “시간”의 본질적인 문제가 다루어진다는 점에 그 차이가 있다. 그러나 주류경제학의 수리적인 모형을 바탕으로 한 경험적인 검증의 연구가 다루어지지 않음으로써 주류경제학에서의 외곽에 남아 있다[Yeager(1997)].

## 7. 하이예크(Hayek)의 경기변동론

오스트리아 접근에서는 노동과 같은 본원적인 생산요소가 “우회생산공정(迂廻生産工程; roundabout period of production)”을 거쳐 중간재가 생산되는 생산단계를 거쳐 최종재가 생산된다. 최종재로부터 그 거리가 먼 “상위계열(upstream)”의 중간재와 최종재의 단계에서 그리 멀지 않고 가까운 단계의 “하위계열(downstream)”의 중간재로 나뉜다. 생산에의 투입요소도 이 생산공정의 각 단계 별로 서로 다른 중간재로 구분된다. 이 생산공정의 기간은 재화의 특성에 따라 달리 정의된다. 이를테면, 최종재가 소비재인 경우에는 이 공정이 짧은 반면, 자본재의 경우에는 이 공정이 더 길다. 중간재도 마찬가지로 생산공정 단계에서 최종재의 생산으로부터 떨어진 거리로 구별된



〈그림 1〉 시간과 하이예크의 생산체계

다. 이 원초 단계에서의 생산에 투입되는 요소는 노동과 같은 이른바 본원적인 생산 요소(original factor of production)이다.

신고전파적인 생산함수에서는 어느 주어진 시점에서의 생산요소의 투입과 산출량과의 관계를 다루나, 오스트리아적인 접근에서는 “본원적인 요소”의 시간에 걸친 중간재로의 생산단계를 거쳐 최종재의 생산에 이른다. 이 생산공정에서 “본원적인 요소”인 노동은 지식습득과 교육의 과정을 통해서 신고전파적인 생산함수에서의 “인적 자본(human capital)”이 형성된다.<sup>(4)</sup> 그 형성에 있어 보다 더 긴 교육이나 훈련의 기간이 필요하므로 오스트리아 접근에서의 “인적 자본”은 최종재로부터의 거리가 더 멀리 떨어진 “상위단계”의 중간재로 생각된다.

그리고 중간재의 생산공정에서는 중간재의 생산에 투입되었던 “과거의 노동(past labor)”에 새로이 태어난 세대의 교육과 훈련을 통한 “인적 자본”과 “단순노동(simple labor)”의 투입으로 다음 단계의 중간재 생산이 가능하다. 여기서 한 가지 주목하고자 하는 점은 어느 한 생산단계에서의 중간재는 그 공정에 대한 “工程 特殊性(stage

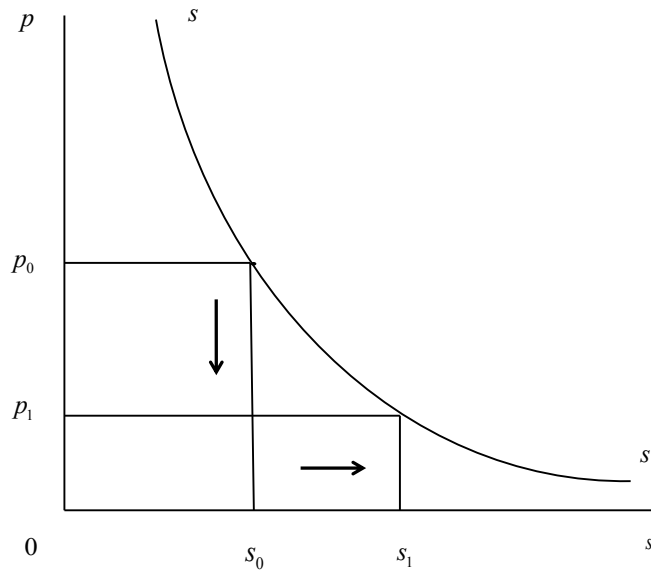
(4) 로빈슨 크루소(Robinson Crusoe)가 무인도에서 물고기를 잡기 위해 그물을 만드는 과정에서 자연으로부터의 새로운 지식을 습득하는 것과 같이 오스트리아 접근은 단순히 교육과 훈련 못지 않게 자연에 숨어 있는 비밀의 지식을 단순노동이 생산단계에서 얻는 것을 포함한다.

specific)”이 있으나, 단순노동은 그 노동의 주어진 수명기간 안에서 공정간 이동이 자유스럽다. 토지와 같은 자연자원 역시 본원적 생산요소의 하나로 간주될 수 있기는 하나 노동에서와 같이 공정간 이동이 “유연적(flexible)”이지 못하고 제한적이다.

〈그림 1〉은 생산기술의 우회공정을 나타낸다. 현시점 0을 기준으로 〈그림 1〉의 왼쪽 편은 노동의 생산에서의 “우회공정의 기간”을 가르친다. 그리고 이 그림의 종축은 과거의 시점에서 어느 공정을 이 경제가 택했느냐에 따른 현 시점에서의 최종재의 생산량을 나타낸다. 현 시점에서 가장 “최첨단기술(最尖端技術; edge-technology)”에 따른 우회공정 기간을  $\hat{t}$ 이라 하자.<sup>(5)</sup> 그리고 이 우회공정의 기간  $(0, \hat{t})$  중 “우회공정”  $\tau_0$ 가 채택된 경제의 생산량은  $y_0$ 이다. 생산재에 대한 선호가 높은 경제일수록 우회기간이 길어지고 소비자는 미래의 보다 더 높은 소비를 위해 현재소비의 감소를 감내한다. 초기의 공정  $\tau_0$ 보다 더 우회적인  $\tau_1$ 의 공정을 택한 경제에서는  $y_0$ 액만큼의 소비를  $(\tau_1 - \tau_0)$  기간 동안 줄인다. 다시 말해서 이 경제는 보다 더 우회적인 생산방법의 채택을 위해서 이를 유지하기 위해  $(\tau_1 - \tau_0)y_0$ 의 저축을 한 경제이다. 가장 첨단기술에 해당되는 기술  $\hat{t}$ 을 택한 경제에서의 소비는 없다.<sup>(6)</sup> 그러나 과거 시점에서 이 경제의 소비자가 택한 생산공정에 따라서 중간재의 공정이 긴 경제에서의 최종재의 생산량은 앞으로 더 많아진다. 결론적으로 〈그림 1〉에서의 유지될 수 있는 생산공정의 迂廻度(degree of roundaboutness)는 이 경제의 저축수준에 달려있다. 이 경제에서 어느 공정이 채택될 것인가는 소비자의 현재소비와 중간재가 포함되는 생산재에 대한 선호에 의해서 정해진다. 현재의 소비를 줄이고 대신에 미래의 소비를 더 선호하는 소비자 경제에서의 소비재에 대한 자본재 또는 생산재의 가격은 상대적으로 더 높다. 생산공정의 우회도가 더 길어지고 산출량도 더 많다. 이 결과는 신고전파의 생산함수에서 저축률이 높은 경제에서의 산출량이 더 높다는 결과와 일치한다. 단지 저축률과 산출량과의 관계를 오스트리아 접근에서는 자본재의 소비재에 대한 상대가격을 통하여 설명하는 점이 신고전파의 주류경제학의 접근과는 다른 점이다.<sup>(7)</sup>

자본재의 소비재에 대한 상대가격은 저축률  $s$ 에 대하여 감소 함수이다. 〈그림 2〉의

- 
- (5) 기술수준이 더 높고, 경제가 더 발전 선진경제에서 일수록 본원적인 생산요소인 노동으로부터 시작된 “우회 공정의 기간”은 더 길어질 것이 예상된다.
- (6) 여기서 소비는 최저생계비를 제외한 소비이다.
- (7) 여기서 “자본재 가격”은 이종자본재의 집합체(a composite of heterogeneous capital goods)에 대한 가격이고, “소비재 가격”은 최종의 모든 소비재를 포괄한 총 소비 집합체에 대한 가격을 가르친다.



〈그림 2〉 자본재의 소비재에 대한 상대가격과 저축률

횡축은 저축률  $s$ 를 종축은 소비재에 대한 자본재의 상대가격  $p$ 를 나타낸다. 이 경제의 소비자의 저축률이  $s_0$ 일 때 자본재의 시장가격은  $p_0$ 이다. 그리고 이 저축률  $s_0$ 에서 이 경제는 〈그림 1〉에서  $\tau_0$ 의 우회공정을 택한다.

## 8. 생산공정의 자산화(securitization of a production process)

여기서는 하이테크 생산공정의 자산화를 생각해 본다. 본원적 생산요소인 단순노동으로부터 그 거리가 더 가까운 소비재 생산공정의 자산가치는 그 공정이 더 긴 자본재 생산공정의 자산가치보다 더 낮을 것이다. 그 밖에도 최종재의 생산단계로부터 그리 멀리 떨어져 있지는 않으나 각 생산공정에 자연자원과 토지 및 단순노동과 같이 “본원적 생산요소”에 해당되는 요소에 대한 투입비용이 클수록 그 공정의 자산가치 역시 높다.

이자율의 하락에 대하여 어떤 생산공정에 투자 할 것인가? 최종재의 단계로부터 그 거리가 한 단계 더 상위단계로의 투자가 이루어질 것인가, 아니면 현 시점에서 본원적인 생산요소인 토지라든가 단순노동에의 투자비중이 큰 공정에 투자할 것인가? 전자의 공정이 소비재 생산에 해당되는 공정이고, 후자를 생산재 생산을 위한 투자공정

이라 할 때, 이 두 공정에의 투자의 선택은 소비재 가격에 대한 생산재의 상대가격의 비율에 따른다. 이 가격이 상대적으로 낮은 경제에서는 전자의 공정에 반대로 이 가격이 높은 경제에서는 후자의 더 “우회적인 공정”에 투자한다. 하이예크의 경기 변동 이론에서는 이 상대가격의 결정은 이 경제의 저축률에 달려있음은 이미 설명한 바와 같다. 반대로, 이자율이 올라갔을 경우, 우회적인 공정의 재화를 생산하는 자산가치가 그렇지 않은 재화에 비해 더 떨어진다.

우리는 하이예크의 “가격과 생산[Hayek(1931, p. 96)]”에 대한 강의에서 다음의 구절을 읽는다.

그러므로 유휴 시설이 있다는 것은 자본의 초과공급이 있고, 소비가 부족하다는 증거가 되지 않는다: 반대로, 그것은 (“자본의 잘못된 배치”)로 내구재가 필요한 장기 공정에서의 생산적인 투자를 하기에는 현재의 소비가 너무 다급하므로 현재의 고정자본의 시설을 활용할 수 없음을 뜻한다.

결론적으로, 기존 시설을 지탱해 줄 수 있는 소비의 절제, 즉, 저축의 부족으로 어느 시점에 이르러서는 기존의 자원이 사용될 수 없고, 이 자원들은 큰 손해를 보고 처분될 수밖에 없다.

## 9. 자본이득과 손실

시장경제의 균형 그 자체의 존재와 안정성에 대한 연구에 집중한 주류경제학의 접근에서와는 달리 불균형 시장에서의 경제인자들의 행위분석에 연구의 초점을 둔 오스트리아 접근에서는 불균형 시장에서의 자본이득과 손실은 저축의 부족으로 더 우회적인 투자가 유지되지 못할 때에는 자본이득이든 또는 자본손실의 경제적인 파장이 피할 수 없는 경제적인 문제가 된다. 경제가 성장 일변도에 있어 자산가치도 함께 상승할 시에는 오히려 별다른 경제위기가 없을 수 있다. 그러나 역으로 이자율이 올라가고 자산가치가 하락할 경우에는 경제에 위기가 찾아올 수 있다[Hayek(1941, p. 276)].

자산가치의 하락은 하이예크의 생산공정에 비추어 볼 때 중간재 생산의 공정들 간에 “代替性(substitutability)”과 “可逆性(reversibility)”에 달려 있다. 투입요소의 생산공정에서의 “特殊性(specificity)”이 클수록 “대체성”과 “가역성”은 낮다. 이를테면, 어느

공정에서도 고용이 가능한 단순노동은 그 공정에서만 꼭 필요로 하는 투입요소가 되지 않는다. “人的資本(human capital)”은 더 우회적인 침단의 생산공정에서 필요로 하는 투입요소로 생각된다. 그러므로 그 전 단계의 생산공정에서도 고용이 가능하므로 단순노동의 경우에서 보다는 그 대체성이 낮을 수 있겠으나 대체가능성은 그 인적자본의 성질에 따라 “柔軟的(flexible)”이다. 다른 한편으로 토지와 같은 투입요소는 노동과 같이 본원적인 투입요소이기는 하나 그 생산공정의 특수성에 좌우되고 또 다른 한편으로 “非可逆的的”이다. “物的資本(physical capital goods)” 역시 그 가역성이 제한적이다. 그 다음으로 자산가치하락에 중요한 요인으로는 생산공정 자체가 “可分的(divisible)”이고 “循環的(circulating)”인 경우[von Neuman(1945); Burmeister(1973)]와 그렇지 않고 “統合的(integrated)”인 경우에 있다[Hicks(1973)]. 전자의 경우에는 중간재 공정이 “가분적”이고 “순환적”이므로 그 공정이 “대체적”일 수 있다. 이 경우에는 “통합적”인 생산공정에 비해 자본가치 하락의 충격이 가장 적다.

어느 한 공정의 자산가치의 하락은 이 공정을 자산으로 보유한 기업의 자기 자본가치의 하락으로 그 기업의 자산 대비 부채비율(debt-equity ratio)이 높아진다. 다른 한편으로 소비재 단위로 표시한 개인소득은 하락하므로 경제내 구매력 또한 떨어진다. 결과적으로 앞서 논의한 핏셔의 부채-데플레의 악순환(debt-deflationary vicious circle)에 빠진다. 이 충격으로 특별히 자기자산이 “비가역적”이고 “비대체적”인 생산공정의 자산에 편중되어 있는 기업 또는 은행은 “과잉부채”로 그 재정의 운영이 어려워진다. 2008년도의 금융위기에서 경험한 바와 같이 “비우량 주택채권(sub-prime mortgage)”을 보유한 금융기관의 경우 이 “자산 대비 부채비율”은 높았고, 이 충격이 가장 컸다[Shin(2009)].

이 자산가치에서 충격의 가장 큰 원인으로 오스트리아 접근에서는 잘못된 통화공급의 확장으로 본다. 합리적인 투자자라면 비록 유동성이 늘어났다 할지라도 실물경제에서 저축에 뒷받침되지 않는 유동성의 증가에 잘못된 투자를 하지않을 수도 있겠으나, 그 합리성이 유계인 투자자의 경우에 이러한 착오로부터 벗어날 수 있다고 보기 어렵다[Sargent(1993)]. 오스트리아 접근에서는 경기침체의 원인을 주류경제학에서와는 달리 실물경제에서의 투자의 뒷받침이 되는 자본시장에서의 저축의 부족에 있음을 강조한다. 저축과 투자의 불일치는 통화량의 증가로 더욱 커질 위험이 있고 저축에 의해 지탱되기 어려운 투자가 단지 통화량의 증가로 가능해질 경우 경기침체의 위험이 더 커진다. 다음은 개리슨[Garrison(1996)]의 경기변동 이론에 대한 오스트

리아적인 접근에 대한 요약이다.

오스트리아 접근의 경기 변동이론은 저축으로부터 나온 성장(savings-induced growth)—지속 가능한 성장—과 신용의 팽창으로 말미암은 성장(credit-induced boom)—그 지속이 가능하지 못한 붐(boom)—의 단순 비교로 설명된다. 어느 한 경제의 초기 자본구조가 같을 지라도 개인에 의한 저축과 중앙은행의 주관(主管)에 의한 전략적인 신용팽창은 결국에 가서는 서로 다른 결과가 나온다: 저축으로 말미암은 성장은 존속되나, 신용의 팽창으로는 단순히 붐(boom)과 버스트(bust)가 반복될 뿐이다.

저축에 기반을 두지 못한 투자는 장기적으로 지탱되기 어렵고 결국에 가서 이 경제는 경기변동의 “붐-버스트”의 경기순환을 겪는다. 경기부양책에 따른 실업구제와 생산활동의 증가는 그 효과가 단기적인 것으로 지속 가능한 경제성장을 위해서는 저축의 뒷받침이 있어야 한다. 다시 말해서 신용의 팽창에만 의존하는 투자의 확대는 그 어느 시점에 가서는 경기침체의 악순환에 빠질 수 있는 “통화 절벽(monetary cliff)”이 있다. 하이예크의 경기변동 이론에서는 이 경제에서 유지가 될 수 있는 생산공정의 우회성은 바로 이 경제의 저축의 수준에 달려있다.

이를 <그림 2>를 통하여 생각하여 보자. 통화량 증가로 인한 인플레이로 이 경제에 강제저축이 일어났다고 하자. <그림 2>에서 소비자의 저축률은  $s_0$ 에서  $s_1$ 으로 늘어난 것으로 표시된다. 이 결과로 이 경제의 우회공정은 <그림 1>에서  $\tau_1$ 으로 늘어난다. 아울러 <그림 2>에서 자본재의 상대가격은  $p_0$ 에서  $p_1$ 으로 떨어진다. 이에 따라서  $\tau_1$ 의 생산공정에서는 손해가 나므로 끝이 나고, 그 공정에 고용되었던 단순노동자들은 첨단공정을 떠나 그 이전의 공정으로 이동한다.

주류경제학에서의 실물경제와 통화부문의 兩分性(dichotomy)과는 달리 오스트리아 접근에서는 이 두 부분의 양분이 보장되지 않는다. 이 두 부분의 양분성이 성립되지 않는 것은 신 케인지안(neo-Keynesian)에서와 같이 시장가격의 “硬直性(rigidity)”에 의한 것은 아니다. 오스트리아 접근에서의 “화폐의 비중립성(non-neutrality of money)”은 실물부문과 화폐부문이 서로 균형이 유지될 수 있는 생산재와 소비재의 상대가격이 소비자의 저축에 의해서 지탱이 어려운 결과로 인한 것이다. 이것은 고전파나 혹은 신고전파에서와 같이 저축과 투자의 주체가 같은 주체가 아니고, 서로 다르므로 그 결정이 반드시 일치한다는 보장이 없기 때문에 일어난 결과이다.

<표 1>의 주류경제학과 오스트리아 접근의 마지막 ⑩번의 비교에서 지적된 바와



같이 이 불일치는 케인스의 소득이론에서와 같이 생산량과 소득의 변화로 조정되는 것으로 보지 않고, 오스트리아 접근에서는 장기적으로는 상대가격의 변화로 조정되고, 이 조정 폭이 크게될 경우 일어나는 “과잉부채”로 인한 자산가치 하락으로 빚서의 “부채-데플레이션”의 악순환으로 빠져들 위험이 있다.

## 10. 맺는말

저자는 오스트리아적인 접근에서의 두드러진 “시간”의 문제를 “불균형”의 시장에서의 경제인들의 행위의 문제를 주류경제학에 접목시켜 보다 더 포괄적인 신고전파 성장모형을 제시하고자 하는 데에 연구의 관심을 두어왔다. 주류경제학에서의 다루어진 시간의 문제는 “불확실성”의 측면에서의 시간의 문제이고, 이것은 시장의 장기균형의 정립으로 이어짐으로써 그 세워진 이론적인 틀은 실로 공고하다. 사실, 불균형의 시장에서는 경제인들이 어떠한 행동을 할지에 대하여는 경제인들의 예상이 합리적이라는 전제가 없이는 그 예측이 어렵다. 이 밖에도 경험적인 사실검증보다는 사유적(思惟的)인 방법론을 택한 오스트리아 접근은 그 연구의 확장에 제약이다.

주류경제학에서 수리적인 경제모형을 세우는 데에는 사유적이라는 점에서 오스트리아적인 접근과 공유되는 측면이 있기는 하나 오스트리아 접근에서 특별히 제시된 수리적인 모형을 찾아보기 어렵다. 단지, 1973년에 출간된 히크스[Hicks(1973)]의 “자본과 시간”에서는 “신 오스트리아적(neo Austrian)”이라는 부제가 시사하고 있는 바와 같이 생산에 뵘·바베르크(Böhm-Bawerk)적인 “우회생산(roundabout period of production)”의 틀 안에서 생산에서의 자동화가 임금에 미치는 효과를 분석하는 모형을 제시한다. 그러나, 이 역시 주류 경제학에서뿐만 아니라 주관적인 접근을 중시하는 오스트리아적인 접근에서마저도 도외시되어 왔다. 결론적으로, 주류경제학에로의 오스트리아 접근을 시도한 “신 오스트리아 접근”은 양 학파의 “사각지대(死角地帶; blind spot)”로 남아 있다[Vaughn(1994)].

경기의 변동과 관련하여 이 글에서 다룬 저축의 문제 역시 주류경제학의 연구대상에서 물론 관심 밖이다. 과연, 1930년 대의 공황을 설명할 만큼 그 이전에 과도한 통화팽창이 있었느냐에 대하여 사실검증이 될 수 있겠느냐? 이에 대한 검증 결과가 단편적이기는 하나 산재해 있다[McMillin *et al.*(1994); Wainhouse(1984); Atesoglu *et*

al.(2001)]. 그러나 이 연구검증이 주류경제학에서는 성문(城門) 옆의 셋길의 문을 열어줄 만큼에도 달하지 못하는 것 같다.

결론적으로 저축에 의해 뒷받침이 되지 못하고 단순히 통화량의 증가만으로 이루어지는 투자는 지탱되기 어렵고, 이 경제는 결국은 경기침체를 겪는다. 비록 자국 경제에서의 통화량에는 변함이 없다 할지라도 미국경제와 같은 기축 통화 국가에서의 통화량 증가로 인해 일어나는 저축과 투자의 불일치는 한국경제와 같은 소규모의 개방경제에로의 파급되는 금융위기가 가능하다. 이른바 2008년도 미국에서 발단된 “비우량 담보물 채권(sub-prime mortgage)”으로 겪게 되었던 한국경제에서의 금융위기 또한 그렇다.

자국 경제의 경기부양과 실업구제 만을 고려한 선진경제에서의 완화된 통화량으로 닥치게 될 “금융위기”를 개발도상에 있는 소규모경제에서는 미리 짐작하기가 더 어렵다. 선진 경제는 지금 풀고 있는 신용의 팽창으로 어느 시점에 가서 낭떠러지가 나올지를 이를 따라가는 경제보다 미리 알고 통화정책의 급 선회가 있을 수도 있다. 한국 경제와 같은 소규모 개방경제의 경우에도 선진경제의 통화정책의 급선회 시점을 예측하여 선진경제의 뒤만 쫓아가다 “통화 낭떠러지(monetary cliff)”에 떨어지지 않도록 통화정책에 세심한 주의를 기울여야 할 필요가 있지 않을까?

서울대학교 경제학부 명예교수  
08826 서울특별시 관악구 관악로 1  
전화: 010-8139-6388  
E-mail: shk@snu.ac.kr

## 참고문헌

- 김인준(2013): 『위기극복 경제학』, 서울, 울곡출판사.
- Alvarez, Fernando, Lucas Robert E. Jr., and Weber, Warren E(2001): “Interest Rates and Inflation,” *American Economic Review*, **91**, 2, 219-225.
- Atesoglu, Sonnez H.(2001): “Long-run Monetary Facts of the United States,” *Journal of Post-Keynesian Economics*, **23**, 3, 441-48.
- Burmeister, Edwin(1973): “Synthesizing the Neo-Austrian and alternative Approaches

- to Capital Theory: A Survey,” *Journal of Economic Literature*, **12**, **2**, 413-456.
- Fisher, Irving(1933): “Debt-Deflation Theory of Great Depressions: Introductory,” *Econometrica*, 337.
- Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz(1963): *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press.
- Garrison, Roger W.(1989): “The Austrian Theory of the Business Cycle in the Light of Modern Macroeconomics,” *Review of Austrian Economics*, **3**, 3-29.
- \_\_\_\_\_(1996): “The Austrian Theory: A Summary.” In Richard M. Ebeling(ed.) *The Austrian Theory of the Trade Cycle*, Ludwig von Mises Institute.
- Hayek, Friedrich A.(1931): *Prices and Production*, London, Routledge & Kegan Paul Ltd.
- \_\_\_\_\_(1941): *The Pure Theory of Capital*, London: Routledge & Kegan Paul Ltd.
- Hicks, John R.(1973): *Capital and Time*, Oxford, Clarendon Press.
- Kydland, Finn E., and Edward C. Prescott(1982): “‘Time to Build’ and Aggregate Fluctuations,” *Econometrica*, **50**, **6**, 1345-1370.
- Lucas, Robert E. Jr.(2000): “Inflation and Welfare,” *Econometrica*, **68**, **2**, 247-274.
- \_\_\_\_\_(1994): “Review of Milton Friedman and Anna Schwarz’s ‘A Monetary History of the United States, 1867-1960’,” *Journal of Monetary Economics*, **34**, **1**, 5-16.
- McMillin, W. Douglas, and Beard Thomas R.(1994): “The Effects Proximate Determinants of the Money Supply in the Interwar Period,” *Southern Economic Journal*, **60**, **3**, 622-33.
- Sargent, Thomas J.(1993): *Bounded Rationality in Macroeconomics*, Oxford, Oxford University Press.
- Shin, Hyun Song(2009): “Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis,” *Journal of Economic Perspectives*, **23**, **1**, 101-119.
- Vauhn, Karen I.(1994): *Austrian Economics in America*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Von Neuman, John(1945): “A Model of General Equilibrium,” *Review of Economic Studies*, **13**, **1**, 1-9.

Wainhouse, Charles E.(1984): “Empirical Evidence for Hayek’s Theory of Economic Fluctuations,” in Barry N. Siegel(ed.) *Money in Crises: The Federal Reserve, the Economy and Monetary Reform*, Cambridge, Mass., Ballinger Publishing.

Yeager, Leland B.(1997): “Austrian Economics, Neoclassicism, and the Market Test,” *Journal of Economic Perspectives*, **11**, **4**, 153-65.

**Abstract****On a “Paradox of Thrift”****Shin-Haing Kim**

This paper appraises a text-book interpretation on a “paradox of thrift” in view of a long-run classical as well as of a neo-classical growth model. A suggestion of a reflationary policy in a Fisher’s “debt-deflationary” model on the face of a depression of an economy is discussed in the context of in an Austrian approach to a trade cycle theory. I stress on the importance of savings as against investments in a Hayek’s view on the money contrary to its short-run effects on a Keynesian macroeconomics. In conclusion, this paper points out a shortage of savings over the long-run period of time is a cause of the trade cycle by the fall of the prices of the capital goods relative to those of the consumer goods. In this respect, the saving is no longer paradoxical even in a macroeconomic perspective in the long-run.

**Keywords:** Savings, Investments, Hayek’s Trade cycle theory, Fisher’s Debt-deflationary model, Reflationary policy, Keynesian liquidity preferences, Austrian economics

