

# 하이에크 화폐이론에 대한 소고

## - 양화(Good Money)를 찾아서

송원근(前 한국경제연구원 부원장)

### 1. 서론

21세기 세계경제는 호황에 이은 금융위기, 그리고 위기 극복을 위한 양적완화 등 통화정책의 시행으로 전례 없는 유동성 팽창의 흐름을 보이고 있다. 신용팽창에 따른 자산시장의 호황(boom)과 뒤이은 거품의 붕괴(bust)라는 글로벌 금융위기의 경험은 하이에크의 경기변동론을 다시 떠올리게 한다. 하이에크 경기변동론(Trade Cycle Theory)의 핵심은 화폐의 역할이다. 화폐량의 변동이 시장과정을 교란시켜 자원배분을 왜곡하고 경기변동을 증폭시키는 악순환을 가져온다는 것이 하이에크 경기변동론의 내용이다. 따라서 하이에크의 경기변동론은 화폐적 경기변동이론이라고 할 수 있다.

하이에크에 따르면 화폐발행을 늘려 신용시장에 새로운 화폐가 공급되면 이자율이 하락하여 상대가격이 변화하며 이에 따라 자본재 투자와 경제활동의 과도한 증가가 나타난다. 상대가격의 변화에 따라 생산의 우회도와 소비재 대비 자본재 생산비율이 과도하게 증가하고 이와 같은 시제간 자원배분의 왜곡을 조정하는 과정에서 극심한 불황이 나타나게 된다는 것이다. 여기서 문제는 화폐이며 화폐량의 증대에 따른 신용팽창, 그리고 그에 따른 투자와 저축의 괴리이다. 그렇다면 현실의 화폐, 화폐제도와 하이에크가 생각하는 양화(Good Money), 즉 건전한 화폐, 화폐제도는 어떻게 다른가?

하이에크는 후기에 화폐발행의 민영화(denationalization)라는 결론에 도달했다. 화폐가 자생적 질서에 의해 생겨났고 화폐남발에 의한 상승적인 인플레이션 등의 문제점이 화폐발행의 국가 독점에 기인한다는 관점에서 정부의 발권 독점 자체를 폐지해야 한다는 것은 당연한 논리적 귀결이다. 화폐발행의 민영화를 통한 경쟁의 도입은 “그레샴의 법칙”처럼 악화가 양화를 구축하는 것이 아니라 가장 건전

한 화폐가 통용되도록 만든다는 것이다. 그러나 이와 같은 하이에크의 결론이 초기 하이에크 화폐이론에서 상정했던 건전한 화폐 혹은 “중립적 화폐(neutral money)”와 일관된 것인가는 검증해볼 필요가 있다. 또한 하이에크가 제시했던 “상품준비화폐(Commodity reserve currency)”와 “화폐발행의 민영화”와의 관계도 하이에크의 양화(Good Money) 개념의 일관성이라는 측면에서 살펴볼 필요가 있다. 이와 같이 본 논문에서는 “The Denationalization of Money”(1978) 이전의 하이에크 화폐이론을 통해 하이에크가 상정했던 건전한 화폐(양화)를 도출해보고 이를 “화폐발행의 민영화”와 비교해본다.

## 2. 강타용 효과와 화폐수량설

하이에크 화폐이론은 ‘화폐수량설’에 대한 비판으로부터 시작한다. 고전학파의 화폐의 중립성에 근거한 ‘화폐수량설’은 잘 알려진 바와 같이 어빙 피셔(Irving Fisher)에 의해 제시된 교환방정식( $MV=PQ$ )으로 체계화되고 화폐량과 일반물가수준과의 관계도 통계적으로 검증 가능해진다. 화폐의 중립성과 화폐의 유통속도( $V$ )가 일정함을 가정하는 경우 피셔의 교환방정식은 화폐량( $M$ )과 일반물가수준( $P$ )의 비례적 관계를 보여준다. 즉, 화폐량이 늘어나면 일반물가수준도 비례적으로 상승하게 된다는 논리적 귀결이다. 따라서 화폐량이 일반물가수준 혹은 명목소득을 조절하는 주요변수라는 점이 ‘화폐수량설’의 정책적 함의라고 할 수 있다. “인플레이션은 언제 어디서나 화폐적 현상”이라는 프리드먼(Milton Friedman)의 언급은 이와 같은 “화폐수량설”의 또 다른 표현이라고 하겠다.

하이에크는 『Prices and Production』(1931)에서 당시 화폐이론에서 가장 중심적인 위치에 자리하고 있던 ‘화폐수량설’에 대해 화폐이론이 경제학 일반의 발전을 따라가지 못하는 주요 원인이라고 비판하였다. 하이에크 비판의 초점은 ‘화폐수량설’이 총량 혹은 일반평균의 개념에 의존하고 있다는 점이다. 화폐총량, 일반물가수준, 그리고 총생산량 등은 개별 경제주체들의 의사결정에 전혀 영향을 주지 못하므로 이 총량 변수들 간의 직접적 인과관계를 도출하는 것은 불가능하다는 것이 하이에크의 주장이다. 하이에크가 말하는 “현대의 주관적 이론(modern subjective theory)”<sup>1)</sup>에 따르면 가격, 생산 등의 경제 현상은 개인들의 의사결정에

대한 지식에 근거하여 설명할 수 있다. 그러나 개인들의 의사결정에 영향을 미치지 않는 총량변수 혹은 평균변수의 인과관계를 같은 방식으로 설명하는 것은 '구성의 오류'가 될 수 있다는 것이다.

여기서 하이에크의 경기변동론 혹은 경제이론과 '화폐수량설'이 양립할 수 있는지 살펴보도록 하자. 앞서 언급한 바와 같이 하이에크의 경제에 있어서 경기변동을 가져오는 교란 요인은 화폐량의 변화이며 이는 이자율, 그리고 상대가격의 변화를 통해 생산에 영향을 미친다. 따라서 화폐량의 변화가 실물의 변화를 가져오는 하이에크의 경제이론과 화폐의 중립성, 즉 화폐부문과 실물의 분리(dichotomy)를 가정하는 '화폐수량설'은 이론적으로 양립할 수 없다. 다만 피셔의 교환방정식에서 도출된 화폐총량의 변화와 일반물가수준의 변화의 인과관계가 하이에크의 경제이론에서 의미를 갖기 위해서는 화폐량의 변화에 따른 상대가격(relative prices)의 변화가 일반물가수준의 변화를 통해 나타나야 한다. 그러나 일반물가수준의 변화가 상대가격의 변화를 초래한다는 이론적 근거는 찾기 어렵다. 오히려 화폐총량 변화는 일반물가수준의 변화와는 무관하게 상대가격의 변화를 초래한다는 것이 하이에크의 주장이다.

하이에크는 화폐량의 변동이 일반물가수준이 아닌 개별적인 가격들, 혹은 상대가격에 영향을 미치는 경로를 소위 "칸티용<sup>2)</sup> 효과(Cantillon effect)"로 설명하고 있다. "칸티용 효과"는 화폐량의 증가가 상품별 가격의 상승을 가져오는 시점과 규모가 차별적으로 나타나 상대가격의 변화를 가져오는 효과를 말한다. 예를 들어 새로운 금광이나 은광의 발견으로 금화, 은화의 공급이 증가하는 경우 먼저 금, 은의 생산에 관련된 사람들의 소득이 증가하고 이들이 지출을 늘리는 재화들의 가격을 올리고, 순차적으로 이런 재화들을 파는 판매자들의 소득과 지출이 증가한다. 따라서 화폐공급의 증가로 초기에 가격과 소득이 오르는 사람들만 이득을 보고 가격 상승과 소득 증가가 늦게 나타나는 사람들은 오히려 손해를 본다는 것이 칸티용의 결론이다. 흄(David Hume)도 칸티용과 비슷한 논지를 전개하면서

- 1) 멩거, 제본스 등에 의해 제창되고 이후 뵘바베르크, 미제스 등에 의해 발전된 오스트리아 학파의 주관적 가치이론(subjective value theory)을 말한다.
- 2) 리샤르 칸티용(Richard Cantillon)은 17세기 말, 18세기 초에 활약했던 중농주의 학파의 선구자의 한 사람으로 아담 스미스 등 많은 고전학과 경제학자들에게도 영향을 준 것으로 알려져 있다. 그의 사후인 1755년에 출판된 <일반상업소론>(Essai sur la Nature du Commerce en General)에서 그는 화폐량과 가격들 간의 인과와 순환을 추적하고 있다. 제본스(W. S. Jevons)에 의해 재발견된 이 저서는 이후 슈페터, 미제스, 하이에크 등이 크게 주목하였다.

화폐량 증가에 의한 화폐취득과 가격 상승 간의 시점의 차이 때문에 금, 은 공급의 증가는 산업에 유리하다는 주장을 했다. “강티용 효과”는 화폐량의 증가가 모든 가격들에 동등하게 비례적인 영향을 주는 것이 아니라 상품별, 시점별로 가격에 미치는 차별적 효과를 나타내며, 하이에크 이론에 있어서 상대가격의 중요성과 화폐의 변화가 실물부문에 영향을 주는 주요 경로를 설명해준다.

“강티용 효과”는 화폐적 변화가 실물부문을 교란시켜 경기변동을 증폭시킨다는 하이에크 이론의 시발점이며 소위 “탄력적 화폐(elastic currency)<sup>3)</sup>”의 환상에서 벗어나게 해주는 이론적 근거이다. 하이에크는 『Prices and Production』 (1931)에서 “탄력적 화폐”는 이론적으로 잘못된 개념임을 논증하고 있다. 생산규모의 변화에 따른 화폐수요의 변화에 대응하여 실물 부문에 영향을 주지 않는 범위에서 화폐공급을 탄력적으로 조정한다는 것이 “탄력적 화폐”의 개념이다. 여기서 화폐가 실물 부문에 영향을 주지 않는다는 것은 일반물가수준의 안정성<sup>4)</sup>을 의미한다. 따라서 이런 개념에 따르면 일반물가수준의 안정을 해하지 않는 “탄력적 화폐”는 실물 부문에 영향을 미치지 않는 “중립적 화폐(neutral money)”이다. 그러나 “강티용 효과”에 따르면 일반물가수준의 변화 여부와 상대가격의 변화는 관련이 없으며, 일반물가수준의 안정이 상대가격의 불변을 의미하는 것은 아니다. 따라서 “탄력적 화폐”는 “중립적 화폐”가 아니며 오히려 화폐가 가격에 중립적이기 위해서는 화폐량<sup>5)</sup>이 변하지 않아야 한다고 하이에크는 주장하고 있다.

여기서 하이에크가 생각하는 ‘건전한 화폐(Good money)’에 대해 유추해보도록 하자. 화폐량의 변화는 상대가격의 변화를 통해 생산구조의 변화를 가져온다. 화폐가 없는 교환경제와 달리 화폐경제에서는 경제의 성장, 즉 생산성의 향상과 더불어 화폐량의 증가가 나타나면 일반물가수준의 변화를 가져오지 않더라도 신용의 확대를 통해 이자율이 항상 자연이자율<sup>6)</sup>보다 낮고 따라서 저축을 증가하는

3) “탄력적 화폐”란 생산 혹은 수요의 변동에 따라 화폐의 공급이 확대 혹은 축소되는 통화를 말한다. 예를 들어 미국의 연방준비제도(Federal Reserve system)는 달러화에 대한 수요변화로 인한 가격변동을 완화하기 위한 “탄력적 화폐”를 제공하기 위해 설립되었다.

4) 영국의 경제학자인 아서 피구(Arthur Pigou)와 스톡홀름학과 경제학자인 구스타프 카셀(Gustav Cassel)이 대표적으로 이와 같은 견해를 내놓았다. 하이에크의 『Prices and Production』 (1931) p.107 참조

5) 여기서 하이에크가 말하는 화폐량은 모든 종류의 교환수단들(media of exchange)의 총액을 의미한다. 즉, 중앙은행이 발행하는 법정화폐뿐만 아니라 상업은행이 발행하는 은행권 등 유통되는 모든 종류의 교환수단들을 포함하는 개념이다. 또한 여기에는 화폐 혹은 교환수단들의 유통속도(velocity)도 포함된다.

6) 자연이자율의 정의와 더불어 시장이자율과 자연이자율의 괴리로 물가가 지속적으로 상승

투자가 이루어진다. 즉, 화폐량의 증가로 저축과 투자가 일치하는 균형에서의 자연이자율보다 낮은 이자율의 형성은 상대가격의 변화를 통해 생산구조의 변화를 가져오며 이 경우 자본재와 소비재 간의 생산자원의 배분이 균형에서의 배분과 다르게 된다. 하이에크는 “Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money”(1928)에서 생산성이 증가할 경우 수요와 공급이 일치하는 균형이 유지되기 위해 가격이 하락해야 하는데 물가수준을 안정시키는 화폐량의 변화는 필연적으로 시제간 균형의 달성에 필요한 상대가격 관계들의 교란을 가져온다고 주장하였다. 따라서 시제간 균형(intertemporal equilibrium)의 달성을 위해서는 화폐량이 변하지 않아야 한다는 것이 하이에크의 주장이다. 마찬가지로 하이에크는 “On ‘Neutral Money’”(1933)라는 짧은 에세이에서 유통되는 화폐량이 일정하고, 모든 가격들이 신축적이며, 미래의 가격 흐름을 예측할 수 있다는 조건이 충족되지 않으면 화폐의 영향은 상대가격과 생산의 왜곡을 가져온다고 주장하고 있다.

위와 같은 논의들을 종합해볼 때, 하이에크의 초기 화폐이론은 확실히 “화폐수량설”과는 대척점에 서있다. 화폐적 변화는 상대가격의 변화를 통해 실물부문을 교란시켜 경기변동을 증폭시키고, 생산성 증가에 따른 실물부문의 변화가 가격 하락으로 이어지는 것을 제약하는 역할을 한다. 화폐량의 변화는 “화폐수량설”에서와 같이 일반물가수준에만 영향을 주는 것이 아니라 실물부문의 교란, 생산구조의 변화를 가져와 교환경제에서 달성되는 실물부문의 균형에서 멀어지게 한다. 따라서 실물부문의 조건 변화가 가격에 반영이 되고 균형에서 벗어나지 않기 위해서는 화폐량이 불변이어야 하며 이런 의미에서 화폐는 중립적이어야 한다. 애초에 화폐량의 불변에 있어서 화폐량이란 “Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money”(1928)에서는 피셔의 교환방정식  $MV=PQ$ 에서 M을 의미하는 것이었다. 그러나 하이에크는 『Prices and Production』 (1931)에서 화폐량을 화폐총량(M)에 유통속도(V)를 곱한 유통되는 화폐흐름의 총합(MV)으로 정의한다. 따라서 유통되는 화폐흐름의 총합(MV)의 불변이 전제되어야 화폐는 실물부문에 대하여 중립적일 수 있다.

그런데 이렇게 유추된 ‘중립적 화폐’는 엄밀히 말하면 화폐 혹은 화폐제도의 성격보다는 화폐정책 혹은 통화정책의 기준을 의미한다. 화폐가 금본위제에서와 같

---

하거나 하락하는 누적과정은 빅셀(Knut Wicksell)의 이론에 따른 것이다. 홍훈 외, 『빅셀 이후의 거시경제 논쟁』 (2008), 제1장 빅셀커넥션과 화폐수량(황재홍) 참조.

은 경화(metallic currency)인 정화(specie)인지 혹은 정화로 전환될 필요가 없는 명목화폐(fiat money)인지 여부는 알 수 없다. 하이에크는 교환경제에서의 시제간 균형을 교란시키는 화폐의 역할은 화폐제도가 금본위제와 같이 금속 혹은 상품에 연계된 화폐(tied currency)인가 혹은 명목화폐인가와는 무관하다고 주장하고 있다. 그러나 금속 또는 상품에 연계된 화폐(tied currency)의 경우와 어떤 것보다도 연계되지 않은 화폐(fiat money)의 경우는 하이에크가 지적한 바와 같이 '화폐가치(value of money)'를 안정시키는 정도에서 차이가 있다. 생산성의 향상으로 실물부문의 생산비용이 하락하게 되면 재화의 가격들은 전반적으로 하락하려는 경향이 나타나게 되며 이에 따라 화폐의 구매력, 즉 화폐가치(value of money)는 상승한다. 이 경우 화폐가치를 안정시키기 위해서는 화폐의 공급을 증가시켜 재화의 가격들을 전반적으로 상승시켜야 한다. 금본위제하에서는 생산성의 향상이 금의 여타 재화에 대한 구매력의 증가로 이어져 금 생산이 늘어난다. 금 생산의 증가는 화폐공급을 늘리고 재화의 가격들을 전반적으로 상승시키거나 혹은 생산비용의 하락으로 인한 가격의 하락을 적어도 부분적으로나마 제어하는 역할을 한다. 그러나 화폐가치 안정을 위한 금 생산의 증가는 금 생산비용의 상승을 가져오며 금의 상대가격을 높여 화폐가치를 재차 상승시키는 측면도 있으므로 금본위제하에서의 화폐가치 안정 효과는 반감된다. 반면 관리통화제도와 같이 금속이나 상품과 연계되지 않은 명목화폐(fiat money)의 경우 낮은 비용으로 화폐발행을 임의로 할 수 있어 화폐공급의 증가로 화폐가치를 안정시키고 실물부문과 생산의 교란을 가져올 가능성은 더 높다고 할 수 있다. 이런 의미에서 하이에크는 상품 혹은 금속과 연계되지 않은 명목화폐(fiat money)보다 금본위제와 같이 상품과 연계된 화폐(tied currency)를 선호했던 것으로 유추해볼 수 있다.

### 3. 하이에크 화폐이론과 금본위제 및 상품준비화폐(Commodity Reserve Currency)

위의 논의를 통해서 하이에크가 생각했던 건전한 화폐(Good money)의 모습을 개략적으로 유추해보았다. 이제 하이에크 화폐이론과 금본위제와의 관계에 대해서 본격적으로 살펴보자. 앞서 언급한 바와 같이 하이에크는 금본위제에 대해 회의적이었고 현실의 금본위제가 제대로 작동하지 않는 것은 금본위제 자체의 문제

가 아니라 금본위제를 작동하게 하는 “게임의 규칙(rules of the game)”이 지켜지지 않았던 데에서 찾고 있다<sup>7)</sup>. 금본위제는 일국에 한정된 화폐제도가 아니라 국제적으로 통용되는 제도이고 또 그렇지 않으면 작동되기 어려운 제도이다. 흄(David Hume)에 의해 고안된 금본위제의 작동 기제는 “가격-정화-플로우 메커니즘(Price-Specie-Flow Mechanism)이다. 금본위제하에 있는 한 국가의 무역수지가 흑자라면 그만큼의 금이 이 국가로 들어와 화폐공급을 증가시켜 가격수준을 높이는 반면 무역수지가 적자인 국가는 그만큼의 금이 국외로 빠져나가 화폐공급이 감소하면서 가격수준이 낮아진다. 각국의 화폐가 금에 고정비율(fixed rate)로 연결되어 있어 무역수지 흑자로 금이 유입되고 화폐공급이 증가하여 가격이 상승하면 수출이 줄어들고 수입이 늘어난다. 이런 과정을 거치면서 무역수지는 균형에 수렴하게 되며 이는 무역수지 적자 국가도 마찬가지이다. 국제적인 금본위제하에서는 이와 같은 자동조절 기능에 의해 가격-정화-플로우 메커니즘이 작동한다.

제1차 세계대전 이후 유럽 각국의 화폐발행에 의한 인플레이션, 영국의 금본위제 복귀와 탈퇴<sup>8)</sup> 등과 함께 국제적인 금본위제의 위와 같은 자동조절 기능은 사라졌다. 영국을 비롯한 유럽 국가들이 막대한 전비를 조달하기 위해 발생한 부채를 갚기 위해 금본위제를 이탈한 이후 국제적인 금본위제는 제대로 작동하지 않았고 1931년 영국이 금본위제를 포기하면서 유명무실해졌다. 제1차 세계대전과 전후 베르사이유 조약에 따른 전쟁배상 문제가 국제적 금본위제의 작동에 심각한 타격을 준 것은 사실이다. 또한 금본위제가 디플레이션을 유발한다는 19세기 후반부터의 고정관념은 전후 유럽 국가들의 극심한 불황으로 인해 더욱 굳어졌다고 볼 수 있다.

하이에크는 영국의 금본위제 이탈 직후 발표한 “The Fate of the Gold Standard”(1932)에서 제1차 세계대전 이후 나타난 화폐적 문제점들이 금본위제에 내재한 경향성과는 무관함을 논증하고 있다. 오히려 전후 디플레이션에서 벗어나기 위한 안정화정책들이 금본위제의 작동을 어렵게 하고 있음을 주장하고 있다. 하이에크는 전후 독일을 비롯한 일부 대륙 국가들의 인플레이션과 미국으로의 금 유출로 인한 금 가치의 하락이 안정화정책의 채택 및 금본위제 이탈의 원인이 되

7) 하이에크는 “The Fate of the Gold Standard”(1932)에서 제1차 세계대전 이후 금본위제로의 복귀 및 붕괴 과정을 서술하면서 통화정책에 있어서의 자국 우선주의, 가격안정화 정책이 금본위제의 작동을 어렵게 만들었음을 서술하고 있다.

8) 영국은 제1차 세계대전으로 중단되었던 금본위제로 1925년 복귀하였으나 보유 금 부족에 따른 디플레이션과 불황을 견디지 못하고 1931년 금본위제를 포기하였다.

었다고 진단한다. 앞서 언급했던 가격수준 혹은 화폐가치 안정화 개념의 대표주자인 피셔(Irving Fisher)와 카셀(Gustav Cassel)과 더불어 호트리(R.G. Hawtrey)와 케인스(Keynes)도 화폐가치 안정 등 안정화정책 채택 흐름의 확대에 기여하였다. 특히 케인스는 미국의 연방준비은행(Federal Reserve Banks)이 금 유입 증가에 따른 화폐유통의 증가를 막기 위해서 불태화정책(sterilization policy)을 채택해야 한다고 주장했는데 이는 결과적으로 국제적 금본위제의 작동 메커니즘을 정지시키자는 주장과 다르지 않았다. 전후의 불황과 금본위제로의 복귀를 둘러싼 불안정성과 더불어 케인스를 비롯한 안정화 이론가들의 영향력 확대가 안정화정책의 채택 및 금본위제 이탈로 이어졌다는 것이 하이에크의 해석이다.

하이에크는 이와 같은 안정화정책이 실물부문의 변화(real cause), 즉 생산조건의 변화를 반영하지 못함으로써 오히려 더 파괴적인 영향을 미쳤음을 논증하고 있다. 예를 들면, 영국에서의 디플레이션과 미국으로의 금 유출 경향은 양국의 생산조건을 감안할 때 금본위제의 자동조절 메커니즘으로 국제적 균형에 도달할 때까지 당연히 감수해야 함에도 불구하고 가격을 올리려는 안정화정책은 더 큰 가격의 폭락으로 이어졌다는 것이다<sup>9)</sup>. 제1차 세계대전 이후 디플레이션과 불황, 그리고 대공황으로 이어진 국제금융시스템의 붕괴는 금본위제에 기인한 것이 아니라 자동조절 메커니즘, 즉 “가격-정화-플로우 메커니즘”이 적용되는 국제적 금본위제가 작동하지 못하도록 만든 각국의 안정화정책에 그 원인이 있었다는 것이 하이에크의 결론이다.

그렇다면 하이에크가 제시했던 “중립적 화폐”의 조건, 즉 유통되는 화폐흐름의 총합(MV)이 불변해야 한다는 조건에 금본위제는 부합하는가? 하이에크의 『Monetary Nationalism and International Stability』(1937)의 논의에 따르면 국제적 금본위제에서 유통되는 화폐흐름의 총합(MV) 불변의 조건은 일국이 아닌 세계 전체에 해당되는 것이고, 따라서 국가별로는 전세계 총소득(world income)에서 차지하는 비중의 변화에 따른 상대적 화폐수요의 변화에 기인한 화폐량의 변화는 가능하다. 그러나 지역간 균형(interregional equilibrium)에서 그 국가에 배분된 화폐유통의 총합(MV)은 변하지 않아야 한다. 하이에크에 따르면 국제적인

9) 하이에크는 1929년 이전 미국뿐만 아니라 유럽 국가들이 경쟁적으로 신용팽창을 통한 안정화정책을 시행한 것을 1929년 공황의 원인으로 지적하고 있다. 특히 1927년 8월 워싱턴에서 개최된 중앙은행들의 컨퍼런스에서 합의 없는 금의 국가간 유출은 허용하지 않기로 함으로써 금본위제의 자동조절 메커니즘에서는 허용될 수 없는 과도한 신용팽창이 나타났으며 이것이 더 심각한 불황으로 이어졌다는 것이다.

금본위제(international gold standard)의 근본적인 문제점은 여기에서 발생한다. 국제적인 금본위제하에서 개별 국가의 화폐량은 그 국가의 금 보유고와 연계되어 있고 금 보유고는 다양한 형태의 다양한 수준의 유동성을 지닌 은행권, 예금 등으로 구성된 신용화폐의 다층적 상부구조의 기반을 형성한다. 그런데 개별 국가들이 개별적인 금융시스템(banking system)을 지니고 있고 이런 금융시스템에서 발생, 유통되는 유동성과 중앙은행이 보유한 금 혹은 금과 같은 국제화폐(international money) 보유고와의 연계가 취약하다면 그 국가의 화폐유통의 총합은 전세계 총소득에서 차지하는 그 국가의 비중에 따른 지역간 균형에 의해 배분된 화폐유통의 총합과는 달라질 것이다. 따라서 개별 국가들이 보유한 국제화폐(금)과의 연계가 취약한 독자적인 금융시스템을 지니고 있는 경우 국제적 금본위제의 작동과는 무관한 신용의 팽창 혹은 수축이 나타날 수 있고 화폐는 하이에크가 상정한 '건전한 화폐'의 조건을 충족시키지 못하게 된다. 다양한 유동성을 지닌 다양한 형태의 신용화폐들이 유통되는 화폐의 총합에 어떤 영향을 미칠 것인가는 예측하기 어렵다. 예를 들면 은행예금의 경우 현금으로의 전환 요구에 대비해 은행은 지불준비금이 있어야 하며, 은행이 발행한 은행권도 언제나 현금으로 전환될 수 있어야 하므로 은행은 중앙은행으로부터 이에 대비한 화폐를 공급받아야 한다. 은행예금이나 은행권에 대한 지불준비금의 규모나 비율은 경제상황이나 은행의 신용 등에 따라 달라질 것이나 그 비율이 일정하다고 해도 은행예금의 총량을 고정하거나 규모를 조절하기는 어렵다. 특정 은행에서만 쓰이는 은행예금이나 은행권, 특정 국가에서만 쓰이는 화폐, 국제적으로 통용되는 국제화폐 등 다양한 형태의 유동성에 대한 상대적 수요(relative demand)의 변화는 유통되는 화폐 총합(total quantity of the circulating medium)에 누적적인 변화를 가져오며 그 누적된 변화의 방향도 역시 예측하기 어렵다. 이는 호트리(R.G. Hawtrey)가 말한 "신용의 내재적 불안정성(inherent instability of credit)"이며 하이에크에 따르면 상이한 화폐들에 대한 상대적 유동성 선호의 변화는 보다 심각한 교란의 잠재적 원인이다.

그렇다면 이와 같은 신용구조의 내재적 불안정성을 제거하거나 완화할 수 있는 방안은 무엇일까? 하이에크는 소위 "시카고 플랜(Chicago plan)<sup>10)</sup>"이라 불리는

10) "시카고 플랜"은 1933년 시카고대학의 경제학자들이 제안한 '은행(금융) 개혁안'이다. 개혁안의 내용은 은행예금에 대한 부분지급준비제도(fractional reserve system)의 폐지와 100% 지급준비금 제도의 도입이다.

100% 지급준비금 제도가 도입된다면 불안정성이 제거될 수 있으나 이는 결과적으로 은행예금과 은행권의 폐지를 의미하는 비현실적인 계획으로 보았다. 그는 불안정성을 제거하는 명확한 방안을 제시하지 않고 단지 상이한 화폐들이 항상 알려진 일정 비율로 교환될 수 있도록 개연성을 높임과 동시에 이에 따른 변화가 화폐총량의 변화로 이어지지 않도록 해야 한다는 것을 불안정성 완화의 목표로 제시하고 있다. 이와 같은 불안정성 완화의 방안으로는 국제거래에 있어서 국가 간 화폐의 교환비율, 즉 환율을 고정하고, 모든 중앙은행들이 갑작스런 화폐수요의 변화에 대응하기 위해 충분한 양의 금을 보유하는 방안을 제시하고 있다. 결론적으로 “신용의 내재적 불안정성”으로 인해 유통되는 화폐의 총합은 불변이라는 앞서 하이에크가 제시한 “건전한 화폐”의 조건을 충족시킬 수 없을 뿐만 아니라 그 변화를 예측하기도 어렵다고 할 수 있다.

『Monetary Nationalism and International Stability』(1937)에서 하이에크는 화폐총량과 관련된 바람직한 금융시스템이 무엇인지 명확한 답을 내놓고 있지 않다. 단지 바람직한 금융시스템의 합리적 선택은 자유금융(free banking) 시스템과 국제중앙은행(international central bank) 사이 어딘가에 있을 것이라고 하면서 어떤 경우라도 수많은 개별 국가들이 독립적으로 규율하는 화폐제도보다는 개별 국가의 화폐적 변화를 금본위제의 원칙과 같은 국제적인 화폐시스템의 규칙에 부합시키는 화폐제도가 선호되어야 함을 하이에크는 강조하고 있다.

지금까지 살펴본 바와 같이 하이에크는 금본위제에 애착을 갖고 있었고 금본위제의 작동을 위한 국제적인 규칙이 준수되어야 함을 강조하였다. 그러나 금본위제가 국제적으로 작동하고 화폐가 실물부문 교란을 가져오지 않는 “건전한 화폐”의 조건 충족을 위해서는 금본위제의 국제적인 규칙이 개별 국가들의 국내 화폐 정책에 우선되어야 하는데 자국 이익을 우선하는 국가들과의 국제협력의 어려움으로 그 목적을 달성하기가 어렵다는 것은 역사가 말해주고 있다.

하이에크는 국제적 금본위제가 실패한 이후인 1943년 “A Commodity Reserve Currency”라는 제목의 논문을 *Economic Journal*이라는 학술지에 게재하였다. 하이에크가 제시한 새로운 화폐제도인 상품준비화폐(commodity reserve currency)는 금본위제처럼 화폐가 가치를 지닌 일련의 상품바스켓과 연계되어 있고 규칙에 의해 작동된다는 특징을 가지고 있다. 화폐당국(monetary authority)은 원자재 및 곡물 등의 상품(commodity)으로 구성된 상품바스켓을 화폐의 준비(reserves)로 삼

아 이를 근거로 화폐를 발행한다. 화폐당국은 상품바스켓의 목표가격(target price)을 정해 실제 가격이 이보다 낮으면 상품들을 더 사들여 화폐량(공급)을 늘리고 이보다 높으면 상품들을 팔아 화폐량을 줄이는 식의 규칙에 따른다. 상품준비화폐제도의 장점은 화폐정책이 재량적이지 않고 규칙에 의해 행해진다는 점, 화폐정책이 가격 안정에 기여하고, 경기대응적(countercyclical)이라는 점에 있다.

상품준비화폐제도의 문제점 및 비현실성에 대해서는 Friedman(1951)의 비판 등이 있지만 여기서는 언급하지 않기로 한다. 다만 상품준비화폐가 앞서 언급한 하이에크의 “건전한 화폐”의 조건을 충족하는지 여부는 살펴볼 필요가 있다. 이 조건은 화폐의 변화가 균형에서 실물부문의 교란을 가져오지 않도록 유통되는 화폐의 총합이 불변이어야 한다는 것이다. 상품준비화폐의 개념에서 이와 같은 조건에 부합하는 부분은 찾아볼 수 없다. 상품의 가격이 경기 순환적인 경향이 있으므로 상품준비화폐는 경기 순환으로 인한 총지출의 변동성을 완화하는 경향이 있다. 즉, 상품준비화폐는 자동적으로 가격과 생산량을 안정화하는 역할을 한다. 이와 같은 가격의 안정화와 경기변동의 완화는 상품바스켓의 가격에 따른 화폐량의 조절로 이루어진다. 그러나 초기 하이에크 화폐이론과 경기변동론의 핵심인 화폐량의 변화가 상대가격의 변화를 통해 생산조건과 실물부문을 교란시키는 화폐적 교란에 대한 고려는 찾아보기 어렵다. 상품준비화폐는 이와 같은 화폐적 교란이 나타나지 않는 “중립적 화폐”가 되기 위한 조건을 갖추고 있지 못하다. 이때부터 하이에크의 “건전한 화폐”의 기준은 기존의 하이에크의 경제이론, 경기변동론과 연계되지 않은 인플레이션을 유발하지 않는 일반적인 가격수준의 안정화(general price-level stabilization)로 바뀐 것으로 유추해볼 수 있다.

#### 4. “화폐발행의 민영화(Denationalization of Money)”에 대한 논의

하이에크는 1943년 “A Commodity Reserve Currency”를 발표한 이후 「The Denationalization of Money: An Analysis of Theory and Practice of Concurrent Currencies」(1978)가 나올 때까지 근 30년 이상 화폐이론에 관한 글을 거의 발표하지 않았다<sup>11)</sup>. 「The Denationalization of Money」에서는 정부의 화폐발행 독

11) 예외적으로 「The Constitution of Liberty」(1960)의 21장 “The Monetary Framework”에서 화폐 및 화폐정책에 대해 다루고 있으며, 이전 저작에서의 논의와 크게 차이점은 없으나 화폐정책에 대한 정부의 개입 및 조정이 인플레이션화하고, 특히 복지정책이나 누진

점을 폐지하고 민간에게도 화폐발행 권한을 부여하여 화폐발행시장에서의 경쟁을 통해 경쟁력 있는 화폐가 선택되도록 하자는 과격적인 제안을 하고 있다. 이 저서의 특징은 화폐를 발생에서부터 역사적 관점으로 바라보면서 하이에크의 ‘자생적 질서(spontaneous order)’의 개념이 적용되었다는 점과 정부의 화폐발행 독점이 주기적인 인플레이션을 야기하고 거래에서의 불확실성을 높이며, 악화가 양화를 구축하는 ‘그레샴의 법칙’도 정부의 화폐발행 독점에서 발생하는 문제이며 민간의 화폐발행이 허용되면 경쟁을 통해 오히려 악화가 양화에 의해 구축될 것이라는 것을 강조한 점이다. 이전의 초기 저작에서 하이에크는 화폐발행 및 화폐정책에 있어서 정부의 자의적인 화폐발행이나 개별 국가의 독립적인 화폐정책의 위험성 및 문제점을 지적하고 있으나 명시적으로 정부가 모든 화폐적 문제의 근원임을 지적하고 있지는 않다. 그러나 여기서는 정부가 인플레이션과 디플레이션 등 모든 경제적, 화폐적 불안정성의 근원임을 명시적으로 지적하고 있다.

하이에크에 따르면 “화폐발행의 민영화”를 통한 화폐발행시장에서의 경쟁이 소위 “양화(Good money)” 혹은 “건전한 화폐”에 다가가는 최상의 전제조건이다. 그렇다면 여기서 하이에크가 상정하는 “양화”는 무엇인가? 하이에크는 ‘화폐가치의 안정(A Stable Value of Money)’을 최우선으로 상정하고 있다. 화폐가치의 안정은 안정적인 화폐의 구매력을 의미하며 이는 가격 일반의 안정과도 맥락을 같이 한다. 이와 같은 화폐가치 안정은 생산의 왜곡에 따른 성장과정의 반전, 투자 손실, 실업 확대 등의 발생을 미리 억제할 수 있다는 것이 하이에크의 주장이다.

앞서 상품준비화폐(Commodity Reserve Currency)에 관한 논의에서도 하이에크의 “건전한 화폐”의 기준은 이전의 “중립적 화폐”가 아닌 인플레이션을 유발하지 않는 일반 가격수준의 안정화로 바뀐 것으로 유추해보았다. 이와 같은 “건전한 화폐”의 기준은 「The Denationalization of Money」(1978)에서도 일관되게 나타나고 있다. 하이에크는 “중립적 화폐” 개념 자체의 비현실성을 지적하고 있다. 순전히 이론적 분석을 위해 만들어낸 가정이며 화폐정책의 목표가 되는 기준으로

---

세 등의 정부정책이 인플레이션을 유발함을 강조하고 있다. 화폐의 본위는 금본위제와 같이 자동조절 기능이 있고 국제적이어야 하나, 이와 같은 금본위제의 장점을 가지면서 단점을 보완한 본인이 1943년에 제안했던 ‘상품준비화폐(commodity reserve currency)’를 여전히 가장 좋은 대안으로 제시하고 있다. 하이에크는 이 저서에서 현대 금융시스템의 발전에 따라 중앙은행과 같은 공적기관의 필요성에는 공감하면서도 이 기관에 화폐발행의 독점적 권한을 부여하는 것이 바람직하지에 대해서는 의문을 표하고 있다. 이러한 의문이 이후 확신으로 바뀌어 「The Denationalization of Money」(1978)에서 화폐발행의 정부 독점 폐지 제안이 나오게 된 것이다.

상정한 개념이 아니라는 것이 하이에크의 주장이다. 따라서 실제 화폐는 현실에서 상대가격에 영향을 주지 않는 “중립적 화폐”가 될 수 없다는 것이 하이에크의 결론이고, 이 개념에 가장 접근할 수 있는 방안은 ‘생산요소 가격의 평균’ 혹은 원자재 등 상품가격이 안정적인 때이며, 화폐발행시장에서의 경쟁을 통해 이와 같이 안정적인 가치의 화폐가 선택된다는 것이다. 화폐발행시장에서의 경쟁은 상품준비화폐의 개념에 시장에서의 경쟁을 도입한 것으로 이해할 수 있다. 예를 들어 화폐발행을 하는 은행들의 경우 시장에서 선택을 받기 위해 자신들의 화폐의 기준이 되는 상품바스켓의 구성을 가격이 안정되도록 개선해나갈 것이다. 이런 경쟁을 통해서 최적의 상품바스켓을 제시한 화폐가 선택될 것이다<sup>12)</sup>. 결론적으로 하이에크의 “양화”는 화폐가치와 가격수준이 안정적인 화폐이며 이와 같은 화폐는 “화폐발행의 민영화”를 통한 화폐발행시장에서의 경쟁을 통해 선택되어진다.

2장에서 언급한 ‘유통되는 화폐흐름의 총합이 불변’이라는 “건전한 화폐”의 조건은 이제 「The Denationalization of Money」(1978)에서는 폐기되었다고 볼 수 있다<sup>13)</sup>. 그렇다면 이것이 의미하는 바는 무엇인지 살펴볼 필요가 있다. 이 조건은 화폐가 생산구조의 변화와 같은 실물부문의 교란을 야기하지 않아야 한다는 것이다. 따라서 이 조건의 폐기는 화폐량의 변화에 따른 상대가격의 변화로 투자와 저축의 괴리가 생기며 이에 따라 경기변동이 증폭되는 현상을 용인하거나 문제시하지 않는 태도로도 볼 수 있다. 하이에크는 이에 대해 ‘성장하는 경제에서 가격수준의 안정을 위해 화폐량이 증가하면서 저축을 초과하는 과도한 투자를 초래할 수 있으나 이는 현실적으로 부수적인 문제이며 화폐량의 증감이 평균가격 수준을 거의 일정하게 유지하는 범위를 벗어나지 않는다면 투자가 저축에 부합하는 조건에 근접할 것’이라고 주장하고 있다. 이는 2장에서 언급한 “건전한 화폐”의 조건을 폐기하는 주장일 뿐만 아니라 초기 하이에크 경제이론 전체의 근간을 무너뜨

12) 이런 점에서 하이에크가 생각한 “화폐발행의 민영화”를 통한 민간에서의 화폐의 경쟁적 발행은 금속 혹은 상품과 연계되지 않은 명목화폐(fiat money)의 경쟁적 발행은 아니다. 그러나 연계되지 않은 종류의 명목화폐(untied fiat-type money)의 발행이 배제되는 것은 아니며, 따라서 그와 같은 화폐가 시장에서 선택될 가능성도 선형적으로 배제할 수는 없다.

13) 이 조건은 “중립적 화폐”의 조건이고 하이에크는 이미 『Monetary Nationalism and International Stability』(1937)에서 암묵적으로 이 조건을 폐기했다고 할 수 있다. 다양한 신용이 존재하는 현실의 복잡한 금융시스템 하에서 이 조건이 충족되는 것은 현실적으로 어렵다는 것을 ‘신용의 내재적 불안정성’으로 암시하고 있다. 물론 이 저서에서는 이 조건을 명시적으로 폐기하지 않고 오히려 이 조건으로 수렴하기 위한 방안들을 제시하고 있기는 하다.

릴 수도 있는 주장이다.

2장에서 언급한 바와 같이 하이에크는 초기 저작에서 화폐량의 변화가 상대가격의 변화를 통해 생산구조의 변화를 가져옴을 강조하였다. 여기서 중요한 것은 상대가격의 변화이다. 하이에크의 경기변동론의 “화폐수량설”과의 차별화에서 시작되며 이와 같은 차별화의 핵심은 화폐이론의 초점을 일반물가에서 상대가격으로 옮겨야 한다는 것이다. 예를 들면 생산성이 증가하여 전반적인 가격수준의 하락이 나타나는 경우 화폐량이 증가하면 가격수준의 상승으로 상쇄되어 일반물가수준의 변화를 가져오지 않을 수 있다. 그러나 화폐량의 증가로 저축과 투자가 일치하는 균형에서의 자연이자율보다 낮은 이자율의 형성은 상대가격의 변화를 통해 생산구조의 변화를 가져오며 이 경우 자본재와 소비재 간의 생산자원의 배분이 균형에서의 배분과 다르게 되고 투자와 저축의 괴리의 지속이 경기변동의 증폭, 경제위기의 원인이 된다. 따라서 상대가격 변화의 중요성에서 화폐가치의 안정, 일반물가수준의 안정으로 초점이 바뀐 것은 화폐적 변화가 자원배분을 왜곡하고 경기변동을 증폭시키는 악순환을 가져온다는 하이에크 경기변동론이 「The Denationalization of Money」(1978)의 발표와 더불어 적어도 하이에크의 이론체계에서 중요성이 떨어졌음을 보여준다. 하이에크는 자신의 이론적 기반이 되었던 빅셀, 칸티용의 이론 및 문제의식보다는 오히려 자신이 비판했던 피셔, 카셀, 호트리, 케인스 등 안정화론자들과 목표는 같이 하면서 목표달성의 방법론을 가지고 경쟁하는 상황이 되었다고 할 수도 있다.

## 5. 결론

「The Denationalization of Money」(1978)에서 양화의 조건이 바뀐 것은 기존 하이에크 경기변동론의 이론적 정합성에 일정 정도 타격을 주었다고도 볼 수 있다. 즉, White(1999)가 지적한 바와 같이 일반물가수준 안정의 지지자로의 전환은 하이에크로 하여금 자신의 경기변동론을 부정하도록 강제하는 측면이 없지 않다. 그러나 이런 결론을 내리기 위해서는 몇 가지 전제조건이 필요하다. 먼저, “중립적 화폐”의 개념과 조건의 적절성이다. Hayek(1978)에서는 “중립적 화폐” 개념의 비현실성을 지적하고 있다. 하이에크는 자연이자율과 대부이자율의 괴리에 관한 빅셀의 논의로부터 “중립적 화폐”의 개념을 하이에크의 표현에 따르면 무의식적으로 빌려왔으나 실제 화폐는 현실에서 “중립적 화폐”가 될 수 없다는 것이 하이

에크의 결론이다. 또한 '유통되는 화폐흐름의 총합'이라는 "중립적 화폐"의 조건은 앞서 설명한 바와 같이 '신용의 내재적 불안정성'으로 인해 충족시킬 수 없다. 이 조건을 충족시키기 위해서는 화폐유통속도의 변화에 상응한 화폐공급의 변화가 있어야 하고, 화폐뿐만 아니라 중앙은행의 신용, 상업은행의 신용 등 다양한 유동성들 간에 조정이 이루어져야 한다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 불가능하다. 따라서 "중립적 화폐"의 개념과 조건은 비현실적이고 충족시킬 수 없는 조건이라는 결론에 도달하게 된다.

화폐적 변동이 이자율, 그리고 상대가격에 순차적으로 변동을 가져와 호황(boom)과 불황(recession)의 경기변동을 촉발, 증폭시킨다는 하이에크 경기변동론에서 화폐적 변화가 실물부문에 영향을 주지 않는 "중립적 화폐" 개념은 매우 중요하다. 하이에크가 후기에 '화폐가치의 안정'을 최우선에 둔 것은 "중립적 화폐"라는 초기 양화의 강력한 기준에 더 이상 집착하지 않게 되었음을 보여준다. 다만 '화폐가치의 안정'을 이룰 수 있는 화폐가 "중립적 화폐"의 개념에 가장 근접하며 이는 화폐발행의 민영화를 통해 달성할 수 있다는 것이 하이에크의 결론이다. 따라서 하이에크가 "중립적 화폐"의 개념을 완전히 버렸다고 할 수는 없다. 다만 이를 충족시키기 위해서 초기에 제시했던 조건은 화폐정책(monetary policy)이었던 반면 후기에는 화폐발행의 국가 독점을 폐지하는 화폐제도(monetary regime)의 변화를 통해서 충족시킬 수 있다고 보았다는 점이 차이점이라고 할 수 있다.

Lucas(1996)에 따르면 예측 가능한 통화량 변화는 실물부문에 영향을 미치지 않으나 예상치 못한 통화량 변화는 경기를 부양시키거나 위축시킨다. 하이에크에 따르면 화폐발행시장에서의 경쟁을 통해 선택된 화폐는 실물부문에 영향을 미치지 않는 "중립적 화폐"에 가장 근접한 화폐이다. 따라서 이 경우 하이에크의 양화를 찾는 것은 화폐제도의 문제이다. 반면 화폐발행의 국가 독점이 유지되고 통화당국이 재량적인 통화정책을 통해 화폐량을 조절한다면 이 경우 화폐적 변동(disturbances)은 경기변동을 증폭시킬 것이다. 화폐발행의 국가 독점이 폐기되지 않고 정부 혹은 중앙은행의 정책에 따라 화폐의 공급이 재량적으로 결정되는 한 하이에크 경기변동론의 유용성은 사라지지 않을 것이다.

<참고 문헌>

- 김용재(2010), “하이에크의 화폐경제 이론에 있어서 시제균형에 관한 연구”, 『산업경제연구』 제23권 제4호, pp.1813~1835.
- 홍훈 외(2008), 『빅셀 이후의 거시경제 논쟁』, 연세대학교 출판부
- Friedman, M.(1951), “Commodity Reserve Currency”, *Journal of Political Economy* 59(3), pp.203-232.
- Friedman, M. and A.J. Schwartz(1986), “Has Government Any Role in Money?” *Journal of Monetary Economics* 17(January), pp. 37-62.
- Garrison, R.(1986), “Hayekian Trade Cycle Theory: A Reappraisal”, *Cato Journal* 6(fall), pp.437-453.
- Hayek, F.A.(1928), “Intertemporal Price Equilibrium and Movements in the Value of Money”, *Weltwirtschaftliches Archiv* No.1, pp.33-76.(In Hayek, 『Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays』 (1984))
- \_\_\_\_\_.(1929), 『Monetary Theory and Trade Cycle』
- \_\_\_\_\_.(1931), 『Prices and Production』
- \_\_\_\_\_.(1932), “The Fate of the Gold Standard”, In Hayek, 『Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays』 (1984).
- \_\_\_\_\_.(1933), “On ‘Neutral’ Money”, In Hayek, 『Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays』 (1984).
- \_\_\_\_\_.(1937), 『Monetary Nationalism and International Stability』
- \_\_\_\_\_.(1939), “Price Expectations, Monetary Disturbances, and Malinvestments”, 『Profits, Interest, and Investment』
- \_\_\_\_\_.(1943), “A Commodity Reserve Currency”, *Economic Journal* Vol.53, No.210, pp.176-184.
- \_\_\_\_\_.(1948), 『Individualism and Economic Order』
- \_\_\_\_\_.(1960), 『The Constitution of Liberty』
- \_\_\_\_\_.(1978), 『The Denationalization of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies』
- \_\_\_\_\_.(1984), 『Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays』
- Lucas, R.E.(1996), “Nobel Lecture: Monetary Neutrality”, *Journal of*

*Political Economy*, Vol.104, No.4, pp.661-682.

Steele, G.R.(2005), “Hayek’ s Theory of Money and Cycles: Retrospective and Reappraisal” , *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol.8, No.1, pp.3-14.

White, L.H.(1999), “Hayek’ s Monetary Theory and Policy: A Critical Reconstruction” , *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.31, No.1, pp.109-120.