

【 주간포커스 】

역대 미연준의 통화정책과 경제성과

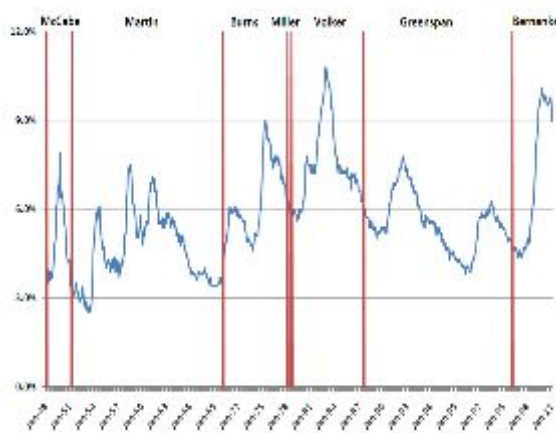
김동경 선임연구원

미 연준의 통화정책에 대한 분석(Romer and Romer 2004)에 따르면 연준의 독립성과 경제상황에 대한 연준 및 연준의장의 시각 등에 따라 통화정책의 성과가 크게 달라지는 것으로 나타났다. 이 같은 미국 사례에 비추어 볼 때, 통화정책이 실효성을 거두기 위해서는 경제상황에 대한 적절한 판단과 더불어 중앙은행의 독립성이 확보되어야 할 것이다.

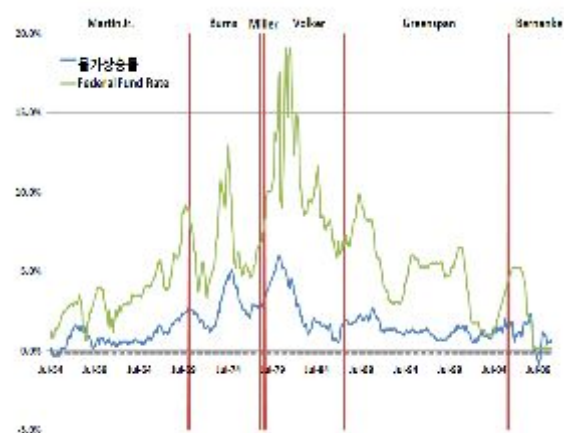
- 1930년대 중반 연방준비제도가사회가 도입된 이후 미 연준은 물가안정과 지속가능한 성장을 추구하였는데, 통화정책의 성과는 연준의장의 재임기간에 따라 크게 다른 것으로 나타남¹⁾.

<그림 1> 역대 미연준의장 재임기간 동안의 실업률과 물가상승률 추이

[실업률]



[물가상승률 및 연방금리]



주: 물가상승률 시계열은 소비자물가지수를 로그변환 후 차분하여 산출

자료: Bureau of Labor Statistics

1) Romer and Romer(2004), "Choosing the Federal Reserve Chair: Lessons from History," Journal of Economic Perspective, Vol 18, No.1

- 1950년대의 Martin, 1980년대 후반 이후 Greenspan이 연준의장을 역임하였던 시기에는 경제상황에 대한 적절한 판단에 기초한 정책시행으로 물가상승률이 낮고 높은 경제성장을 기록한 반면,
 - 1930년대 Eccles 연준의장 하에서는 경기침체를 경험하였으며, Burns와 Miller가 연준의장을 맡은 1970년대의 경우 통화정책 실패로 미국경제가 높은 실업률을 경험하였다는 평가
- Marriner Eccles(1936~48) 연준의장은 경제가 완전히 회복되지 않은 상태에서도 수요 확대에 의해 인플레이션이 발생할 수 있다고 판단하여 13%나 되는 높은 실업률에도 불구하고 긴축정책을 유지
- 통화정책으로 경기가 부양될 수 없다고 믿고 경기 수축기에도 통화정책의 긴축기조를 변화시키지 않았음.
 - 오히려 정부가 경기부양을 목적으로 보유하고 있던 금을 연준에 매각하고 통화공급을 확대하려 하자 연준이 채권발행을 통해 통화를 환수해야 한다고 주장
- William Martin Jr.(1951~70) 연준의장은 장기 경제성장을 위해서는 인플레이션이 낮은 수준에서 안정되어야 한다고 인식하고 재임기간의 대부분에 걸쳐 인플레이션을 낮은 수준에서 유지하고자 하였음.
- 통화정책에 대해 Volker 및 Greenspan 연준의장과 유사한 시각
 - 경기변동 대응에 통화정책이 유효하다는 입장에 따라 1953~54년, 1957~58년 실업률이 5% 이상으로 올라가자 확장적 통화정책을 사용
 - 그러나 경기가 저점을 통과한 직후라도 인플레이션이 3%를 넘어서면 통화정책을 긴축으로 전환하였음.
 - 다만, 1960년대 후반 들어 실업률과 인플레이션 간에 장기 Trade-off 관계가 존재한다는 일부 경제학자들 견해를 일시적으로 받아들이면서 실업률을 낮추기 위해 6%대의 인플레이션 상승을 용인하기도 함.
 - 이에 따라 기대인플레이션이 높아지자 경기둔화에도 불구하고 통화정책을 긴축기조로 다시 전환하였음.
- Arthur Burns(1970~78) 연준의장은 공급측면에서 야기된 인플레이션에 대해서는 통화정책으로 대응할 수 없다고 판단하여 높은 인플레이션에도 불구하고 실업률을 낮추기 위해 실질금리를 음(-)으로 유지하는 등 확장적 통화정책을 지속

- 인플레이션의 원인으로 당시 확대된 공공부문의 노조 및 노동운동을 비난하며 임금상승으로 인한 인플레이션은 통화정책으로 해결할 수 없다고 해명
 - 높은 인플레이션에도 경기부양을 위해 확장적 통화정책을 지속하였으며 인플레이션 억제에 위해 정부에 임금 및 가격통제를 요구
 - 그러나 1970년대 중반 들어서 통화정책에 대한 시각을 바꾸어 인플레이션을 잡기 위해 통화정책을 긴축기조로 전환하기도 하였으나, 1976년말 인플레이션이 안정되지 않은 상황임에도 불구하고 다시 확장적 통화정책을 시행
 - 이러한 정책은 실업률을 낮추어 카터대통령으로부터 연준 의장직을 다시 지명 받고자 한 것으로 알려짐.
- William Miller(1978~79) 연준 의장의 경우 당시 생산성이 둔화되고 있었음도 불구하고 자연실업률(인플레이션을 유발하지 않는 최저 실업률)을 비현실적으로 낮게 추정하고 확정적 통화정책을 시행함에 따라 인플레이션을 심화시킴.
- 인플레이션의 원인을 수요 측면보다는 농산물 가격 상승, 최저임금제 도입, 달러화 약세 등으로 이해
 - 인플레이션에 대해서는 경쟁을 촉진하고 노동 및 생산시장의 구조적인 문제를 해결하는 정책으로 대처해야 한다고 주장
- Paul Volker(1979~1987)가 연준 의장으로 임명된 이후 통화정책에 대한 견해가 근본적으로 바뀌었으며 인플레이션 억제를 위해 초긴축적인 통화정책이 시행됨.
- 과거의 통화정책이 미래의 인플레이션에 대한 영향을 고려하지 않고 경기침체 등 당시의 경제상황이나 다른 목적으로 위해 일관성 없이 시행되었기 때문에 만성적인 인플레이션이 초래되었다고 분석
 - 경기가 부진하더라도 인플레이션을 잡기 위해 통화정책의 일관성이 유지되어야 한다는 점을 강조
- Alan Greenspan(1987~2004) 연준 의장은 Volker 연준 의장처럼 극단적인 통화정책을 시행하지 않았지만 통화정책이 긴축으로 전화될 때 경기가 위축되더라고 인플레이션 하락이 보다 시급한 과제라고 주장
- 그러나 재임 후기에는 기술혁신이 인플레이션을 제한할 수 있다고 이해하여 실업률이 낮은 상황에서도 긴축정책을 시행하지 않았는데, 이는 과거 연출과 다른 행태

- 과거 연주는 인플레이션이 발생하지 않더라도 경기호황이 지속될 경우 인플레이션 발생 가능성을 우려하여 통화정책을 긴축으로 가져감.
- 이러한 저금리 기조 지속에 따라 자산 가격 거품이 형성되었다는 비난을 받음.

□ 미국의 사례에 비춰볼 때 통화정책이 실효성을 얻기 위해서는 경제상황에 대한 적절한 판단과 더불어 중앙은행의 독립성과 신뢰성이 확보될 필요가 있음.

- 미국의 사례에서 알 수 있듯이 공급측면에서 인플레이션이 촉발될 경우 통화정책 대응이 쉽지 않음.
- 그러나 미국의 사례는 공급측면에서 인플레이션이 발생할 경우에도 통화정책이 물가보다 경기를 중시하는 방향으로 시행되면 인플레이션이 더욱 심화되어 장기적으로 경제성장에도 부정적인 영향을 미치게 된다는 시사점을 제시
- 따라서 현재와 같이 원자재 가격 상승에 의한 인플레이션에 대해 중앙은행이 적극적으로 대응하기 위해서는 경제상황에 대한 중앙은행의 적절한 판단과 더불어 경기보다 물가를 우선시 할 수 있는 통화정책의 독립성이 무엇보다 중요함. KiRi