

世界 大恐慌의 原因, 經過, 恢復過程

梁 東 侏

1930년대의 세계대공황에 대한 최근의 연구성과는 괄목할 만하여 경제학자들이 어느 정도 합의에 도달했다. 1차대전과 1920년대의 구조적 변화, 특히 국제채권채무관계의 급변과 국제통화제도의 취약성이 공황의 여건을 조성하였다. 공황 발발의 직접적 요인은 1928-1929년간 미국의 긴축통화정책이었으며 공황의 심화와 세계적 전파에는 금분위 유지를 위한 각국의 동시다발적 긴축정책이 큰 영향을 미쳤다. 물가하락은 노동시장과 금융제도를 통해 실물경제의 쇠퇴를 부추겼다. 평가절하와 외환통제 등이 팽창정책을 가능케 하였으며 회복의 전기를 마련했고 금분위 이탈의 시기와 평가절하의 폭이 통화량 증가와 이자율 하락의 가능성을 결정하여 나라마다 회복과정에서 차이를 보였다. 대공황의 유산으로 정부부문의 개입이 양적, 질적으로 확대되었고 신자유주의가 풍미할 때에도 포기하지 못한 새로운 제도들이 잔존하여 대공황은 자본주의 역사에 “規定的 契機”로 자리매겨진다.

1. 머리말

자본주의 역사에서 1930년대에 미국을 비롯해 전세계를 휩쓸었던 장기적이고도 혹독한 경기침체는 그 정도가 아직까지 전무후무한 것이었다. 이 전간기 대공황은 “경제사가의 리히터 스케일로 측정된 사상최강의 세계적 地震”이었던 것이다. 대중들에게 대공황의 가장 민감한 영향은 무엇보다도 그들이 일자리를 잃는다는 사실이었다. 런던의 일간지 더 타임즈 논설위원 아른트(H.W. Arndt)의 말대로 “실업은 전쟁 다음으로 우리 세대에 가장 널리 전염된 잠행성, 부식성 질병이었다: 그것은 우리 시대 서구문명 특유의 사회적 病弊”였다. 정부가 실업에 대응하는 과정에서 정부정책은 경제보다 사회적 고려를 우선시하는 쪽으로 방향을 선회하였다. 장기적으로는 경제적 자유주의를 반세기 동안 단절시키는 계기를 이루었던 것이다(인용은 Hobsbawm(1994, p. 86, 94), Arndt(1944, p. 250)).

대지진의 진원지인 미국은 물론 “절망의 안개로 대지가 뒤덮여 있었다(Schlesinger(1937, p. 3)).” 대공황이 미국경제사의 “規定的 契機”(defining moment)였다 는 가설은 광범위하게 받아들여지고 있다. 즉 공황은 그 심도와 지속성으로 인해 경제를 움직이는 기본규칙, 제도, 태도 등을 근본적으로 바꾸어 놓았다는 것이다(Bordo, Goldin and White(eds.)(1997, p. 1)).

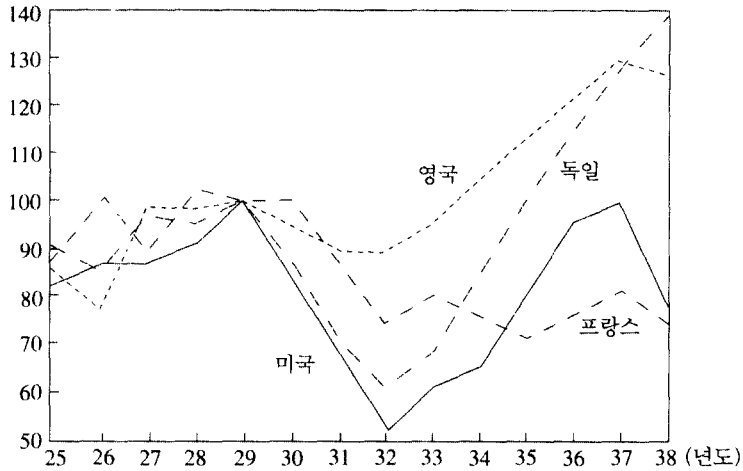
1929년 미국 주식시장의 붕괴로 촉발된 세계대공황은 경제학계에도 영향을 미쳐 결국 거시경제학이라는 새로운 분야가 뿌리내리게 하였다. 1930년대의 공황이 경제학에 갖는 의미는 빅뱅(Big Bang)이 물리학에 갖는 의미와 유사하다거나, 심지어 성배(聖杯)라고 표현되기도 한다(Margo(1993, p. 41), Bernanke(1995, p. 1)). 빅뱅 이후 70년이 흘렀고 그간 세태와 학문이 급변하였다. 그런데 사학자나 경제학자가 이에 관해 밝혀 놓은 것은 무엇인가. 1980년대초에 한 원로 경제사학자는 다음과 같이 통탄하고 있다. 즉 세계대공황이 50년이나 지났음에도 불구하고 경제학자들이 이에 대해 충분히 이해하거나 견해 일치를 이루지 못하고 있는 것은 “괴상하다(odd) [Kindleberger(1986, p. 1)].” 이에 비해 최근 경제학자들의 계몽적 선언은 매우 낙관적이다. 아직까지도 사학자들이 1930년대의 공황을 20세기 최대의 불가사의, 혹은 무한정히 많은 요인들이 개별적으로 종합된 결과라고 치부하는 오해에 기인한다는 것이다. 대공황의 원인에 대한 전문가들의 의견은 상당한 정도로 합의에 도달하였으며 소위 대공황의 수수께끼는 거의 풀렸다고 주장한다(Eichengreen and Temin(1997, p. 1)). 그렇다면 최근 20년 가까이 축적된 대공황 연구에서 어떤 사항들이 합의점에 도달해 있고 무엇이 아직 더 풀어야 할 과제로 남아 있는가. 무엇이 정리되었고 무엇이 남아있는가를 살펴보는 일이 바로 이 글의 목적이다.

경제학자들이 흔히 찾는 공황의 지표는 산업생산지수이다. 이는 실업율이나 물가수준 등 다른 지표들과 상관관계가 클 뿐더러 비교적 신뢰도가 높은 추계를 구할 수 있기 때문에 광범위하게 채택된다. 국제연맹에서 출판한 24개국의 산업생산자료에 의하면 대부분의 국가에서 1929년에 그 지수가 정점에, 1932년에 최저점에 이른다.⁽¹⁾ 정점에서 저점까지 산업생산지수의 하락폭은 미국이 62%로 가장 높았다. 캐나다, 체코, 독일 등은 50% 이상으로 뒤를 이었다. 반면 영국, 스웨덴, 일본 등 몇몇 주요공업국은 비교적 완만한 하락세를 보였다(<그림 1> 참조).

각국이 회복국면으로 접어 드는 시점은 거의 같지만, 지수가 공황 이전의 수준으로까지 회복되는 시기는 나라마다 다르다. 일본은 1933년, 덴마크, 스웨덴은 1934년, 노르웨이, 영국은 1935년, 독일은 1936년, 캐나다, 이탈리아는 1937년에 이르러야 1929년의 수치를 넘어섰다. 미국, 프랑스, 네델란드 등은 2차대전 발발까지도 “완전한” 회복이 지연되고 있었다. 즉 미국은, 이를테면 영국에 비해 훨씬 극심하고 오랜 공황을 경험했던 것이다.

1920년대의 미국은 대전중에 막대한 해외자산을 축적하고 지속적으로 국제수지 흑자를

(1) League of Nations(1936, 1938). 이들 자료는 Lewis(1949)에 의해 많이 이용되었다. 이하의 논의는 Romer(1993, pp. 20-23)를 따랐다.



資料: Temin (1989, p. 2)

〈그림 1〉 産業生産指數 (1929 = 100)

이루어 대외적으로 강력한 우위를 구축하였다. 그러나 미국은 유럽경제의 부흥에 신경을 쓰기보다 자국내에서의 안정을 최우선으로 추구하였다. 전시에 억압되었던 주택경기 및 소비재산업의 부흥을 중심으로 미국경제는 빠른 속도로 회복하였으며 라디오, 각종 가전 제품, 화학제품, 자동차 등의 대중적인 보급은 경제뿐 아니라 미국인들의 생활양식도 근본적으로 변화시켰다. 당시의 사회상을 묘사한 글들에는 스포츠, 미인대회, 세일즈맨과 광고업자, 센세이셔널하고 인기를 위주로 삼는 언론, 린드버그의 대서양횡단 비행 등이 자주 등장하였다. 이와같은 대량소비품조 속에서 토지투기가 붐을 이루고 주식지상이 과열되는 것은 예상할 수 있는 일이었다. 이처럼 사회가 전반적으로 들뜬 분위기에서는 어느 한 부문에 주어진 충격이 아주 거대한 연쇄반응을 일으키게 될 소지가 잠재되게 마련이다[Allen(1931)].

즉 미국은 1920년대에 상대적으로 보기 드문 호황을 누렸던 반면 영국은 1920년대에 이미 장기적 경기침체에 돌입해 있었다. 따라서 영국은 상대적으로 1930년대가 그다지 심각하게 느껴지지 않은 것뿐이다. 실업을 추계를 보자. 1921-1929년 기간에 미국의 경우 제조업 부문의 실업율이 7.7%, 경제 전체에서 그것은 4.9%였다. 그러던 것이 1930-1938년 기간에 각각 26.1%, 18.2%로 급격히 증가하였으나 영국의 경우에는 같은 기간 12.0%, 6.8%에서 15.4%, 9.8%로 증가하는 정도였다(〈表 1〉 참조). 이것은 영국이 1920년대에 이미 실업율이 높았던 것에 기인한다. 따라서 영국에는 대공황이 더 오랜 기간에

〈表 1〉 主要國의 失業率

(단위: %)

	제조업		경제 전체	
	1921-1929	1930-1938	1921-1929	1930-1938
미 국	7.7	26.1	4.9	18.2
영 국	12.0	15.4	6.8	9.8
프 랑 스	3.8	10.2	—	—
독 일	9.2	21.8	4.0	8.8
호 주	8.1	17.8	—	—
벨 기 에	2.4	14.0	1.5	8.7
캐 나 다	5.5	18.5	3.5	13.3
덴 마 크	18.7	21.9	4.5	6.6
네덜란드	8.3	24.3	2.4	8.7
노르웨이	16.8	26.6	—	—
스 웨 덴	14.2	16.8	3.4	5.6

資料: Eichengreen and Hattonteds)(1988. p. 9).

분산되어 있었던 셈이다. 이렇듯 1920년대의 상황이 교차하게 된 것은 당시에 금본위제로 복귀하는 과정에서 파운드화를 과대평가하여 복귀했기 때문이라고 지적된다. 고평가된 환율 때문에 영국은 긴축정책 기조를 유지해야만 했다. 그 결과 불황과 높은 실업율에 허덕일 수 밖에 없었던 것이다.

이 글의 구성은 다음과 같다. 먼저 1차대전과 1920년대에 걸친 경제의 구조적 변화를 살펴 볼 것이다. 다음으로 불황의 발발을 둘러싼 논의를 검토하며 이 불황이 세계대공황으로 심화되고 전파되는 경로를 분석한다. 마지막으로 회복국면으로의 전환과 실제 회복 과정을 고찰한다. 이 단계에서 채택되었던 각종 정책의 효과를 가늠하고 장기적으로 이들이 2차대전 이후의 세계경제에 어떠한 유산을 남겼는가를 평가함으로써 글을 맺고자 한다.

2. 1920年代 經濟의 構造的 變化

대공황 연구에서 가장 지속적으로 다루어지는 주제 중의 하나가 제1차 세계대전과 1920년대를 통해 경제구조의 불안정성이 진전되어 1930년대의 공황을 불러 일으켰다는 것이다. 경제구조의 변화와 관련하여 몇 가지 가설이 문헌에서 자주 반복된다. 이들을 차례로 살펴 보자.

과소소비론의 입장에서는 자본계의 특성상 소득 및 부의 분배가 점차 불공평해지고 이에 따라 소비성향이 낮은 부유층에 자원이 이전되므로 소비지출수요가 줄어들게 되었다고 한다. 미국의 경우 실제로 최부유층 5%가 차지하는 소득의 비중이 1920년대에 25.8%에서 31.9%로 늘어났으며, 국민소득중 이윤의 비중이 5% 포인트 커졌다(Williamson and Lindert(1980, ch. 4, Appendix F)). 그러나 자본가와 노동자의 소비성향 차이를 아무리 크게 상정하더라도, 1930년 한 해에만 미국의 총 소비지출이 10% 가까이 줄어들었음을 감안하면 소득분배효과에 의한 소비수요 감소의 크기는 미미했다고 할 수 있다.⁽²⁾

소비구성의 변화도 따져 볼 필요가 있다. 내구소비재의 중요성이 경기변동의 불안정성을 증대시켰다는 지적이 있다. 내구재는 비싸기 때문에 되팔 때의 가치에 대한 불안, 또 할부구입시 중도에 할부금을 납부하지 못할 위험 등을 수반하여 소비지출의 경기변동에 대한 민감도가 커지는 경향이 있다. 그러나 미국의 경우 소비에서 내구재의 비중이 1900-1919년에 9% 미만이었던 것이 1920년대에 11%로 늘어난 정도였다(Olney(1989)).⁽³⁾ 또한 여타 국가에서 자동차, 가구, 가전제품 등 내구재 소비의 대중화는 훨씬 지연되었으므로 그 효과는 크지 않았을 것이다.

농산물을 비롯한 1차산품 시장의 변화도 대공황과 관련하여 오랫동안 주목되어 왔다(Lewis(1949), Kindleberger(1986, ch. 4)). 동유럽과 러시아의 곡물수출이 1차대전으로 인해 중단되자 미국, 캐나다 농민들은 생산과 수출을 늘렸고 아르헨티나, 뉴질랜드 등은 육류와 낙농제품 생산을 증대시켰다. 전쟁이 끝나고 유럽의 곡물공급이 재개되면서 가격은 떨어지기 시작하였고 토지가격도 급락했다. 전신타수 시기에 대부자금을 이용하여 경지를 확장했던 농민들은 낮은 가격과 함께 무거운 부채에 허덕이게 되었다.

국제적으로 보면 1차산품 과잉생산과 가격폭락은 농산물이나 광물수출이 주된 외화획득원인 나라들에게 엄청난 타격이었다. 이들은 평가절하 등의 수단으로 대처하였으며 이것이 갖는 파급효과도 컸다. 반대로 1차산품의 순수입국은 이득을 보았다고 할 수 있다. 미국의 경우 농민은 극심한 피해를 입은 반면 소비자들은 오히려 생활비를 절약할 수 있어 순효과는 긍정적이었을 것이다. 따라서 농산물 교역조건의 악화에 의한 지출수요감소를 바로 공황의 시작과 연결시키기는 힘든 것으로 보인다. 다만 농가부채의 산적한 농촌지역 은행들의 파산으로 이어져 공황의 악화에 기여했을 가능성은 있다.

최근에 주목받고 있는 경제구조변화의 측면은 국제적 채권채무관계에 대한 것이다. 1차

(2) 또한 1920년대에는 총소비지출도, 국민소득에 비한 소비의 비중도 줄지 않았다.

(3) 앞 절에서 언급한 1920년대의 과소비 풍조는 Allen의 과장인 듯 보인다.

대전 이전에는 영국이 주된 자본수출국이였다. 오랫동안 영국으로부터 자본을 수입하고 있던 미국은 이제 겨우 대외채무액을 줄여 나가기 시작했을 뿐이었다. 전비지출을 위해 영국은 해외자산을 대폭 처분하였는데 이 중 상당부분이 미국으로 유입되었다. 몇 년 사이에 미국은 순채무국에서 세계최대의 채권국으로 부상하였다. 경상수지상의 불균형에 전쟁부채와 배상금의 문제가 덧붙여졌다. 전승국들은 1924년에서 1929년 사이에 독일로부터 거의 20억 달러를 받았으나 이 중 상당부분이 전쟁부채에 대한 원리금으로 서유럽에서 미국으로 유입되었다. 그 결과 1920년대에 뉴욕은 런던을 앞지르는 국제금융의 중심지로 부상하였다. 미국의 대부가 급증한 것은 이와 같은 국제수지결제 양상의 변화 때문이다.

원칙적으로 경상수지 적자국이 외채를 도입하거나 적자를 제거하기 위해 국내경제를 조정할 수 있는 방법은 두 가지이다. 일시적 적자의 경우, 외환보유고를 안정적으로 유지하기 위해 외자를 도입해야 한다. 국제경쟁력의 항구적 악화를 가져오는 충격을 받을 경우에는 경쟁력을 제고하기 위하여 실질임금의 하락과 국내소비의 감소 등의 조정을 통해 대처해야 한다. 그러나 예를 들어 1920년대 독일에 대한 미국의 대부는 문제 해결에 별 다른 도움을 주지 못하였다. 배상금과 같이 장기적으로 영향을 미치는 국제수지 교란요인에 대하여 “너무 많은 貸付와 너무 작은 調整”으로 대응하는 방식이었다고 지적되고 있다 [Eichengreen 1992a, p. 220), Schuker(1988) 등]. 이와 같이 전세계 상업, 금융 체계가 미국의 지속적 대부에 크게 의존하게 되었을 때 대부가 중단되면 차입자 측에 심각한 혼란을 불러 일으킬 위험이 상존하게 되었던 것이다.

여기서 전간기 국제통화제도의 취약성을 부각시킬 필요가 있다. 1925년 영국의 금본위제 복귀와 1926년 프랑스 프랑화의 實質的 安定(*de facto stabilization*)은 진정한 국제적 금본위제의 재건이었다. 그러나 전간기 금본위제는 대전전의 금본위제에 비해 국제수지의 교란을 조정하는 능력이 상당히 제약되었고 충격에 대한 취약성이 증폭되었다.(4)

금본위제 하에서 환율의 안정적 유지를 가능케 한 국제수지조정은 어떻게 이루어지는가. 금의 이동에 따른 물가수준의 변화를 강조하는 가격정화플로우메카니즘, 이자율의 상대적 수준을 강조하는 자본이동설, 경제활동의 변화에 중점을 두는 개방경제 승수이론, 소비자와 생산자의 합리적 기대 및 행동에 의해 항상 국제가격과 국제이자율이 동일한 수

(4) 금본위제는 여러 가지로 정의될 수 있으나 대략 다음과 같은 조건이 충족되는 국제통화제도를 지칭한다: 1. 개인간, 국가간 금의 자유로운 이동, 2. 금으로 표시된 각국 화폐가치의 유지, 즉 국가간 고정환율의 유지, 3. 국제적 조정기구의 부재. 이러한 조건은 자연히 국제수지 흑자국과 적자국간에 비대칭적 부담을 초래한다. 더욱이 적자국의 국제수지조정메카니즘은 평가절하보다는 디플레이션, 즉 국내물가와 생산의 하락이었던 것이다(Temin(1989, pp. 8-9)).

준을 유지한다고 주장하는 국제수지에 대한 통화론적 접근 등 다양한 설명이 있다. 그러나 이들은 동일 현상의 한 측면을 특히 강조한 데 지나지 않으며 실제로는 모든 과정이 동시에 진행되는 것으로, 이들 이론이 상호경쟁적이라기보다는 보완적이라는 것이 다음의 예를 살펴 보면 명백하다.⁽⁵⁾

어느 한 나라의 국제수지가 적자라고 하자. 그러면 그 나라로부터 금이 흑자국으로 유출될 것이다. 이에 따라 통화량이 감소하면 물가가 하락하여 자국의 재화가 국제가격 이하로 싸지므로 수출이 증가하고 수입이 감소하여 국제수지가 호전된다. 또한 화폐부문의 초과수요는 국내이자율을 상승시켜 자본의 유입을 불러 일으키므로 국제수지가 개선된다. 동시에 통화량 감소는 국내의 유효수요를 감축시켜 지출이 감소하고 고용이 위축되어 수입수요를 줄인다. 이러한 지출효과는 購買力平價(purchasing power parity)와 利率平價(interest parity)의 회복이 빠를수록 그 중요성이 커질 것이다. 이와 같이 네 가지의 조정 과정이 동시에 진행되므로 이들 이론은 상호보완적이라고 할 수 있다.

각국의 중앙은행이 이러한 국제수지 조정과정을 허용 내지 가속하는 것이 금본위제의 國際規則(rule of the game)이었다. 즉 적자국에서는 금유출의 효과를 강화하기 위해 재할인율을 올리고 공개시장매각을 행하고, 흑자국에서는 그 반대의 정책을 수행하는 것이다. 그러나 전간기 즉 1920년대 후반의 금본위제하에서는 실제로 적자국이 오히려 금유출의 효과를 不胎化(sterilize)하려는 재할인율 인하, 공개시장구매 등의 정책을 수행함으로써 규칙을 위반하였다는 사실이 밝혀지고 있다. 특히 필요분을 초과하는 금을 보유하고 있던 프랑스, 스웨덴의 경우 국내 금융시장에서 보정적 정책을 수행할 여유가 있었던 것이다. 영국의 경우 경상수지흑자에 의한 금유입 및 이자율하락으로 파운드화가 계속 유출하였다. 이러한 과정이 지속된 것이 금유입의 효과를 영란은행이 불태화한 때문인지, 이자율에 비탄력적인 자본유출이 누적된 결과인지는 분명치 않다.

1차대전과 대전 직후의 인플레이션으로 금본위제는 일단 포기된다. 전전평가로 금본위 복귀를 주장한 논의들은 금융긴축을 권고하였으며(Cunliffe Committee) 실제로 영국을 비롯하여 여러 나라가 1925년을 전후하여 전전평가로 금본위에 복귀하였다. 그러나 전간기의 금본위는 1931년에 다시 와해되고 관리변동환율제 기간을 맞게 된다.

1920년대의 금본위제가 실패한 원인은 케인즈(J.M. Keynes)도 참여한 맥밀란위원회 보고서(Macmillan Committee)에 잘 지적되었는데 그 내용은 다음과 같다. 1. 국내경제 위

(5) Eichengreen(ed.)(1985, Introduction). 필자는 금공급의 외생적 증가의 예시로 이를 설명하고 있으나 이하에서는 국제수지의 외생적 악화로부터 이야기를 시작한다.

주의 불태화 정책 등으로 국제수지 조정과정이 저해되었다. 2. 금부족으로 통화량 증가가 억제되고 물가하락의 압력이 가중되었다. 3. 임금 및 물가의 하방경직성으로 디플레이션의 압력이 생산 및 고용의 하락을 초래하였다. 4. 금에 비해 화폐가 많아 태환 문제를 야기하였다. 5. 금의 국제적 분배가 미국과 프랑스에 치우쳐 있어 균형있는 조정이 어려웠다. 6. 금융중심지가 런던과 뉴욕으로 양분되어 통일성 있는 협력체제가 유지되기 곤란하였다. 7. 보호주의정책의 만연으로 국제수지 조정에 한계가 있었다. 그러나 이와 같은 문제는 대전전에도 존재하고 있었다(Triffin(1964), Bloomfield(1959)). 그렇다면 왜 고전적 금본위제에 비해 전간기의 금본위제가 훨씬 더 불안정적이었는가. 투자자들의 전망과 태도를 바꾼 근본적 환경변화가 있었다면 무엇인가. 금융정책의 질이나 신뢰도가 달라졌다는 것인가(Eichengreen(ed.)(1985)).

금본위제의 취약성 증대로 인하여 자본의 급격한 이동이 발생할 위험이 고조되었다. 또한 각국 중앙은행은 국내와 해외부문의 균형을 위한 정책 중 하나를 선택하도록 강요되었다. 흔히 주장되는 바, 전전의 고전적 금본위제의 안정성은 그 시스템의 주도자인 영국(그 대리자인 영란은행)의 효율적인 관리에서 유래한다. 경기침체기에도 영국 자본시장의 외국대부는 증가하는 경향이 있고, 영란은행의 이러한 국제적인 최종대부자로서의 역할은 금본위제를 안정적으로 작동하도록 하였다. 이에 비해 전간기의 상황을 살펴 보면 1차 세계대전을 치르면서 영국은 국제적인 금융질서를 주도할 만한 능력이 없게 되었고 미국은 그런 역할을 수행할 의도가 부족하였다. 즉, 전간기 금본위제도의 불안정성의 원인은 국제적인 헤게모니의 부재 때문이라는 것이다(Kindleberger(1986, ch. 14)).

이에 대한 반론으로 다음과 같은 논의가 전개되고 있다. 즉, 전전의 금본위제의 원활한 작동이 하나의 지배적인 정책단위의 안정적인 개입에 원인이 있는 것은 아니었다. 전전의 고전적 금본위제는 분산화된 다국화의 체제였고 이 제도의 안정성은 信賴度(credibility)와 協調(cooperation)의 산물이었다. 그리고 전간기에 헤게모니가 예외적일 만큼 부재상태인 것은 아니었다. 전전과 마찬가지로 런던 금융시장의 경쟁자로서 파리, 베를린의 역할은 상당했다. 여기서 신뢰도란, 경제정책당국의 여러 목표 중 국제수지 균형을 유지하는 것이 가장 중요시되었다. 따라서 중앙은행은 금보유고의 유지와 통화의 금태환성의 유지에 필요한 어떠한 정책도 우선적으로 실시하였다. 협조라는 것은 각국 정부의 정책협조, 그 중에서도 가장 중요한 은행인 영란은행의 주도와 각국의 중앙은행들의 공동보조이다. 그런데 이러한 신뢰도와 협조체제가 제1차 세계대전을 거치면서 붕괴되고 그에 따라 전간기 금본위제가 불안정해졌다는 주장이다(Eichengreen(1992b, introduction)).

그러나 상대적으로 안정된 시기에는 영란은행이 국제적인 협조체제에서 주도권을 행사했던 반면, 위기의 시기에 영란은행은 여러 중앙은행의 하나에 불과했고 그 지도력을 상실하였다. 사실 가장 심각한 위기인 1890-1907년 사이에는 중요한 안정화 역할을 다른 중앙은행들이 수행하였고 영란은행은 차입자로 되었다. 이 위기의 시대를 어떻게 평가할 것인가는 상당히 중요한 문제이고 앞으로 검토의 대상이다. 만약 이 시기에 금본위제도가 불안정적인 작동을 보인다면 그것은 금본위제의 안정성이 효율적인 헤게모니의 작동 때문임을 보여주는 것이 될 수 있을 것이다.⁽⁶⁾ 그러나 금본위제 자체를 포기할 대안을 고려할 경우 헤게모니의 부재론은 문제되지 않는다.

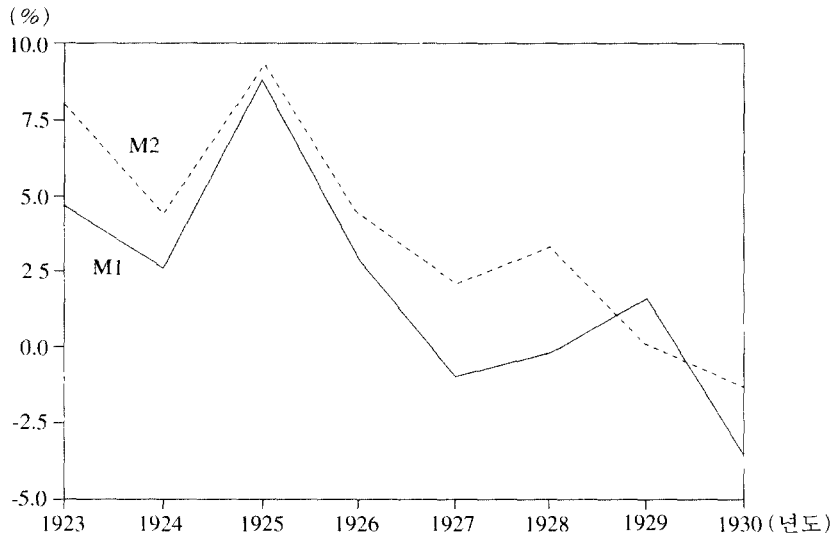
경제구조의 불안정성이 공황을 바로 촉발하지는 않지만 1920년대의 변화들은 1930년대 공황의 여건이 조성되는 데 촉매작용을 하였을 것이다. 이러한 변화들은 1920년대말 미국의 긴축적 통화정책과 이것이 초래한 다른 나라들의 정책변화, 이들의 상승작용이 가져온 충격 등을 극대화하였다. 충격 및 정책실패의 본질과 아울러 구조적 변화에 대한 이론적 실증적 연구가 더욱 기대된다.

3. 恐慌의 勃發

이제 1929년과 1930년에 이른 주로 미국의 경제침체와 관련된 논의들을 검토해 보기로 하자. 문헌에 의하면 1928-1929년에 점점 경색되어 간 미국의 통화정책이 공황발발의 큰 요인이 되었다는 합의가 등장한 듯 보인다(<그림 2>, <그림 3> 참조)[Eichengreen (1992a) 등]. 이러한 합의 이전에 논란이 되고 있던 논의들도 살펴 보자. 시대순으로는 1929년 10월의 주식시장 붕괴, 1930년 6월의 스무트-홀리 관세법안, 12월의 은행위기이다.

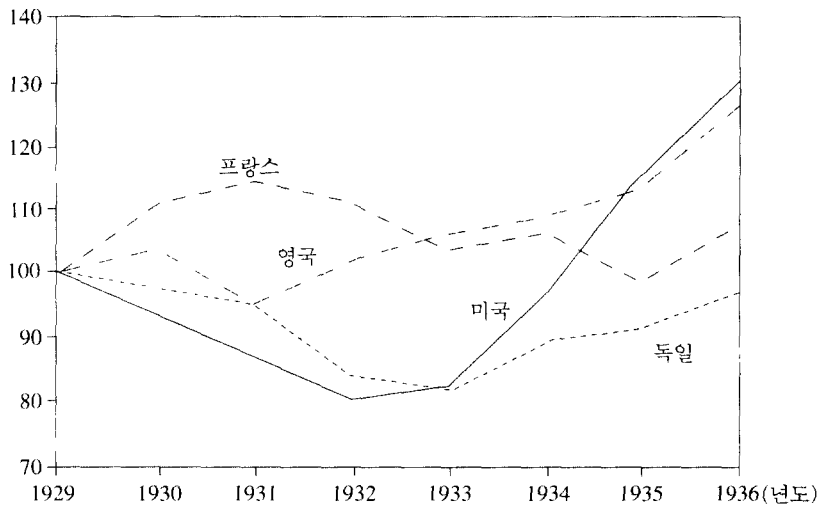
1920년대말 미국은 주식시장의 과열을 억제하기 위하여, 영국과 독일은 환율방어책으로서 긴축금융을 취하였다. 후버정권은 은행들이 주식투기자금을 과잉대부하는 것이 당시 경제의 큰 문제점이라고 판단하여 금리인상 등 특단조치를 취했던 것이다. 오늘날의 경제이론에 따르면 주식매매자금수요를 감당할 만큼 오히려 돈을 풀어야 투기붐을 가라앉힐 수 있다(Field(1984), Hamilton(1987)). 주식시장 과열이 과연 "거품"이었는가에 대해서도 논란이 없지 않다. 1929년 미국 주가의 급상승은 거품이 아니었다는 견해가 백과사전에

(6) 금본위제의 역할에 대한 이해에 따라 주장이 달라지는 듯이 보인다(양동휴(1992, pp. 232-233)).



資料: Hamilton(1987, p. 151)

〈그림 2〉 美國 通貨量의 年成長率, 1923-1930



資料: League of Nations(1937/1938a, table 3)

〈그림 3〉 Broad money (本源通貨 + 商業銀行 sight deposits), 1929-1936(1929 = 100)

풍미하고 있음을 볼 때 민스키-킨들버거의 거품론이 고스란히 인정될 수 없다 (Cecchetti(1992b), Kindleberger(1978), Minsky(1982)).

1929년의 주식시장 붕괴가 여러 명의 투신자살을 불러일으킬 만큼 사회적 충격을 준 것은 사실이지만 학자들이 이 사건을 대공황과 연결시키는 논리의 고리는 매우 취약하다. 크게 세 가지 논조가 있다. 주식가치 하락으로 보유자산, 즉 부의 실질치가 감소하여 소비지출 수요가 줄어 들었다. 소비자의 부채자산비율은 높아졌고 또한 소비자의 장래에 대한 불확실성이 가중되었다. 그러나 통계수치를 보면 부의 감소효과는 10% 미만이었고 주식가격과 배당수익의 비율(P/E ratio)은 불변이었다(Temin(1976), 양동휴(1992) 등). 주가는 소득의 변동흐름에 따라 등락하기 마련이다. 예를 들어 미국의 1987년의 주가폭락을 보면 낙폭이 그 당시와 정확하게 같다. 요즘의 정보통신시대의 위력을 감안할 때 1987년 사건의 충격이 오히려 더욱 컸을 것이다. 그럼에도 불구하고 1987년의 폭락이 세계적인 금융위기로 전파되지 않았음을 상기할 때 당시의 주식시장 와해는 심리적 효과 이외의 아무 의미도 없었던 것이다. 심리적 효과를 고집하는 학자도 물론 있다(Romer(1990)).

관세에 관한 논란은 공황과 다른 방향으로 나가는 느낌이다(Eichengreen(1989)). 공황과 관련하여는 스무트-홀리 관세가 보복관세를 유발하여 국제무역규모를 줄이고 세계대공황의 심화에 일조하였다는 설명이 있다. 물론 세계무역규모는 엄청나게 줄어들었다. 다만 공황을 촉발시켰다는 미국의 경우 해외의존도가 극히 낮았을 뿐더러 총수출액수의 감소분도 1929년-1930년 사이에 거의 없었다. 관세가 내수진작에 기여했을 부분을 감안하면 인근궁핍화이론은 의미가 없다(Temin(1994)). 케인즈가 맥밀란위원회에서 영국의 보호관세 도입을 주장했던 것도 같은 맥락이다. 1932년에 영국은 백 년간의 자유무역 이데올로기를 포기하고 거의 모든 제조업 제품 수입에 10%의 일반관세를 부과하였다.

1930년의 은행위기가 대공황을 촉발시켰다는 설에 대해서는 논쟁이 많다. 사실 이보다 더 중요한 1931-1933년의 은행위기 연구자들이 위축되는 경향이 있을 정도이다. 프리드만-스위츠의 책(Friedman and Schwartz(1963, ch. 7))으로 시발된 논점은 1930년 12월 금융위기를 둘러싼 것이다. 은행위기의 원인은 단점고수, 다각화 거부 전략을 고수하는 농촌은행들의 문제점과 경영개혁을 추구하는 도시 은행들의 무리함 등이 거론되고 있으나 아직 연구단계이다.

은행위기가 공황을 가져 오는 기제는 무엇인가. 첫째는 은행들이 보수적인 경영을 하고 소비자들이 은행을 믿지 못하여 소위 통화승수가 낮아지고 따라서 통화량이 감소하고 금리가 높아져서 기업들이 피해를 본다는 것이다. 둘째는 전반적인 비관론이 만연한다는

것, 셋째로는 금융중개비용이 증대하여 경색현상이 벌어진다는 것이다. 금융중개비용이 증가했다는 근거로 제시된 자료는 우대금리와 기타이자율의 차이를 시계열로 검증하는 것이었다(Bernanke(1983) 등).⁽⁷⁾

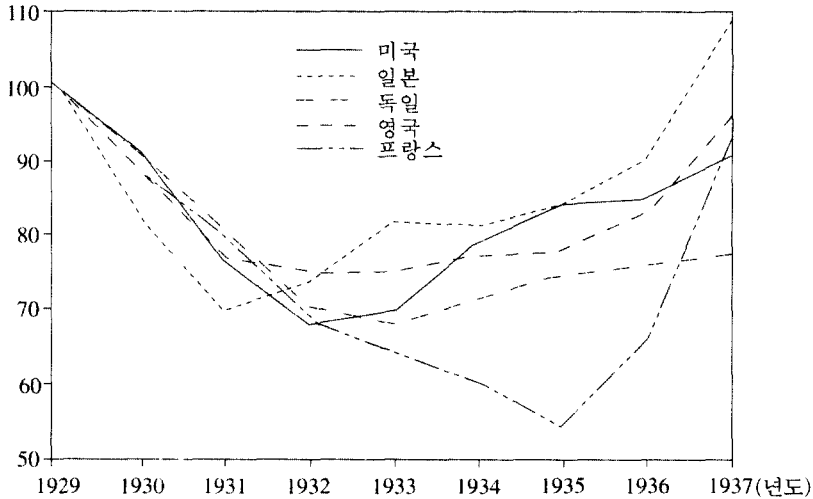
기본적인 반론은 통화량이 줄어들지 않았다는 것이다. 물가수준으로 나눈 실질통화량도 정상을 유지했으며 통화량 감소의 지표라고 볼 수 있는 이자율이 상승하지 않았다는 견해이다. 또한 11월과 12월의 은행들의 파산은 테네시주의 칼드웰 은행과 뉴욕시의 뱅크 오브 유에스 두 은행이 부실채권으로 망했기 때문이라는 주장도 있다. 그러나 이 두 은행의 부실채권을 두 달간 총은행부채에서 뺀다면 1930년말 은행위기는 1931년 여름과 가을의 은행공황과 비교가 되지 않는다.⁽⁸⁾ 실질통화량의 통계는 통화와 물가의 관측시점에 차이가 있으므로 해석에 난점이 있다.

이자율은 명목이자율과 실질이자율, 예상실질이자율을 따져야 하므로 더욱 어렵다. 공황과 관련된 이자율이라면 豫想實質(ex ante real)인데 자료에는 名目(ex post nominal)만 나올 수밖에 없다. 기업인이 대출을 하려면 예상수익율과 예상실질이자율을 저울질한다. 높은 금리를 감당하고는 사업이 안되기 때문에 기업이 도산하고 실업자가 늘어나고 하는 것이다. 당연히 이자율의 명목, 실질격차는 물가상승에 대한 기대로 연결된다. 그런데 사후적 명목금리와 사후적 실질금리 외에 사전적 실질금리가 더 중요하다는 사실을 염두에 둘 필요가 있다. 사전적 실질금리는 어떻게 측정하는가. 미시킨의 선구적인 업적을 이어받아 로머가 약간의 성과를 거두었다[Mishkin(1981), Romer(1992) 등]. 또한 적어도 1930년 9월까지 물가하락 예상이 널리 퍼지지 않았다는 것이 지배적인 연구 결과이므로 통화설은 공황축발보다 공황의 심화에 더 타당하다고 할 수 있다(Hamilton(1987, 1992), Cecchetti(1992a), Nelson(1990)).

다시 본론으로 들어와 1928-1929년 미국의 긴축정책이야기를 해 보자. 1920년대를 통틀어 미국과 프랑스는 대규모로 금 및 외화를 유입하였다. 국제수지관계가 그러했는데도 프랑스는 중앙은행법 때문에 금을 보유하였다(Eichengreen(1986)). 게다가 이미 언급했듯이 미국은 증권투기억제 목표 등 때문에 긴축정책을 고수하였고 프랑스는 법적, 정치적으로 중요한 때문에 금융긴축을 실행하였다. 이렇게 대표적인 흑자국들이 긴축하기 시작하면 적자국들이 충격을 받는 것은 당연하다. 채무국이 가장 먼저 피해를 보았다. 국제적 경쟁조건 변화에 적응하는데 실패하고 이에 따른 필연적 결과로 해외차입에 의존하면서 그들

(7) 반면 같은 접근방식의 횡단면 분석 결과는 반대로 나타났다(Temin(1994)).

(8) Temin(1976, 1989)이 자료를 놓고 통화론자들과 여타 학자들의 길고 긴 싸움이 지속되었다. 예로서 Brunner(ed.)(1981) 등을 들 수 있다.



資料: League of Nations(1937/1938b, p. 54)

〈그림 4〉 都賣物價指數 (1929 = 100)

의 대외적 지위는 극도로 약화되었다. 이렇듯 미국의 긴축적 정책전환은 더욱 증폭된 결과를 낳았던 것이다.

중앙은행들이 금본위제와 이를 유지하는 데 필요한 긴축정책에 집착하자 경제활동은 위축되었다. 미국에서 공황이 대두하기 전에 이미 독일, 아르헨티나, 브라질, 오스트레일리아, 캐나다, 폴란드에서는 침체경향이 뚜렷했다. 이 나라들은 모두 1920년대에 대규모로 자본을 유입했다는 공통점을 가지고 있다. 자본유입에 크게 의존한 상황에서 미국의 대부가 중단되자 국제수지가 극도로 악화되었다. 이 나라들의 중앙은행은 매우 가혹한 대응방안을 채택해야만 했다. 이들이 맨 먼저 공황으로 빠져든 것은 필연적이었다. 이들 국가가 침체에 들어가자 사실상 크기는 별로 안되지만 미국의 수출시장이 약간 악화되었고 주식시장 붕괴의 심리적 효과와 금융긴축의 큰 충격이 겹쳐 공황이 발발하였던 것이다. 이처럼 세계적 경제불황의 시작에는 1차대전과 1920년대의 경제구조적 변화, 그리고 이 절에서 언급한 몇 가지 사건들이 함께 관련되어 있다.

긴축정책은 물가하락을 야기하였다. 1929년부터 3년 정도에 서양공업국들의 물가수준이 30% 이상 떨어진 기록은 대단하다(〈그림 4〉 참조). 물가하락은 유효수요를 증대시키고 노동시장의 상황에 따라 약간 달라지기는 하겠지만 실업도 감소한다. 이를 케인즈 효과라고 하기도 한다. 그러나 물가하락이 지속되리라는 예상이 계속된다면 실질이자율이 명목이자율보다 계속해서 높을 것이 예상되므로 투자심리가 위축되어 불황을 가중케 한

다. 이를 먼델효과라고 부르기도 한다. 이 효과들의 반전이 1931년 여름이라는 주장과 1930년 가을이라는 주장이 다투고 있다. 이에 따라 통화설의 적절성이 시기에 따른 정도 문제로 귀착되는 것이다.

4. 恐慌의 深化와 傳播

경제대공황의 발발이 충격적이어서 1929년, 1930년 사건들이 중시되는 경향이 있다. 자본주의경제에서 주기적인 경기변동은 항상 있어 왔고 미국을 비롯한 세계경제가 1930년 전후에 하강국면으로 반전하는 것도 주기적 경기변동을 설명하는 여러 이론들로 접근할 수 있다. 예를 들어 투기나 증권시장과열이 심화되면 결국 금융공황으로 치닫게 된다는 가설 등으로도 경기국면의 변화를 해석할 수 있다. 문제는 일단 시작한 하강국면이 왜 그렇게 오랫동안 깊은 공황으로 빠져들었는가 하는 것이다. 이를 설명하는 것이 더 중요한 과제가 될 것이다.

경기침체가 세계대공황으로 확대된 것을 설명하는 데 학자들의 합의가 이루어졌다는 주장에 따르면 그 요인은 두 가지이다. 하나는 1931년 미국의 통화긴축이고, 다른 하나는 국제적 금본위제의 고수를 위해 여러 나라가 동시다발적으로 긴축에 의존했다는 것이다.

최대채권국인 미국의 긴축은 국내에서 이자율 상승과 외자유입, 외채감소 등을 유발하여 채무국들을 곤란하게 만들었다. 독, 오 관세동맹설이 언론에 유포되어 프랑스금융계가 흔들리자 오스트리아 크레디트 안슈탈트의 파산으로 시작하여 독일과 영국에 은행공황이 잇따랐다. 그에 이은 미국의 금융 및 산업 도산 등은 여러 차례 기록되었다. 미국은 1932년 3월에서 6월까지 잠시 공개시장매입을 약간 시도했던 시기를 제외하고는 계속 금융 및 재정 긴축정책을 고수했다. 1931년에 후버정권이 긴축을 강화함으로써 공황을 심화시켰다는 것이다. 이는 2장에서 언급한 금본위제 유지와 관련이 있다.

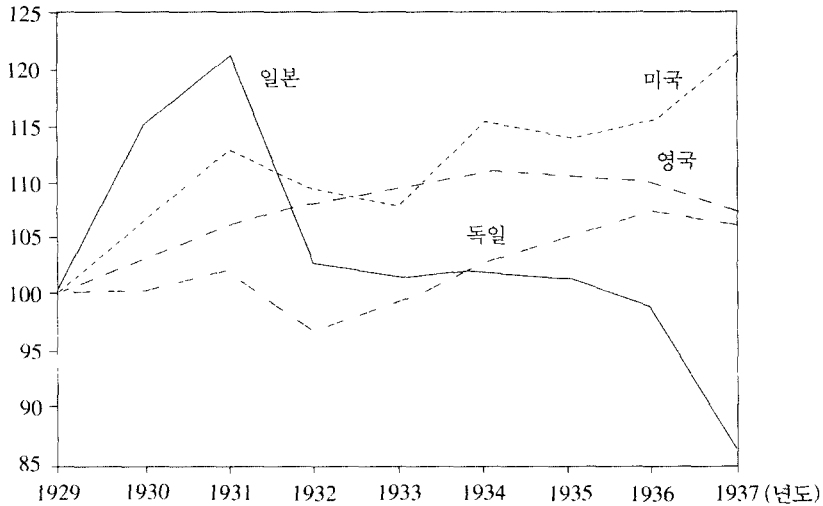
도대체 이것이 왜 문제인가. 금본위제 유지와 국내정책간의 관계에 대해 잠깐 살펴보자. 같은 해 여름 일련의 외환위기가 유럽을 휩쓸었다. 저축자들의 출금파동은 오스트리아, 독일 등의 가장 큰 은행들, 중앙은행까지 흔들었고 영국의 중앙은행도 타격을 받아 파운드화 매입에 시달렸다. 오래 못가 9월 20일 금태환을 포기한 것이다. 독일과 영국은 똑같이 1931년에 금본위제에서 떠났다. 금본위를 유지하려면 2장에서 소개한 바와 같이 긴축기조를 지켜야 했다. 금본위를 포기하든지 팽창정책을 포기하든지의 양자택일이었다. 금이탈이 아니고서는 국내경제정책을 생각할 수 없었다. 1931년 미국의 긴축정책 강화는

두고두고 문제시할 대상이지만 당시의 고정환율제는 세계적으로 공황이 파급되도록 하는 전달기제가 되었다.

미국의 긴축에 대하여 정책입안자들의 무지에 의한 정책실패라는 설과, 1931년 영국의 금이탈 이후로 미국의 자유보유 금준비가 감소하였고 이에 따라 팽창적 공개시장 조작범위가 크게 제한되어 긴축하게 되었다는 설이 있다. 또한 1934년에서 1935년 사이 프랑스가 적자지출정책에 따른 지불준비금 감소 때문에 외환위기가 있었던 것도 사실이다. 그렇다고 하더라도 무슨 연고로 금본위제를 고수하였는가. 그리고 그러느라 역효과가 큰 경제정책을 계속 마다하지 않았는가.

금본위를 살려야 고용도 증가되고 생산도 회복된다는 믿음이 당시를 풍미하였던 까닭이다. 1932년부터 1935년까지 프랑스 재무상을 지냈던 루이 제르맹-마르탱이나 프랑스 중앙은행 총재 클레망 모레, 미국 연방은행조직의 린 텔리, 죠지 해리슨, 재무장관 앤드류 멜론, 독일 재무장관출신인 칼 헬프라이히뿐 아니라 케인즈가 주도하던 영국 맥밀란위원회도 금본위제의 포기만큼은 절대불가라는 의견이었다. 그야말로 19세기 발상인 골드스탠다드 망팔리떼(Goldstandard Mentalité)가 상존하였던 것이다. 이는 1931년 금태환을 포기한 영국의 중앙은행이 이후 할인을 인하를 주저한 일에서 확연히 드러난다. 1932년 여름까지 켈브리지대학 경제학자 제임스 미드, 로이 해로드까지 언론에 등장하였음에도 영란은행은 몇 달 동안 할인을 인하를 지연시켰다. 독일의 브뤼닝 정권은 더욱 심하다고 볼 수 있다. 사람을 갈아치우지 않고서는 금 망팔리떼가 없어질 수 없다는 주장이 일리가 있었던 것이다. 대규모 시위나 투표에 의해 미, 영, 독, 불의 국가지도자가 대대적으로 갈린 일을 두고 하는 말이다(Eichengreen and Temin(1997)).

금본위를 지키기 위해 긴축정책기조를 유지하면 생산이 위축되기 마련이다. 그 과정은 대개 두 가지로 설명된다. 처음 하나는 물가가 하락하면서 임금하락 속도가 그 수준을 따라가지 않아 실질임금의 상승효과가 있다고 본다. 불황기에 임금상승은 고용감소를, 다른 말로는 실업증가를 가져온다는 이론이다. 불황기임에도 왜 실질임금이 상승할까에 대하여 논의가 많다. 이는 대공황 자체가 노동시장의 유연성 결여에 기인한다는 가설과 맞물려 있다. 1930년대 초반의 실질임금수준이 미국은 압도적으로 높았고 계속 상승추세를 유지하였다(Eichengreen and Hatton(1985, p. 15)) (〈그림 5〉 참조). 영국이 그 다음이다. 독일은 히틀러 집권전까지의 수준에 대해 논란이 있다. 특히 1920년대의 높은 임금수준이 바이마르공화국경제를 파탄시켰다는 주장에 대한 논쟁은 유명하다(Borchardt(1991), Holtfrerich(1990), James(1986), 이현대(1992)).



資料: Eichengreen and Hatton(1985, p. 15)

〈그림 5〉 實質賃金(1929 = 100)

미국에서 후버대통령은 노동자들의 수입이 안정되면 이것이 수요를 지탱하게 하리라는 기대로 고용주들로 하여금 임금을 삭감하지 않겠노라는 공언을 하도록 압력을 넣었다. 그러나 기업들은 비용이 많이 드는 노동자들을 일시해고하거나 노동시간을 제한하는 방식으로 대응하였다. 영국에서는 실업수당이 물가나 임금과 같은 쪽으로 감소되지 않았기 때문에 임금에 대한 실업수당의 비율을 높이는 결과를 낳았다. 노동에 대한 수요가 감소하자 노동자들은 낮은 시간당 임금으로 전임직을 갖기보다는 사흘은 일하고 사흘은 실업수당으로 지내면서 이용가능한 고용기회를 서로 나누고자 했다. 한편 경영진의 인사부처 설립과 노사협회의 경직화를 강조하는 내부거래설이 각광을 받고 있다. 취업자의 노조입김만 임금투쟁에 반영되므로 실업자군의 상대임금보다 훨씬 높은 수준으로 임금합의가 이루어졌다는 것이다.⁽⁹⁾

둘째로, 물가하락은 금융제도를 통해 실문 부문에 영향을 준다. 자산 및 상품가치의 하락은 채무자들이 소유한 자산을 매각토록 압력을 가하여 이것이 다시 자산가치 하락의 증폭과 금융 경색을 야기한다는 것이다.⁽¹⁰⁾ 그러나 이러한 물가하락의 효과는 채무자로부터 채권자로의 단순한 부의 재분배에 불과하므로 거시적 효과는 의문시된다. 물론 자본시장

(9) 미국의 노동시장에 대하여는 Baily(1983) 참조.

(10) 소위 debt-deflation 가설, Fisher(1933).

에서의 정보의 비대칭성을 감안한다면 이야기는 달라질 수 있다(Calomiris(1993), Bernanke(1995)). 또한 물가하락은 담보대출 채무자로 하여금 빚을 갚기 어렵게 함으로써 은행의 수지를 악화시켰고 은행제도에 대한 신뢰를 손상시켰다. 그 결과 은행위기와 금융공황이 만연하였는데 이는 금융서비스의 공급과 자본의 효율적 할당을 붕괴시켰다. 운영자금이나 투자자금을 필요로 하는 기업들은 높은 이자를 물고자 하더라도 돈을 구할 수 없었고 이 때문에 생산을 줄여야 했다. 금융공황은 1930년대에 일반적 양상이었다. 단지 은행제도가 고도로 집중되고 지점망이 방대하며 또 산업과의 직접적 연결이 덜한 영국, 캐나다와 같은 나라들은 금융불안정으로 인한 손실이 비교적 작았다.

금융공황의 화폐적, 비화폐적 영향은 최종대부자의 개입을 통해서만이 제어될 수 있었다. 금본위제는 또다시 제약으로 등장한다. 금과 외환보유가 이미 법적최저한도까지 감소한 상태에서 국내여신의 추가확대는 금본위제의 기본조항을 위반하는 것이다. 각국은 금으로 보유해야 하는 한도규정의 적용을 일시중지시키거나 완화하는 방식을 이용할 수 있었지만, 어느 쪽이나 태환성에 대한 신뢰를 손상시킬 위험이 있었다. 금본위제를 지키기 위해 중앙은행은 개입하고픈 충동을 자제해야 했으며, 국내은행제도의 안정성을 희생해야 했다. 이렇게 볼 때 은행공황이 금본위제에 굳게 매달린 나라에서 가장 만연했다는 것은 우연이 아니다. 사실 금본위제가 지배적이면 최종대부자의 개입은 어려울 뿐 아니라 비생산적이기까지하다. 通貨量(monetary liabilities)에 대한 금보유비율이 법적 최저한도에 다다랐을 때 통화를 추가 공급한다는 것은 정부가 금태환의 유지보다는 은행제도의 상태에 더 큰 우위를 부여하고 있다는 신호이다. 평가절하에 대한 두려움은 예금주들로 하여금 자신의 예금을 인출해서 금이나 외환으로 교환하도록 만든다. 은행제도로의 통화유입이 빨라질수록 누출도 역시 빨라진다. 최종대부자의 개입은 예금인출을 부추기고 자본유출을 야기할 따름이다. 그러므로 은행제도 안정을 위한 정부의 개입이 효과적이라면 금태환을 일시정지해야 한다(Eichengreen(1992b, ch. 9), Temin(1994)).

이러한 딜레마를 피하기 위해서는 국제적으로 조정된 최종대부자의 개입이 필요하다. 만약 금본위국가 전체의 여유 보유금이 투기적 위기를 겪고 있는 나라에 사용될 수 있다면, 통화증발은 더 이상 평가절하를 강요하지 않게 된다. 마찬가지로 팽창적 통화, 재정정책이 국제적 조정을 거친다면, 이러한 정책을 추구하는 것이 더 이상 금본위제라는 굴레 때문에 방해받는 일은 없게 된다. 국내의 팽창정책은 물론 여전히 국제수지를 악화시키겠지만 해외부문의 팽창정책은 이를 호전시켜 줄 것이다. 국내와 해외부문의 개입이 조정을 거친다면, 이것들이 국제수지에 미치는 영향은 제거될 수 있었을 것이다.

그렇다면 조정을 통한 팽창을 위어나가는 것이 왜 그렇게 어려웠는가? 한 가지 문제는 전후 인플레이션에 대한 기억 때문에 생겨난 법적 제약들이 중앙은행의 자유로운 활동을 제한했다는 점이다. 프랑스 은행과 독일제국은 팽창적인 공개시장조작에 개입하는 것 자체가 금지되어 있었다. 1932년 연방은행권에 대한 담보요구조항이 완화되기 이전의 미국의 연방준비제도 역시 실질적으로는 그들과 같은 처지였다. 그러나 이러한 제약들은 그 자체가 공황에 대한 적절한 대응이 무엇인지에 대해 각국간의 견해가 심각하게 불일치했었음을 상징적으로 보여 주는 것이다. 공황이 일어나기 전에 지나치게 팽창한 기업들을 정리함으로써 체제로부터 투기적인 과잉부문을 축출해버리는 것이 장기적으로는 더 건전하다는 것이 프랑스에서 지배적인 견해였다. 이와 유사한 청산주의적 견해가 1933년 루즈벨트 집권 이전까지 미국의 통화정책을 주도하였다.

금본위와 긴축정책에서 벗어나는 길은 물론 있었다. 경쟁적 평가절하는 인근공핍화가 아닌 파레토 우위였다(Eichengreen and Sachs(1985)). 실행되지 못한 방도였으므로 언급만 하고 다음 장의 회복과정에서 그 함의를 따져 보기로 한다.

5. 恢復의 始作

조정된 팽창이 불가능했다면 대안은 독자적인 경기팽창을 위해 각국이 국제경제체제로부터 이탈하는 것이다. 가장 중요한 수단은 평가절하였다. 금태환을 일시 중단하고 통화가치 하락을 허용함으로써 각국은 자국의 수출경쟁력을 향상시킬 수 있었다. 금본위를 포기한 나라들은 그것을 계속 고수한 나라들보다 더 빨리 수출이 회복되었다. 이것의 효과는 다른 나라들의 경쟁적인 평가절하에 의해 중화되어 버릴 수 있었다.

더 중요한 점은 평가절하가 독자적인 팽창정책을 추구할 수 있는 추가적인 영역을 제공했다는 데 있다. 자국화폐의 가치하락을 허용한 나라들은 국제수지에 대한 걱정 없이도 통화공급을 늘릴 수 있었다. 통화가치의 하락은 환율을 유지하기 위해 정부지출을 감축하고 세금을 올려야 하는 압박도 제거하였다. 게다가, 다른 나라들 역시 통화가치를 낮춘다고 하더라도 이 나라는 통화감가를 통해 촉진된 한층 팽창적인 정책으로부터 계속 이득을 얻는다.

언제 얼마만큼 통화가치가 하락하였는가 여부는 경제회복의 시기와 정도의 차이를 상당 부분 설명해 준다(Eichengreen and Sachs(1985), Bernanke(1995)). 예를 들어 영국이 일찍 평가절하를 단행했는데 <그림 1>에 뚜렷이 나타나는 바, 회복 시기가 이른다. 이른 시기

에 대폭적인 통화가치 하락을 허용한 일본도 1930년대에 유례없는 빠른 성장을 이룩하였다. 미국의 회복시기 역시 달러화의 평가절하시기와 일치한다. 프랑스의 회복이 지연된 것은 1936년까지 평가절하를 유보한 것과 밀접한 관련이 있다.

평가절하를 한 나라들이 모두 같은 정도의 팽창방안을 실시한 것은 아니다. 몇몇 경우에 정책당국자들은 금본위제 탈피 이후 적극적으로 국내여신을 늘렸다. 그 결과 통화량과 국내수요가 상승했다. 건축처럼 이자율에 민감한 분야들이 저리자금의 특별수혜자였다. 회복은 국내시장 주도로 이루어졌다. 더 일반적인 경우에서는, 정책당국자들이 새로 맞이한 자유를 만끽하는 데 주저하였다. 1920년대의 유산인 통화가치하락이 인플레이션을 야기하리라는 우려는 아직도 강하게 남아 있었다. 국내여신의 증가가 제한적이면 국내수요에 대한 자극도 제한되며 물가상승폭도 작다. 완전한 회복까지 그토록 오랜 시간이 걸린 것은 물가하락이 실제로 현존하는 위협이었음에도 불구하고 중앙은행과 재무부 관료들이 신기하게도 물가상승을 두려워해서 정책을 펼치는 데 주저했기 때문이다. 단지 몇몇 나라에서만 팽창적 통화정책이 체계적으로 실시되었다.

통화팽창이 잠정적이었기 때문에, 1930년대의 평가절하는 제한된 의미에서는 인근공평화였다. 자국통화의 가치하락을 허용하고 국내산업의 생산품으로 수요를 전환한 나라들은 해외로부터 금과 자본을 유입함으로써 화폐와 자금에 대한 수요의 증대를 만족시켰다. 그들의 준비금 증가는 아직 금본위제를 유지하는 나라의 준비금 손실이었다. 아직도 금본위를 유지하던 나라의 중앙은행들은 긴축을 해야만 했다. 1930년대에 새로이 통화가치가 하락한 나라들에게 진정한 문제는 경쟁적인 통화가치하락이 일어났다는 데 있는 것이 아니다; 오히려 통화가치하락이 더욱 확산되지 못하고 국내정책이 더 팽창적이지 못했다는 데 있었던 것이다.

미국의 경우만 하더라도 1933년 4월 금수출금지와 1934년 1월의 평가절하를 단행한 후 팽창적 통화정책(예를 들어 공개시장매입 등)을 체계적으로 실시하지 않았다. 그럼에도 불구하고 통화량이 늘어난 것은 재무성이 상승한 금가치만큼의 금증서를 발행하여 연방준비위원회에 예치한 사실, 더 중요하게는 싸진 달러를 구입하기 위한 외국으로부터의 금유입, 1934년 유럽의 정치혼란에 따른 금유입 등에 기인한다. 또한 1920년대와는 달리 이 당시에는 금유입을 불태화하지 않았다. 이 결과 통화량이 2년 동안 50% 가까이 증가하였다. 이 때문에 실질이자율이 하락하고 투자와 내구소비재 수요가 늘어 경기회복이 시작된 것이다(Romer(1992)). 회복이 매우 느리고 불완전했던 것은 정책이 적극적이지 못했던 까닭이다.

뉴딜정책에 대한 평가도 다양하다. 뉴딜은 흔히 경기회복과 사회적 재분배에 목표를 두고 금융, 산업, 농업, 임금결정에 정부가 직접개입하는 여러 조치들로 이해되고 있다. 이들 조치중 중요시되는 것들이 은행제도의 개혁, 생산에 대한 정부의 통제 강화, 그리고 사회적 “安全網”의 구축이다. 첫 두 가지는 1933년의 유명한 “100日” 동안 시작되었다. 루즈벨트는 1933년 2/4분기에 수많은 법안으로 의회를 분주하게 만들었는데 이들이 경기회복을 촉발하기도 하고 미국경제의 형태를 장기간에 걸쳐 바꾸기도 하였다. 세 번째, 즉 구호정책은 나중에 시작되었다. “제2차 뉴딜”은 경기회복의 이득을 모든 인구구성원에 분배하려는 시도였다.

은행휴점(Bank Holiday)이 흔히 금융개혁의 시발점으로 간주된 적이 있으나 이는 오히려 위기의 일부였을 뿐이다. 뒤이은 1933년 6월 글라스-스티걸 은행법의 목적은 은행제도의 불안정성을 줄이는 데 있었으며 이를 위해 공황 이전 대규모 은행들의 관례였던 투자은행과 상업은행업 겸무를 금지하였다. 당시 주식시장에서 은행의 업무가 금융취약성을 고조시켰다고 판단한 결과였을 것이다. 그러나 연구결과에 의하면 겸업은행의 성과가 우월하였으며 이론적으로도 포트폴리오 분산이 안정된 선택이었다(Huertas(1984), White(1986)).

이 법은 동시에 연방준비제도 가입은행들에 예금보험을 제공할 것을 규정하였고 그에 따라 예금보험공사가 약간 지연된 1935년부터 일을 시작하였다. 예금보험제도는 뱅크런의 광범한 전파를 저지하는 역할이 없지는 않겠지만 다른 한편으로는 장기적으로 은행들의 도덕적 해이를 조장함으로써 또다른 형태의 규제를 필요로 하게 되었던 것이다(Calomiris(1993)). 물론 글라스-스티걸 법이 공황을 방지한 것도 은행제도의 안정성을 유지한 것도 아니었다. 그러나 단기적인 미봉책은 되었음도 인정할 수 있다.

뉴딜정책의 다음 기조는 경제의 운행을 시장에 맡겨 둘 것이 아니라 정부가 직접개입해야 한다는 것이었다. 이러한 이데올로기는 産業復興法(NIRA)과 農業調整法(AAA)에 대표적으로 나타난다. 1933년 6월에 통과된 NIRA는 노사협의체에서 노동시간, 임금, 기타 근로조건을 정하고 이들이 NIRA 규정에 어긋나지 않는 한 독점금지법에서 면제해 주었다. 그러나 실제로는 NIRA 규정 자체가 경제단체에서 고안된 경우가 많았다. 특히 직물, 철강, 석유 등 구산업 대기업의 정치력이 커지고 항공, 화학 등 잠재성 있는 신산업, 중소기업의 의견은 반영되지 못하였다. 다시 말하면 구조조정이나 산업합리화를 통한 산업부흥의 기회가 정치적으로 제약되어 있었다(Hawley(1966), Bernstein(1987, ch. 6)).⁽¹¹⁾

(11) 구조조정과 산업합리화의 실패 사례는 영국도 마찬가지였다(Hannah(1976)).

노사합의의 조건은 대개 노동시간 단축에 의한 고용증가, 그리고 임금인상이었다. 기업가들도 제품가격을 올릴 수 있었으므로 임금비용상승을 허용하였다. 그러나 물가보다 임금이 더 빨리 상승하여 실질임금이 높아짐으로 인하여 실업이 줄기는 커녕 오히려 늘었다. 이와같이 NIRA의 단기적 효과는 부정적이었던 것이다(Weinstein(1980, ch. 4)).⁽¹²⁾ 장기적으로 볼 때 노동조건 개선의 가져온 효과는 있었는데 그것은 노동자의 단결권과 단체교섭권을 보장한 NIRA 조항 7-a 때문이었다. 어려운 시기임에도 새로이 노조가 결성되고 조합참여율이 높아졌다. 1935년 5월에 NIRA가 위헌판결이 난 후에도 1935년 와그너 노사관계법이 NIRA의 노동권조항을 부활시킴으로써 노조의 활동은 1950년경까지 신장되었다.

농업생산을 정부가 통제할 수 있게 한 AAA는 NIRA보다 먼저 1933년 5월에 입법되었다. 이에 따라 정부는 생산량을 제한하여 농산물가격을 지지하고자 하였다. 그러나 경작지 제한은 소작농의 축출을 야기하여 전반적으로 농업불황을 성공적으로 해결하지 못하였다(Whatley(1983)).

제2차 뉴딜은 1933-1937년간 경기회복에도 불구하고 10% 이상의 고수준으로 유지된 실업자들을 구제하기 위한 재분배정책이었다. 노동권 개선을 목표로 한 와그너법을 위시해 많은 조치들이 동원되었다. 농촌 전기화사업, 농가 부채탕감, 사회보장법, 실업자 구제를 위한 FERA, WPA, CCC, CWA, REA, USHA, PWA 등등의 구호사업에 막대한 예산을 투입하였다. 실제로 국민소득에 대한 정부예산의 비중이 뉴딜의 시작과 함께 12% 근방에서 20% 이상으로 급증하였는데 이 중 절반 이상이 구호사업에 투입되었다(Wallis(1984, 1991)).

이미 재정운용에 문제가 있는 나라라면 공공근로사업을 위해 이와 같이 막대한 예산을 지출할 수 없었을 것이다. 실제로 1937년에 재정긴축이 불가피하자 미국경제가 다시 침체 국면으로 반전하게 된 것도 무리가 아니다. 또한 이들 공공근로사업은 생산효과가 극히 낮은 부문에 대한 투자이므로 경제적으로 효율성 있는 운용이 힘들었을 것이다(강광하·양동휴(1994), Yang(1995)).

미국을 자세히 살펴 본 셈이 되었지만 어느 나라라도 정책 자체의 효과를 회복의 계기로 삼기는 부족하고, 남는 것은 전술한 바대로 긴축기조를 과감히 탈피한 시점과 평가절하의 폭, 그에 뒤따른 통화량 증가가 회복에 중요했다고 할 수 있다. 이를 가능케 한 것

(12) 부적절한 시기 즉 프랑화의 평가절하 이전에 이와 비슷한 마티농화의정책을 시도한 프랑스는 더욱 피해가 컸다(Temin(1989, p. 124)).

을 가리켜 테민은 팽창으로의 政策體制(policy régime) 변화라 부른다. 공황이 지속될 것이라는 민간기대를 반전시켜야 한다는 것이다 [Temin and Wigmore(1990), Eichengreen(1992a), 양동휴(1997) 등].

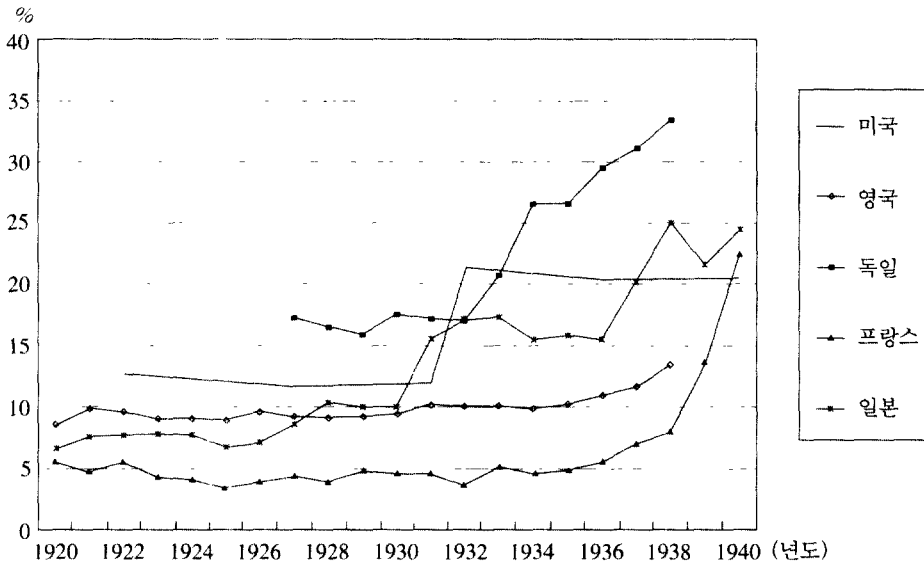
6. 大恐慌의 遺産

2차대전 이후 세계 경제의 모습은 여러 모로 대공황 이전과 다르다. 이것이 대공황을 경험한 때문인지, 혹은 여타요인들 즉 세계대전과 냉전의 효과, 도시화 및 기업규모의 거대화, 기술진보에 대한 반응 때문인지 뚜렷하게 가려내기는 힘들다. 다만 대공황 이후 정부의 역할에 대한 민간의 인식이 변화하였고 이와 함께 정부부문이 양적 질적으로 확대된 것은 분명하다. <그림 6>에서 몇몇 주요국의 정부지출이 국민총생산에서 차지하는 비중은 대공황을 기점으로 상당히 단절적인 증가가 있었음을 알 수 있다. 이는 특히 미국에서 두드러지는데 여타국에 비해 1920년대까지 정부부문이 상대적으로 작아서 급속히 커질 여유가 있었음에 기인한 바도 없지 않다.

정부지출의 크기뿐만 아니라 중앙정부로의 권력집중도 주목해야 할 변화이다. 각국에서 지방정부의 역할이 줄어 들고 중앙정부가 담당하는 사업이 늘어났는데 이는 공황회복을 위한 정책과 실업자 및 빈곤층을 구호하는 사회안전망 구축을 중앙정부에서 주도해야 했기 때문이다. 예산구성을 보더라도 비교적 자료가 풍부한 미국의 경우 대공황을 분기점으로 연방과 지방정부 지출 비중이 교차한다(<表 2> 참조). 1946년 National Employment Act는 연방정부가 국민경제안정을 책임져야 한다는 규정을 담고 있기도 하다. 이것은 정부의 역할에 대한 민간기대의 확대를 반영한 것이라고 할 수 있다.

지출규모뿐 아니라 정부의 직간접규제도 일단 늘어나면 줄어들지 않는 경향이 있다. 유럽의 경우는 국유화 및 공기업화의 물결이, 미국의 경우는 연방정부규제의 지속적 확장이 대공황 이후 가속된 것이다(양동휴(1994, 제8장)). 이와 같이 정부의 개입이 양적 질적으로 항구적인 증가를 보여 19세기를 풍미했던 경제적 자유주의가 반세기 이상 유보되는 계기를 이루었다.

정부개입의 증대와 이를 지지하는 민간의 인식은 극단적인 민족주의의 형태를 종종 띠었다[Hobsbawm(1990, ch. 5)]. 즉 개인주의적, 지방주의적 자유민주주의가 쇠퇴하였다. 국민적 결속력 강조는 배타적 지방색을 가장 강하게 유지하고 있던 미국에서도 돋보인다. 전쟁이나 침략에 대한 반응으로서의 애국심 고취와는 달리 대공황은 국민의식의 고조를



資料: 1) 미국: 국민소득 — U.S. Department of Commerce Bureau of the Census Part I (1995, p. 224).

정부지출 — U.S. Department of Commerce Bureau of the Census Part II (1995, p. 1123).

2) 영국: 국민소득 — Feinstein (1972, table 10).

정부지출 — Feinstein (1972, table 78, 80).

3) 독일: 국민소득 — Cohn (1992, p. 320, table 1).

정부지출 — Cohn (1992, p. 329, table 2).

4) 프랑스: 국민소득 — Mitchell (1978, p. 411).

정부지출 — Mitchell (1978, p. 377).

5) 일본: 국민소득 — 大川一司 外編(1974, p. 178).

정부지출 — 大川一司 外編(1974, p. 178).

〈그림 6〉 政府支出/國民所得(1920-1940)

가져왔는데 미국은 한 나라라는 것, 경제문제는 국가적 문제라는 것, 공황의 비참함도 국가적이라는 것, 해결책도 국가수준에서 마련해야 한다는 인식이 팽배하게 되었다. 당시 지식층이나 작가들의 저술 속에서도 이러한 경향이 확인되는 것이다(Swados(ed.)(1966, introduction)).

이 시기에 지방주의를 제약하고 중앙집권의 방향으로 선회한 국가들은 이태리, 스페인을 비롯해 독일도 꼽을 수 있다. 그러나 파시즘을 공황의 산물로 보기에는 무리가 따른다. 무솔리니의 집권은 1920년대의 일이고 프랑코는 피비린내 나는 내전 이후에야 권좌에

〈表 2〉 美國의 GNP에 대한 政府支出의 比率, 1902-1960

(단위: %)

년도	총지출	연방정부		주정부		지방정부	
		전체	군비지출 제외	전체	교부금 제외	전체	교부금 제외
1902	6.9	2.4	1.7	0.8	0.8	4.0	3.7
1913	8.0	2.4	1.8	1.0	1.0	4.9	4.6
1922	12.6	5.1	3.9	1.9	1.8	6.2	5.7
1927	11.7	3.7	3.0	2.1	2.0	6.6	6.0
1932	21.4	7.4	6.1	4.9	4.5	11.0	9.6
1936	20.3	11.1	10.0	4.7	3.8	7.3	5.4
1940	20.5	10.1	8.5	5.2	4.6	7.7	5.8
1950	24.7	15.7	9.3	5.3	4.5	6.0	4.4
1960	30.0	19.3	9.6	6.3	5.0	7.8	5.8

資料: Historical Statistics on Government Finances and Employment(Washington, D.C., 1969), Tables 3, 4, 6, 7

올랐다. 바이마르 정권이 몰락한 것도 공황에 이유를 돌리기 어렵다[양동휴(1996)]. 이와 관련하여 공황이 2차대전을 초래하였다는 설이나 대전이 공황을 종식시켰다는 설도 논리적 근거가 빈약하다. 물론 미국이나 영국도 “완전한” 회복에 다다른 것은 군비확장 이후이며 경제적 변영이 이같은 방식으로 확인되었기 때문에 평화시에 적합한 산업구조와 기술변화를 탐색할 기회를 대부분 상실하고 말았다고 주장할 수는 있다[Yang(1995)]. 그러나 전쟁은 결과적으로 경기회복의 촉매가 되었을지언정 필연적인 결과도 아닐 뿐더러 대안이 없는 유일 수단도 아니었다. 다만 국민적 의식이 공고해졌다는 의미에서 대공황의 충격을 다시 음미할 수 있다는 이야기일 뿐이다.

대공황 시절에 경기회복 또는 빈민구호를 목적으로 도입한 제도개혁들이 2차대전 이후에도 비슷한 형태로 유지되고 있는 사실 또한 공황의 유산이라고 할 수 있다. 미국의 경우 농산물 가격 지지를 위해 경작지제한 및 작목할당정책을 고수하고 있는 것도 AAA의 선례를 따른 것이며 세계각국이 예금보험제도를 채택한 사실도 그 연원을 미국의 FDIC에서 찾아야 한다. 실업보험, 노인연금, 사회보장제도 등도 멀리는 프러시아나 스웨덴에서 모태를 볼 수 있으나 New Deal 이후에 구체화되어 점차 확산되었다고 생각된다[Bordo, Goldin and White(eds.)(1998, ch. 9)].⁽¹³⁾

한편 국제무역제도, 국제통화제도, 국제자본이동에 관한 정책, 이러한 환경 하의 각국

(13) 물론 나라마다 다른 양상을 띠었다.

거시경제정책의 운용 등에 있어서는 세계대공황의 경험이 그다지 “規定的”인 것같지 않다 [Bordo, Goldin and White(eds.)(1998, chs. 1, 11, 12)].

이제 세계공황의 재발가능성에 대한 언급으로 글을 마무리하고자 한다. 냉전이 끝난 1990년대의 상황은 1930년대 대공황의 환경을 제공한 1차대전 이후와 비슷한 점이 많다. 전지에서 평시로의 자원배분 재조정에 따른 애로점, 헤게모니의 부재, 국제협력의 제한 등이 그것이며, 무엇보다도 국제 채권채무관계의 변화가 주목거리이다. 국제자본이동의 통계를 보면 1924-1930년간 최대의 채무국 독일에서 44억 달러가 유출, 최대의 채권국 미국으로 50억 달러가 유입된 반면, 1984-1993년간 미국에서 1조 달러가 유출, 일본으로 8천억 달러가 유입되었다. 선진국간의 이와 같은 대규모 자본이동은 국제결제제도를 불안하게 한다. 이 글에서 지적한 대공황에 대한 소위 “습意된” 견해가 전간기 금본위제의 불안과 금본위제 유지를 위한 긴축정책기조의 연속이 대공황을 심화시킨 “잘못된 정책”임을 강조하고 있는데 요즈음 EMS를 비롯한 통화블록 움직임도 편안함을 주지 못 하고 있다 [Feinstein, Temin and Toniolo(1994)]. 변동환율제와 자유로운 국제자본이동도 국내 경기 정책에 완전한 안전판을 제공하는 것은 전혀 아니지만 “잘못된 政策” 특히 국제적으로 조율되지 않은 잘못된 정책이 어떤 형태로든 공황을 야기할 가능성을 배제할 수 없다.

대공황의 수수께끼를 풀었다고 합의한 전문가들의 주장은 금본위제 고수를 위한 긴축정책을 강조하고 있다. 수많은 설명중에 묻혀버린 근간을 부각시키려는 노력으로 보인다 [Temin(1989), Eichengreen(1992b)]. 잘못된 정책이, 특히 금융정책이 문제라는 가설이 오늘날 어떤 의미를 갖는지에 대해 구체적으로 음미할 필요가 있다.

서울大學校 經濟學部 教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산56-1

전화: (02)880-6375

팩시: (02)888-4454

參 考 文 獻

강광하·양동휴(1994): “1930년대 미국과 영국의 산업구조와 경기회복,” 『경제논집』,

33.

양동휴(1992): “1930년대 미국 대공황의 원인과 성격,” 『미국학』, 15.

- _____ (1994): 『미국경제사탐구』, 서울, 서울대학교출판부.
- _____ (1996): “바이마르 공화국 사회경제사 연구서설,” 『경제논집』, **35**.
- _____ (1997): “나치정권 초기 경기회복의 과정과 성격,” 『경제사학』, **22**.
- 이현대 (1992): “바이마르 공화국 말기 브뤼닝 정권의 경제정책 — 보르하르트 논쟁을 중심으로,” 『경제사학』, **16**.
- 大川一司 外編 (1974): 『長期經濟統計』 Vol. 1, 東洋經濟新聞社.
- Allen, F.L. (1931): *Only Yesterday*, New York, Harper.
- Arndt, H.W. (1994): *The Economic Lessons of the 1930s*, London.
- Baily, M. (1983): “The Labor Market in the 1930s,” in J. Tobin (ed.), *Macroeconomics, Prices and Quantities*, New York, Basil Blackwell.
- Bernanke, B.S. (1983): “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,” *American Economic Review*, **73**.
- _____ (1995): “The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, **27**.
- Bernstein, M.A. (1987): *The Great Depression: Delayed Recovery and Economic Change in America, 1929-1939*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Bloomfield, A.I. (1959): *Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914*, New York, Federal Reserve Bank of New York.
- Borchardt, K. (1991): *Perspectives on Modern German Economic History and Policy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Bordo, M.D., C. Goldin, and E.N. White (eds.) (1998): *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, Chicago, University of Chicago Press.
- Brunner, K. (ed.) (1981): *The Great Depression Revisited*, Boston, Kluwer-Nijhoff.
- Calomiris, C.W. (1993): “Financial Factors in the Depression,” *Journal of Economic Perspectives*, **7**.
- Cecchetti, S.G. (1992a): “Prices during the Great Depression: Was the Deflation of 1930-1932 Really Unanticipated?,” *American Economic Review*, **82**.
- _____ (1992b): “Stock Market Crash of October 1929,” *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, **3**.

- Cohn, R.L. (1992): "Fiscal Policy in Germany during the Great Depression," *European Economic History*, July, 318-342.
- Eichengreen, B.J. (ed.) (1985): *Gold Standard in Theory and History*, New York, Methuen.
- _____ (1986): "The Bank of France and the Sterilization of Gold, 1926-32," *Explorations in Economic History*, **23**.
- _____ (1989): "The Political Economy of the Smoot-Hawley Tariff," *Research in Economic History*, **14**.
- _____ (1992a): "The Origins and Nature of the Great Slump Revisited," *Economic History Review*, **45**.
- _____ (1992b): *Golden Fetters: the Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, New York, Oxford University Press.
- Eichengreen, B.J., and T.J. Hatton (1985): "Interwar Unemployment in International Perspective: An Overview," in B.J. Eichengreen and T.J. Hatton (eds.), *Interwar Unemployment in International Perspective*, Dordrecht, Kluwer Academic Publishers.
- Eichengreen, B.J., and J. Sachs (1985): "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s," *Journal of Economic History*, **45**, **4**.
- Eichengreen, B.J., and P. Temin (1997): "The Gold Standard and the Great Depression." NBER Working Paper **6060**, June.
- Feinstein, C.H. (1972): *National Income, Expenditure and Output of the United Kingdom, 1855-1965*, Cambridge at the University Press.
- Feinstein, C., P. Temin, and G. Toniolo (1994): "Three Shocks, Two Recoveries? Historical Parallels for the End of the Cold War," *Rivista Di Storia Economica*, **11**.
- Field, A. (1984): "Asset Exchanges and the Transactions Demand for Money, 1919-29," *American Economic Review*, **74**.
- Fisher, I. (1933): "The Debt-Deflation Theory of Great Depression," *Econometrica*, **1**.
- Friedman, M., and A.J. Schwartz (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press.
- Hamilton, J. (1987): "Monetary Factors in the Great Depression," *Journal of Monetary Economics*, **13**.
- _____ (1992): "Was the Deflation during the Great Depression Anticipated? Evidence from

- the Commodity Futures Market,” *American Economic Review*, **82**.
- Hannah, L. (1976): *The Rise of the Corporate Economy: The British Experience*, Baltimore, Johns Hopkins University Press.
- Hawley, E. (1966): *The New Deal and the Problems of Monopolies: A Study in Economic Ambivalence*, Princeton, Princeton University Press.
- Hobsbawm, E. (1990): *Nations and Nationalism since 1780*, Cambridge, Cambridge University Press.
- _____ (1994): *Age of Extremes: The Short Twentieth Century*, Pantheon Books.
- Holtfrerich, C-L. (1990): “Economic Policy Options and the End of the Weimar Republic,” in I. Kershaw (ed.), *Weimar: Why did German Democracy Fail?*, London, Weidenfeld and Nicolson.
- Huertas, T.F. (1984): “An Economic Brief against Glass-Steagall,” *Journal of Banking Research*, **15**.
- James, H. (1986): *The German Slump: Politics and Economics 1924-1936*, Oxford, Oxford University Press.
- Kindleberger, C.P. (1978): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New York, Basic Books.
- _____ (1986): *The World in Depression, 1929-39*, 2nd ed. Berkeley, University of California Press.
- League of Nations (1937/1938a): *Monetary review*.
- _____ (1937/1938b): *World Production and Prices*.
- Lewis, W.A. (1949): *Economic Survey*, London, Allen & Unwin.
- Margo, R.A. (1993): “Employment and Unemployment in the 1930s,” *Journal of Economic Perspectives*, **7**, **2**, Spring.
- Minsky, H. (1982): “The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy,” in C.P. Kindleberger and J.P. Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History, and Policy*, New York, Cambridge University Press.
- Mishkin, F.S. (1981): “The Real Interest Rate: An Empirical Investigation,” in K. Brunner and A. Meltzer (eds.), *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, **15**.
- Mitchell, B.R. (1978): *European Historical Statistics 1750-1970*, Columbia University Press.

- Nelson, D.B. (1990): "Was the Deflation of 1929-30 Anticipated? The Monetary Regime as Viewed by the Business Press," unpublished manuscript, University of Chicago.
- Olney, M. (1989): "Consumer Durables in the Interwar Years: New Estimates, New Patterns," *Research in Economic History*, **14**.
- Romer, C.D. (1990): "The Great Crash and the Onset of the Great Depression," *Quarterly Journal of Economics*, **105**.
- _____ (1992): "What Ended the Great Depression?," *Journal of Economic History*, **52**.
- _____ (1993): "The Nation in Depression," *Journal of Economic Perspectives*, **7**.
- Schlesinger, A.M. Jr. (1937): *The Crisis of the Old Order*, Boston. Houghton Mifflin.
- Schuker, S.A. (1988): "American 'Reparations' to Germany, 1919-33: Implications for the Third World Debt Crisis," *Princeton Studies in International Finance*, **61**.
- Swados, H. (ed.) (1966): *The American Writer and the Great Depression*, Indianapolis, Bobbs-Merrill.
- Temin, P. (1976): *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, New York, Norton.
- _____ (1989): *Lessons from the Great Depression*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- _____ (1994): "The Great Depression," NBER Historical Paper **62**, November.
- Temin, P., and B. Wigmore (1990): "The End of One Big Deflation," *Explorations in Economic History*, **27**.
- Triffin, R. (1964): *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*, Princeton, Princeton University Press.
- U.S. Department of Commerce Bureau of the Census Part I (1995): Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970
- U.S. Department of Commerce Bureau of the Census Part II (1995): Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970
- Wallis, J.J. (1984): "The Birth of the Old Federalism: Financing the New Deal," *Journal of Economic History*, **44**.
- _____ (1985): "Why 1933? The Origins and Timing of National Government Growth, 1933-40," *Research in Economic History*, **10**.
- _____ (1991): "The Political Economy of New Deal Fiscal Federalism," *Economic Inquiry* **29**.

- Weinstein, M. (1980): *Recovery and Redistribution under the NIRA*, Amsterdam, North Holland.
- Whatley, W.C. (1983): "Labor for the Picking: The New Deal in the South," *Journal of Economic History*, **43**.
- White, E.N. (1986): "Before the Glass-Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks." *Explorations in Economic History*, **23**.
- Williamson, J.G., and Lindert, P.H. (1980): *American Inequality: A Macroeconomic History*, New York, Academic Press.
- Yang, D. (1995): "Recovery from the Great Depression in the United States, Britain and Germany," *Seoul Journal of Economics*, **8**.