

대형 부채위기

레이 달리오

1부: 전형적인 대형 부채 순환주기.....1

신용과 부채.....1

전형적인 장기/부채 순환 주기.....5

설명.....6

일반적 디플레이션 공황의 부채 순환주기.....8

순환 초반....8

거품....8

고점....13

공황....15

아름다운 부채 축소....24

중앙은행의 한계....28

정상화....31

인플레이션 공황과 통화위기....31

일반적 인플레이션 부채 순환주기....33

순환 초반....33

거품....34

고점과 통화방어....37

공황(통화방어 포기)....41

정상화....46

하이퍼인플레이션....49

전쟁경제....53

요약....56

역자: cymore98@naver.com

전형적인 대형 부채 순환주기

신용과 부채

“신용”과 “부채”가 뭘 뜻하는지 말하면서 시작해볼까 한다.

신용은 구매력을 주는 것이다. 신용은 장래에 갚아질 것을 기대하며 주어지는 구매력, 빛이다. **분명히 신용을 제공하여 구매능력을 주는 것은 그 자체로 좋은 것이며, 신용을 제공하지 않는 것은 나쁜 것이다.** 예를 들어, 신용이 개발에 제공되지 않으면 개발은 없을 것이고, 이건 나쁜거다. 문제는 부채가 상환능력이 없는 것으로 드러날 때다. 즉, **신용/부채 성장이 좋은 건지 나쁜건지 여부는 신용을 통해 생산되는 것이 무엇이며 부채 상환은 어떻게 이뤄질 것인가에 달렸다.**

거의 정의에 입각해서 볼때 금융적 책임감이 있는 사람들은 부채를 많이 지는걸 좋아하지 않는다. 이 관점은 충분히 이해하는게 당장 나부터 그렇게 생각하기 때문이다. 돈이 별로 없을 때를 포함해서 전체 인생을 통틀어봐도 나는 저축을 대출보다 선호했는데, 부채의 기대이익이 가능한 손실만큼 가치있다고 보지 않았기 때문이다. 많은 대출보단 적은 대출이 낫다는 이런 관념은 아빠에게 물려받았다. 하지만 시간이 지나며 항상 옳은건 아니라는 걸 배웠다. 특히 사회적 차원에서 보면, **내 경험과 연구에 비춰볼 때 너무 적은 신용/대출은 많은 신용/대출만큼이나 나쁜 경제적 문제를 초래하고 미래의 기회를 날리게 된다.**

일반적으로 신용은 구매력과 부채를 동시에 창조하기 때문에 추가적 신용이 바람직한지 여부는 대출금이 부채를 상환할 수 있을만큼 생산적인 활동에 투입됐는지에 달려있다. 만일 제대로 상환된다면 자원이 필요한 곳에 적절히 배분되고 채권자와 채무자 모두 경제적 이익을 얻는 것이다. 상환되지 않으면 채권자와 채무자 모두 불만족하고, 자원은 나쁘게 배분된 것이다.

사회적 차원에서 평가하려면 단순히 직접적 결과뿐 아니라 간접적 결과도 고려해야 한다. 재정보수주의를 내세우며 정말 필요하며 효과적인, 아이들을 잘 교육시킨다거나 (이들을 더 생산적으로 만들고 범죄와 투옥을 감소시킴) 비효율적인 인프라를 재건하는 정책을 저지하는 사람들이 있다. 대출받는 것은 사회적으로 나쁘다는 생각에 근거한 것인데, 이건 전혀 사실이 아니다.

상환되는 신용/부채는 경제적 이익을 생산한다는 걸 확실히 하고 싶다. 하지만 트레이드오프가 잘 안보일 때도 있다. 확실하게 갚는다는 보장이 없으면 허가가 안 나올 정도로 대출 기준이 너무 엄격하면 부채 위기는 분명 안오겠지만 개발이 이뤄지지 않아서 문제가 발생한다. 대출 기준이 너무 느슨하면 개발은 확실히 이뤄지겠지만 부채 위기는 도래할 것이고 이전의 경제적 이익을 잡아먹는다. 이 문제를 부채와 부채 순환주기 관련 질문과 함께 보도록 하자.

부채가 아예 없을 때와 비교해서 나쁜 부채는 얼마나 심각한 문제일까?

당신이 정책가라 가정하고 10억달러의 지하철 시스템을 건설할지 말지를 결정해야 한다고 치자. 이윤으로 상환이 가능하다고 생각해서 돈을 빌렸는데, 실제론 예측 이익의 절반도 못 건져서 부채를 50% 탕감

받아야만 상황이 진행될 수 있는 상황이 됐다. 그럼 지하철 건설을 위해 절대로 돈을 빌리면 안됐다는 뜻일까? 다시 말하지만 질문의 답은 지하철이 5억달러의 가치는 있는지에 달려있다. 이렇게 본다면 지하철 시스템이 비용보다 이익이 많다고 결론 내릴 수도 있다.

보통 40% 정도가 상환되지 않으면 최악의 손실로 분류된다. 전체 부채 중 여기에 속하는 비율은 약 20% 정도 되므로 전체 부채의 8%가 손실이 된다. 총부채가 GDP 대비 200%정도 되니까 GDP 대비 16%의 부채가 날라가는 셈이다. 손실이 "사회화"되어 (재정정책이나 통화정책을 통해서 사회에 흡수되면) 15년에 걸쳐 흡수된다면 매년 1%고, 감당할 만하다. 사회화되지 않으면 감당 불가능하다. **이 때문에 대량 부채의 하방 리스크는 정책가가 저질 부채의 손실을 사회화할 능력과 의지가 있는지에 달려있다. 내가 연구한 모든 케이스와 실제 경험을 토대로 볼 때 정책수립자가 악성부채를 사회화할 수 있는지는 두가지 요소가 좌우한다. 1) 부채가 자국화폐로 표시됐는가 2)채권자와 채무자에게 영향력을 행사하여 행동을 통제할 수 있는가.**

부채 위기는 피할 수 없는 것인가?

역사적으로 소수의 매우 제대로 규율된 나라만이 부채 위기를 피해왔다. 대출은 기본적으로 완벽하게 수행되지 않으며, 순환주기 사람 심리에 주는 영향으로 인해 특히 더 그렇다. 정책가도 상황을 바로잡기보단 단기성과를 위해 신용을 느슨하게 가져가는 경향이 있다. 완화적 통화정책과 정부보증을 통해 신용을 확대하는 것이 신용을 타이트하게 유지하는 것보다 정치적으로 쉽다. 이게 바로 대형 부채 순환주기가 존재하는 이유다.

왜 부채 위기가 주기적으로 오는가?

내가 순환주기, 특히 대형 주기를 말하면 사람들의 눈초리가 의심스러워진다. 꼭 점성술 얘기하는 것처럼 바라본다. 내가 주기론에서 말하는 건 논리적으로 야기되는, 순환적으로 되풀이되며 발생하는 일련의 사건 집합이지 다르게 아니다. 시장기반 경제에서 신용의 확장과 수축은 경기 주기를 주도하며 이는 완벽히 논리적인 이유로 발생한다. 다만 패턴이 비슷해도 실제 일어나는 사건의 규모와 소모되는 시간은 각각의 경우에 모두 다르다는 걸 명심해야 한다.

간단하게 정리해보자. 당신이 돈을 빌리는 건 그 자체로 주기를 만든다. 지금 버는 돈으로는 감당할 수 없는 걸 사기 위해 빌리는 돈은 단순히 채권자한테 빌리는게 아니다. 그건 미래의 당신한테 빌리는 것이기도 하다. 미래의 당신은 현재의 당신이 소비한 것을 채우기 위해 반드시 버는 돈보다 덜 써야 된다. 소비는 지금 늘었다가 미래에 줄어들고 이게 바로 주기다. 개인뿐 아니라 국가경제도 마찬가지다. 대출하는 거 자체가 예측가능한 일련의 사건을 야기한다.

모노폴리 게임을 이해할 능력이 있으면 신용주기가 경제에 미치는 영향이 뭔지도 충분히 이해 가능하다. 모노폴리 초반엔 현금이 많고 재산이 적어서 재산 획득 기회가 주어지는 대로 전부 현금을 써버린다. 게임이 진행되면서 참가자들은 점점 저 많은 집과 호텔을 취득하고, 다른 사람이 점유한 점포에 도착하면 월세를 내기 위해 더 많은 현금이 필요하다. 월세 내려고 보유중인 자산을 헐값에 팔아야 하는 사람도 생

긴다. 그러니까 게임 초반엔 “자산이 왕”이고 후반엔 “현금이 왕”이다. 모노폴리하는 사람들은 많이 할수록 자산과 현금의 최적 배분이 얼마인지 찾아낸다.

이제 모노폴리 게임에 예금과 대출을 할 수 있는 은행을 추가한다고 치자. 플레이어는 자산구매를 위해 은행에서 돈을 빌릴 것이고, 명칭하게 현금을 들고있는 것보단 예금하고 이자받는 걸 선호할 것이다. 여기에 플레이어 간 신용거래 나중에 이자쳐서 갚는다고 약속하고 자산을 받는 거래)도 허가한다고 상상해보자. 이쯤되면 모노폴리는 현실 경제가 작동하는 방식을 거의 완벽하게 묘사한다. 호텔구매를 위한 대출의 양은 단숨에 현금의 몇배가 될 것이다. 하강기엔 자산보유자들이 현금 충당을 위해 호텔을 팔아야 한다. 은행은 예금자들의 현금 요구를 충당하려고 대출을 회수해야 하는데, 부채 미상환은 이를 힘들게 한다. 외부적 개입이 없다면 경제는 수축할 것이다. 이 작은 주기가 반복되면서 더 큰 주기, 대형 부채 순환 주기를 만든다.

대출은 현재의 경기 상방압력을 창출하는데, 이는 자연히 미래의 경기 하방압력으로 이어진다. 호황기 대출은 소비와 투자를 증가시키며, 소득과 자산가격을 끌어올리고 증가된 소득과 자산가격은 추가적인 대출과 소비, 투자를 촉진한다. 빚은 본질적으로 경제의 생산성 증가보다 더 많이 소비와 소득이 상승하도록 만든다. 경기 고점이 다가올수록 대출은 경기가 영원히 호황일거라는 가정하에서 실행된다. 물론 그럴순 없고, 결국 소득은 대출비용을 감당할 수 없을 정도로 떨어진다.

대출을 통한 고정투자, 부동산, 인프라 건설이 성장의 상당부분을 차지하는 경제는 다른 경제에 비해 부채 주기 하강에 더 취약하다. 집이 필요해서 집을 지으면 주택 수요는 기본적으로 감소한다. 주택에 대한 소비가 줄어들면 주택 분야가 성장에 기여하는 정도도 낮아진다. 연간 1000만 달러를 업무용 빌딩을 짓는데 쓴다고 치자. 빌딩이 지어지면 소비는 0달러로 떨어지고, 노동과 건설재료 수요도 감소한다. 그래서 건설이 주도적으로 이끌어가는 성장은 부채 주기에 취약하다는 것인데, 이는 주로 지을 건물이 실제로 많은 개발도상국 경제에서 그렇다.

개발도상국의 경기변동성에 기름을 붓는 건 이들의 소득상승이다. 성장하는 개발도상국은 싼 노동력과 나쁜 인프라를 갖고 있는 상황에서 인프라를 건설하고 수출품을 일으켜 소득 상승을 경험한다. 하지만 소득이 올라가서 국제적 임금경쟁력이 하락하면 수출은 감소한다. 많은 사례가 있고 가장 대표적인 것이 지난 70년간의 일본이다.

거품속에서 비현실적인 낙관론과 무모한 대출은 대규모 미상환 부채란 결과로 이어진다. 어느순간 은행가와 중앙은행에 이것은 명확해지고 거품이 꺼지기 시작한다. 거품경제의 고전적 경고 사인은 빚을 갚기 위한 대출이 증가하는 것이다.

돈과 신용이 감소하거나 대출기준이 엄격해지면 신용과 소비의 성장세는 느려지고 대출상환이 문제로 부상한다. 이 시점이 바로 부채 순환주기의 고점이다. 신용 성장이 위험할 정도로 빠르다는 걸 깨달은 중앙은행은 통화정책을 조이고 이는 하강을 가속화한다. 대출 상환 비용이 그 시점에서 가능한 추가 대출보다

많아지는 순간 순환주기는 꺾이기 시작한다. 신규 대출이 느려질뿐 아니라 현존하는 대출상환 압력도 높아진다. 채무자들 상황이 안 좋다는 게 명확해질수록 신규 채무도 감소한다. 소비와 투자 감소는 소득 성장세를 꺾어버리고 이제 자산가격도 하락한다.

채무자가 제때 빚을 못 갚으면 대출기관은 또 이들의 고객을 실망시켜야 한다. 정책가들은 이문제를 해결하기 위해 대출기관부터 손대야 한다. 제일 레버리지가 높고 파산한 채무자에 대한 노출이 높은 기관이 가장 극심한 압력에 시달린다. 결국 대출기관은 연쇄효과를 일으켜 충실한 채무자까지 영향을 받고 경제 전체가 위협받기 시작한다. 보통 이 기관은 은행이지만 신용시스템이 더 발달할수록 채권자는 다양해진다. 보험회사, 비은행 신탁, 브로커 등이 있다.

부채 순환주기로 인해 생기는 두가지 문제가 있다:

- 1) **부채 미상환으로 발생하는 손실.** 약속된 상황이 이뤄지지 않으면 연체가 발생하거나 부채 탕감이 이뤄진다. 연평균 4%의 상황이 2%나 0%만 이뤄지면 매년 손실이 발생하고, 만일 부채탕감이 이뤄지면 한해의 손실은 50%에 달할 수도 있다.
- 2) **대출과 소비의 감소.** 부채 위기가 해결돼도 위기 전만큼의 소비가 이뤄지는 것은 불가능하다. 이 사항도 반드시 고려되어야 한다.

대부분의 부채위기는 관리될 수 있는가? 관리될 수 있다면, 별로 큰 문제는 아닌가?

순환주기가 적당해서 별 문제가 안될 때도 있고, 격렬해서 붕괴로 끝날 때도 있다. 나는 격렬한 사례만 분석했다: 지난 100년간 실질 GDP 감소가 3% 이상이었던 것들만 말이다. 내 연구와 정책가에게 주어진 권한을 고려해볼 때 국내 대출로 야기된 위기는 거의 모든 경우에서 자국통화의 평가절하로 완화되고 관리될 수 있었다. 위기의 해악을 사회화시키는 정책가의 권한이 있다면 대형 부채위기는 사실 그렇게까지 큰 위기는 아닐 수도 있다. 1930년 대공황 같은 역사상 최대의 부채위기도 이런 적절한 대책이 동반됐다면 달랐을 것이다. 각 연구 사례에서, 부채위기의 가장 큰 리스크는 부채 그 자체가 아니라 a) 무지나 권한 부족에서 초래된 정책가의 올바른 대응 결핍과, b) 사회화 과정에서 피할 수 없는 정치적 귀결로 인한 정치인의 복지부동이 문제였다.

다시 강조하지만 1) 외채위기의 경우 국내부채 위기보다 정책가의 사회화 대책이 쉽지 않고, 2) 부채위기가 잘 관리된다는 게 누구에게도 해를 끼치지 않고 끝난다는 건 아니다. 위기를 통제하는 키포인트는 관료들이 해야 할 일을 알고 있는가와 해야 할 일을 할 수 있는 권한이 있는가에 달려있다. 또한 부채의 사회화가 진행될 경우 사회가 부담해야 할 몫이 매년 얼마고, 그 몫이 누구에게 얼마만큼 배분되는지도 알아야 한다.

부채의 상대적 규모를 줄이기 위해 정책가가 당길 수 있는 4개의 레버가 있다.

- 1) 긴축 (소비 축소)
- 2) 부채 디폴트/탕감
- 3) 중앙은행의 화폐발행과 자산취득, 또는 보증

4) 현금과 신용을 부자에게서 빈자로 이전

각각의 레버가 경제에 미치는 임팩트는 다르다. 인플레이션을 일으키며 성장을 촉진하는 것(화폐발행)이 있는 반면 디플레이션을 일으키며 부채 부담을 감소시키는 것(긴축과 디폴트)도 있다. “아름다운 부채축소 (beautiful deleveraging)”(적절한 인플레이션과 명목성장률이 동반된 소득 대비 상대적 부채비율 감소)을 위해선 4개가 모두 균형을 이루며 실행돼야 한다. 이 행복한 시나리오에선 소득대비 부채비율이 감소하면서 동시에 경제활동과 금융자산가격은 회복되고, 정상적인 소득 상승이 돌아오며 금리가 정상수준으로 복구된다.

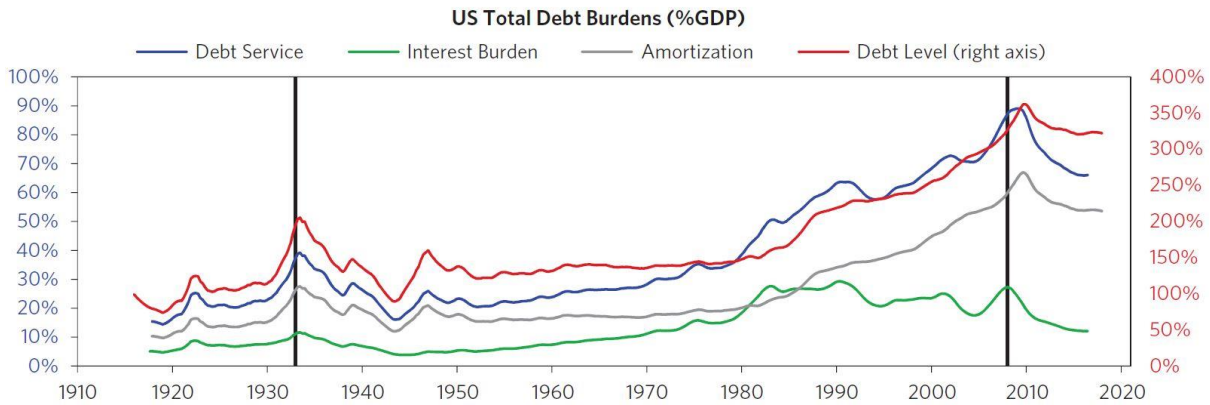
각 레버마다 이익을 보는 사람과 손해보는 사람이 존재하며, 이를 선택하고 배분하는 것은 정치적으로 고통스럽다. 때문에 정책가들이 부채위기를 잘 통제하여 이겨내고 감사받지 못할 때가 상당히 많다.

전형적인 장기/대형 부채 순환주기

48개의 대형 부채 순환주기는 일정수준 이상의 규모를 가진 나라 중 실질 GDP 3% 이상의 감소(내가 공황이라고 부를 상황)를 겪은 사례로 구성된다. 명확성을 위해 나라들을 두가지 그룹으로 나누면: 1) 외채가 별로 없고 인플레이션 공황을 겪지 않은 나라와, 2) 외채가 꽤 많고 인플레이션 공황을 겪은 나라가 된다. 실제로 외채 규모와 인플레이션율은 75%의 상관관계를 갖는데, 덕분에 인플레이션과 외채를 묶어서 그룹화할 수 있었다.

보통 부채위기는 부채가 소득보다 빠르게 늘어나서 빚을 도저히 갚을 수 없을 때 발생한다. 중앙은행이 금리인하를 통해 위기를 완화할 수 있긴 한데, 정말 심각한 부채위기(공황)는 이 방법을 쓸수 없을 때 터진다. 경기순환같은 단기 부채 순환주기는 장기 부채 순환주기를 따라가며 나타나는데, 때문에 단기순환의 고점과 저점은 직전 단기순환보다 보통 높다. 낮아지는 경우는 딱 하나인데 바로 중앙은행의 금리조절을 통한 불황 저지능력이 소멸됐을 때다. 아래의 차트는 1910년 이후 미국의 원리금 부채상환 부담을 나타낸다. 부채 규모가 커질 때도 금리 부담이 낮게 유지되거나 하락하여 원리금 상환부담은 부채규모보다 완만하게 올라가는 걸 볼 수 있다. 중앙은행이 부채금융을 통한 경기확장을 더 이상 불가능할 때까지 밀어붙이기 때문이다. 즉 제로금리가 나올 때, 비로소 부채축소가 시작된다.

차트가 담고 있는 정보가 많긴 하지만 확실히 할 게 두개 있다: 1) 부채의 부담주체를-중요한 사항이다- 구분하지 않아서 약간 부정확하다. 2) 부채만을 고려한 것이라서 연금, 의료보험 같은 재정 의무를 포함하지 않았다. 이것까지 고려해야 완벽한 분석이 될 수 있지만 그러면 책으로 다룰수 있는 한계를 넘어선다.



설명

안내를 위해 말하자면, 우린 공황에 초점을 맞출 거다. 공황기와 그에 이은 부채축소 기간을 함께 다뤄서 이해도를 높일 수 있다. 공황은 디플레이션 공황과 인플레이션 공황(외채 비율로 설명된다)으로 나눠서 따로 설명하겠다. 21개의 디플레 공황과 27개의 인플레 공황을 경기 저점 5년전부터 시작해서 7년을 관찰한다.

장기 부채 순환주기는 단기순환과 비슷한 면이 많다. 장기순환이 더 극심하다는 걸 빼면, 둘다 높은 채무 부담과 통화정책 수단부재로 나타난다는 점이 동일하다. 단기순환은 짧은 호황과 침체를 겪고, 장기순환은 거대한 호황과 공황을 겪는다. 지난 100년간 미국은 두번의 장기순환을 경험했다. 1930년대의 대공황과 2008년의 금융위기.

단기순환에서 소비는 채권자의 대출 의지와 채무자의 신용획득 의지에 좌우된다. 신용이 쉽게 발행되면 경기확장이다. 신용이 별로 발행되지 않으면 침체다. 신용발행은 주로 중앙은행의 통제에 있다. 중앙은행은 금리를 낮춰서 경제를 침체에서 탈출시킬 능력이 보통은 있다. 하지만 시간이 지나면서 순환의 고점과 저점은 직전 순환보다 높아지고, 부채는 점점 쌓여간다. 왜? 사람들이 그러길 원하니까. 대출과 소비량을 증가시키려는 정치적 압력이 계속 가해진다. 결과적으로, 장기적인 부채의 증가속도는 소득보다 빠르며 바로 이게 장기순환을 만들어낸다.

장기순환의 상승동안 채권자는 사람들이 부채에 쌓여 있어도 신용을 쉽게 확장해준다. 신용확장이 자체적 강화작용을 거치기 때문인데, 부채증가->소비증가->자산증가->담보증가->부채증가로 이어지는 순환이 계속된다. 대부분의 사람이 더 많은 리스크를 기꺼이 짊어진다. 새로운 종류의 금융 중개기관과 금융적 도구가 규제기관의 감독 권한 밖에서 탄생하고 개발된다. 감독대상이 아니라는 것은 더 높은 수익을 제공하고, 더 많은 레버리지를 끌어쓰게 해주며, 더 큰 리스크를 짊어지는 걸 가능하게 하는 환경이다. 신용이 넘치는 상황에서 채무자는 지속가능한 수준보다 더 많이 소비하고 이는 번영의 상징처럼 보인다. 당연히 채권자도 상황을 만끽하며 장기순환의 상승을 즐긴다. 하지만 부채가 영원히 소득보다 빠르게 증가할 순 없고, 빛은 언젠가 갚아져야 하기 때문에 부채 문제가 발생한다.

부채가 한계에 도달하면 상승과정은 정확히 반대로 뒤집힌다. 자산가격 하락->부채상환 문제 발생->투자자 공포 확산->투매 시작으로 연결되며 유동성 문제가 생긴다. 사람들은 소비를 줄이는데, 한사람의 소비는 다른사람의 소득이기 때문에 소득도 감소하고, 소득이 감소하면 신용도도 낮아진다. 자산가격이 하락하면 은행 재정은 나빠지고, 상환요구는 더 빈번해지면서 소비는 더더욱 감소한다. 주식시장은 붕괴하고 실업률은 상승하며 이에 따라 사회적 긴장이 강화된다. 이 프로세스는 한번 시작하면 스스로 나아가는 과정이 되고, 쉽게 되돌릴 수 없다. 부채가 너무 커서 줄어들어야 하는 것이다. 침체기와 달리 공황기엔 금리인하를 비롯한 통화정책이 사용될 수 없다. 이미 금리가 0%거나 그에 가깝기 때문이다.

장기 부채 순환주기를 만들어내는 이 역학은 신용의 탄생때부터 반복됐으며 로마시대까지 거슬러 올라간다. 다른 역사적 사건처럼 이것도 계속 반복된다.

돈은 두가지 기능이 있다: 교환의 매개체와 부의 저장수단. 돈을 보유하는 사람도 두 분류로 나뉜다: 1) 생활을 유지하기 위해 일하고 돈을 버는 사람과 2) 자산을 위해 돈을 갖고 있는 사람. 역사적으로 두 그룹은 다르게 불렸는데, 전자는 노동자, 프롤레타리아, "빈자"였으며 후자는 자본투자자가 호칭이었다. 노동자는 자신들의 시간을 팔아서 돈을 얻고, 자본투자자는 자신들의 돈을 빌려줘서 돈을 얻는다: 금리가 포함된 대출이나 자산투자. 두 그룹과 정부가 부채 순환의 주요 플레이어다. 일반적으로 대출을 통해 두 그룹이 모두 이익을 얻지만 가끔 거래 결과 한쪽만 이익을 보고 다른 쪽은 손해를 볼 때도 있다.

한사람의 금융자산은 다른 사람의 금융부채다. 금융자산에서 강제하는 현금량을 사회의 총 현금량이 따라오지 못하면 대규모 부채축소가 시작된다. 소비금융을 지탱하는 자유시장 신용 시스템은 작동을 멈추고 부채축소 과정은 그 역으로 진행된다. 여기서 자산을 매입하는 정부의 역할이 필수적인데, 주로 중앙은행이 그 역할을 맡는다. 중앙정부는 소비와 자산의 재분배 주체가 되고, 필요하다면 부채 구조조정을 비롯한 부채탕감을 하기도 한다.

현금의 수요-공급 불균형은 많이 발생했으며 항상 내가 위에서 말한 4가지 방법을 통해 풀렸다. 과정은 모든 플레이어에게 고통스럽고, 노동자와 투자자의 전쟁을 유발시킬 경우 특히 더 고통스럽다. 그렇다고 대출을 금지시켜버리면 훨씬 큰 악영향이 온다.

대형 부채위기를 발생시키는 대형 부채 순환주기가 어떻게 진행되며 대응은 어떻게 해야하는지를 중점적으로 연구할 것이다. 시작하기 전에 인플레이와 디플레이 공황의 차이를 명확히 하도록 하자.

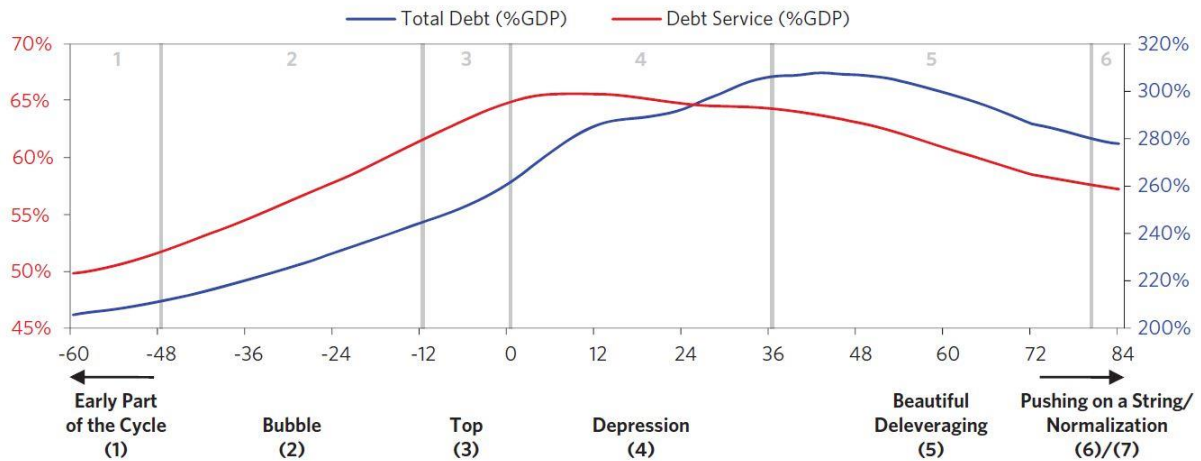
- 디플레이션 공황에서, 정책가는 경기수축이 감지되면 금리인하를 한다. 금리가 0%가 되면 금리인하는 더 이상 쓸수 없는 카드가 된다. 적절한 부양책이 (화폐발행과 통화가치 평가절하) 동반되지 않은 부채 구조조정과 긴축은 오히려 (소득대비) 부채 부담을 높인다. 소득의 하강속도가 구조조정 속도보다 빠르기 때문이다. 채무자가 금융비용은 여전히 높다. 강조했듯이 디플레이션 공황은 대부분의 지속불가능한 부채가 자국화폐로 표시되어 있을 경우에 발생한다. 즉 디플레이 공황은 통화위기가 국제수지 불균형을 유발하지 않는다.
- 인플레이션 공황은 대부분의 지속불가능한 부채가 외국화폐로 표시됐을 경우 발생한다. 중앙은행

의 화폐발행을 비롯한 부양책이 쉽게 먹히지 않는 상황에서 외국 자본 유입이 감소하면 추세는 신용창조에서 신용수축으로 변한다. 인플레이션 부채축소 상황에서 자본감소는 대출과 유동성을 고갈시키고 통화 가치 하락은 인플레이션을 유발한다. 인플레이션 공황은 정책가의 개입이 큰 의미를 지니지 않는다는 면에서 디플레이션 공황보다 더 극복하기 어렵고 고통스럽다.

디플레이션 공황부터 시작하자.

일반적 디플레이션 공황의 부채 순환주기

아래 차트는 일반적인 장기 부채 순환주기의 7개 과정을 GDP 대비 총부채와 총부채부담을 통해 묘사한다. 이는 다양한 디플레이션 공황을 연구한 것을 거쳐 평균 낸 것이다.



1) 순환 초반

주기 초반엔 부채가 소득보다 빠르게 증가하지 않는다. 부채 성장세는 견조하지만 대부분의 대출이 소득성장을 촉진하는 경제활동에 투입되기 때문이다. 대출금은 기업체에 흘러들어가서 생산성을 높이고, 이익 성장세를 받쳐준다. 부채부담은 낮고 대차대조표는 건전해서 민간부문, 정부, 은행의 가동범위는 넓다. 부채성장, 경제성장, 인플레이션은 너무 뜨겁지도 않고 차갑지도 않아서 우리는 이 시기를 "골디락스"라 부른다.

2) 거품

버블 첫 스테이지에서 부채는 소득보다 빠르게 상승하며 자산소득과 자산가격 성장세가 가속된다. 이 과정에서 소득과 재산, 자산가치 상승은 채무자의 대출능력을 향상시키며 자가발전한다. 은행은 돈을 빌리는 사람의 1) 예측된 현금 흐름, 2) 순자산/담보물가치, 3) 은행 자체의 대출여력을 기반으로 대출 여부를 결정한다. 호황기엔 저 세대가 동반 상승한다. 영구적 호황은 불가능하지만, 어쨌든 자산가치 상승은 채무자가 더 돈이 많다고 느끼게 만들고 소비를 더 많이 하게 만들어서 부채량을 끌어올린다.

하나의 사례를 통해 관찰해보자:

당신의 연소득이 5만달러에 순자산도 5만달러라 하자. 매년 만달러의 대출을 받을 능력이 있다고 치면, 설사 소득이 5만달러라 해도 당신이 소비할 수 있는 돈은 매년 6만달러다. 거시적으로 대출과 소비의 증가는 소득 상승을 견인하고 주식을 비롯한 자산가격도 상승시킨다. 담보물가치가 상승해서 대출 가능금액도 상승하기 때문에 고점에 도달할 때까지 부채 상승은 그 자체로 성장을 견인한다.

장기순환의 상승국면에서 부채상환 부담은 전체 경제의 화폐와 신용 공급에 비해 빠르게 증가한다. 장기순환의 상승세는 중앙은행의 주기적 금리 인하와 상승을 거치며 형성되는 단기순환이 쌓이고 쌓여서 수십년간 지속된다.

장기순환이 “장기”순환이 되는 이유는 중앙은행의 저금리 선호 경향 때문이다. 부채 증가세를 금리 인하로 완화해주고 신용을 계속 공급해주는 것이다. 물론 영구적으로 금리가 인하될 순 없다. 어느 순간 경제의 총부채부담이 가능한 대출금액을 추월하고 현존하는 현금에 비해 부채가 너무 많아진다. 신용이 감소세로 돌아서면 상승국면의 과정은 역전되어 부채축소가 시작된다. 대출은 미래의 소비를 끌어쓰는 것이기 때문에, 연 5만달러를 벌며 6만달러를 쓰던 사람은 언젠가 5만달러를 벌며 4만달러만 써야한다.

단순화가 과도한 감이 있지만, 이것이 거품 형성과 붕괴의 기본적 역학이다.

거품의 시작: 강세장

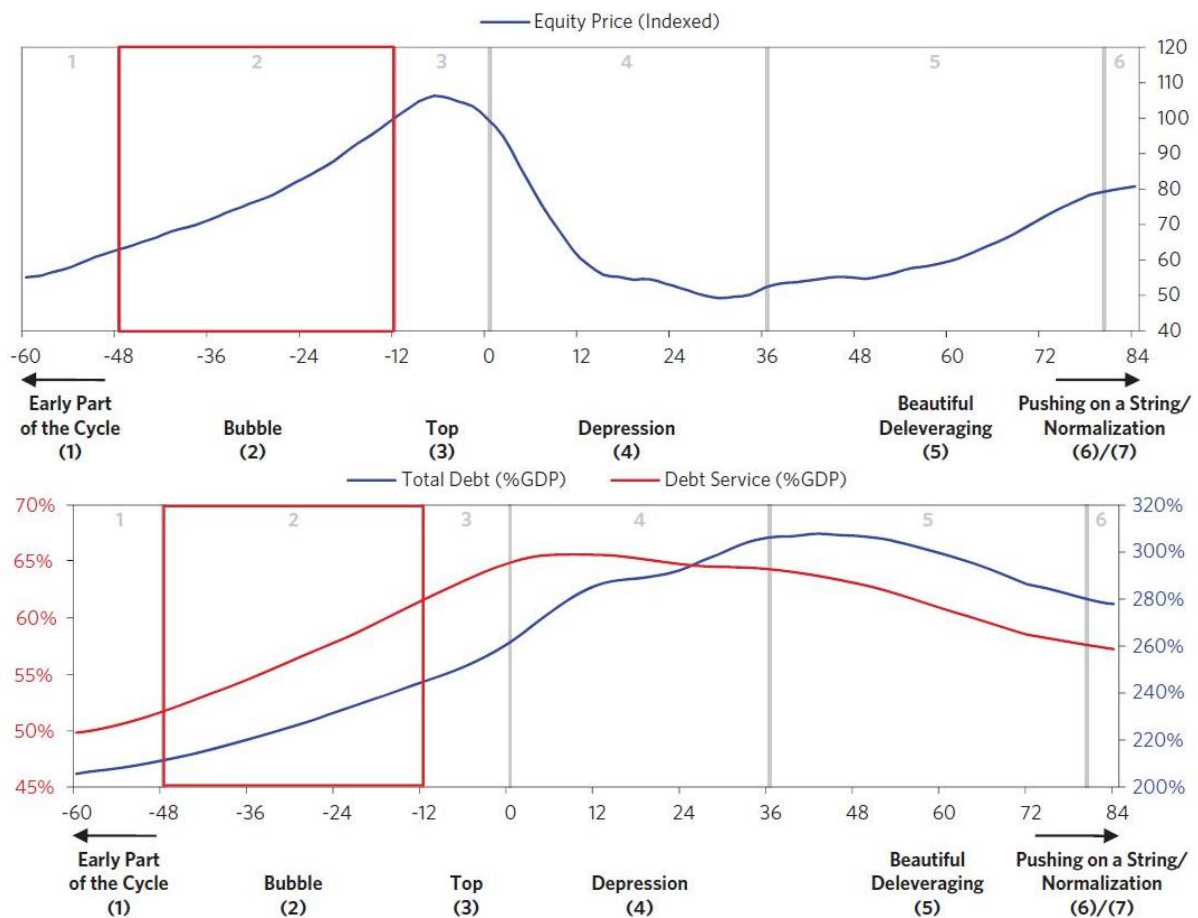
거품은 보통 정상적인 활황장의 지나친 연장에서 시작한다. 활황국면은 낮은 금리가 주식이나 부동산 같은 투자자산을 매력적으로 만들고 경제상황을 향상시키며 시작되고, 경제 성장과 기업이익 증가를 촉진하여 대차대조표를 건전하게 만들고 부채부담을 줄이면서 타오른다.

재산의 가치가 올라가면 순자산과 소비/소득 수준도 올라간다. 투자자, 사업가, 금융중개기관, 정책가는 진행중인 경제 번영에 확신을 갖고 부채확장에 기름을 붓는다. 호황은 기회를 놓치고 싶지 않은 신규 매수자를 시장에 들어오게 만들고, 이사람들이 또 거품을 키운다. 명시적이거나 암묵적인 정부 보증도 대출기관의 무질서한 대출행위를 촉진하여 비경제적인 대출이 증가하고 거품이 커지는데, 꽤 자주 일어나는 일이다.

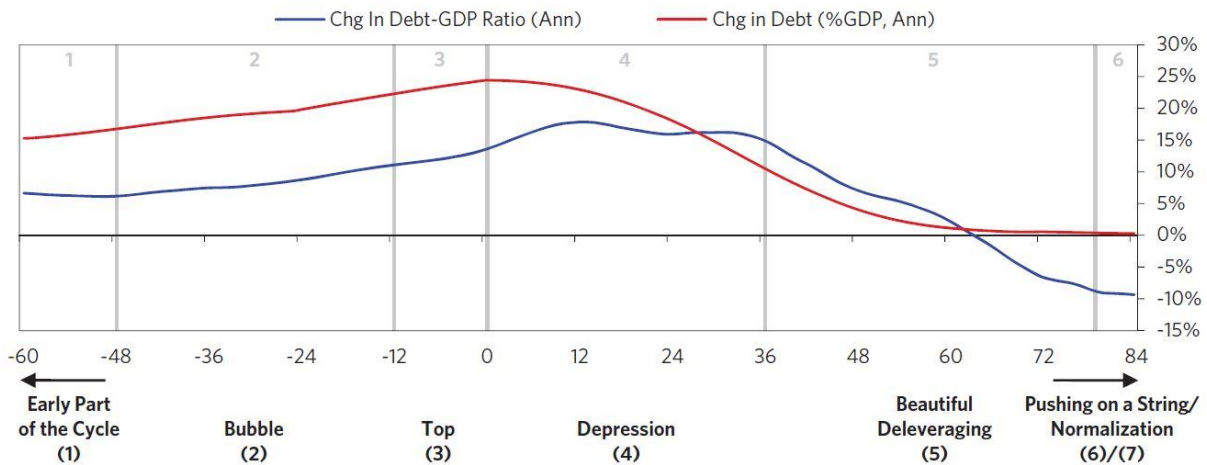
새로운 투기자와 채권자가 확신을 갖고 시장에 진입하면 신용은 더 풍부해진다. 은행과 새로운 종류의 대출기관은 크게 성장한다. (비은행 대출기관을 합쳐서 “그림자 은행” 시스템이라 부른다) 그림자 은행 기관은 정부의 규제와 보호를 받지 않고, 때문에 새로운 금융공학 기법이 많이 실험된다.

채권자와 투기자는 널려 있는 신용을 통해 거품을 키우고, 투기자의 자산이 올라서 같이 상승한 담보물가치는 신규대출을 용이하게 해준다. 이 시점에서 대부분의 사람은 이게 문제라고 생각하지 않는

다; 오히려 활황장임을 증명해준다고 믿는다. 자가발전하는 것이다. 주식을 예로 들면, 주가 상승은 소비와 투자를 증가시키고 이것이 다시 기업이익을 증가시켜 주가가 더 오른다. 이게 반복되면 담보 물가치 증가와 소득상승덕에 리스크 프리미엄은 감소하고 대출은 증가한다. 그동안 사람들은 자산을 소유하고 싶어하고 자산이 없는 사람은 기회를 날리고 있다고 생각한다. 과정을 거치며 대부분의 자산보유는 롱포지션(상승세에 베팅)으로 전환된다. 자산과 부채의 불일치는 a) 단기로 돈 빌려서 장기로 돈 빌려주는 b) 단기로 돈 빌려서 유동성 자산에 투자하는 c) 빌린 돈을 종전보다 더 위험한 자산에 투자하는 d) 다른 통화로 돈을 빌려서 환전후 돈 빌려주는 행동을 증가시킨다. 이 모든 행동을 통해 부채는 빠르게 증가하고 부채부담은 더 빠르게 상승한다. 아래 그림이 구조를 보여준다.



시장에서 컨센서스가 한번 형성되면 가격은 반영된다. 여기서 형성되는 컨센서스는 주로 장밋빛 미래만을 꿈꾸는 것이다. 역사적으로 호황장 이후엔 항상 하강이 있어왔는데도 말이다. 다시 말해 인간의 본능이 그들을 군중과 함께 행동하도록 만들고 현재의 경험에 너무 큰 비중을 부여하게 한다. 컨센서스가 형성되고 가격이 반영되면, 활황장은 훨씬 더 연장된다.



이때 DTI(소득대비부채)는 빠르게 치솟는다. 차트는 분석한 디플레이션 공황 사례를 평균낸 것으로, 전형적인 버블이 형성될 때 GDP 대비 부채는 3년간 20-25% 치솟는다. 거품은 대개 경기순환의 고점이나 장기 부채순환의 고점에서 형성되는데, 여기서 경제는 가장 취약하지만 사람들의 심리는 가장 강건하다. 사례 연구에서 평균 DTI가 GDP의 300%를 넘었다. 전형적인 거품의 수치는 어떤지 간단하게 정리했다.

버블 상황

버블 동안의 변화			범위
1	소득보다 빠른 부채 성장	40%	14-79%
	빠른 부채 성장	32%	17-45%
	부채보다 느린 소득 성장세	13%	8-20%
2	자산시장 랠리	48%	22-68%
3	수익률 곡선 평탄화	1.4%	0.9-1.7%

통화정책의 역할

보통 통화정책은 버블을 억제하기보단 키운다. 특히 인플레이션이 안정적이고 성장세와 투자수익률이 좋을 때 그렇다. 생산성 혁신으로 해석되는 이 상황은 투자자 심리를 긍정적으로 만들고 대출을 받아 투자를 하게 만든다. 이럴 때 중앙은행은 인플레이션과 성장에만 초점을 맞춰 통화 수축을 상당히 꺼린다.

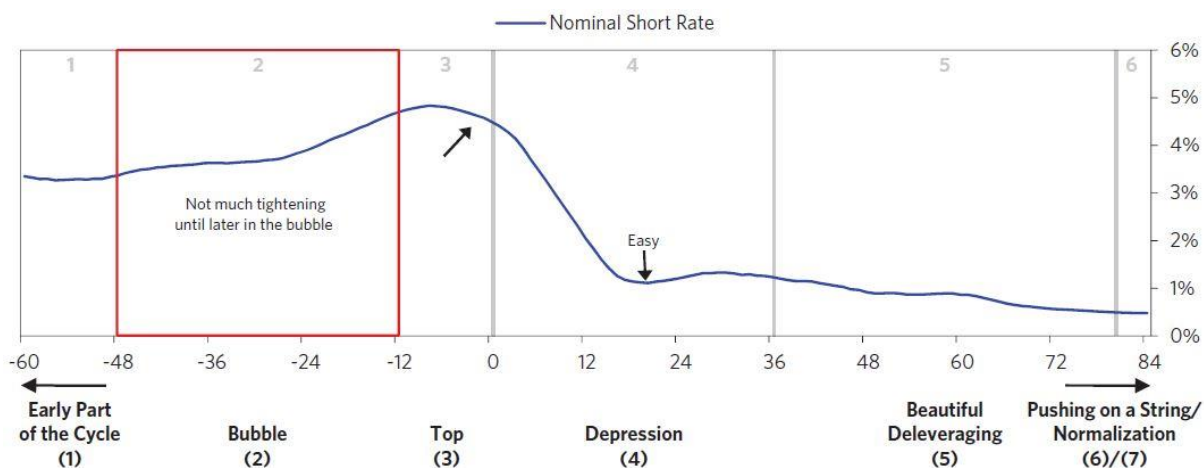
1980년대 일본이 그랬고, 1920년대와 2000년대 중반 세계 전체가 그랬다.

대부분 중앙은행 정책의 가장 큰 문제가 여기에 있다. 중앙은행의 정책목표는 인플레이션뿐이거나 인플레이션과 성장 둘뿐이라서 거품관리는 정책과정에서 제외된다. 인플레이션과 성장세가 너무 격렬하지 않는 한 금리를 올리지 않아서 부채가 커진다. 내가 볼때 부채수준(DTI)을 적당한 수준으로 유지하는 것도 정책목표로 추가돼야 한다. 중앙은행 관료들은 거품을 포착하는 것 자체가 힘들고 이를 평가하고 통제하는 게 원래 자신들의 역할이 아니라고 항변한다. 업무는 인플레이션과 성장 조절이라는 것이다. 하지만 돈과 신용을 통제하는게 그들이고 이 유동성이 대출의 공급원으로 작용하며 거품이 붕괴하면 성장과 인플레이션이 심각한 악영향을 끼친다는 걸 생각하자. 부채를 공급해서 거품을 키우는 중앙은행이 거품을 통제하

지 않으면, 대체 누가 거품을 관리한단 말인가? 거대 버블을 용인하여 터지게 놔두는 것은 너무 고통스럽고, 정책가들이 이를 무시하는 건 비양심적인 짓이다. 관료들의 생각이 바뀌길 바란다.

통상적인 통화정책 하에서 중앙은행은 인플레이션과 성장이 과열되면 금리를 올리고 신용을 수축시킨다. 하지만 거품은 경제의 특정부문에서만 일어나고 다른 곳에선 발생하지 않기 때문에 통상적 정책은 거품 관리에 유용하지 않다. 거시경제를 관할하는 중앙은행은 거품형성을 손놓고 그냥 지켜보고, 채무자는 상환부담이 늘어나지 않는다. 이 때 채무자의 상황이 소득상승보단 추가 대출로 이뤄진다. 물론 지속될 수 없다는 신호다.

거품이 터지면 거품을 만든 메커니즘이 정확히 반대로 작용하며 경기하강이 강화된다. 자산가격 하락은 대출받은 투기자의 총재산과 담보물가치를 감소시키고, 채권자의 상환요구는 빚발친다. 상환압력은 투기자가 더 싼가격에 자산을 내놓게 만든다. 동시에 채권자와 투자자는 위험한 금융중개기관과 투자로부터 도망가고 유동성문제가 생긴다. 거품과 관련된 부문이 크고 대출량도 많아서 손실이 전체 대출을 시스템적으로 위협하면, 전체 경제의 건전성도 위협받기 시작한다.



거품 찾기

사례별로 차이는 있지만 거품은 공통점이 훨씬 많다. 공통점은 거품도 역시 논리적인 인과관계에 따라 진행되기 때문에 생기는데, 다시 말해 거품형성기에 정신만 똑바로 차리면 무엇이 거품이고 아닌지 구별하는 것은 생각보다 쉽다. 여기서 자세히 적진 않겠지만, 거품을 측정할 수 있는 방법은 다음과 같다:

- 1) 전통적 방법으로 측정한 가격이 높다.
- 2) 미래의 가격 조정 가능성을 낮게 본다.
- 3) 심리가 완전히 살아있다.
- 4) 구매의 상당수가 높은 대출을 끼고 이뤄진다.
- 5) 선물거래의 기간 설정이 극도로 길어진다.
- 6) 새로운 매수자가 시장에 진입한다.
- 7) 부양적 통화정책이 거품을 더 키운다. (이후 긴축 통화정책이 거품을 터뜨린다.)

아래 표에서 보듯이 과거 버블에서 이런 측정법은 상당한 효과를 발휘한다. (N/A는 적절한 데이터가 없다는 뜻)

접근들을 과거 거품에 적용

		미국 2007	미국 2000	미국 1929	일본 1989	스페인 2007	그리스 2007	아일랜드 2007	한국 1994	홍콩 1997	중국 2015
1	가격이 높은가?	O	O	O	O	O	O	O	O	O	O
2	조정가능성을 낮게보는가?	O	O	O	O	O	O	O	O	O	O
3	대출기반 구매가 많은가?	O	O	O	O	O	O	O	O	N/A	O
4	선물거래가 활발한가?	O	O	N/A	O	X	O	X	O	O	X
5	신규진입자가 있는가?	O	O	N/A	O	X	O	O	O	N/A	O
6	심리가 강세장인가?	O	O	N/A	O	X	X	X	N/A	N/A	O
7	통화긴축이 거품을 터뜨렸나?	O	O	O	O	O	O	X	X	O	O

특정 요소 하나로 거품을 판단할 수 있다는 생각은 실수다. DTI나 상환부담은 쓸만한 지표지만 그것만 갖고 판단할 순 없다. 부채위기를 잘 예측하려면 빚을 가진 개인들의 자산현황을 살펴보고 평균적인 손실이 얼마나 되는지 알아야 한다. 더 구체적으로 말해서, 만일 손실이 경제 전체에 고르게 분배되어 있다면 그렇지 않을때에 비해 부채나 부채 상환부담은 크게 문제가 안될수도 있다.

3) 고점

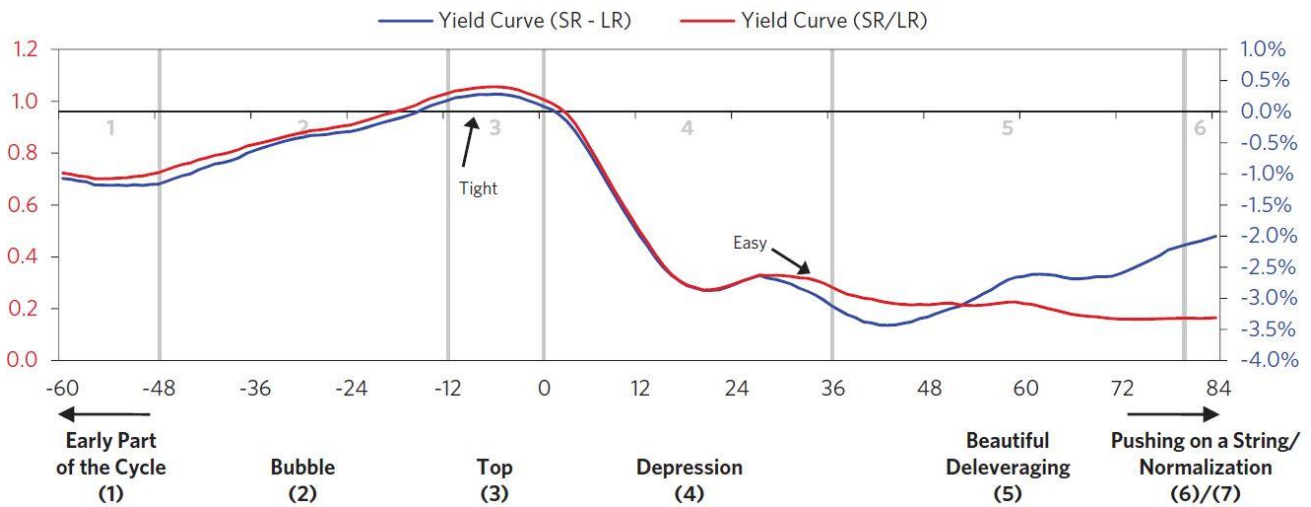
대출기반 구매와 시장의 롱 편향이 견인한 가격은 어느 순간 꺾인다. 일반 원칙을 되새기자: 상황이 너무 좋아서 더 이상 좋아질 수 없을 때-하지만 모두가 더 좋아질거라 믿을때-가 바로 고점이다.

보통 거품은 중앙은행이 통화를 조이고 금리를 올리면서 터진다. 간혹 버블 자체가 워낙 커지다보니 성장세와 인플레이션을 통화팽창이 따라가지 못해서 자체 수축 국면으로 들어갈때도 있다. 이를 제외하면 보통 외부요인으로 터진다. 외채가 많은 나라의 경우 상당수가 외국 채권자가 상환요구에 들어가면 고점을 찍는다. 해외통화 표시 채권은 그 나라가 통화긴축에 들어가면 회수될 수도 있다. 즉 내수경제 컨디션과는 상관없이 터질수도 있다는 거다. 일시적 유동성 위기를 비롯해서 부채위기를 유발하는 이유는 수없이 많다.

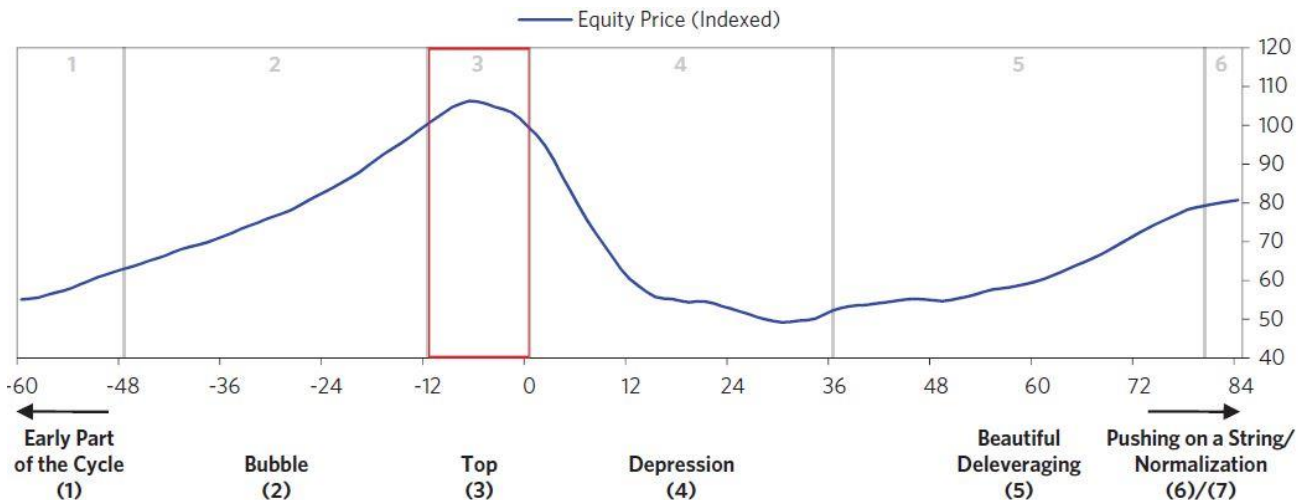
부채의 상환압박은 원인이 뭐든 자산가격 하락을 불러오고, 이는 다시 채권자의 공포를 일으키며 대출 회수를 촉진한다. 채무자의 상환부담은 계속 커지고 소비는 감소한다. 과도한 낙관론속에서 큰 레버리지를 일으켜 높은 가격에 자산을 매입한 사람들은 이렇게 될 수밖에 없다. 보통 이런류의 신용/부채 문제는 경기고점의 반년전부터 가장 취약한 경제주체부터 시작된다. 최저 신용 채무자가 상환을 못하고, 채무자의 비관론이 퍼지며 신용이 수축된다. 위험자산->안전자산으로 탈출은 가속화되고 경기수축을 확대한다.

고점 초기, 단기금리의 상승은 장기금리와의 격차를 (더 오래 빌려주는 대가로 받는 추가 이자) 줄이거나

제거한다. 즉 수익률 곡선이 평탄화되고, 가끔은 역전현상까지 벌어진다. 이는 현금보유에 대한 채권보유의 인센티브를 줄여서 사람들의 유동성 선호를 강화시킨다. 신용성장은 둔화되고 과정이 다시 반복된다.



고점 초반엔 신용시스템의 일부만 고통받고 나머지는 멀쩡하다. 그래서 경제 하강여부를 판별하기 쉽지가 않다. 헛갈리는 중앙은행이 계속 금리를 올리며 신용을 수축시켜서 침체의 씨앗이 뿌려진다. 보통 주식시장 고점 5개월 전에 신용수축이 시작되는데, 이때까지는 경제가 강하게 성장한다. 수요가 생산성 성장을 촉진하고 실업률은 순환주이상 저점이며 물가상승률도 올라간다. 단기금리 인상은 현금보유의 이점을 강화해서 위험자산의 위험도를 더 높이고 대출을 둔화시킨다. 신용의 가격을 올리는 것은 수요를 감소시키는데, 이런 단기금리는 보통 주식시장의 고점 3~4달 전에 고점을 찍는다.



대출이 많고 가격이 높을수록 거품을 터뜨리는데 필요한 통화 수축량이 적고 나중의 공황은 더 처절하다. 경기하강의 강도를 예측하려면 통화수축의 강도보단 경제 각 부문의 수축에 대한 민감도와 가능한 손실의 정도를 알아야 한다. 주요 경제를 부문별로 나눠서 관찰하고 메인 플레이어의 재정상황을 점검하는 게 거시경제 전체의 평균을 보는것보다 훨씬 효과적이다.

거품 직후 시기엔 통화긴축보단 자산 폭락에 의한 자산효과(wealth effect)가 더 크게 나타난다. 사람들은 자산효과를 과소평가하는 경향이 있는데, 특히 버블붕괴 초기 주가는 폭락하지만 아직 소득은 그대로일 때 그걸 저점이라 생각하고 진입하는 사람들이 그렇다. 코앞에 닥친 경제붕괴를 못보는 것이다. 자산이 폭락하면 소득도 폭락하고, 신용경색이 발생해서 대출은 뻘뻘해지며 소비와 투자가 감소해서 다시 자산이 하락한다. 경제가 붕괴하며 자산의 펀더멘털도 악화되고 투매가 나온다. 이는 계속 가속화된다.

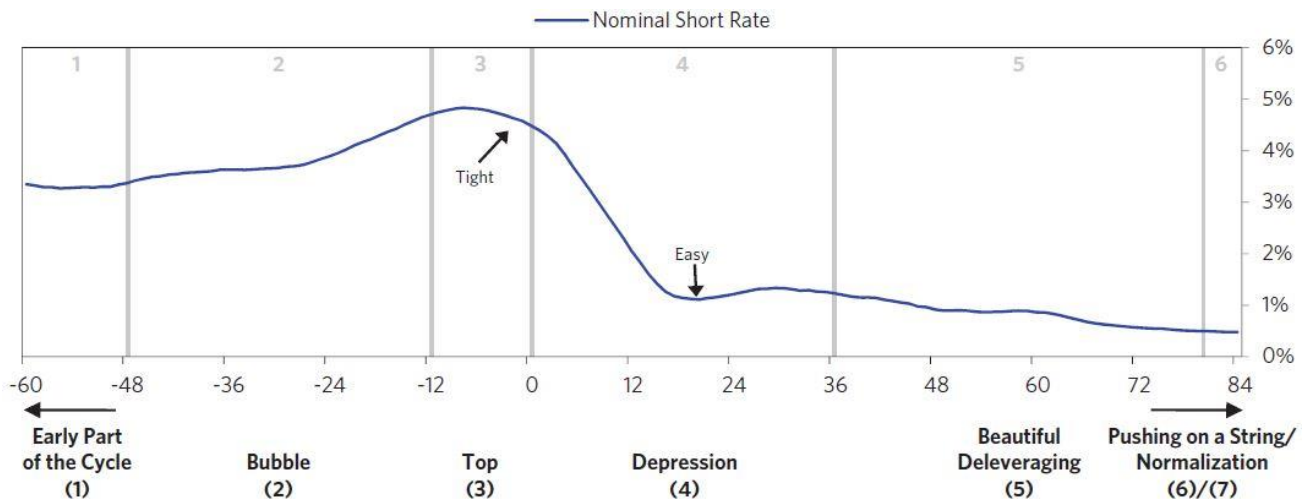
4) 공황



일반적인 경기침체에선 (통화정책이 아직 효과적일 때) 현금과 신용의 수급 불균형은 금리 인하로 완화된다. 이자율 하락은 양의 자산효과를 생성하고 경기를 부양하며 상환부담을 줄여준다. 하지만 공황에선 금리가 더이상 인하될수 없기에 경제는 끝없이 추락한다. 약한 통화를 갖고 있는 나라는 정책금리의 하한선이 정해져 있기 때문에 0%가 아니더라도 공황이 터질수 있다.

이게 공황의 공식이다. 미국에선 1930-32년과 2008-09년에 공황이 발생했다. 그나마 잘관리된 케이스인 07-08에 연준은 금리를 신속하게 인하하고, 더 이상 내릴 공간이 없어지자 새로운 통화완화 정책을 시도했다. 통화완화 추세를 둔화시키고 심지어 긴축을 펼치기도 했던 1930년대의 교훈에서 배운 연준은 금리를 0%에 가깝게 계속 유지했다.





공황이 시작되면 대출 부도와 구조조정이 다양한 시장 플레이어, 특히 대출비중이 높은 플레이어가 타격을 입는다. 채권자와 채무자 모두 이성적 공포를 느끼며 금융기관에 달려가 가능한 모든 현금을 인출한다. 물론 정부보호에 있는 은행이 제외하고뱅크런을 감당할수 있는 금융기관은 없다. 금리인하가 단행되지만 무위험 이자율은 이미 0%를 찍고 대한 스프레드는 너무 벌어져서 효과는 없다. 이자율 인하가 유동성 위기에 처한 대출기관을 돕는 채널은 거의 없기에 신용경색은 그대로다. 이 국면에선 (디플레 압력으로 작용하는) 채무불이행과 긴축이 (인플레 압력으로 작용하는) 경기부양책과 화폐발행의 힘을 압도한다.

채권자는 대출을 꺼리고 채무자는 부채상환을 위해 전방위적으로 현금을 구하는 상황에서 유동성은 가장 중요한 문제가 된다. 원래 채권 10만달러는 현금 10만달러와 동일한 가치를 지닌다. 하지만 현금대비 금융자산의 비율이 너무 높은 국면에선 사람들이 현금확보를 위해 물려들고, 중앙은행이 이를 해결하기 위해 현금발행을 늘리지 않으면 수많은 디폴트를 지켜봐야 한다.

지급능력이나 현금흐름 부족은 공황의 원인이면서 동시에 결과기도 하다. 일반적으로 두사안 모두 공황국면에서 끝없이 터져나온다. 회계용어나 규제기관의 정의에 따르면 지급능력 부족은 한 경제주체가 기관 운영에 필요한 자본을 충족시키지 못하는 걸 의미하는데, 이런 기관은 파산신청을 해야된다. 즉 회계법은 이런 부채위기의 임팩트를 키운다. 현금흐름 부족은 채권자의 상환요구를 충족시킬 현금이 부족한 기관에게 나타난다. 즉 뱅크런. 지급능력 부족과 달리 현금흐름 부족은 엄청난 자산을 많이 갖고있는 기관에게도 벌어질수 있다. 자산의 유동성 부족으로 인해 발생하는 이 문제는 즉각적인 대응이 필요한 심각한 사안으로, 대부분 부채위기의 트리거이자 핵심이다.

각각의 문제엔 다른 접근법이 필요하다. 지급능력 부족은 a) 자본을 추가로 투입하거나 b) 회계법을 바꿔서 자본기준을 완화하는 (문제를 숨겨버리는) 방법으로 대응된다. 정부는 직접적 재정정책을 통해 자본 부족을 해결할수 있고, 부채가 자국화폐로 표시된 경우엔 간접적 통화정책으로 해결할 수도 있다. 현금흐름 부족도 어느정도는 비슷한데, 재정/통화정책을 통해 현금을 제공하거나 정부보증을 해서 해결될 수 있다.

두사안이 위기의 강도에 얼마나 큰 영향을 주는지는 1980년대와 2008년의 비교가 보여준다. 1980년대엔 시가회계가 그리 많이 적용되지 않았는데, 때문에 은행들은 위기를 맞아도 지급능력면에선 2008년 시기만큼 심한 타격을 받지 않았다. 시가회계가 확산된 2008년엔 금융기관들이 대차대조표상의 지급능력을 확보하기 위해 자본투입이나 정부보증에 필요했다. 두번의 위기는 적절하게 관리됐는데, 각각의 정책적 접근법은 상당히 달랐다.

공황국면에서 이전 공황에서 도입된 정부의 보호규제가 먹히기도 한다. 예금자보증을 비롯하여 도움이 되는 게 분명 있긴 하지만, 부채위기의 채널이 완전히 규명된 것은 아니기 때문에 위기를 잠재우진 못한다. 당장 이번 금융위기에서는 상대적으로 규제가 덜한 “그림자 은행 시스템”에서 많은 대출이 나왔지 않나. 이런 새로운 현실에 대한 정책반응은 정책가의 능력과 권한에 달려있다.

가끔 공황의 본질이 심리에 있다고 착각하는 사람도 있다: 무서움을 느낀 투자자들이 위험자산을 팔고 안전자산을 사기 시작하기 때문에 공황이 터지고, 사람의 심리가 개선되어 위험자산 투자가 늘면 회복이 시작된다는 것이다. 틀린 이유는 두개다: 첫째, 대중적 믿음과 달리 부채축소(deleveraging)의 역학은 심리적 인게 아니다. 부채축소는 수요-공급 원칙과 신용, 현금, 상품과 서비스에 의해 진행되는데, 물론 심리학이 아무 쓸모도 없진 않지만 심리요인이 제거된다고 해도 결과적으로 달라질 건 없다. 결국 채무자의 의무상환액이 경제에 잔존하는 현금량보다 많아서 터지는게 공황이다.

이와 관련해서, 만일 중앙은행이 현금부족을 완화하기 위해 화폐발행을 늘리면 이는 채권자의 두려움을 자극한다. 현금가치 하락으로 인해 빌려준 것보다 덜 받을지도 모른다는 생각말이다. 경제에 존재하는 돈은 항상 동일하고 단순히 자산배분이 달라진 것뿐이라고 생각하는 건 진실이 아니다. 사람들이 돈이라고 생각하는 대부분은 실제로 신용이다. 그리고 신용은 호황기에 확장되고 공황기에 수축한다. 예를 들어서, 당신이 상점에서 물건을 사고 신용카드를 내미는 것은 “나중에 돈 줄게요”라고 말하는 것과 동일하다. 당신과 상점주인이 신용자산과 신용부채를 창출하는 것이다. 그럼 돈은 어디서 가져오는거냐고? 가져오는게 아니다. 당신이 만들어 내는거다. 상점주인이 당신의 상환능력과 신용카드 회사를 믿지 못한다고 치자. 그러면 신용“자산”은 그냥 사라진다. 어디로 가는게 아니라, 말그대로 그냥 증발해버린다.

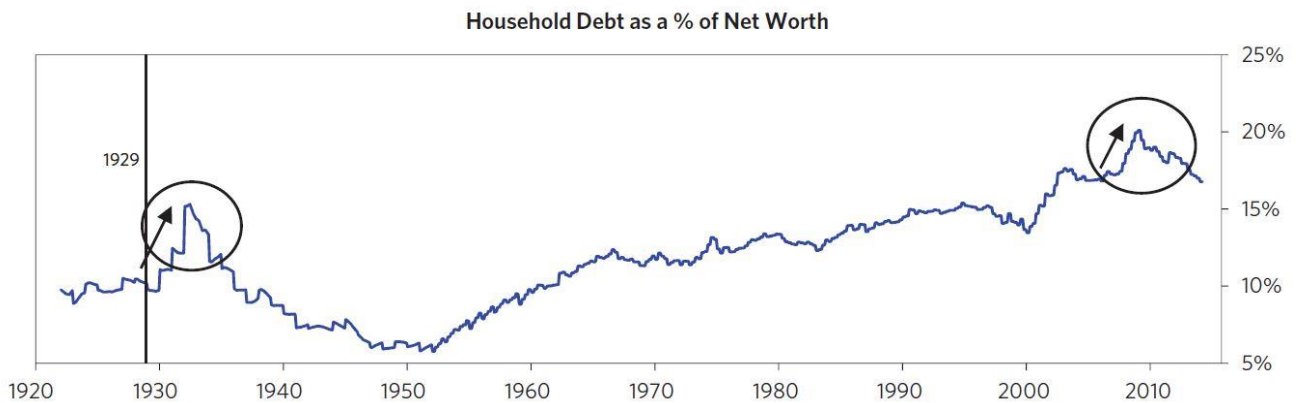
이 비유는, 부채축소의 대부분은 사람들이 자신의 재산이라고 생각했던 것이 알고보니 사람들의 지불약속에 불과했다는 걸 깨닫는 과정임을 암시한다. 약속이 안 지켜진다면, 재산은 의미가 없다. 투자자들이 자산을 현금으로 전환하기 위해 시도했으나 실패한다면, 패닉으로 유발된뱅크런이 발생하고 자산투매가 일어난다. 단기자금에 의존하는 경제주체가 이걸 겪으면 심각한 경영난에 빠지는거고 디폴트가 속출한다.

채무불이행과 구조조정은 부채가 많은 채권자를 타격하고, 공포는 시스템 전체로 전염된다. 촉발된 두려움은 시장전체를 유동성 위기에 몰아넣는다. 채무자의 소득과 추가대출이 상환부담에 못미치면, 채무자의 자산이 매각되고 소비가 줄어야 대출을 갚아나갈수 있다. 이는 자산가치를 다시 하락시켜서 담보물가치를 감소시키고 이것이 소득을 줄여버린다. 채무자의 신용도는 a) 부채 대비 담보물가치와 보유자산, b) 상환비용 대비 소득으로 측정되는데, 부채탕감 속도가 소득-자산 감소보다 빠르지 않는 한 채무자 신용은 계

속 추락한다. 이 메커니즘은 스스로 반복되며 강화된다.

통화증발(printing money)이 실행되지 않으면 공황국면에선 채무불이행과 탕감, 긴축에 따른 디플레 압력이 시장을 짓누른다. 한사람의 부채는 다른사람의 자산이기 때문에, 자산가치 감소는 상품과 서비스, 투자 자산에 대한 막대한 수요 감축을 불러온다. 동시에 탕감이 효과적이려면, 이는 채무자의 상환능력이 회복될 수 있을 정도로 커야 한다. 채무의 30%가 감소하면 그건 채권자의 자산도 그만큼 줄었다는 것이다. 상당한 양으로 들리겠지만, 실제로는 그 느낌보다 더 심각한 문제다. 대부분의 채권자들도 빚을 지고 있기 때문에, 30%의 자산감소는 훨씬 거대한 순자산 감소로 변환된다. 2:1 레버리지의 채권자는 순자산 60% 감소다. 보통 은행의 레버리지가 12:1에서 15:1인 것을 감안하면 30%의 감소는 사실상 은행의 자산 전체를 삭제해버리는 것과 마찬가지다.

심지어 부채탕감이 진행된다 해도, 소비와 소득의 추락 때문에 상환부담은 증가한다. 아래 차트처럼 순자산 대비 대출수준도 증가한다. DTI와 DTW(자산대비 부채)는 올라가고 신용 접근성은 악화되어 신용수축이 또다시 일어난다.



자본가와 투자자들은 공황국면에서 엄청난 규모의 실질자산 손실을 경험한다. 투자 포트폴리오가 붕괴하고 (보통 50%정도) 소득도 하락하며, 특히 부유층 세금도 불황기에 상승하는 경향이 있다. 그 결과 이들은 극도로 조심스러워지고, 자본을 해외로 빼내서 안전자산에 투자하여 세금을 회피하려 하는데 이 자본 유출로 인해 통화는 더 약해진다.

물론 금융경제만큼 실물경제도 고통받는다. 통화정책이 한계에 도달하면 신용수축은 건잡을수 없고 경제적-사회적 재앙으로 이어진다. 노동자는 수입감소와 일자리 삭감을 견뎌야 한다. 가족을 부양하던 사람들이 일자리를 잃고 갑자기 복지제도에 의지하게 된다. 대출을 더 이상 갚아나갈 수 없는 집주인들은 차압을 당하고, 지출을 충당하기 위해 연금과 대학등록금을 위해 모아뒀던 돈이 인출된다. 정책가가 디플레이션 압력을 줄이는 적절한 대응책을 내놓지 않으면 이 상황은 생각보다 훨씬 오래 지속된다.

공황 관리

앞서 언급한 대로 부채부담을 줄이는 4가지 방법이 있다: 1) 긴축 2) 채무불이행/탕감 3) 화폐증발 4) 부의 재분배(부자에게서 빈자로). 4개를 적절히 배합하면 공황의 영향은 완화될 수 있고 경제상황이 악화를 막을 수 있다. 다만 4개 수단이 경제와 신용도에 미치는 임팩트가 다르다는 걸 이해해야 하는데, 그것이 정책의 포인트다: 디플레이 압력과 인플레이 압력의 균형을 맞추는 것.

공황초기의 정책가들은 보통 긴축, 화폐증발, 부의 재분배(이하 재분배)를 잘 배합하지 못한다. 부채위기의 주범인 채무자와 금융기관에 대한 납세자의 분노는 하늘을 찌르고, 정부가 자신들의 돈으로 범인을 구제하는 걸 원하지 않는다. 또한 채무자와 은행이 무모한 신용확장이 가져온 고통을 경험해야 금융위기가 재발하지 않는다고 정책가들이 믿기도 한다. (도덕적 해이 문제) 둘을 비롯한 여러 이유로 인해 정책가는 필요한 수단을 모두 동원하지 않는 경향이 있고, 부채축소가 순식간에 일어나고 그 여파가 빠른 속도로 전파된다. 머뭇거리는 시간이 길어질수록 부채축소(deleveraging)는 더 처참하다. 결국 어느순간 정부보증, 화폐증발 등의 경기부양책이 실시되고 부채축소가 시작된다. 빠를수록 공황의 기간은 짧아지고 (2008년 미국의 공황이 그랬다) 경기부양이 늦을수록 공황기간도 길어진다. (여기엔 1930년대 대공황이나 1980년대 잃어버린 10년이 해당)

부채위기 대응의 가장 큰 난관은 정책가의 무지와 권한부족이다. 성공적인 투자자가 되는 건 힘들지만, 성공적인 경제정책 입안자가 되는 것만큼 어렵진 않다. 나를 비롯한 시장 투자자들은 경제의 작동원리를 이해하고 다음에 벌어질 일이 뭘지 예측하는 게 업무다. 정책가들도 예측해야 하는데, 문제는 경제전체를 예측해야 한다는 게 투자자와 다른 점이다. 정책수립에 걸림돌이 되는 정치적 압력도 잘 헤쳐나가야 된다. 엄청난 지적능력과 투쟁심, 정치적 협상력을 갖춰야만 모든 자질을 지녔다고 할 수 있다. 물론 이걸 다 갖춰도 그 시점의 권한이 부족하면 정책을 펼칠 수가 없다.

이제 4개의 정책수단이 공황국면에서 어떻게 작용하는지 알아보자.

긴축

공황국면에서 정책가들은 제일 먼저 긴축정책을 시도한다. 위기를 자초한 경제주체가 알아서 손실을 부담하고 흡수하길 원하는 건 자연스럽다. 문제는 강도높은 긴축이 부채 부담을 완화하긴 커녕 악화시킨다는 것이다. 소비가 삭감되면 소득도 같이 삭감되고, 민간 경제주체는 소득감소를 충당하기 위해 소비를 더욱 더 줄여버린다.

경제가 수축하면 정부수입도 추락한다. 동시에 세금수요는 높아진다. 재정적자는 증가하고, 균형재정을 유지하고 싶어하는 정부는 세금을 올린다.

둘다 아주 큰 실수다.

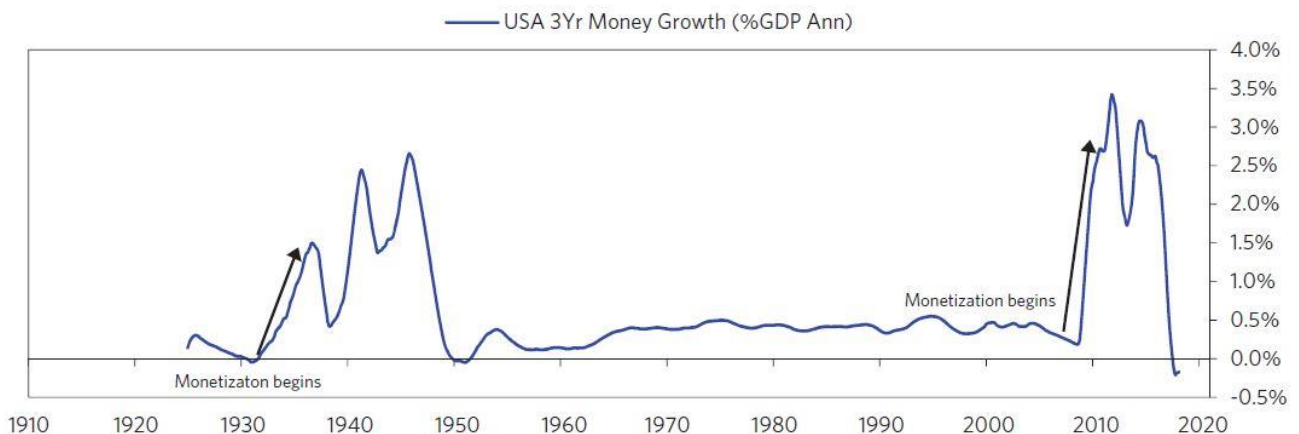
출혈을 멈추고 경제를 부양하기 위한 “화폐증발”

정부보증 없이 은행에 대한 뱅크런은 자주 발생한다. 중앙은행과 중앙정부는 어떤 채권자와 채무자를

구제할지, 어떤 금융기관이 시스템적으로 중요한지(systemically important)를 결정해야 할 포지션에 놓인다. 이렇게 금융 시스템의 안정성을 최대화하면서 동시에 납세자에게 돌아갈 청구서를 최소화할 방법도 찾아야 한다. 구제과정에서 시스템적으로 중요한 금융기관(systemically critical financial institutions)에 대해선 거의 무제한적인 정부보증이 제공되고 그 기업 중 일부는 국유화 된다. 이 과정이 얼마나 빠르고 순조롭게 진행되는지에 영향을 주는 수많은 정치적-법적 요소가 있다. 필요한 돈이 중앙정부와 중앙은행에 서만 충당될 수 있기 때문이다.

재정/통화적 수단을 동원해서 필요한 구제가 완료되면 다음단계로 넘어간다. 이들은 신용경색을 완화하고 거시경제를 부양해야 한다. 보통 중앙정부는 과세와 국채발행을 통한 자금마련에 어려움을 겪고, 중앙은행의 옵션은 두개다: 돈을 찍어내서 국채를 사주거나, 한정된 현금을 놓고 정부가 민간부문과 경쟁하게 놔두거나. 후자는 안그래도 부족한 신용을 더 수축시키기에 결국 돈을 찍어내는 옵션을 택하게 된다.

보통 초기의 온건한 위기대책이 안먹힐수록 화폐발행이 많아진다. 화폐증발은 일시적인 주식 강세장을 만들어내는데, 대공황때 주가가 89% 폭락하는 동안 여섯번의 강세장이 출현했다. 상승은 16%에서 48%까지 분포됐으며 랠리는 정부의 금융불균형 완화 선언에 이어서 나왔다. 화폐증발을 통한 관리가 잘 된다면 부채축소는 끔찍하지(ugly) 않고 아름다운(beautiful) 과정으로 이뤄질수 있다. 아래 차트는 1930년대부터 2008년까지의 미국 화폐발행량을 보여준다.



부양책은 부채축소의 중요한 부분이지만 이걸론 충분하지 않다. 시스템적으로 중요한 기관이 파산할 리스크가 시장에 떠돌 경우, 정책가는 이를 제거하기 위해 개입해야 된다.

- **공포를 줄이고 부채를 보장한다.** 정부는 예금과 부채의 보증규모를 키울수 있다. 중앙은행은 시스템적으로 중요한 기관에 자본을 주입할수 있다. 아니면 예금계좌를 법적으로 동결시켜서 금융 시스템의 유동성을 붙들수도 있다. 보통 계좌동결은 패닉을 키우기 때문에 권장할 수단은 아니지만 혹시 이게 아닌 다른 방법이 없다면 이거라도 하는 게 맞다.
- **유동성 제공.** 민간신용이 수축하고 유동성이 타이트해지면 충분한 유동성을 제공해야된다.
- **시스템적으로 중요한 기관의 지급능력을 보완.** 민간부문이 투자할 용의를 갖게 해야한다. 건전한 은행과 파산은행 사이의 회색은행을 지원하면 민간부문의 자본투입이 늘어날 것이다. 만일 필요하다면 회계기준 변경을 통해 시간을 벌어야 한다.

- **시스템적으로 중요한 금융기관의 손실을 국유화/구제한다.** 위 3개 조치로 지급능력 부재를 해결하기 충분치 않으면 정부는 은행을 정부돈을 쏟아부어야 한다. 채권자 심리를 안정시키고 신용공급을 유지하는게 위기악화를 막는 길이다. 금융기관은 경제시스템의 배관같아서, 설사 지금 쓰이지 않는다 해도 사라지면 치명적이다. 국유화/긴급대출/자본주입 어떤 방식을 동원해서라도 주요 금융기관을 보호해야 된다.

채무불이행/탕감

궁극적으로, 존재하는 부실채권을 정리하는 것은 미래의 현금-신용 흐름을 확보하고 번영을 회복하기 위해 꼭 필요하다. 정책가는 악성채권을 정리하면서 동시에 경제, 사회적 안정성을 유지해야하는 고난도 문제에 맞닥뜨린다. 적절한 대응을 위해선 a) 신용문제의 강도를 정교하게 측정 b) 모든 금융기관을 살리는게 아니라 손익분석을 통해 살리는게 맞는 기관만을 구제 c) 신용도 좋은 채무자에게 돈을 제공하는 건 조한 파이프라인을 제조or유지 d) 부실채권 처리가 진행되는 동안 꾸준한 성장세와 인플레이션이 동반될 거라는 확신을 심어줘야 한다. 장기적 관점에서 정책가가 내려야 하는 가장 중요한 결정은 부채위기의 근본을 제거할 것이냐 아니면 그냥 부채 구조조정을 진행해서 부채규모를 줄일 것이냐다.

물론 이대로 착착 진행되긴 힘들다. 신용위기의 강도를 측정하는 것부터 실패하는 경우가 많다. 관료들의 대책은 대개 필요한 것에 턱없이 못미치고, 공황이 닥친지 몇년정도 지난 다음에서 제대로된 대책을 내놓는다. 정책가가 얼마나 빠르고 과감하게 대응하는지가 공황의 강도와 길이를 결정하는 가장 중요한 요소다. 그 다음으로 중요한게 청산비용이 정부(사회 전체를 의미함)와 이해관계자(채권자, 채무자, 예금자, 투자자 등)에게 어떤 비율로 흡수되는가다.

시스템적으로 중요하지 않은 금융기관은 자신의 손실을 스스로 흡수해야 하고, 불가능하면 파산해야된다. 이런 기관을 위한 대책이 몇 개 있다. 많은 경우, 내가 연구한 80%의 사례에서 이들은 건전한 기관과 합병됐다. 아니면 기관의 자산이 정부기관에 매각되어 공황이 끝난 후 평시에 매각됐다. (Asset Management Company, AMC)

가끔 금융시스템의 안정성을 위한 유동성과 지급능력의 중요성 보장을 아주 잘 이해하는 정책가가 있을 때도 있다. 최근 선진국 경제에선 위기시의 정부보증이 흔해지고 있다. 심지어 정부금융이 시스템적으로 중요한 기관뿐 아니라 모든 은행에 걸쳐서 투입되는 경우도 있다.

이해관계자 보호의 가이드라인은 명확하다.

- **소규모 예금자의 손실은 반드시 최소화시키거나 전부 정부가 흡수한다.** 보통 이걸 예금보험의 정의상 당연하다. 특히 정부가 개입하여 은행의 유동성을 확보해주는 위기 기간엔 예금보험 한도가 확장되고 예금보험제도가 없는 상황에서도 예금자의 손실은 최우선적으로 보호된다. 연구한 사례 30%의 경우에만 예금자가 손실을 입었는데, 이는 정부정책과 상관없이 외환예금에 있던 돈이 환율변동에 의해 손실을 입으면서 발생한 것이다.

- **금융기관이 파산하면 그게 시스템적으로 중요한 것은 관련 자산소유자나 대형 예금자의 손실은 자가흡수 해야한다.** 전문 투자자의 손실은 대부분의 경우 정부가 메꿔주지 않고 스스로 해결해야 한다.
- **국내 이해관계자는 해외 이해관계자보다 우선시된다. 특히 이들의 대출이 민간플레이어에 제공됐을 경우 그렇다.** 이런 우선순위는 예금보험 자금이 바닥났을 때 설정된다. 다만 IMF와 BIS의 구제금융은 그 무엇보다 상황이 우선시되는데 이는 두 기관이 스트레스 상황에 처한 국가에 돈을 빌려주는 유일한 최종대부자이기 때문이다.

실패한 채권자에 대한 자금지원은 대개 규제개혁과 동시에 시행된다. 규제개혁은 무난할때도, 급진적일때도 있다. 개혁덕에 상황이 좋아질수도 나빠질수도 있다. 개혁은 금융부문부터 노동시장까지 거의 경제 전 분야에 걸쳐 실행되는데, 대부분의 은행개혁은 외국 금융사의 국내 금융시장 진입을 허용하고 자기자본기준을 올리며 채권자 보호제도를 제거하는 것이다.

어떤 개혁이 될지는 정치가 큰 비중을 차지한다. 잘못된 정치가 개입되면 개혁은 시장을 왜곡하는 것으로 끝나서 신용이 적절한 사람에게 공급되는 채널을 차단해버릴수 있고 미래 부채위기의 가능성을 키운다. 정치가 제대로 기능하면 신용흐름은 향상되고 가계는 보호되며 미래 부채위기의 가능성은 줄어든다.

파산한 채권자의 자산이나 아직 멀쩡한 채권자의 부실자산을 관리하는 두가지 방법이 있다: a) 자산을 독립된 경제주체인 AMC로 옮겨서 관리 (사례의 40% 차지) b) 원래 기관의 남겨두고 규제기관이 감독하기 (사례의 60%). 부실채권을 처리하기 위한 수단도 몇개 있다: a) 부채탕감 b) 부채-자산 스와프(debt-for-equity)와 자산 압류 c) 제3자에 판매 d) 증권화.

AMC는 현존 은행의 부실자산을 한군데로 모아서 관리하고 지원함으로써 부채위기의 해결을 촉진한다. 부실채권 걱정을 덜어낸 은행은 더 활발하게 신용을 공급한다. 공공자금으로 구성된 AMC는 보통 그 시점의 시장가보다 높은 가격으로 자산을 사서 일정기간(10년정도) 후에 매각한다. 이를 통해 납세자의 손해와 시장교란이 최소화된다. 간혹 부채탕감을 위한 부실채권 구조조정을 명시적 목표로 설정하는 AMC도 있긴 하다. 이들은 정부의 직간접 지원을 통해 자금을 지원받는데, 때문에 법적-정치적-재정적 권한이 충분치 않으면 위기상황에서 제대로 기능할 수 없다.

원래의 대출주체가 계속 나쁜 부채를 관리하게 놔두는 경우는 주체가 정부보증을 받았을때다. 즉 AMC와 큰 차이가 없다. 아니면 부채가 모두 손실로 전환된다 해도 대차대조표상 감당할만 하거나, 집중된 AMC를 만들어낼 전문가가 없거나, 다른 효과적인 해결책이 이미 있을 경우에 경제주체가 그 빚을 그대로 갖고있게 된다.

채무자들이 시스템적으로 또는 전략적으로 중요하냐 아니냐에 따라 정책가에게 받는 대우는 명확히 차이가 난다.

- 시스템적으로 중요한 채무자의 경우 정책가가 개입해서 채무기관이 지속적으로 하나의 주체로 유지되도록 만든다. 이렇게 해야 부채관리가 더 수월하다. 부채-자산 스와프를 비롯한 어떤 수단을 동원하든 말이다. 기관에 직접 유동성을 공급하기도 한다. 사실 AMC 설립의 명시적 목적 중 하나가 이거다.
- 시스템적으로 중요하지 않은 채무자는 대개 민간채권자와 알아서 부채협상하거나 파산하게 내버려둔다.
- 중앙정부는 가계 부채부담을 덜어주기 위해 행동한다. AMC의 또다른 목적은 주택차압을 막고 부채탕감을 진행하여 경기회복을 극대화하는 것이다.

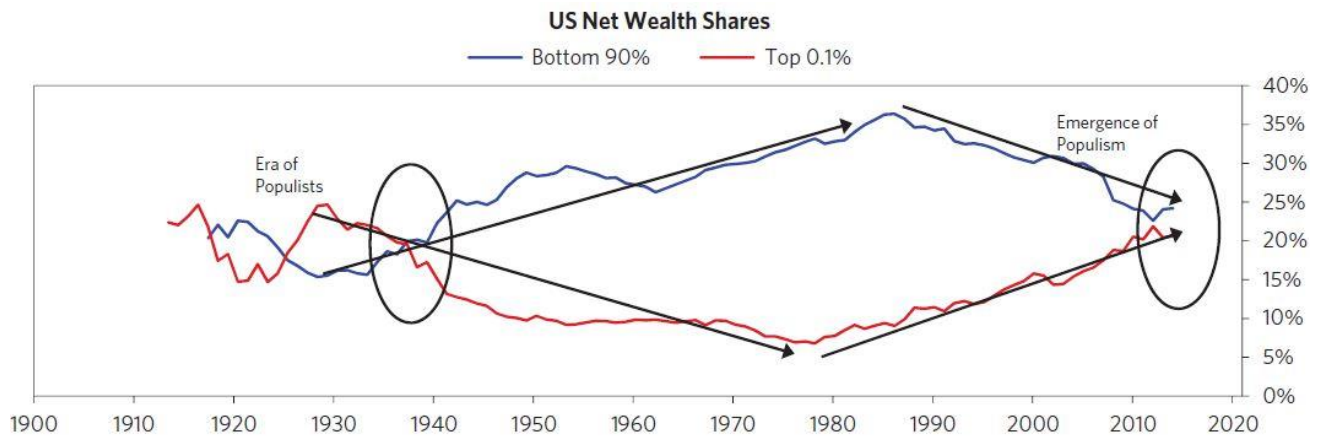
아래 테이블은 각각의 정책수단이 3부에서 얼마나 자주 수행됐는지를 보여준다.

부채관리 정책수단의 사용빈도

유동성 공급	긴급 대출/유동성 지원	88%
	은행 채무 보증	58%
	은행 예금 동결	21%
지급능력이 문제가 되는 기관 해결	은행 채무탕감/합병	81%
	자본재편	73%
	국유화	60%
	예금자	29%
저질부채 해소	정부 직접 자산매입	44%
	AMC 설립	38%
국가내 채무불이행/탕감 IMF 프로그램 시행		35%
		52%

재분배

거품경제에서 증가한 자산격차는 공황기 빈자들의 화를 돋군다. 일반적으로 빈부격차가 큰상태에서 경기가 경제적-정치적 갈등이 생긴다. 바로 이때 좌우 양측에서 포퓰리즘이 힘을 얻는다. 정치시스템과 시민들이 포퓰리즘을 얼마나 잘 컨트롤 해내냐에 경제와 사회의 운명이 달려있다. 아래 보이듯이 요즘 미국의 불평등과 포퓰리즘은 상승일로에 있다. 1930년대에도 그랬는데, 0.1%가 하위 90%와 동일한 양의 순자산을 점유한다.



부자를 대상으로 하는 세금을 늘리는게 정치적으로 매력적으로 보인다. 특히 호황기 혜택을 온몸으로 누린 금융권 종사자들의 탐욕에 대중의 분노가 표출된다. 중앙은행의 금융자산 구매도 자산을 갖고 있는 부자들만 이롭게 한다. 정치적 좌경화는 재분배 압력을 강화한다. 부자들은 자산을 보호하기 위해 보유자산을 해외로 옮기는데, 이건 그 자체로 통화적-자산적 파괴력이 있다. 가끔 부자들의 재산뿐 아니라 부자들 자체가 외국으로 떠나면 훨씬 파괴적이다. 국가 세원의 주 창출자인 고소득 납세자가 떠나면 나라의 자산 가격은 하락하고 정부의 행동반경은 훨씬 좁아진다.

증세는 소득, 재산, 소비에 과세되는 경향이 있는데 그래야 세금 수입이 확 늘어나기 때문이다. 별로 늘어나는 세원은 없지만 정치적 필요에 의해 부유세와 상속세도 증가한다. 다만 부유세 때문에 자산을 팔아야 하는 경우도 있는데, 이는 오히려 자본시장의 혼란만 가중시킬수도 있다. 어쨌든 재분배가 부채 축소 과정에서 의미있는 수준으로 일어나는 경우는 드물다. ("혁명"이 동반되어 재산 국유화가 발생하지 않는한.)

5) 아름다운 부채 축소(The Beautiful Deleveraging)

"아름다운 부채 축소"는 상술한 4개의 수단을 적절한 배합을 통해 동원하여 거품붕괴의 충격을 완화하고 경제성장과 함께 부채감소, 적당한 인플레이션을 일궈내는 걸 말한다. 더 구체적으로는, 충분한 경기부양(화폐증발, 통화가치 절하)을 통해 디플레이션 부채 축소 압력(긴축, 채무불이행)을 상쇄하고 명목금리 이상의 명목성장률을 성하는 것이다. 다만 경기부양책은 충분해야지 과도하면 안되는데, 과도하면 인플레이션 과다와 통화가치 절하로 추가적인 부채위기가 발발하기 때문이다.

디플레이션 공황을 억제하는 최대무기는 중앙은행과 정부의 유동성 제공과 신용지원이다. 소비는 돈이나 신용의 형태로 거래되는걸 기억하자. 시스템내 현금부족으로 증가한 소비가 신규부채를 모두 동원해도 충당되지 않을 때 부채위기가 터진다고 말했다. 즉 부채위기가 터지면 중앙은행이 시스템에 현금과 신용을 많이 공급해야한다.

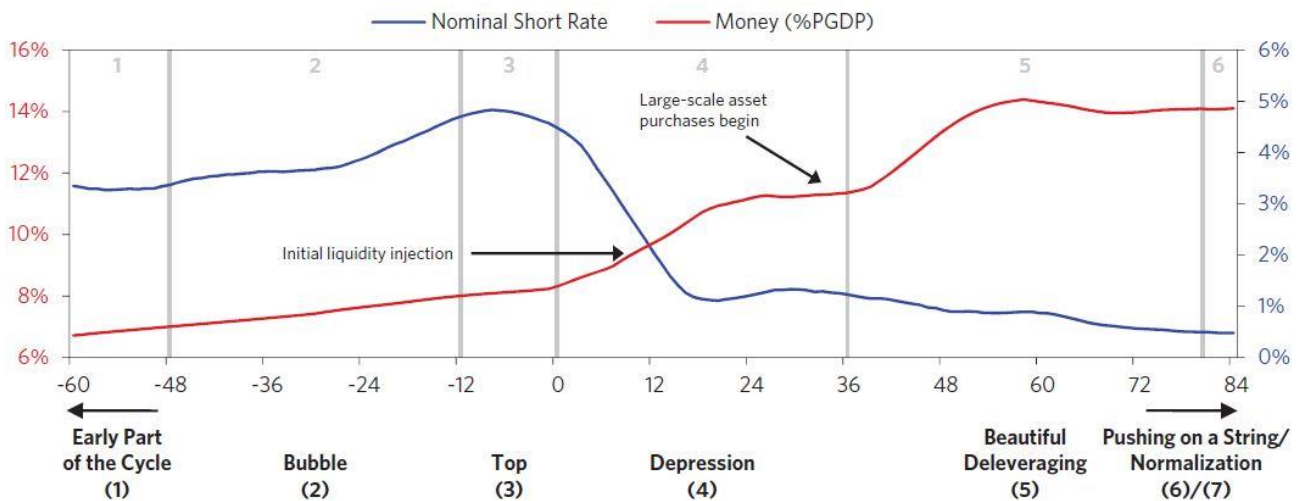
중앙은행이 담보의 질을 따지지 않고 대출을 해주고 저질 부채를 삼으로서 유동성이 제공될 수 있다. 충분한 추가유동성이 동반되면 부채 축소와 함께 경제성장이 가능하다. 충분한 추가유동성은 a) 디플레 압력과 신용시장 붕괴를 상쇄하고 b) 명목금리 이상의 명목성장을 이끌어낼 수 있는 양의 유동성을 말한다.

그럼 내가 이걸로 말하려고 하는게 뭔가? 원칙적으로 소득이 부채보다 빨리 늘어나야 한다. DTI 100%의 나라가 부채축소를 거치고 있다고 치자. 국가 총부채가 국가내 연간 총소득과 동일하다는 뜻이다. 이제 이자를 2%라 가정하자. 부채 100%에 금리 2%면 1년간 부채가 하나도 안갠아지면 DTI 102%가 된다. 소득이 1% 성장하면 DTI는 102/101이 된다. 즉 부채 상환부담이 증가하지 않으려면 명목소득 상승률이 명목금리보다 반드시 커야한다. 클수록 좋다. 물론 너무 높으면 인플레이션과 통화 가치 하락을 유발하므로 그건 또 그것대로 안좋다. 적당히 커야된다.

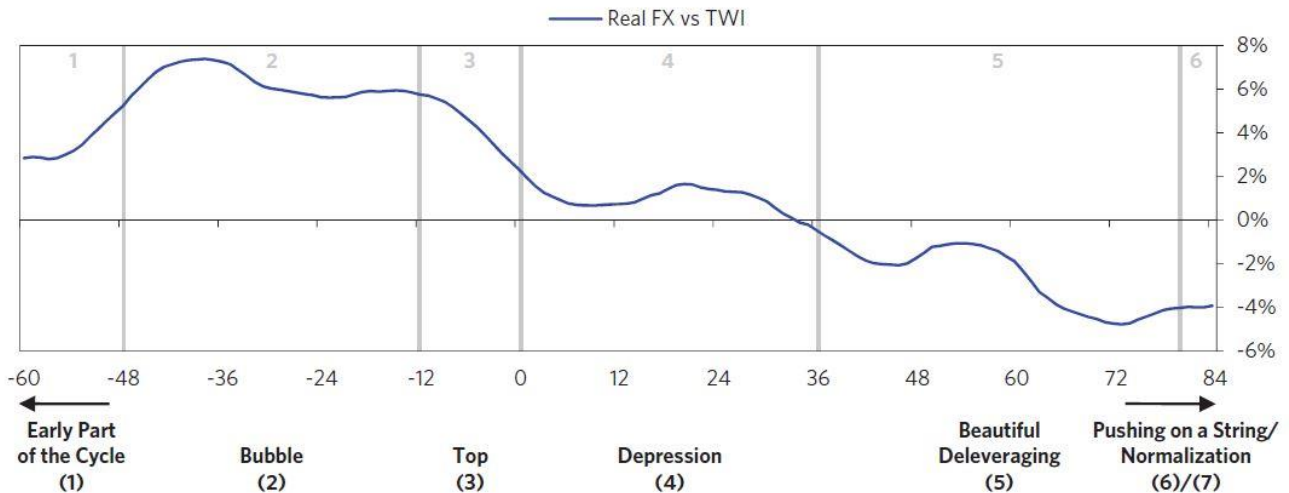
사람들은 화폐증발이 물가상승을 유발하는지 아닌지 묻는다. 디플레 압력과 균형을 이루는 정도로 화폐가 추가발행되면 유발하지 않는다. 그냥 이론이 아니라 역사가 알려준다. 기억해라. 중요한건 소비다. 1달러의 현금소비와 1달러의 신용소비는 경제적 효과가 동일하다. 화폐증발을 통해 중앙은행은 신용수축을 현금확장으로 메꾼다. 화폐발행은 정부채권과 기업채, 주식 같은 비정부자산 매입을 통해 이뤄진다. 신용과 실물경제가 수축하는 속도만큼 빠르게 현금이 추가되어야 한다. 경제학자들은 이를 화폐유통속도 감소라고 부르는데, 그거랑 완전히 다르다. 여기서 일어나는 일은 신용파괴가 통화창조로 대체되는 것이다. 신용대체가 균형적으로 진행되면 인플레이션은 촉진되지 않는다.

하지만 경기부양책은 오용될수 있다. 다른 부채축소 정책수단에 비해 화폐증발은 너무 매력적이기 때문에 “끔찍한 인플레이션 부채축소(ugly inflationary deleveraging)”를 일으킬 정도로 사용될 가능성이 있다. 1920년대 바이마르 공화국과 1980년대 아르헨티나, 브라질에서 벌어진 일이다. 돈을 너무 많이 발행하지 않는게 중요하다. 정책가가 밸런스를 잘 맞추면 부채축소 과정은 그리 고통스럽지 않다. 외채가 많을수록 균형을 맞추는게 쉽지 않은데, 그렇지 않은 경우에 비해 부채 구조조정이나 (인플레이션에 의한) 탕감이 쉽지 않기 때문이다.

현금발행과 정부보증은 금리를 더 깎을수 없을 경우 불가피한 선택이다. 하지만 외채가 많은 나라는 여러 이유 때문에 그 현금발행의 경기부양 효과가 반감된다. 내가 연구한 모든 부채축소 사례는 대규모 통화발행, 재정적자, 통화 가치(금, 상품, 주식대비) 평가절하로 이어졌다. 각각의 경우에 정책가들의 정책 배합은 모두 달랐는데, 이는 각국의 다양한 통화시스템 때문이었다. 아래 차트는 디플레이션 공황의 21개 케이스 부채축소 과정을 평균 낸 것이다. 통화발행은 중앙은행의 직접적 금융기관 구제와 전체경제 부양을 위한 자산매입 두가지로 수행된다.

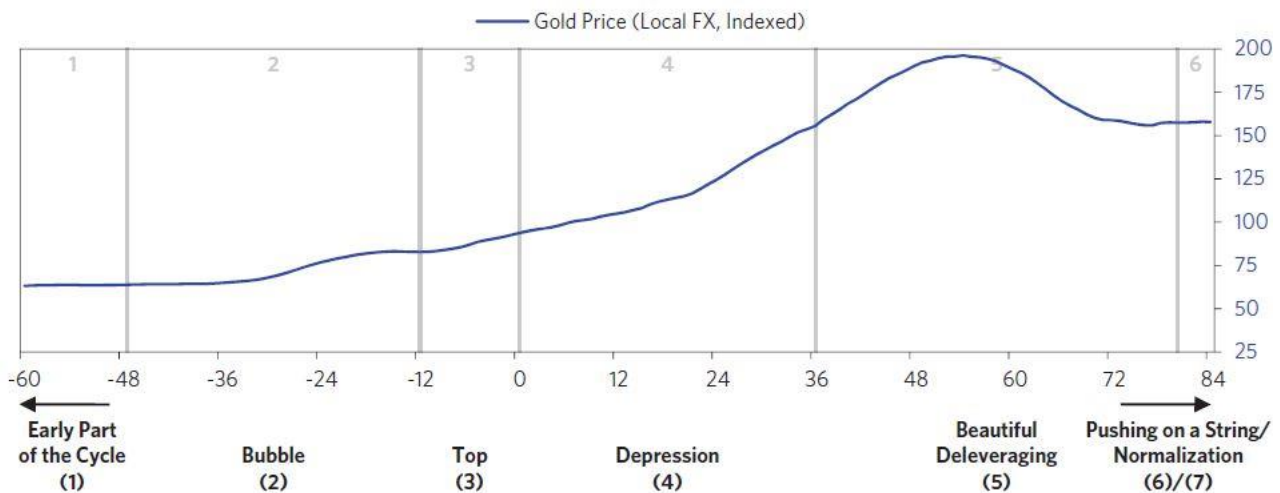


아래 차트는 무역상대국에 대한 환율을 나타낸다.



금, 상품, 외국화폐에 고정된 통화시스템을 가진 나라의 정부는 변동환율제 정부보다 위기시 더 타이트한 통화정책을 강요당한다. 하지만 부채수축은 너무 고통스러워서 결국 이 나라들도 어느 순간 통화방어를 포기하고 화폐발행에 나선다.(고정환율제를 버리는 것과 고시환율을 평가절하하는 것 둘다 화폐발행과 동일한 효과다) 예를 들어 달러가 금에 묶여있던 대공황에서, 달러를 금으로 바꿔준다는 약속을 일시적으로 유예하겠다는 선언이 달러 평가절하를 가능케했고 실제로 통화량이 증가시켰다. 덕분에 주식시장과 상품 시장, 실물경제가 바닥을 찍고 다시 올라가기 시작했다. 2008년 금융위기때는 화폐증발, 자산매입, 정부보증에 요구되는 추가입법이 없었기에 정책대응이 한결 수월했다. 아래 차트는 금가격 추이를 보여준다. 대공황기 미국의 금가격은 루즈벨트가 금 페그제를 폐기했을 때 급등했고, 2008년 연준이 달러가치 자체를 하락시키려고 돈을 찍어낼 때 한번 더 급등했다.

결국 정책가들은 항상 돈을 찍어낸다. 긴축은 고통스럽고, 부채탕감은 자산을 순식간에 삭제해버리며, 재분배는 혁명이 동반되지 않는한 절대 충분하게 일어나지 않는다. 돈을 찍어내는 건 디플레 압력과 균형만 잘못추면 인플레이를 전혀 일으키지 않는다. 모든 정책가들은 공황을 탈출하기 위해 돈을 찍어내야 했으며, 이걸 일찍한 국가는(08-09 미국) 그렇지 않은 국가(1930-33 미국)보다 빨리 탈출했다.



아래 표는 공황을 “아름다운 부채 축소” 국면으로 이끌기 위해 필요한 화폐 추가발행량과 통화 평가절하량을 요약한 것이다. 평균적으로 매년 GDP 4%의 화폐증발이 필요했다. 금 대비 통화가치는 50%정도 떨어졌고, 재정적자는 GDP 6%정도 늘었다. 이 모든 경기자극제는 보통 공황 돌입 2-3년째 돼서야 시행됐는데, 그동안 주식시장은 50% 이상 폭락하고 경제활동은 10%넘게 감소하며 실업률은 10-15%까지 뛰어오른 상태가 되어야 행동을 했다는 뜻이다.

내가 보여주는 지표는 개략적인 것으로, 각각의 상황은 상당히 다르다. 차이점을 인식하고 그 차이를 위한 재정/통화정책을 시행해야 정말 빠른 회복과 성장을 구가할 수 있을 것이다.

정책 반응

		평균	범위
1	수축 기간(개월)	55	22-79
2	금 대비 통화가치 하락	-44%	-55 ~ -37%
3	통화창조 피크	4%	1% ~ 9%
4	재정적자 피크	-6%	-14% ~ -1%

또 강조하지만, 아름다운 부채축소의 핵심은 디플레 압력을 상쇄하면서 동시에 균형잡힌 인플레이션 추구 정책이다. 너무 많은 화폐발행도 끔찍한 인플레이션 부채축소를 유발한다. 정확한 자극제의 양은 a) 디플레이션 압력으로 작용하는 신용시장 붕괴를 상쇄하고 b) 명목금리를 넘는 명목상승률을 확보해서 부채부담을 줄이는 정도가 된다.

	좋은 관리	나쁜 관리
거품	1. 중앙은행이 부채성장을 깨닫고 자산시장과 통화정책을 점검한다. 여기서 버블을 막는다면 붕괴도 없다. 2. 부채의 빠른 성장을 억제하기 위해 중	투기자와 채권자가 거품의 동력을 지속적으로 공급하고, 중앙은행은 인플레이션과 성장에만 초점을 맞추며 자산엔 신경을 쓰지 않아서 신용이 계

	양은행이 신중하고 정교한 거시건전성 강화 정책을 수립함. 3. 재정흑자	속 값싸게 유지됨
고점	중앙은행이 통화정책이나 거시건전성 정책을 통해 거품의 연착륙을 유도함	거품이 터질때까지 통화정책을 타이트하게 가져감
공황	1. 유동성을 확실하게 공급하고 단기금리를 즉각적으로 0%까지 깎은 후 대규모 통화발행을 함. 2. 중앙정부는 대규모 경기부양책을 통해 경기하강을 완화함 3. 시스템적으로 중요한 금융기관들은 보호됨	1. 금리인하를 천천히 하고 유동성 공급은 제한적으로 함. 경기가 살아나지도 않았는데 통화긴축을 시작하고 화폐발행은 머뭇거림. 2. 정부가 긴축재정을 시행. 3. 시스템적으로 중요한 금융기관이 손실을 입고 파산함.
아름다운 부채 축소	1. 공격적 화폐발행과 자산매입, 통화가치 절하를 통해 명목금리를 넘는 명목성장률을 기록함. 경기회복 시작. 2. 자극적 거시건전성 정책은 시스템적으로 중요한 경제주체를 타깃으로 시행되고 고신용자 대상 대출을 지원함. 3. 시스템적으로 중요하지 않은 기관은 질서있게 파산하도록 유도. 4. 정책가들이 화폐증발을 디플레 압력과 상쇄되도록 적절한 수준으로 시행함.	1. 화폐증발이 실행되지만 중앙은행의 자산매입은 지나치게 안전자산 위주로 진행됨. 자산효과(wealth effect)가 유발되지 않고, 중앙은행의 경기부양은 중앙정부의 긴축정책으로 상쇄되버림. 2. 부채를 떠안은 경제주체는 시스템적으로 중요하지 않더라도 보호되어 좀비은행으로 남음. 3. 끔찍한 인플레이션 부채축소가 진행되고 화폐증발은 균형상태를 넘어 지나치게 많이 실행됨.

6) “중앙은행의 한계”

부채 장기순환 후반부엔 중앙은행가들의 경기부양 정책을 소비증가로 전환시키려고 노력한다. 중앙은행의 금리인하 효과와 자산매입 여력이 점점 줄어들기 때문이다. 이시기엔 성장률이 낮아지고 자산수익률도 하락하는데, 중앙은행 차원에서 신용이 소비자에게 직접 가도록 유도해야 한다. 정책가들이 1930년대에 이 상황에 봉착했을 때, 그들은 이것 “줄을 민다(push on a string)”고 표현했다. (역주: 고무줄을 민다고 고무줄 길이가 줄어들진 않는다) 한계국면에서 가장 큰 리스크는 회복과정에서 지나치게 많은 화폐증발과 통화가치 절하가 일어났을 경우다. 디플레 압력과 균형이 맞지 않는다면 “끔찍한 부채 축소”를 일으킨다. 부채축소를 용이하게 지원하는 몇가지 통화정책을 소개하겠다. 크게 세가지 분류로 나뉘는데, 각각의 경제와 시장에 대한 효과를 설명한다.

통화정책 1(MP1)

금리 조절을 이용한 통화정책(내가 MP1이라 부를것)은 거시경제에 광범위한 영향을 준다는 면에서 가장 효과가 좋다. 중앙은행이 금리를 내리면 a) 양의 자산효과를 생산하고 b) 신용구매를 촉진하고(특히 내구

재와 주택구매를 촉진) c) 부채 상환부담을 줄이는 채널로 경제를 자극한다. MP1은 부채위기에서 제일 먼저 쓰이는 접근법인데, 단기금리가 0%를 치면 더 이상 MP1은 쓸 수가 없고 두번째 타입의 통화정책으로 넘어가야 한다.

통화정책 2(MP2)

“양적완화(Quantitative easing, QE)”가 MP2다. 돈을 찍어서 금융자산을 매입하는 정책은 채무자나 소비자 자산과 투자자와 예금자의 행동에 임팩트를 준다. 중앙은행이 채권을 사면 투자자/예금자는 현금을 받고, 이 현금은 보통 다른 금융자산을 구매하는데 사용된다. 여기서 생기는 현금과 신용이 상황을 완전히 바꾼다. 금융투자가 늘어나면 경제는 자극된다. 투자하지 않는다 해도 소비를 통해 시장 활동을 진작시킨다. 여기서 생기는 이익은 주로 투자자/예금자(금융자산 소유자)에게 돌아간다. 즉 자산격차가 벌어진다.

MP2는 일반적으로 금리조절보다 효과적이지 않지만, 리스크 프리미엄과 유동성 프리미엄이 클 때는 이 프리미엄을 낮추기 때문에 가장 효과적인 방법이다. 리스크 프리미엄이 너무 높을 때 돈이 시스템에 추가 되면 보통 리스크 높은 자산의 수익률이 올라가고, 이는 프리미엄을 하락시킨다. 위험자산의 매수세 증가로 가격이 올라가고 양의 자산효과를 낳는다.

하지만 시간이 지날수록 양적완화의 효과는 감소한다. 리스크 프리미엄이 줄어들고 자산가격이 일정수준 이상으로 올라가면 자산효과는 줄어든다. **다시 말해 높은가격과 낮은 기대수익이 리스크 감수의 대가를 너무 작게 만든다.** 낮은 리스크대비 수익비는 자산보유자들에게 현금의 매력을 높인다. 그 결과, 양적완화의 효과는 점점 작아지고 민간신용은 성장하지 않아서 정책가들은 꼭 고무줄을 미는 느낌이 들게 된다.

어쨌든 정책가들이 양적완화의 양을 더 늘려서 감소하는 효과성을 상쇄하려고 한다. 어느정도 도움이 될 수는 있지만 부채의 현금화 정책의 기간이 너무 길어지면 사람들에게 통화가치가 리스크로 떠오른다. 금처럼 다른 통화를 찾게 만드는 것이다. 여기서 제기되는 근본적인 어려움은 자산 구매력의 필요량이 정부의 능력보다 많다는 거다.

이렇게 생각하자: 상품과 서비스만이 존재한다. 금융자산은 상품과 서비스에 대한 청구권이다. 다시말해 자산보유자는 보유 재산을 나중에 상품과 서비스를 살수 있는 구매력으로 전환가능하다고 믿기 때문에 자산을 보유한다. 노동자는 노동의 대가로 받는 것이 상품과 서비스에 대한 구매력으로 전환가능하다고 믿기 때문에 일한다. 하지만 부채/돈/통화의 내재가치가 사라지면/감소하면, 청구권의 총량이 실제 청구가 능한 상품과 서비스의 가치보다 크다. 그래서 통화의 평가절하가 이뤄져야 한다. 즉 부채가 너무 많으면 부채 탕감과 구조조정이 필요하다. 정책가는 화폐증발을 제일 좋아하는데, 경기부양에 좋기 때문이다. 하지만 화폐발행은 그냥 부채를 다른 형태로 바꾸는 것에 불과하다. 이 상황은 다단계 사기와 비슷한데, 청구권을 청산할 상품과 서비스가 충분하지 않은 상태에서 청구권의 형태만 바꾸는 것이기 때문이다.

위험자산에 대한 낮은 리스크 프리미엄이 동반된 저금리는 통화정책의 구조적 어려움을 만든다. MP1(금리인하)과 MP2(양적완화)로는 부족해지면, 중앙은행의 경제개입 능력이 거의 없어진거나 마찬가지다. 이

는 부채 장기순환 말기에 나타나는데 (1937-38 미국) 바로 이게 “고무줄을 미는거”다. 위기에 봉착한 정책가는 양적완화를 뛰어넘는 새로운 통화정책과 재정정책을 고안해내야 하는데 그게 바로 MP3다.

통화정책 3(MP3)

MP3은 투자자/예금자가 아니라 소비자의 손에 돈을 직접 쥐서 소비를 촉진시키는 것이다. 부자들은 돈이나 신용이 많아진다고 소비를 늘릴 유인이 적기에, 자산격차가 벌어지고 경제가 약할때 현금을 부유하지 않은 사람에게 주는 것이 더 생산적이다.

이론과 역사적 데이터는 소비촉진을 위해 가용한 수단이 광범위함을 보여준다. 재정정책으로 정부재정을 써서 비정부 경제주체에 돈을 쥐어주는 것부터, 통화정책으로 중앙은행이 “헬리콥터 머니(helicopter money)”를 제공해서 재정정책을 거치지 않고 바로 시민들에게 돈을 보내는 것까지 다양하다. 보통 재정-통화정책의 밸런스를 맞춰 상품과 서비스 소비를 창출한다. 중앙은행이 거시건전성 정책 영향력을 행사하여 중앙정부의 재정정책과 비슷한 효과를 낼수도 있다. 스펙트럼을 조직해서 구체적인 사례를 하나하나씩 들어주겠다.

- **적자재정:** 양적완화와 함께 시행되서 발행된 국채 대부분을 중앙은행이 매입하기도 한다. (1930년대 일본, 2차대전 미국, 2000년대 미국과 영국)
- **적자재정을 하긴 하는데 재무부가 빚을 내진 않음**
 - 중앙은행이 돈을 찍어내서 부채를 전부 커버해줌(1930년대 독일)
 - 중앙은행이 경기부양 프로젝트를 시행할 정부기관에 돈빌려줌 (2008년 중국의 개발은행)
- **부채를 발행하지 않고 중앙은행이 찍어낸 돈을 그대로 정부 쓰라고 갖다줌.** 명목화폐를 발행한 경우도 있고 (근대이전 중국, 독립전쟁기 미국, 남북전쟁기 미국, 1930년대 독일, 1차대전기 영국) 경화를 찍어낸 경우도 있다 (고대 로마, 근대이전 중국, 16세기 영국).
- **돈을 찍어내서 가계에 직접 뿌려버림(헬리콥터 머니).** 헬리콥터 머니는 소비자 주머니에 직접 돈을 넣어주는 걸 뜻한다. (대공황기 미국의 퇴역군인 보너스, 근대이전 중국) 돈을 꽃아주는 방법은 다양하다. 모두에게 똑같은 돈을 줄수도, 기준에 따라 차등적으로 지급할수도 있다.(빈자에게 부자보다 많이준다던지) 일시적으로 뿌릴수도 정기적으로 지급될수도 있다(기본소득 비슷하게). 본질은 소비를 촉진하는 것이라서 1년안에 소비안하면 다시 가져가는 케이스도 있다. 특정 투자 계좌에 꽃아줄때도 있다. 연금, 교육, 소기업 계좌 등의 사회적으로 바람직한 투자/소비를 촉진하는 개념으로. 양적완화에서 매입된 자산을 가계에 배분하는 경우도 있다.
- **대량의 통화창조를 통한 부채탕감.** 고대 로마, 대공황, 아이슬란드에서 시도.

딱히 더 추천하는 것은 없지만, 가장 효과적인 것은 재정-통화정책이 적절히 배합되는 것이다. 배분된 현금이 소비까지 이어지도록 잘 유도해야 한다. 만일 중앙은행이 그냥 돈뿌리고 끝나면, 이건 소비 인센티브를 같이 준것보단 소비진작효과가 약하다. 하지만 기본적으로 둘은 다른 정책 접근법을 취하기 때문에 재정정책가와 통화정책가가 협력하기 힘들때도 있긴 하다.

이 카테고리에 정확히 맞아떨어지지 않는 정책도 있다. 각 요소를 모두 지니고 있으면 그렇다. 만일 정부가 감세를 하면 보통 헬리콥터 머니로 분류되진 않지만 재정충당이 어떻게 되는지에 따라 헬리콥터 머니가 될수도 있다. 정부는 돈을 빌리지 않고 그냥 재정을 더 쓸수도 있는데, 이건 재정채널을 사용한 헬리콥터 머니다.

중앙은행은 경제전체에 걸친 신용의 가용성과 비용에 영향을 주는데, 동시에 규제권한을 사용해 특정 금융기관에 제공되는 신용의 가용성과 비용에 영향력을 행사할수도 있다. 이게 거시건전성 정책인데, 경제주체별 대응을 다르게 해야할 경우에 유용하다. 과다부채 기관의 신용 접근은 제한하면서 나머지 거시경제의 신용은 촉진해야 하는 상황말이다. 아니면 특정 기관엔 풍부한 유동성을 공급하면서 나머지 경제부문은 무관하게 처리하고 싶은 상황도. 거시건전성 정책은 대형 부채순환의 7개 국면 모두에서 유용하게 사용될수 있다. 이걸 여기서 설명하는건 좀 산만하므로 부록에 실어놓겠다.

7) 정상화

아름다운 부채축소가 진행되어도 경기회복 동안의 경제활동과 자본형성은 느리다. 그러나 어찌됐든 시스템은 정상화된다. 보통 실물경제가 전고점을 찍으려면 5-10년정도가 걸린다. (그래서 잃어버린 10년) 주가가 전고점을 찍으려면 시간이 더 걸리는데, 투자자들이 다시 편안하게 위험자산을 보유하려면 훨씬 오랜 시간이 걸리기 때문이다.

회복 상황

		평균	범위
1	주가 전고점 회복기간(개월)	119	60-249
2	GDP 전고점 회복기간(개월)	72	25-106
3	경기부양 종료후 GDP대비 부채비율 변화	-54%	-70% ~ -29%

이제 디플레이션 공황의 설명은 끝났고, 자세한 사례분석은 2부의 1928-1937과 2007-2011 미국에서 했다. 또다른 사례와 자료를 보고싶다면 3부의 21개 사례분석을 보기 바란다.

인플레이션 공황과 통화위기

방금 본건 전형적인 디플레이션 부채위기다. 3부의 21개사례 평균으로 낸 결론이고, 그때까지 다시 한번 볼거다. 지금부터 볼건 27개의 사례분석을 통해 종합한 전형적인 인플레이션 부채위기다. 이것도 다 읽으면 독일 바이마르 공화국에서 있었던 하이퍼인플레이션도 2부에서 자세히 살펴볼것이다. 차트와 데이터를 보기 전에 기억하자:

- 통화와 부채는 1) 교환수단이면서 2) 부의 저장수단이다.
- 한사람의 부채는 다른 사람의 자산이다.
- 부채는 특정 종류의 통화로 돈을 갚겠다는 약속이다.
- 채권자는 상환받을 돈의 상품-서비스 구매력에 대단히 민감하고, 따라서 구매력 상실(인플레이션)에 촉각을 곤두세운다.
- 중앙은행은 자국화폐의 돈과 신용만을 창조할수 있다. (연준-달러, 일본은행-엔)
- 내부 역학상 시간이 지날수록 중앙은행과 자유시장의 채무자와 채권자는 점점 더 많은 신용을 창출하고 부채를 만든다.
- 부채규모가 클수록 공황국면에서 디플레 압력과 인플레이 압력 사이에서 균형을 잡아야 하는 중앙은행의 역할의 압력은 더 힘들어진다.
- 정책가(재정과 통화정책 모두)는 부채위기에서 부채부담을 분배해서 사회화할 권한을 갖고 있는 경우가 대부분이다. 제대로 사회화 하지 못하는 경우가 많은 경우가 많긴 하지만.
- 중앙은행은 부채위기를 화폐증발, 소비촉진, 통화가치 평가절하를 통해 완화하고 극복하는 경우가 많다.
- 한 나라의 통화가치가 추락하는데 그게 금리보다 더 크다면 그 화폐로 된 부채의 채권자는 돈을 잃는다. 만일 투자자가 약한 통화를 예측하는데도 그게 금리로 보상받지 않으면, 위험한 변화가 발생한다.

마지막의 위험한 변화는 통화적 변화인데, 이게 인플레이션 공황을 일으킨다. 낮은 수익률의 통화로 표시된 자산을 들고있는 사람은 자산을 팔고 다른통화로 갈아타거나 아예 통화와 상관없는 금 같은 자산으로 포지션을 바꿀 유인을 갖는다. 나라에서 부채위기와 경기침체가 동시에 터지면, 중앙은행 입장에서 통화약세를 커버할만큼 금리를 인상하는건 불가능하다. 그래서 자본이 나라를 뜨고 좀더 강한 통화를 보유한 나라로 간다. 너무 많은 돈이 유출되면 대출이 마르는데, 정책가는 타이트해지는 신용시장을 내버려둘지 돈을 무지하게 찍어낼지 결정해야 한다. 중앙은행의 정책목표가 인플레이션과 성장의 균형을 맞추는 것이고 정책수단은 금리조절과 유동성관리인건 유명하지만, 그 목표를 달성하는게 자본유입 상황에서가 자본유출상황보다 훨씬 쉬운건 잘 알려져있지 않다. 화폐수요가 많으면 통화가치는 올라가는데, 여기서 다른 조건이 같다고 가정하면 높은 통화가치가 저물가-고성장을 촉진한다. 화폐수요가 낮으면 반대다. 즉 화폐수요 변동은 중앙은행 정책에 심대한 영향을 끼친다. 자세한건 나중에 설명할 것인데 일단 자본유출때문에 실질환율이 하락하면 실질금리 인상이 필요하단 것만 알고있으면 된다.

자본유출은 부채위기, 경제위기, 정치위기 같이 불안정한 상황에서 일어난다. 유출은 통화가치를 많이 하락시키는데, 문제는 이게 악순환이라는 거다. 통화가치가 하락하면 외국통화로 표시된 부채를 갚기 위해 필요한 자국통화의 양은 저 많아지고, 그럼 이게 다시 통화가치를 더 하락시킨다. **그래서 부채중 외국화폐로 표시된 비중이 높고 외국자본 의존도가 심한 나라는 심각한 통화약세를 겪어야 한다. 그 결과 공황시기 인플레이션이 발생한다.**

보통 통화가치 하락이 너무 심해서 슬슬 싸졌다 싶어지면 과정이 끝난다. 구체적으로는 a) 채무불이행이나 화폐발행이 충분히 많이 되거나 b) 지급유예등의 방식을 통한 부채탕감이 됐거나 c) 인플레이션보다

통화 가치가 훨씬 변동되어 국제적으로 국가내 자산이 매력적인 가격을 보이게 되면 화폐가치 하락이 멈춘다. 근데 이걸 정치가 개입되지 않았을 때고, 정치가 개입되어 나쁜 정책을 펼치면 생산성도 같이 수렁으로 빠지고 회복에는 오랜 시간이 소요된다.

인플레이션 부채축소나 하이퍼인플레이션으로 가장 많이 고통받을 나라는 어디인가?

인플레이션 공황은 모든 나라/통화에서 가능하지만, 특히 더 확률이 높은나라도 있다.

- 외환보유고(reserve currency)가 없음: 부의 저장수단으로서 통화의 역할이 거의 없다.
- 외환보유고가(foreign-exchange reserves) 매우 적음: 자본유출에 대비한 쿠션이 적다.
- 외채가 너무 많음: 다른나라의 정책에 부채 상환부담이 크게 좌우된다.
- 재정적자와 경상수지 적자가 큼: 적자를 메우기 위해 돈을 찍어내거나 빌려야 한다.
- 실질금리가 마이너스: 자국화폐로 대출해줄 외국 투자자가 적다.
- 역사적으로 높은 인플레이션과 낮은 수익률을 보여옴: 통화신뢰도가 낮다.

일반적으로 해당사항이 많을수록 인플레이션 공황의 강도가 심하다. 제일 유명한 케이스가 1920년대 초반 독일 바이마르 공화국인데, 2부에서 자세히 설명하겠다.

외채가 별로 없는 기축통화 국가에 인플레이션 공황이 닥칠수 있을까? 확률은 낮지만 디플레이션 부채축소 과정에서 경기부양책을 너무 많이 쓰면 기축통화 국가도 인플레이션 공황을 맞을수 있다. 즉 어느나라든 자본유출이 될수 있고, 인플레이션-성장의 상보적 균형 맞추기가 힘들어질 수 있다. 만일 기축통화를 가진 중앙은행과 정부가 성장을 촉진하게 위해 지나친 인플레이션을 용인한다면 이는 기축지위를 위협하고, 부채축소 과정이 인플레이션의 그것으로 바뀔수도 있다.

일반적 인플레이션 부채 순환주기

인플레이션 부채축소는 디플레이션 부채축소와 비슷한 5개의 현금-부채 순환 경로를 따라가며 진행○된다. 하지만 동시에 상당히 다른 부분도 있다. 지난 수십년의 사례분석결과 일단 공황국면 이전까지는 디플레와 인플레 순환간의 차이가 거의 없었다.

전형적인 인플레이션 부채축소 과정의 국면을 살펴가면서 진행한다. 27개의 인플레이션 케이스를 연구하고 평균낸 것이다.

1) 순환 초반

건전한 호황기엔 좋은 펀더멘탈덕에 자본이 유입된다. 산업은 국제경쟁력이 있고 투자는 생산적 부문으로 흘러들어간다. 부채수준은 낮고 대차대조표는 단단하다. 이는 수출을 촉진하고 외국자본을 유혹하여 생산성 성장이 다시 탄력받는다.

자본흐름은 변동성이 심하다는 면에서 경제에서 가장 중요한 흐름이다. 순환주기 초반 부채와 소득은 증가하고 주식시장은 강력하다. 대출도 늘어난다. 민간부문, 정부, 은행은 소득성장에 힘입어 상환부담이 약할거라 예측하고 더 많은 대출을 받으려 한다. 강한 펀더멘탈이 사이클 레버를 당겨서 호황이 찾아오고 자본을 더 유입시킨다.

자가발전하는 긍정사이클은 통화수요 증가와 함께 진행된다. 만일 통화가치가 외국 투자자를 유혹할 정도로 싸게 형성되어 있거나, 수출이 수입보다 많아서 국제수지가 매력적일 경우 통화수요가 통화공급을 능가하고 가치가 올라간다. 이 과정에서 인플레이션을 억제하고 성장을 촉진하는 중앙은행의 업무는 편리해지는데, 자본유입은 금리를 낮추고 외환보유고를 증가시키기 때문이다.

자국통화 강세에서 자국통화를 팔고 달러를 사들이는 중앙은행도 있다. 미래의 화폐가치 하락을 대비하며 현재의 급격한 환율변동을 막기위한 정책인데, 여기서 생긴 돈을 “외화보유고(foreign-exchange reserves)”라 부른다. 외화보유고는 저축이랑 비슷한데, 자국통화수요의 급격한 변동을 완화시키는 쿠션으로 기능한다. 이 돈으로 안전자산인 채권을 살수도 있고 괜찮다고 평가되는 위험자산을 매입할수도 있다. 외환보유고를 축적하는건 자국통화 상승을 억제시켜 수출경쟁력을 자극하고 경제에 더 많은 돈이 돌게 만든다. 중앙은행이 외환을 사려면 통화창조를 해야되고, 이는 자국화폐의 증가로 이어져 대출공급과 자산매입수요를 늘린다.

이 지점에서 통화의 총수익률은 매력적인데 a) 국가내 자산을 사고 싶어하는 경제주체는 그나라 화폐를 사야하고 b) 중앙은행의 외환매입을 위한 자국통화발행이 자산의 자국통화기준 가치를 올리기 때문이다. 즉 국가의 국제수지 추세가 좋으면 자본이 유입되고 통화가치가 상승하며 외환보유고는 늘어난다. 자본유입은 경제를 자극하고 자산시장을 견인한다. 투자자는 자산가치의 상승과 통화가치의 상승덕에 이중으로 이익을 본다.

2) 거품

강한 자본유입세, 자산가격 상승세, 좋은 경제상황이 맞물리면 어느순간 거품이 생긴다. 호황초반에 유입된 자본은 생산적으로 투자되어 높은 수익률을 올리고 이는 자본을 더 끌어온다. 거품국면에서 통화가치와 자산가격은 상승하는데, 대출기반 매입은 이들의 가격을 지나치게 많이 끌어올린다. 하지만 아직은 대출과 소비성장세가 강력하기 때문에 소득대비 부채는 거침없이 상승한다.

한 국가에 유입되는 자본이 많으면 환율이 강하고 외환보유고는 증가하며 경제는 호황이다. 가끔 지나친 통화가치 상승으로 경제성장이 약해질때도 있다. 임계점까지 호황은 스스로를 강화한다. 자본유입이 강한 통화를 만들고, 이는 국내자산의 매력도를 높이고 (동시에 외국화폐 표시 채무의 매력도 높임) 함께 진행되는 통화창조도 자산가격을 높인다.

자산가격 상승이든 통화가치 상승이든 외국투자자 입장에서 이 나라의 자산은 상당히 매력적이다. 활발하

고 강력한 실물경제도 자본유입을 촉진하고 자본유출을 감소시킨다. 시간이 지날수록 투자매력도는 더 높아지고, 자산은 대출을 통해 과다매입된다. 부채와 주식시장 버블이 형성되지만 투자자들은 이 나라는 보물이고 아직 투자하지 않은 사람들은 엄청난 기회를 놓치고 있는거라 생각한다. 아직 진입하지 않은 투자자는 헐레벌떡 시장에 들어온다. 모든 사람이 상승을 외치고, 레버리지를 풀로 땡기며, 가격이 과대평가됐을 때 고점이 점점 다가오기 시작한다. 거품이 커질 때 보이는 전형적인 특징 몇가지를 말해보면

- 외국 자본유입이 강하다(GDP 10% 정도)
- 중앙은행이 외환을 축적한다.
- 실질 환율이 강해져서 PPP가 15% 과대계상된다.
- 주식시장이 활황이다(상승률 20%이상)

모든 경제주체는 통화가치 상승을 예측하고 투자한다. 상승에 돈을 거는 사람들이 계속 수익을 얻고 지속되는 호황장을 즐긴다. 스스로 통화가치 상승에 베팅하는지도 모른채 베팅하는 주체들도 있다. 예를 들어 그나라에서 사업을 시작하는 외국 기업이 그렇다. 자본은 해외에서 끌어오지만 그나라에서 번 돈은 계속 그나라 화폐로 갖고 있는 것이다. 결국 이것도 통화가치 상승에 일조한다. 외국화폐로 대출하는게 더 싸서 외채를 쓰는 지역기업도 마찬가지다. 외국 은행가는 한푼이라도 더 빌려주려고 눈에 불을 켜고 채무자를 찾아다닌다. 강세장이 지속되면 다국적 경제주체들도 끼어들어서 더 큰 거품을 만든다.

- 외국자본 유입이 소비호황을 일으킴.
- 수입이 수출보다 빠르게 올라서 경상수지가 악화됨

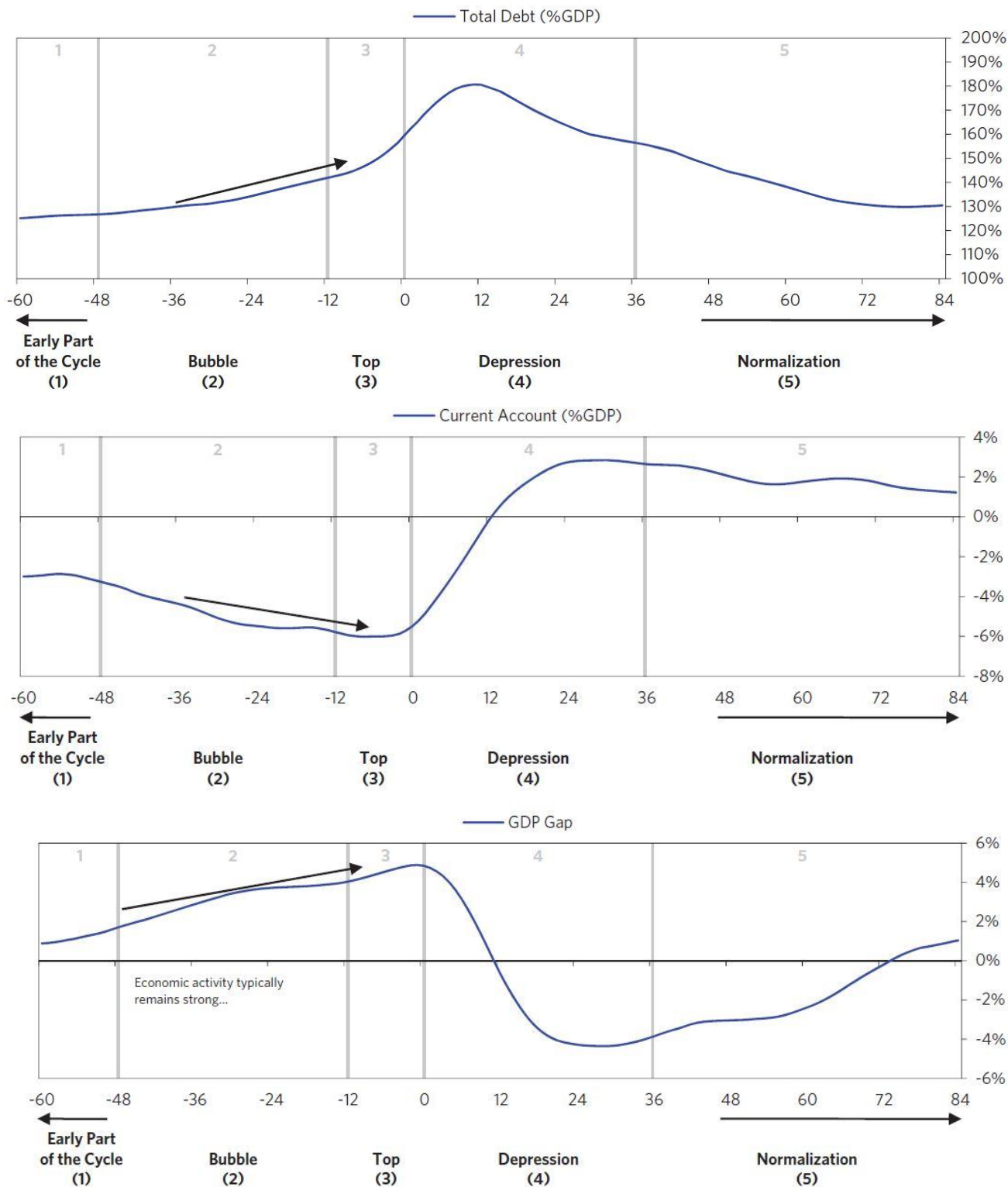
그동안 진행되는 투자는 강한 성장을 견인하고 소득을 상승시킨다. 이는 채무자의 신용도를 향상시키고 채권자-채무자간의 대출거래는 더 활발해진다. 높은 수출실적은 나라의 소득을 올리고 투자를 촉진한다. 하지만 거품이 생길수록 투자는 점점 비생산적으로 변하고, 그런 상황에서 자본은 더더욱 몰린다. 여기서 자본유입으로 인한 통화가치의 급격한 상승은 나라의 수출경쟁력을 깎아먹기 시작한다.

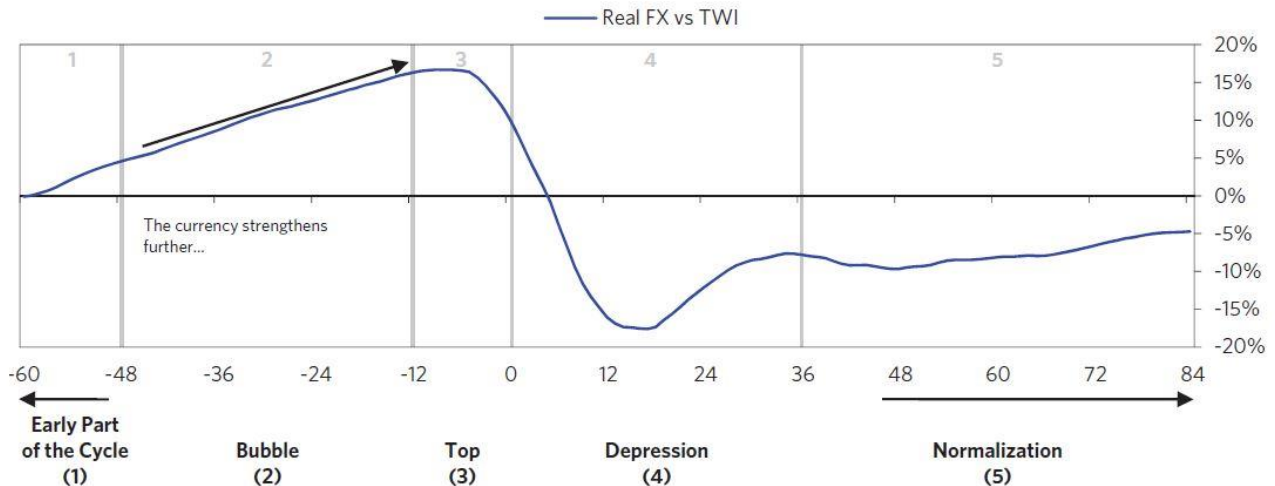
이 국면에서 경제는 생산성 향상보다 부채증가에 힘입어 성장한다. 외국자본 의존도는 높아지고, 외채비중이 상승한다. 이런나라들은 보통 자국의 금융시스템이 잘 발달되지 않아서 대출이 힘들고, 국내저축량도 적어서 단기간에 많은 성장을 하면 외채비율이 높아질수밖에 없다. 자산가격이 높아지고 경제는 강해진다. 이는 소비를 촉진하고 외채 상환부담을 높인다. 모든 부채순환 국면에 해당되는 얘기지만 긍정적 효과가 먼저오고 부정적 효과는 나중에 온다.

- 부채부담이 빠르게 증가한다. GDP대비 부채의 연간 상승률이 3년이상 10%를 찍는다.
- 외채가 증가한다. (총부채의 35%이상이고 GDP 45%이상)
- 경제활동이 매우 활발하고 경제는 잠재성장률보다 빠르게 성장한다. (포텐셜 GDP 4%이상의 갭)

아래 차트는 27개의 인플레이션 부채축소 케이스를 평균낸 것이다. 디플레이션 케이스와 마찬가지로 각

국면별로 나뉘고, 아래쪽에 0이라고 찍힌 지점이 경제적 고점이다. 일반적인 거품국면에서 부채는 GDP 125%에서 150%까지 상승하고, 경상수지는 GDP 2% 악화된다. 동시에 소득-소비 격차가 벌어진다. 소비 성장세를 지속하려면 외국자본을 계속 유입시켜야한다. 하지만 모든 사람들이 고성장을 예측하고 있기 때문에 고점국면에서도 성장세는 이어지고, 자산가격은 상승하며 통화는 더 강해진다. 여기서 국가는 극도로 취약하며 소규모 이벤트로도 경제붕괴가 터질수 있다.





아래는 27개의 인플레이션 공황의 상승기를 요약한 것이다. 고점의 외채비율에 따라 분류해서 각각의 경우 얼마나 붕괴가 처절했는지 분석했다. (기준은 고점대비 GDP-자산가격하락, 실업률-인플레이션 상승) 보다시피 외채 의존도가 높을수록 호황이 과열됐고 거품이 컸으며 회복과정도 고통스러웠다.

인플레이션 부채축소

	총부채대비 외채(고점)	GDP대비 외채(고점)	자산가격 하락(달러)	GDP대비 자본유입(고점)	GDP대비 경상수지(고점)	GDP대비 외환보유고(고점)
평균	34%	46%	18%	12%	-6%	10%
하위 1/3 결과	41%	46%	41%	14%	-9%	8%
상위 1/3 결과	25%	41%	7%	8%	-4%	10%
외채 많음	51%	60%	25%	15%	-9%	8%
외채 적음	29%	38%	12%	9%	-3%	10%

*경제 고통 인덱스로 경제상황 악화를 측정함

3) 고점과 통화방어

거품이 터지는 고점이 되면 중앙은행은 통화방어에 나선다. 자본유입이 창출한 통화 가치와 거품, 높은 자산가격, 빠른 부채성장은 지속불가능하다. 호황기에 나타난 것과 정확히 반대되는 과정이 반복된다. 자본유입이 약화되면 자산가격은 낮아지고 이것이 경제상황을 악화시킨다. 그러면 다시 자본유입이 줄어들고 자산가격은 추락한다. 이 나선형추락은 국가를 경상수지 위기로 몰아넣고 인플레이션 공황을 일으킨다

고점에선 사람들이 긍정적 시나리오에 기반해서 투자하고, 가격에 낙관주의가 반영되기 때문에 자잘한 이벤트로도 외국자본의 유입세가 꺾이고 국내자본 유출이 빨라질 수 있다. 무역수지 악화도 (강한 통화와 높은 국내소비는 수입을 늘림) 국제수지에 큰 영향을 끼치지만, 더 중요한 건 자본흐름의 변화다.

이 상황은 경제적 어려움에 처한 개인이나 가계와 비슷하다. 소득의 감소하거나 신용이 타이트해지고, 생활비가 상승하고 (휘발유나 등유가격 상승) 부채의 상환부담이 너무 과중해서 생기는 어려움 말이다. 이중

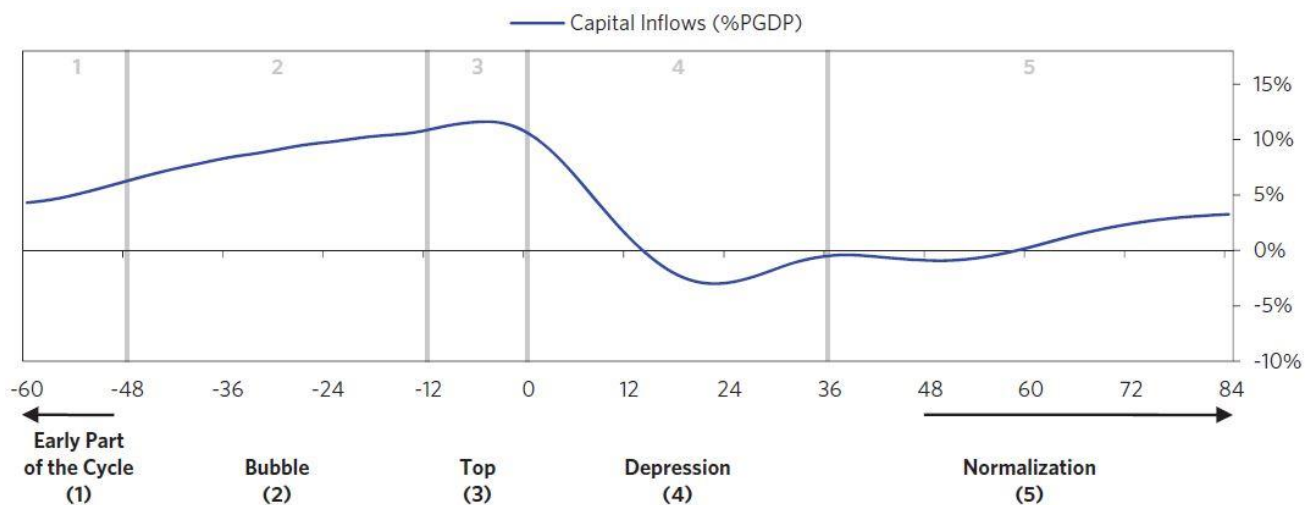
어떤 충격이 발생하든 가계 입장에선 소비를 이전에 비해 억눌러서 추가비용을 상쇄해야 한다.

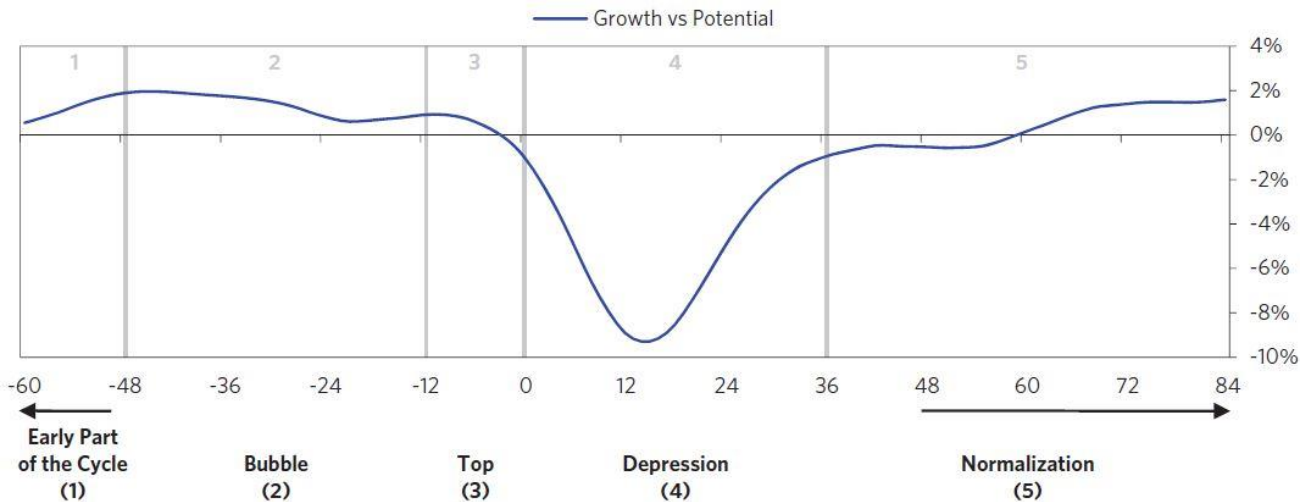
일반적으로 거품은 어떤 충격으로 터진다. 가끔은 거품이 커지는 속도가 느려지면서 알아서 터질때도 있긴 한데 보통은 석유가격 폭락(생산국 입장)같이 충격이 동반된다. 충격은 몇종류로 분류된다.

- 1) 상품서비스 수출이 감소 (통화가 강해지면 그 나라의 수출품은 비싸진다)
- 2) 상품서비스 수입이 증가하거나 부채 상환부담이 상승
- 3) 자본유입세 감소. 이유는 a) 원래의 자본유입세가 워낙 강해서 장기적 지속이 힘들거나 b) 어떤 요소가 경제나 정치적 우려를 만들거나 c) 그 나라의 통화정책이 타이트해지거나 국가가 많은 돈을 빌린 나라의 통화정책이 타이트해지거나로 나눌수 있다. 물론 한꺼번에 나타날수도 있다.
- 4) 자국 기업과 시민들이 보유자산을 외국자산으로 바꿈.

자본유입 약화는 대개 국제수지 악화의 신호탄이다. 이는 투자와 소비감소를 일으켜 경제성장을 직접적으로 꺾어버린다. 국내 채무자의 신용도가 낮아지고, 외국 투자자들은 대출과 자본제공을 점차 꺼린다. 통화약세는 자기강화적 과정을 거친다.

- 자본유입이 느려지면서 잠재성장보다 실제성장이 느려진다.
- 국내 자본유출이 증가한다.
- 수출실적은 추락한다.





자본흐름과 소득추세의 반전은 자산가격을 내리고 금리를 올린다. 자본유입에 의존하던 경제성장률도 하락한다. 거시경제 침체는 기업의 펀더멘털을 악화시키며 자본유출을 가속화시킨다. 경제 전체가 부채폭발로 고통받는다. 자산가격이 폭락하고 은행이 파산한다.

고점 국면에서 자산/통화 보유자와 통화방어를 담당하는 정책가의 서로에 대한 의심은 커져간다. 자산/통화 보유자는 정책입안자가 국내자산을 팔고 외국돈으로 환전하는 것을 규제할까 우려하며 가능할 때 최대한 많이 하자는 심정으로 나라를 빠져나가는데, 이는 국제수지 문제를 키운다. 정책가는 자본유출이 너무 심할경우 일어날 통화붕괴를 걱정한다. 국제수지가 황폐화되면 중앙은행이 업무는 더 어려워진다. 통화수요감소는 추가 인플레이션당 경제성장률을 줄이고, 금리를 상승시킨다.

중앙은행은 a) 외환보유고를 써서 국제수지 적자를 메우거나 b) 금리를 올리는 방식으로 대응에 나선다. 통화방어는 거의 성공하지 못한다. 둘다 금리와 통화가치를 안정적으로 유지할 수준엔 턱없이 못 미치고 매도자에게 기회를 제공할 뿐이다. 전형적인 통화방어 사례와 왜 방어가 실패하는지 살펴보자.

금리차와 통화의 선물/현물가치 관계는 긴밀하다. 통화의 하락기대분은 통화 선물가격에 반영된다. 예를 들어 시장이 1년후 5%의 통화가치 하락을 예상한다면, 그 통화를 갖고 낼수 있는 수익은 5%가 넘어야 한다. 단기하락이 예상된다면 계산은 더 냉혹하다. 한달후 5% 하락을 예상한다면, 통화의 월수익이 5%를 넘어야 하며 연이자율로는 80%가 넘어야한다. 이걸 안그래도 취약한 경제를 치명적으로 수축시킨다. 적은 평가절하만 예측되도 (5-10% 평가절하) 상당히 높은 이자율로 (5-10% 금리) 보상되어야 하기 때문에 이 과정은 그야말로 처참하다.

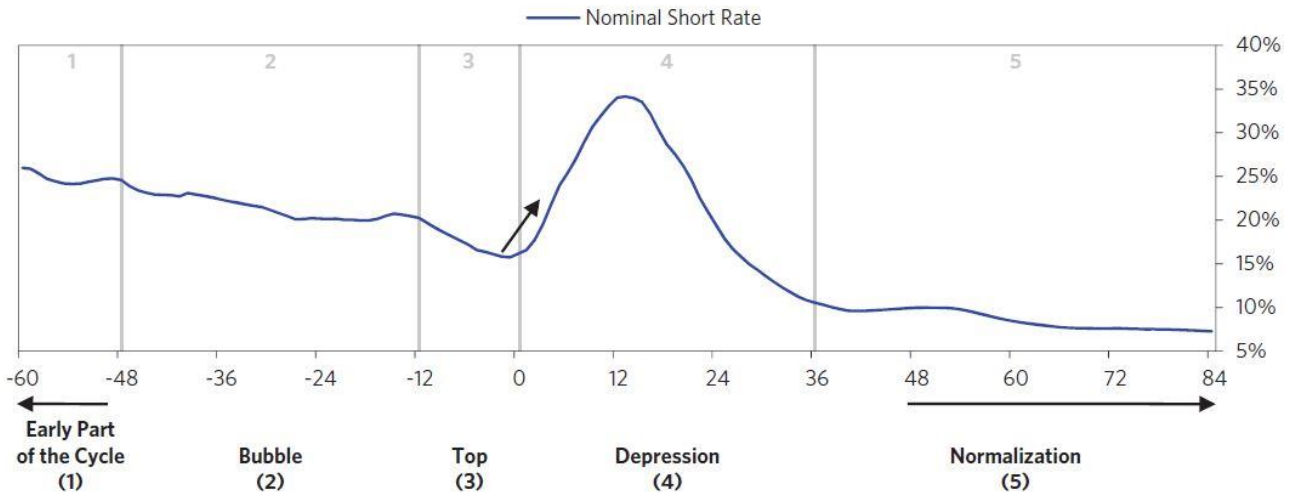
다르게 말해서, 외화보유고 소모와 함께 진행되는 점진적인 통화가치 하락은 시장이 미래의 지속적인 평가절하를 기대하게 만든다. 이는 위에 서술한대로 국내금리를 올리고, 경제가 취약한 시기에 통화량이 수축하게 만든다. 지속적 평가절하 기대는 자본유출을 더 빠르게하고 평가절하 투기를 유발한다. 국제수지 갭은 확대되고 중앙은행은 더 많은 외화를 통화방어에 쏟아부어야 한다. 아니면 점진적 평가절하 전략을 포기하든가. 또한 외화보유고 소모를 통한 통화방어는 언젠가 중단될수밖에 없는데, 그 어떤 상식있는 정

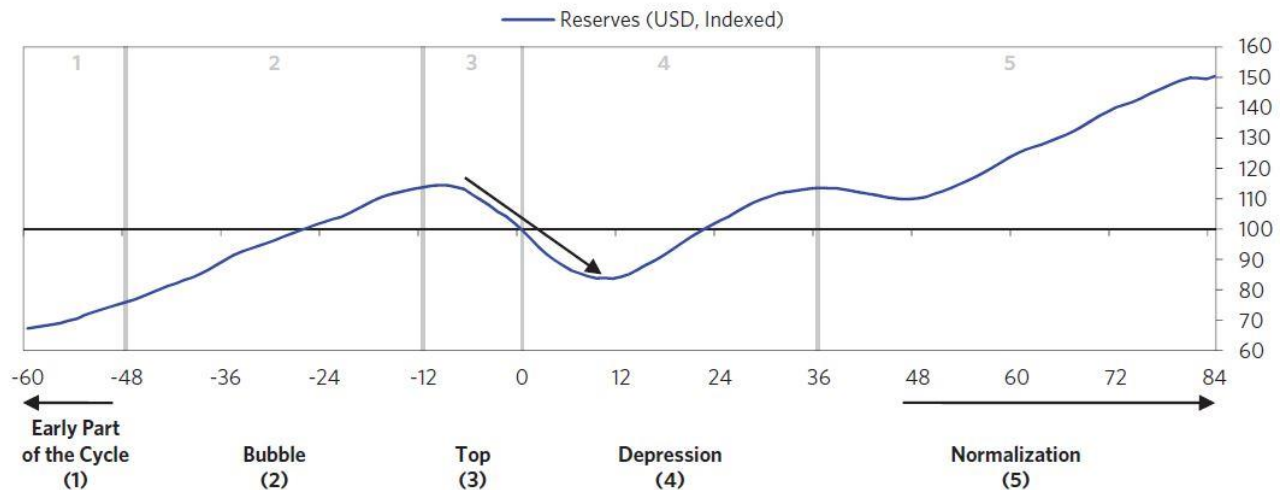
책가도 준비통화를 바닥내지 않기 때문이다. 일반적으로 통화방어에 나서는 관료는-특히 고정환율제 통화 - 아주 담대하고 대법하게 통화가치 하락은 없을거라 선언한다. 하지만 이런 일은 이미 부채순환을 거치면서 수십번 반복된 일인데, 선언이후 얼마 지나지 않아 중앙은행가는 방어를 포기한다.

방어가 진행되는 동안 통화의 현물가격이 하락하고 곧이어 선물가격도 추락하는건 전형적인 현상이다. 이는 위에서 말한 금리와 현물/선물가격 연계다. 통화방어를 위해 통화정책을 조이는건 그냥 단기금리인상을 통해 통화의 현물가격을 단기적으로 높게 묶어두는 것에 불과하다. 현물가격은 간신히 지탱되지만 선물가격은 떨어진다. 결국 장기금리도 고려해야하는 현물가격은 선물가격을 따라갈 수밖에 없다. 만일 정책가가 평가절하를 그냥 시장에 맡겨두면, 어느순간 장단기 금리차가 감소하고 통화 현물이 선물보다 싸진다. 그러면 통화선물 강세가 시작된다.

여기서 자본통제는 가끔씩만 성공하는 정책수단이다. 해외로의 자본유출을 막는다는 면에서 정책이 입장에서 매력적이다. 하지만 역사는 a) 투자자들이 규제 우회법을 찾아내고 b) 자본통제 그 자체가 자본유출을 가속화시키기 때문에 정책이 성공하지 못함을 보여준다. 돈을 국가밖으로 꺼내지 못한다는 건 돈을 은행에서 인출하지 못한다는 것과 비슷하다: 통제의 공포 자체가 뱅크런을 유발한다. 허나 자본통제가 단기적으로는 어느정도 작동할수 있는 것은 분명하다. 물론 장기적으론 불가능하지만.

보통 통화방어 국면은 상당히 짧아서 약 6개월에 불과하다. 외화보유고가 10-20% 감소하면 방어가 중단되기 때문이다.



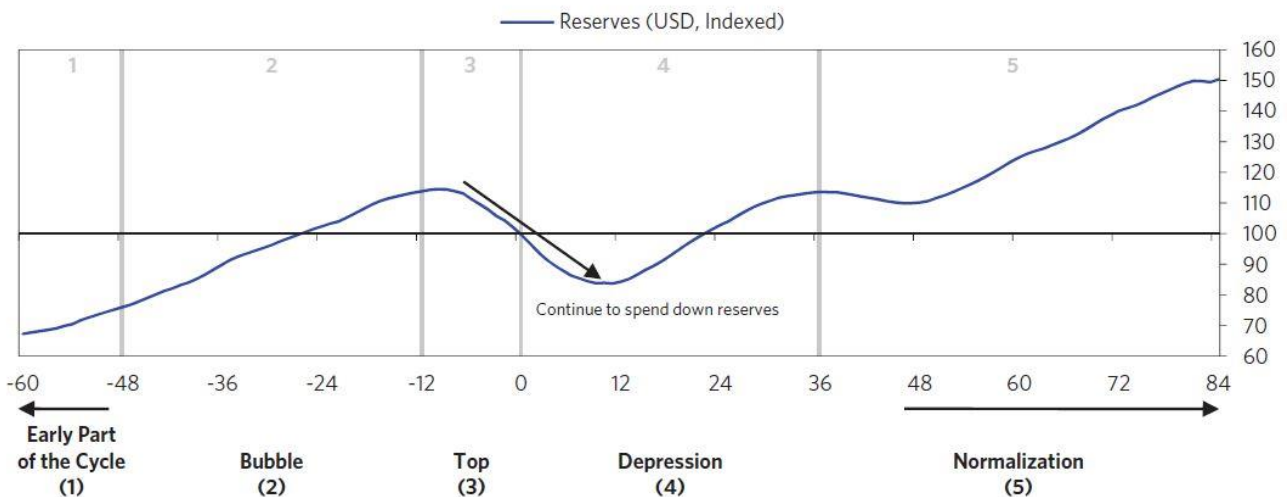
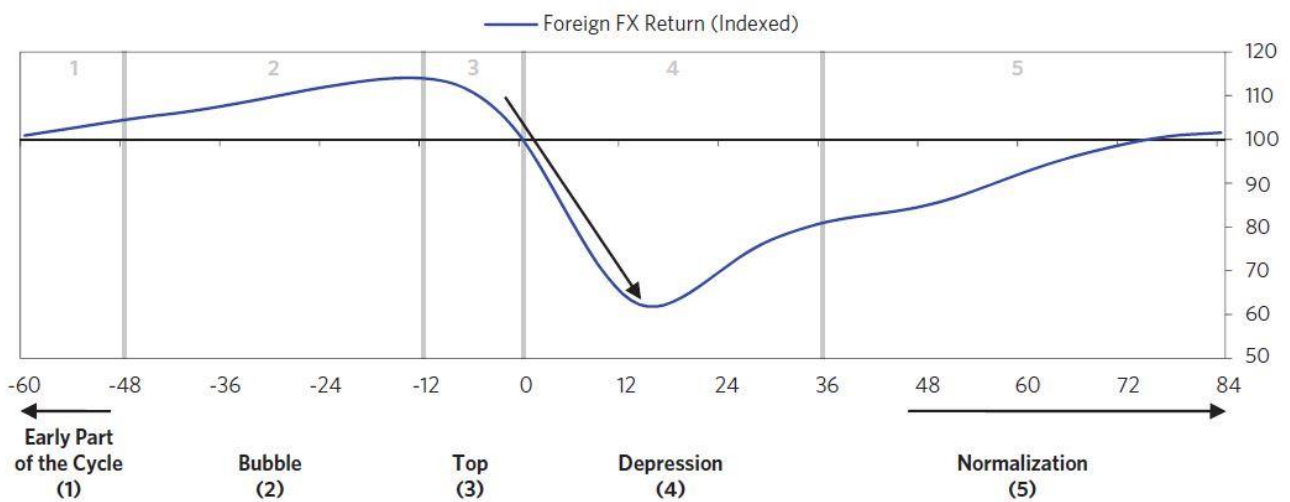
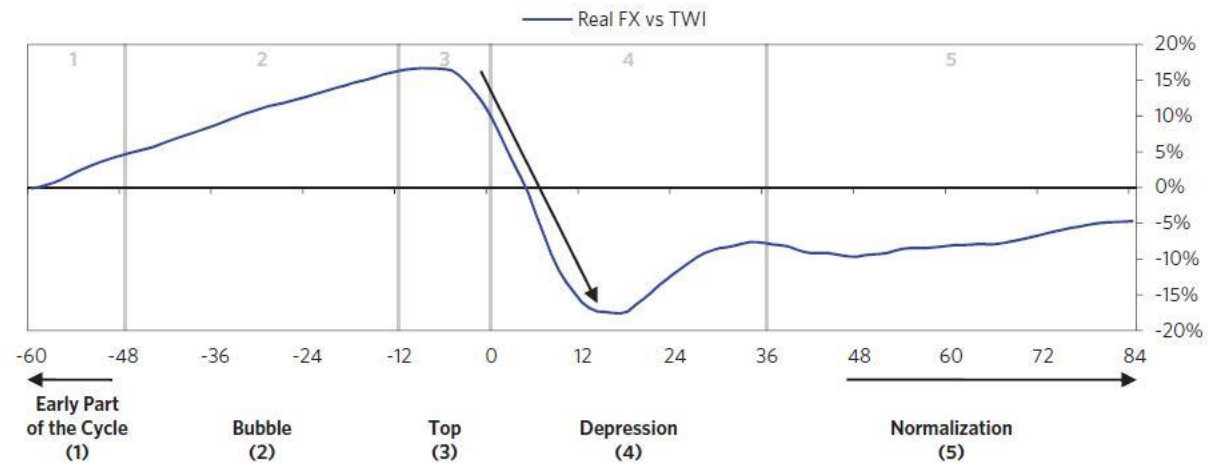


4) 공황 (통화방어 포기)

언급한대로 인플레이션 부채축소를 맞은 나라는 재정문제가 발생한 가족과 비슷하다. 의미있는 차이점은 딱 하나인데, 국가는 통화량과 그 가치를 조절할수 있다. 이 차이는 국가레벨의 수입-지출 균형을 맞추수 있는 중요한 수단이고, 전세계가 단일통화를 쓰지 않는 이유기도 하다. 통화가치를 조절하는 것은 상품과 서비스의 가격을 조절하는 것이다. 이 가격변동은 자국민보다 외국인 입장에서 더 크다. 이렇게 생각해보자: 가족의 가장이 실직하고 새 일자리를 구했는데 급여가 30% 낮아지면 이는 가계경제에 어마어마한 영향이다. 하지만 국가 통화가치가 30% 평가절하되면 그건 외국인에게 그 나라의 상품과 서비스 가격이 30% 싸지는것이다. 그 나라의 가계 임금은 이전과 동일하게 유지된다. 다시말해 통화가치 하락은 국내적 디플레이션을 유발하지 않으면서 국제경쟁력을 향상시킨다.

즉 지속불가능한 방식으로 통화방어(준비통화 소모, 통화정책 조이기, 통화가치 하락이 없을거라 선언, 자본통제)를 하는것보다 그냥 방어를 포기하고 평가절하 되도록 내버려두는 것이 더 완만한 연착륙을 유도한다. 정책가가 통화방어를 포기하면 나타나는 현상은 다음과 같다:

- 방어를 포기하면 초반엔 대규모 평가절하가 일어난다. 실질기준 평균 30%의 하락폭이 관찰됨
- 통화가치 하락이 단기금리로 보상되지 않기 때문에, 통화 소유자의 손실은 막대하다. 평균적으로 첫해에만 30% 정도의 가치손실이 일어난다.
- 하락이 워낙 급격하고 크기 때문에 정책가는 이를 연착륙시키려 한다. 방어를 포기한 이후지만 다시 개입해서 보유 외환을 소모하고, 이 과정에서 평균 10%의 준비통화가 사용된다.



중앙은행은 통화방어를 위해 준비통화를 다 쓰거나 금리를 너무 많이 올리지 않도록 유의해야 한다. 준비통화 고갈과 (경제수준을 초과한)고금리는 통화가치 하락보다 더 경제에 악영향을 끼친다. 사실 평가절하는 어느정도 경제와 시장을 자극해서 경기수축을 완화시켜준다. 통화 하락은 그 화폐기준 자산가격을 상승시키고, 소비와 수입(import)을 줄여서 국제수지를 균형적으로 만든다. 외국상품은 상대적으로 비싸져서 자국소비자와 외국소비자에게 자국상품이 더 매력적으로 변한다. 수출액과 수출기업의 이익은 커지고, 국

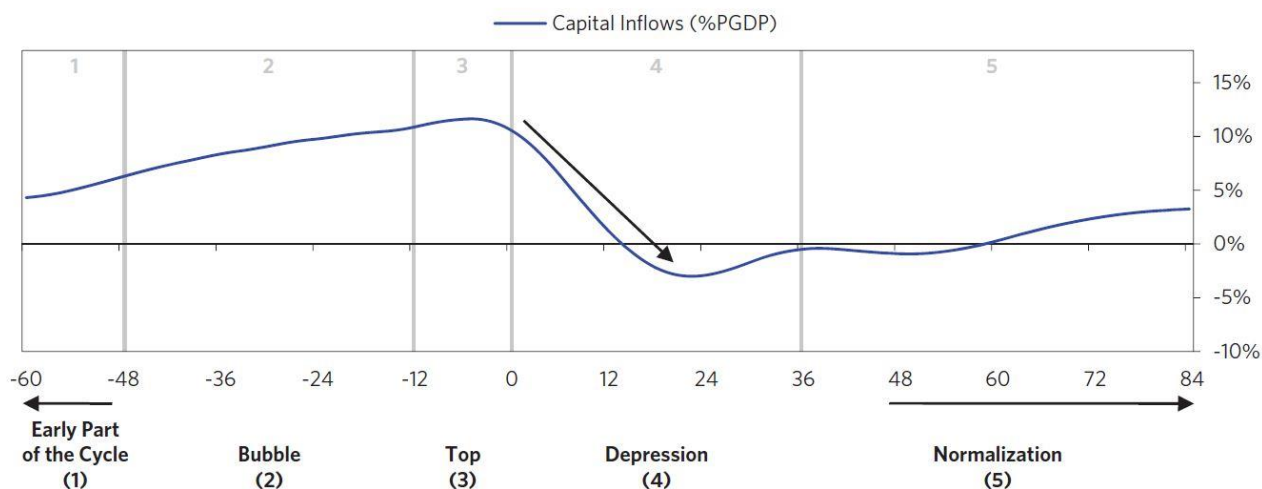
가의 해외소득이 상승한다. 하지만 통화하락은 양날의 칼이기도 하다; 경제가 조정기간동안 얼마나 큰 고통을 감당해야 할지는 정책가들이 평가절하를 어떻게 활용하느냐에 달려있다. 통화가치 하락은 본질적으로 인플레이션 상승압력을 추가해서 인플레이션 공황을 일으킨다. 모든 인플레 공황에서 통화약세는 수입품가격 상승과 동의어고, 상당부분이 소비자에 전가되어 인플레이션 급등을 일으킨다. 점진적인 통화가치 하락은 시장에 미래의 지속적인 평가절하 기대를 형성시키는데 이는 자본유출과 환율투기를 촉발할수 있다. 국제수지 갭은 더 벌어지고 계속되는 평가절하는 인플레이션 심리를 촉진하여 더 진압이 어려워진다.

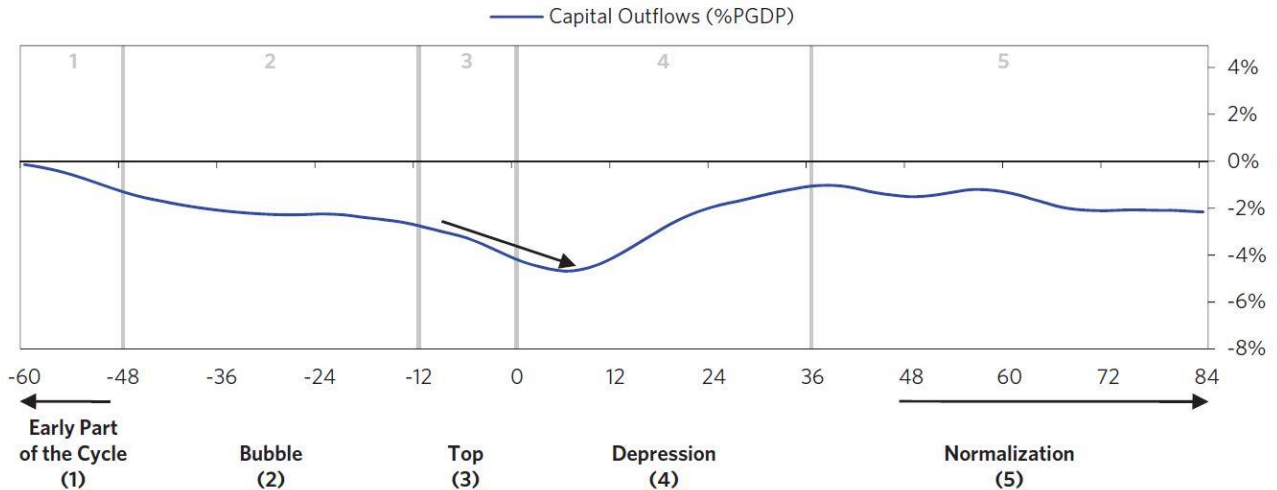
이게 바로 단 한차례의 충분히 큰 평가절하가 훨씬 나은 방책인 이유다. 시장이 지속적인 통화약세를 예측하게 하면 안된다. 시장에서 충분한 평가절하에 대한 기대가 소멸하면, 관료들은 외화보유고를 쓰거나 이자율을 높여서 방어에 나설 필요가 없어진다. 이 때문에 정책가들은 보통 통화방어를 그만두는 그 시점까지 계속 통화방어를 할거라 말한다.

정책입안자가 통화방어를 포기하면-예금자에 피해를 주고 추가적 평가절하에 대한 기대감을 주면- 사람들의 통화 매도세는 강해진다. 상당수 투자자가 자산에 비해 높은 부채량을 유지하던 상황에서 이런 정책 전환은 그 자체로 자기강화적인 통화약세를 일으킨다. 통화가 강하던 시절에는 레버리지가 높아도 이익이 났지만, 이상황에서는 그렇지 않다.

자본이 더 유입되지 않으면 소비는 중단된다. 외채가 없는 경제주체도 영향을 받는다. 한사람의 소비는 다른사람의 소득이기 때문에 소비감소는 전체 경제에 충격을 주고, 일자리가 소멸하고 소비는 더 위축된다. 성장은 바닥을 뚫는다. 채권자, 특히 국내은행에서 부채문제가 발생한다. 외국인으로부터의 대출과 자본유입도 감소한다.

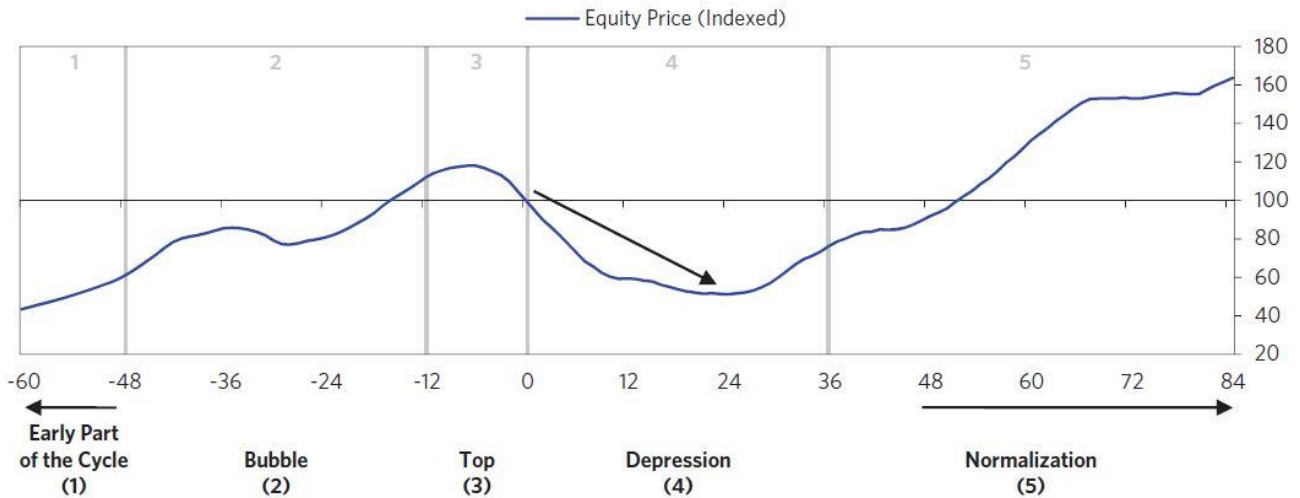
- 자본유입이 마르고 빠르게 추락한다 (12개월내에 GDP 5% 이상의 자본유입이 감소함)
- 자본유출이 심화된다 (GDP 3-5%의 유출세가 유지됨)





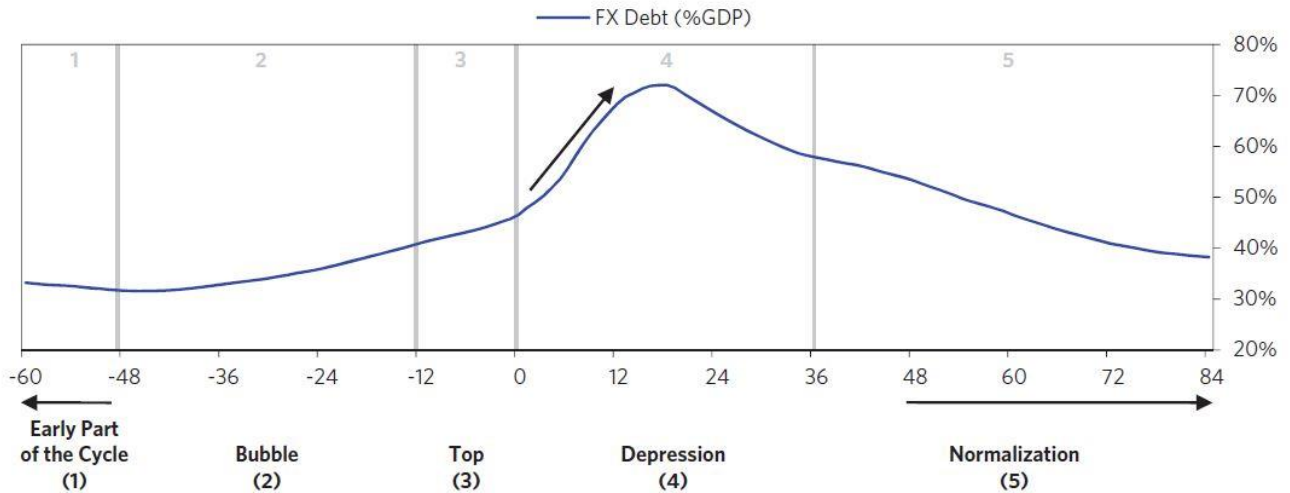
보통 자본회수량이 중앙은행의 화폐증발로 전부 커버되진 않는다. 통화량 증가 리스크는 화폐탈출 러쉬를 가속화하고 자본유출은 더 심해진다. 투자자는 약한 성장세에 돈을 빼고, 조금전까지 보물처럼 보였던 자산은 이제 쓰레기로 변한다. 매수세가 우세하던 시장은 순식간에 매도자밖에 남지 않고, 가격은 곤두박질친다.

- 명목 단기금리가 오르고 (약 20%p) 수익률 곡선이 역전된다.
- 통화량 증가는 부족하다 (평균 GDP 1-2%)
- 자국통화로 표시된 자산 가격은 폭락(보통 50%)하고 외국통화 기준으로는 더 심하게 폭락한다.



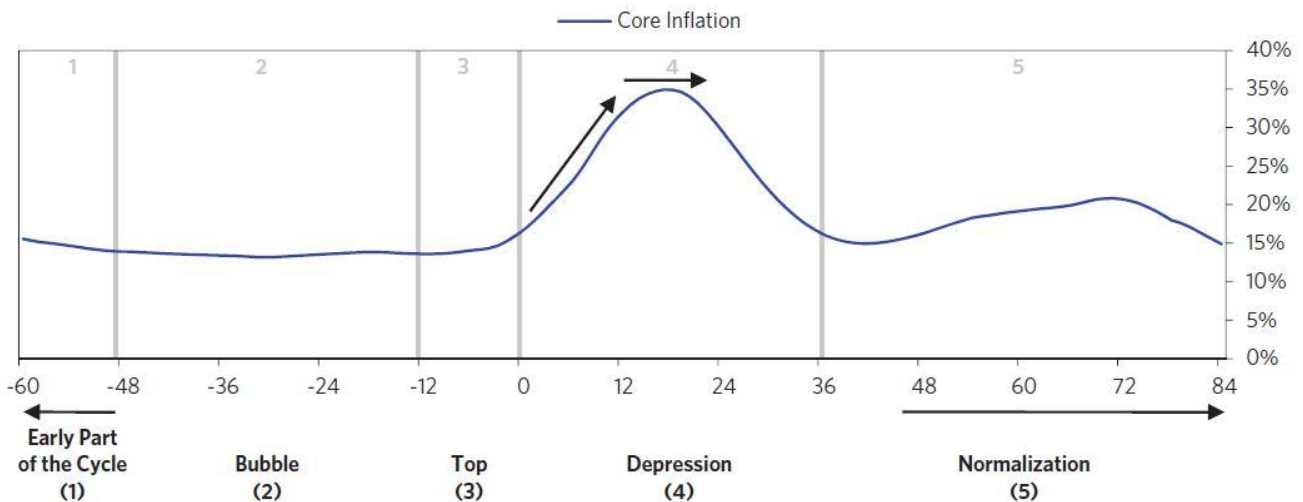
자산-채무 불일치중 가장 심각한게 외국통화 표시 채권(외채)다. 자국통화가 평가절하되면 외채를 진 채무자의 (자국통화기준) 상환부담은 올라간다. 빚을 진 사람이 취할 조치는 별로 없어서, 이들이 하는 선택은 보통 자국통화와 자산을 팔아서 외국돈으로 환전하고 저축하는 것이다. 이것도 통화의 하방압력을 강화시키고 순환을 심화시킨다.

- 대출 원리금상환부담이 심해진다.(GDP 5%이상) 소득이 추락하고 외채의 상환부담이 커지는데, 이는 국내 소득과 소비 감소를 더 촉진한다.
- 외국통화로 표시된 외채 부담은 상승한다. (GDP 대비 채무가 20%정도 상승한다)



통화 가치 하락으로 수입품은 비싸지고 인플레이션 압력이 거세진다.

- 인플레이션이 보통 15% 정도 올라서 피크 때 물가 상승률 30%를 찍는다.
- 그렇게 높아진 채로 한 2년 정도 떨어지지 않는다.

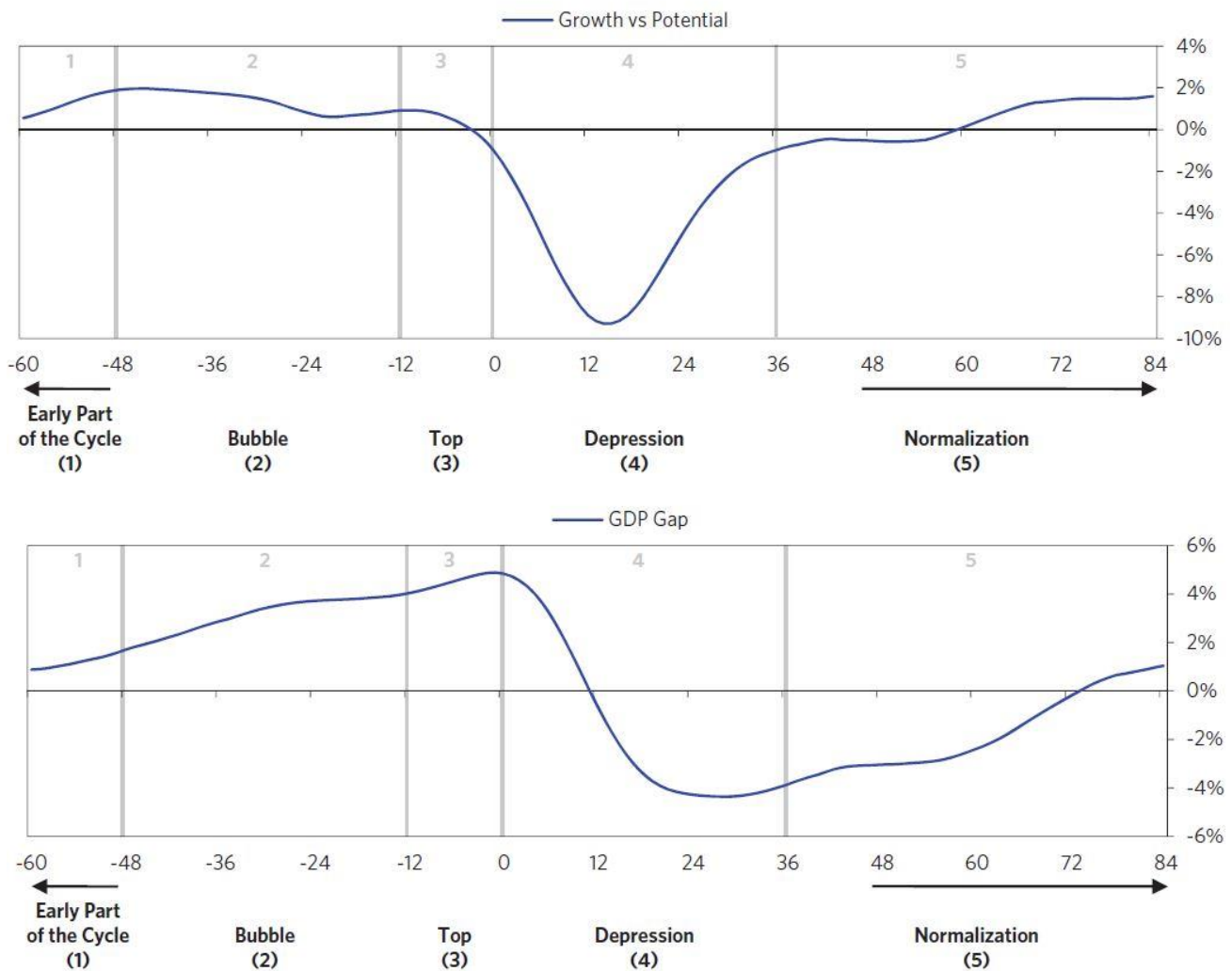


좋아보였던 경제는 한순간에 나락으로 떨어진다. 부채, 경제, 정치, 통화위기는 서로를 강화한다. 분식회계나 부패처럼 좋았던 시절에 숨어있던 문제가 수면위로 드러나고 이는 외국자본 유입을 막고 국내자본이 해외로 나가게 만든다.

국가경제는 여기서 “바닥을 친다.” 바닥은 거품국면의 반대다. 거품국면에서 투자자는 공격적으로 돈을 넣고, 바닥에선 공격적으로 돈을 뺀다. 자산과 통화포지션으로 돈을 잃은 사람들은 패닉에 빠져 도망치고, 시장진입을 고민하던 사람들은 시장근처에 얼씬도 안한다. 너무 적은 매수자와 너무 많은 매도자로 인해 대규모 수요-공급 불균형이 관찰된다. 나선형 추락이 자가강화되고 빨라지며 인플레이션 부채축소의 가장 고통스러운 순간이 찾아온다. “바닥을 치는”것은 너무 고통스러워서 시장가격과 정부정책의 급진적인 변화가 나타나고 결국 상황은 반전된다. 내가 “카타르시스”란 단어로 바닥을 묘사하는 이유다. 영화볼때 위기국면에서 변화를 위한 씨앗이 뿌려지고 상황이 전환되니까.

통화가 너무 저렴해지면, 수입품 소비가 충분히 줄어들어서 국제수지가 균형을 되찾는다. 이와 함께 국제 지원(IMF, BIS나 다른 국제기구)이 동반되면 조정이 이뤄진다. 근본적으로 나쁜 정책을 집행하던 집단에서 경제적 건전성을 외치는 집단으로의 정치적 변혁도 일어난다. 여기서 중요한 경제적 변화는 다음과 같다:

- 경제활동 수준(GDP 갭)이 상당히 추락한다. (보통 8%)
- 실업률 상승
- 정점을 찍고 1년후 바닥을 찍는데, 이때 GDP 갭은 약 -4%.



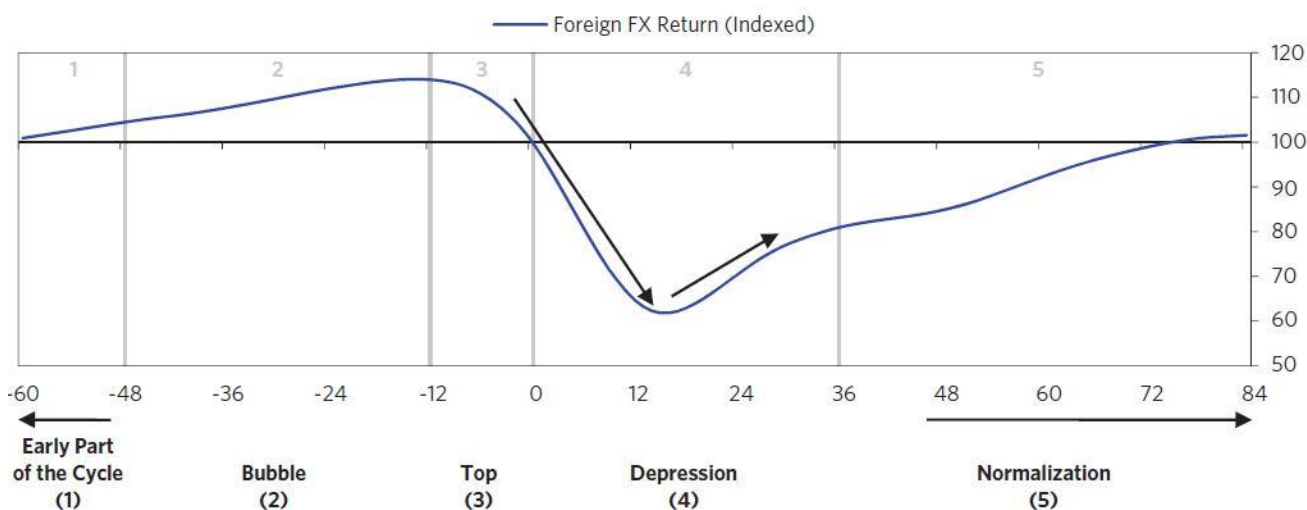
5) 정상화

통화의 수요-공급 균형이 맞춰지면서 정상으로의 복귀가 시작된다. 무역수지 조정도 있지만 주로 자본흐름 덕분에 경제균형이 회복된다. 즉 첫번째로 중요한건 중앙은행이 통화보유의 매력도를 높이는 것이고, 두번째로 중요한건 소비와 수입을 충분히 줄여서 국제수지 균형을 맞추는거다. 그럼 정책가는 어떻게 해야 자본을 유입시켜서 대출과 저축을 촉진하면서 동시에 과도한 채무를 막을수 있을까?

가장 중요한건 통화수익을 적당한 금리로 유지하는 것이다. 국내경제를 해치지 않을 정도의 높은 금리를 유지하는 것 말이다. 정책가를 포함한 대부분의 사람들은 통화방어 국면에서 통화를 방어하는 것이 최선

이라 생각하지만, 실은 그 반대가 답이다. 통화가치 수준은 위기국면에서도 a) 무역균형을 이루고 b) 통화 수익률을 괜찮은 수준으로 유지하고 c) 국내경제 수준에 적합한 금리를 유지할 수 있도록 낮아야 바람직하다. 설명한대로 최상책은 가치를 방어하지 말고 강하고 신속하게 평가절하되도록 내버려 두는 것이다. 그동안 통화 롱포지션을 한 사람들은 해를 입겠지만, 평가절하가 끝나면 투자자 입장에서 자국통화의 매력도가 더 높아진다. 금리와 통화가치 변동을 고려한 통화 총수익률이 적절해야 되는데, 가치수준을 그대로 유지하면서 수익률도 유지하려면 금리가 내수경제를 삭제할 정도로 극단적으로 높아야한다. 즉, 투자자가 (약한 내수경제에 필요한)저금리를 감안하면서도 통화수익률을 긍정적으로 예측하게 하려면 그만큼 통화가치가 낮아야 한다.

국제수지 펀더멘털과 중앙은행의 화폐증발-통화 평가절하가 통화수익률(금리+통화가치변동)을 좌우한다. 통화수익률은 보유 매력도를 결정한다. 통화가치 하락은 코카인을 복용하는것과 같아서 단기적으론 경기를 부양하지만 남용하면 경제가 황폐화된다. 투자자가 마이너스 수익률에 너무 오래 노출되고 통화가 계속 추락할때가 브레이크 포인트다. 여기서 중앙은행이 제대로 대응하면 인플레이션 나선형 추락을 멈출수 있고, 그렇지 않으면 더 추락해야한다. 중앙은행은 통화를 충분히 싸게 만들어서 국제수지 균형을 맞추고 경제에 자극을 주는 것에 목표를 뒀야 한다. 동시에 통화 수익률을 높여서 통화보유를 매력적으로 만들기 위해 타이트한 정책을 해야한다. 아래 차트에서 보듯 외국인의 통화보유 수익률이 마이너스가 되고 평가절하 1년후 다시 올라가기 시작한다.



국가 전체로서 부채한계에 도달하지 않았다 해도 한계에 도달한 특정 경제주체가 있다면 정책가는 시스템적으로 중요한 기관의 자본재편을 진행하고 부실채무를 관리하기 위해 유동성을 공급해야 한다. 부실채무를 위한 유동성 공급은 화폐발행으로 이뤄지는데, 이는 경기수축이나 자본유출을 일으킬 부채위기를 막을수 있지만, 인플레이션 압력을 추가하기 때문에 조심스럽게 균형적으로 진행되어야 한다.

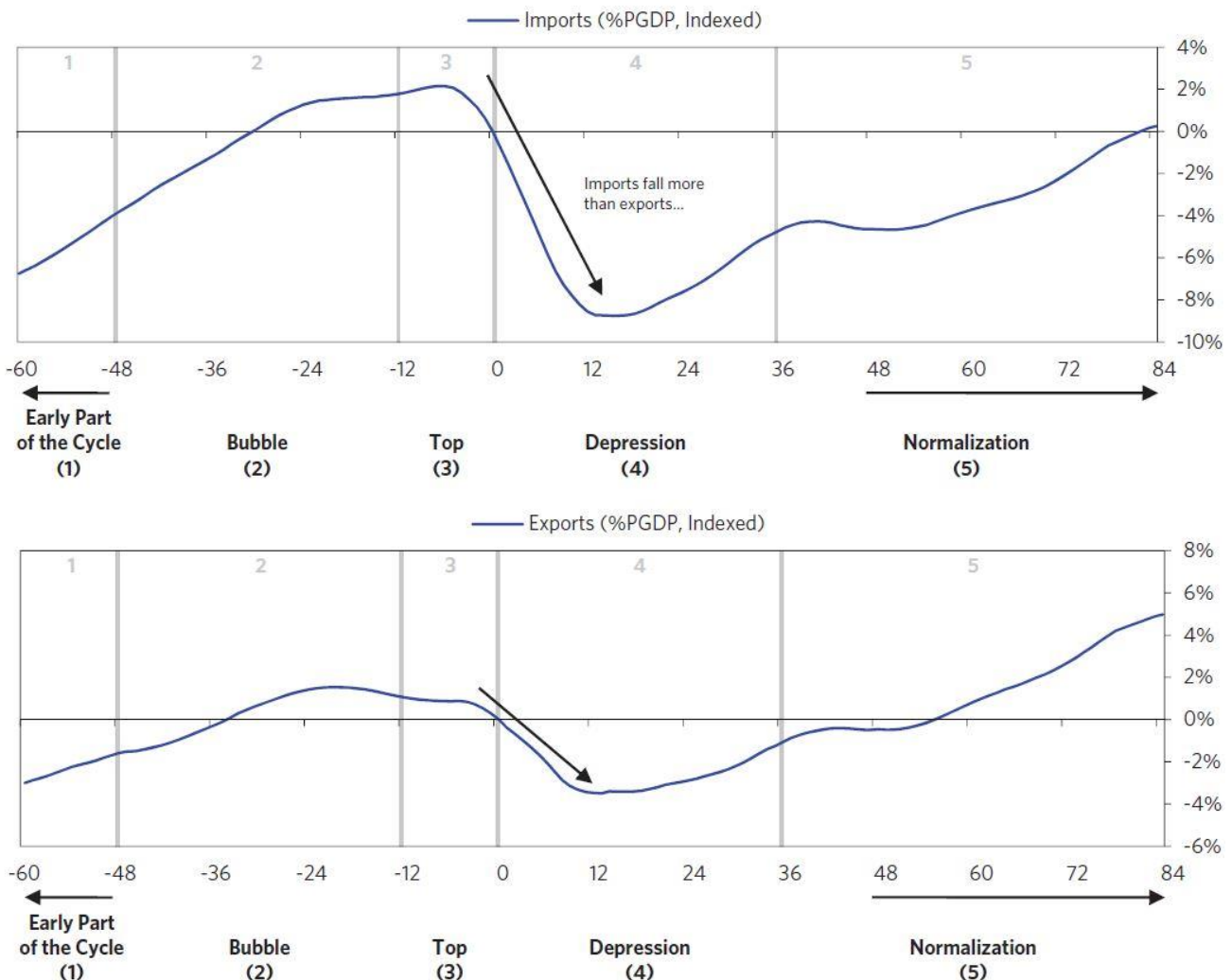
국가 경제가 바닥을 치면 볼수 있는 현상은 다음과 같다:

- 수입 감소로 경상수지가 회복된다. (GDP 8%정도)

- 자본유입 감소세가 멈추고 안정화된다.
- 자본유출은 완화된다.
- 정부는 IMF나 다른 국제기관으로 가서 지원을 요청하고 안정적 자본을 공급받는다.
- 단기금리는 내려가기 시작하지만 장기금리는 상대적으로 변하지 않는다. 고점을 찍은뒤 단기금리는 위기전 수준으로 2년안에 복귀한다. 단기금리 하락은 경제를 자극한다.
- 금리가 내려가면 통화 선물가격은 강세를 띤다.
- 통화가 안정화되면 인플레이션은 진정된다. 바닥을 찍고 위기전 수준이 되려면 2년정도 걸린다.

물론 이걸 모두 평균치로, 위기가 어떻게 진행될지는 나라별 경제상황에 달려있다. 이걸 다음 섹션에서 살펴볼 것이다.

내수경제의 충분히 고통스러운 하락도 소비와 수입을 감소시켜 국제수지 격차를 줄이는데 기여한다. 위기 동안 평균 수입량은 10% 줄어들고 자산시장은 50% 폭락한다. 일반적으로 수입 폭락이 경상수지를 6%적자에서 2% 흑자로 회복시킨다. 붕괴 초반엔 수출 변동은 크지 않다. 실제 위기에선 수출도 같이 줄어든다. 수출은 몇 년 후가 되어서야 반등한다.



	잘 관리된 경우	나쁘게 관리된 경우
통화관리	정책가는 통화약세를 그냥 두고보지 않을거라 허세를 부린다. 평가절하를 하면 시장은 깜짝 놀란다. 평가절하는 더 이상의 추가 평가절하가 없을거라 시장이 예측할 정도의 큰폭으로 진행된다.	정책가가 통화약세를 용인할거라는 예측이 지배적이고, 이는 통화 하방 압력을 추가하고 금리를 높인다. 첫번째 평가절하가 너무 약해서 추가 평가절하가 필요하다. 시장은 다음번 평가절하를 예상하며 금리와 인플레이션 기대가 상승한다.
외부 불균형 억제	타이트한 통화정책은 국내 수요를 억제하며 소득도 떨어진다. 정책가는 투자자가 자국통화를 계속 보유하도록 유도한다. (통화 평가절하 리스크를 보상할 정도의 높은 금리)	정책가가 내수경제를 우선시하며 통화정책을 느슨하게 유지한다. 이는 내수 고통을 심화시키며 인플레이션을 촉발한다. 자본통제나 그외 규제로 자본유출을 막으려 시도한다.
경기하강 완화	자본유출을 적당히 완화하는 정도로만 신중하게 외화보유고를 소모한다.	높은 소비를 유지하기 위해 외화보유고를 계속 소모한다.
부실채무 관리	많은 채무를 진 경제주체와 긴밀하게 협조하고 신용이 부족한 경제주체를 적절하게 보조한다.	무질서한 채무불이행을 허용하여 경제 불확실성을 높이고 자본유출을 가속화한다.

국가경제가 회복되려면 수년정도가 걸린다. 지난번 경기하강때 손실을 입은 투자자는 시장에 재진입하길 꺼려서 자본유입이 플러스로 전환되려면 시간이 좀 걸린다. 하지만 통화가치가 떨어지면서 내수 상품과 노동력의 가격도 하락하여 국제경쟁력이 회복된다. 외국자본이 다시 들어오고, 높은 수출과 외국 직접투자가 성장을 주도한다. 만일 정책가가 중요한 금융기관을 보호하고 자본재편한다면 내수금융 파이프라인은 회복에서 상당한 역할을 맡는다. 경제는 순환 초반으로 돌아가서 새로운 사이클을 시작한다. 생산적 투자기회가 자본을 유혹하고, 경제성장과 자산가격 상승이 일어나며 이는 더많은 자본을 끌어들인다.

- 소득과 소비가 상승한다. (약 1-2년 후)
- 경제활동 수준이 위기전 수준으로 회복되려면 약 3년정도 걸린다.
- 안정화 초기에 실질환율은 저평가되고 (PPP기준 10%) 저렴한 수준으로 유지된다.
- 수출이 상승한다. (GDP 1-2%)
- 자본유입은 4-5년 후 시작된다. 자산의 외국통화 표시가격이 회복되는 것도 그정도 걸린다.

하이퍼인플레이션

많은 사례에서 정책가들은 상황을 잘 관리해서 회복을 주도한다. 소득과 소비가 반등하고 인플레이션은 일반적 수준으로 돌아간다. 반면 하이퍼인플레이션으로 전환되는 경우도 있다. 하이퍼인플레이션은 극단적 수준의 인플레이션(상품과 서비스의 가격이 매년 2배이상 상승)과 부의 대규모 손실, 심대한 경제적 고통으로 구성된다. 사람들이 생각하는것보다 이케이스는 흔하기 때문에 인플레이션 공황이 어떻게 하이퍼인플레이션으로 흘러가는지 분석하는건 가치있다.

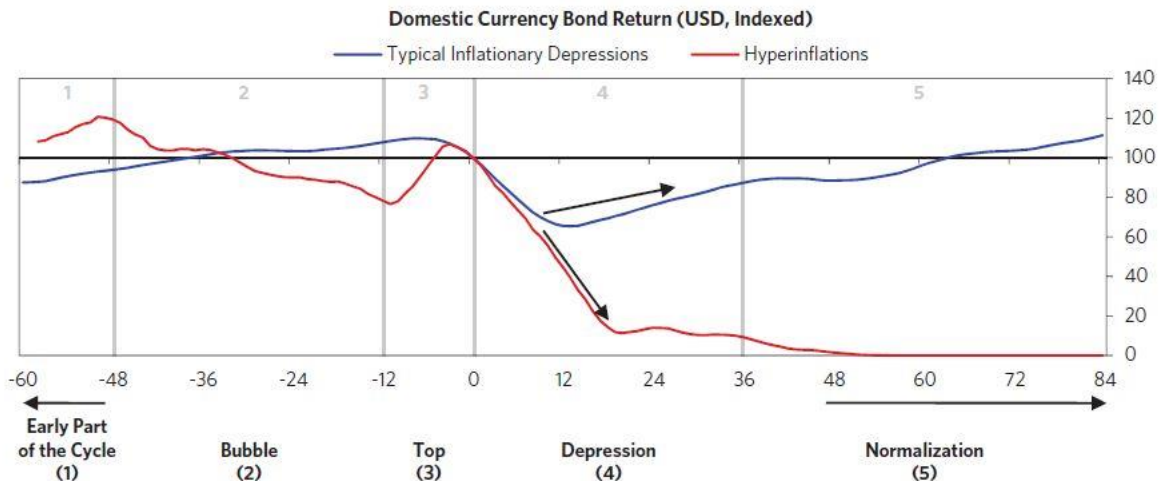
하이퍼인플레이션으로 가는 상황의 가장 중요한 특징은 정책가들이 외부소득, 외부소비, 상환부담 간의 불균형을 축소하지 못하고 화폐발행을 너무 오랫동안 지속하여 소비를 촉진하는 것이다. 화폐발행이 비자발적으로 유지되는 경우도 있다. 바이마르 독일은 외채 부담이 너무 컸는데, 전쟁 배상금이라 채무불이행도 불가능했다. 자본유출의 최소필요량이 너무 커서 높은 인플레이션 상황을 맞이할 수밖에 없었다. (케이스 스터디에서 더 자세히 알아볼 것이다) 또는 정책가가 외부소비를 커버하기 위해 화폐발행을 지속하고, 소득에 맞춰 소비를 조절하기 보다 성장 촉진에만 정신이 팔려 정책을 집행하는 경우도 있다. 이게 대규모로 지속되면 나라는 피할수 있었던 하이퍼인플레이션에 직면할수도 있다.

말했듯이, 대중의 믿음과는 다르게 위기에서 화폐증발을 적절하게 멈추는건 쉽지 않다. 자본 순유출 상황에서 화폐발행을 멈추면 유동성이 급격히 축소되고 심각한 경기수축으로 이어진다. 따라서 위기가 길어질수록 화폐발행을 멈추는건 더 어려워진다. 실제 바이마르 독일은 진정한 의미의 현금부족을 겪었다. 하이퍼인플레이션이 지속되어 시중에서 유통되는 현금으로 살수 있는 상품과 서비스가 너무 적었다. 1913년 독일의 모든 현금을 갖고 1923년 10월로 가면, 살수 있는거라곤 1kg짜리 빵 하나였다. 여기서 화폐발행을 중단하는건 이미 빈사상태에 있는 상업을 완전히 죽이는 것과 같다. 정리하면, 화폐발행은 건전한 선택으로 보일수 있다. 하지만 화폐발행을 너무 오래 끌고가는건 인플레이션에 먹이를 주는거고 한번 시작하면 돌이킬수 없다.

인플레이션 나선형 추락

통화 가치가 추락하고 화폐가 계속 발행되면, 사람들의 행동은 바뀌기 시작하고 인플레이션 심리가 자리잡는다. 평가절하는 자본유출을 일으키고 이는 평가절하를 다시 심화시킨다. 인플레이션도 상승하고, 화폐발행이 동반된다. 결국 초반엔 성장동력이 됐던 통화증발 정책의 효과가 사라지고 만다.

화폐발행이 오래 지속될수록, 화폐보유자는 이를 상품과 서비스에 소비하기보다는 실물자산과 외국자산에 투자한다. 현금을 공매도하고 실물/외국 자산을 산 투자자의 수익률이 자국통화로 저축하고 투자한 투자자의 수익률보다 높기 때문에, 내수통화 보유자들은 발행된 화폐를 생산적 자산에 투자하는 것보다 금같은 실물자산과 외국자산에 투자하게 된다. 인플레이션을 회피하고 자산가치를 지키기 위해 외국 투자자는 돈을 회수한다. 경제가 약하고 투자자들이 실물자산에 쏠리면 주가는 추락한다. 화폐증발 초반 소비를 이끌었던 자산효과(wealth effect)는 소멸한다. 이제 통화 평가절하는 성장을 자극하지 않는다.



지속적인 통화 하락세는 인플레이션을 유발한다. 한번 인플레이션 심리가 생기면 이는 자가배양되며 성장한다. 인플레 압력이 임금에 전달되어 임금-비용 나선이 시작되는 것이다. 노동자는 물가상승으로 감소한 구매력을 보충하기 위해 더 높은 임금을 요구한다. 임금인상을 강요당한 생산자는 이를 보상하기 위해 상품과 서비스의 가격을 올린다. 계약상 임금이 인플레이션과 연동되면 임금-비용 나선이 자동적으로 일어난다. 연동이 일반화되면 악순환이 정착된다: 통화가치가 하락하고, 상품-서비스 가격은 상승하고, 종이화폐의 양이 늘어나서 통화가치는 더 추락한다. 가격은 다시 폭등하고, 계속 반복된다.

통화가치 계속 하락하는 상황에선 예금자와 투자자도 행동을 바꾼다. 손실을 입은 예금자는 구매력을 보호하기 위해 행동한다. 빠르게 현금을 공매도하고 외국/실물 자산을 매입한다. 인플레이션이 악화되면 예금자는 당연히 은행에서 돈을 더 손쉽게 빼고 싶어한다. 예금의 기조가 장기저축에서 단기구조로 전환된다. 투자자도 그들의 대출기간을 짧게 잡는다. 디폴트나 상환가치 하락을 우려하는 투자자의 경우 대출자채를 중단할수도 있다. 인플레이션 부채 축소(Inflationary deleveragings)에서 평균적인 채권 만기는 짧아진다.

높은 인플레이션과 대량 통화발행으로 인한 낮은 실질금리가 겹치면 현금 공매도의 이익은 증가한다. 자본은 급속도로 빠져나가 금융시스템의 유동성 문제가 발생한다. 은행은 현금 수요를 감당하는 것이 원천적으로 불가능하다는 걸 깨닫는다. 현금 부족으로 인해 계약을 지킬수 없게 된 기업도 고통받는다. 여기서 금융권의 극심한 유동성 위기를 지켜보는 중앙은행은 이전 국면에서 통화증발로 얻은 이득을 고려해서 화폐발행을 더 늘려버린다. 중앙은행은 돈을 찍어서 은행을 지원하고 기업에 직접 대출한다. 미래의 화폐가치 하락을 보상할정도로 충분치 않으면, 이런식의 유동성 공급은 투자자가 돈빌려서 해외투자/실물 자산투자하는 것을 지원해주는거나 마찬가지다. 이건 인플레이션 압력을 더 강화하고 평가절하를 심화시킬 뿐이다.

국가의 채무가 해외통화로 표시됐기 때문에, 통화가치가 떨어지면 상환부담은 폭등한다. 소비감축과 자산 급매가 필요해진다. 원래는 상환부담 관련 부정적 영향이 환율하락의 긍정적 영향으로 보상되지만, 시간이 오래 지나면 환율하락이 의미가 없어지고 상승한 상환부담만이 남게된다. 높은 채무부담은 디폴트 리스크를 감지한 해외 투자자들이 더 높은 이자율을 요구하게 만든다. 통화가치 하락과 인플레이션은 상환

부담을 증가시키고, 통화정책을 이용한 경기부양을 힘들게 만든다.

정부는 높아진 부채부담에 소득세, 재산세 증세로 대응한다. 나쁜 경제와 투자실패로 이미 순자산이 상당히 손실된 상태에서 부자들은 재산감소를 막으려고 모든 수단을 동원한다. 즉 조세포탈과 해외자본유출이 극적으로 늘어난다. 이는 부채축소에서 벌어지는 전형적 현상이다.

성장세가 더 악화되면 외국 대출기관은 더이상 돈을 빌려주지 않고 신용창조의 중요한 기반이 사라진다. 물론 국내에서 신용창조와 대출이 많이 일어나지만, 이 대출금 상당수가 해외자산 매입에 사용되어 경제 성장을 자극하지 못한다. 투자자는 금, 공장, 수입품(바이마르 공화국에서 돌을 사기도 했다!)을 부의 저장 수단으로 쓰기 위해 구매한다. 기계나 장비에 대한 자본투자 역시 이들을 쓰기 위해서가 아니라 가치저장 수단으로서 이뤄진다.

인플레이션과 통화가치 하락을 유발하는 메커니즘은 명확하다. 사람들이 통화 신뢰를 완전히 잃을때까지 위 과정은 반복된다. 돈은 가치저장수단으로의 역할을 잃고 사람들은 오직 며칠 소비분량의 돈만을 확보한다. 기나긴 0의 행렬속에서 돈의 교환수단 역할도 약화된다. 화폐불안정성은 생산자가 상품을 자국화폐보단 외국화폐나 물물교환을 선호하게 만든다. 외국화폐가 충분치 않기 때문에, 유동성 위기가 정점을 찍고 수요는 붕괴한다. 이런 종류의 유동성 문제는 자국 화폐발행으로 해결될수 없다. 상점은 문을 닫고 실업률은 상승한다. 경제가 하이퍼인플레이션에 들어서면, 한때 이익을 쫓던 통화가치 하락은 이제 대혼란을 불러오고 경제는 급격히 수축한다.

경제수축과 더불어 하이퍼인플레이션은 금융자산의 가치를 삭제해버린다. 금융자산의 가격상승은 인플레이션과 통화가치 하락 속도를 못따라간다. 하이퍼인플레이션은 또한 극단적인 부의 재분배를 야기한다. 채권자는 대출의 가치가 급속도로 떨어지는 것을 목격한다. 경제수축, 극단적 부의 재분배, 대혼란은 정치적 긴장을 만들고 격돌이 발생한다. 경찰같은 공무원은 가치없는 현금을 받으며 일을 할순 없다며 파업에 나선다. 무질서, 범죄, 절도, 폭력은 급증한다. 바이마르 독일 정부는 사회 무질서를 제거하기 위해 군사당국에 국내 체포등의 사법권한을 부여했다.

하이퍼인플레이션동안 투자하는건 간단한 몇가지 규칙에 근거한다: 통화를 공매도하고, 국가 밖에서 살수 있는건 다 사들인다. 상품, 원자재등 가리지 말고. 주식을 사는건 좋은 선택은 아니다. 하이퍼인플레이션이 오면 주식은 휴지조각이 된다. 환율이나 주가와 역의 상관관계를 가진 자산을 매입하는 것이 좋다. 즉, 금이 가장 선호하는 자산이 된다. 주식은 가격이 설사 자국통화 기준으로 폭등한다 해도 휴지조각이 된다. 채권도 마찬가지다.

인플레이션 나선이 하이퍼인플레이션으로 전환되면, 통화는 절대 자산 저장수단 역할을 되찾지 못한다. 원래 통화를 없애버리고 강력한 수량 통제를 받는 새로운 통화를 도입하는 것이 하이퍼인플레이션을 끝내는 유일한 길이다.

전쟁경제

전쟁경제는 일반적인 경제와 완전히 다른 형태다. 생산, 소비, 상품-서비스와 금융자산의 계산법이 급격히 달라진다. 예를 들어, 전쟁에서 파괴된 장비를 생산하면 GDP가 상승한다. 군복무의 증가는 실업률을 감소시키고, 경제활동의 대부분이 상향식에서 하향식으로 전환된다. 대출과 자본흐름의 역학도 평시와 전시는 전혀 다르기 때문에, 전시 경제통계를 이해하는 건 평시 경제통계와는 완전히 다른 기초가 필요하다. 전쟁경제의 작동방식을 논하려면 또다른 책 한권이 필요하기 때문에 생략하고, 깊게 들어가지 않을 것이다. 그러나 부채위기를 논하는데 전쟁경제는 빼수없는 부분이라 간략하게 설명하고 넘어가겠다.

경제적 갈등이 유발하는 경제/지정학 순환은 군사적 갈등으로 이어진다. 역사는 기존 강대국과 신흥 강대국의 충돌은 명확한 현상이라 말해준다. 상당수 역사학자들이 나처럼 주장한다. 역사학계는 경제적 관점보다 지정학적 관점으로 본다는 차이점이 있긴 하지만. 어쨌든 컨센서스인건 사실이다. 간단히 말하면 다음과 같다.

1) 부자/자본주의자/정치적 우파와 빈자/사회주의자/정치적 좌파간 경제적 갈등이 심해지면 대중영합적이고 독단적이며 민족주의 성향을 띤 군국주의 지도자가 권력을 잡는다. 2) 경제와 군사적 파워가 강하고 나라 사이에 갈등이 생기면, 그 나라에서 경제와 정치는 매우 강하게 결합된다. 그 결과 전쟁같이 파괴적 갈등의 가능성이 훨씬 높아진다.

다시말해 경제적 경쟁관계에 놓인 국가들은 누가 가장 강한지를 확인하기 위해 다툼을 벌인다. 이시기에 전쟁경제가 나온다. 이후 시장, 경제, 지정학은 숙취(hang-over effects)를 겪는다. 전쟁과 결과는 어느 나라의 통화, 부채, 자산, 경제가 더 가치있는지를 결정하고 사회-정치적 분위기를 완전히 뒤바꾼다. 더 큰 그림에서 보면, 전쟁이후 더 강하다고 판명된 국가는 국제사회의 규칙을 정한다. 이는 사이클이 다시 시작되어 끝날때까지 유지된다.

대형 경제/지정학 순환은 힘의 우열을 확인시키고 제국과 준비통화의 몰락을 야기하는데, 그 주기는 부채 주기보다는 길어서 보통 250년정도 된다. 이 책에선 간단하게 다루고 나중의 보고서에 더 자세하게 서술 하겠다.

항상 그런건 아니지만 경제적 경쟁구도가 형성되면, 양국 시민은 감정적으로 변해서 상대국을 적대시하는 지도자를 포퓰리스트 지도자를 선출한다. 선출이 아닌 다른 방식으로 권력을 잡는 경우도 있는데, 그럴때도 전쟁은 터진다. 하지만 항상 그런 것은 아니다. 일이 어떻게 진행될지는 국가관계가 어떻게 형성되어 있는지에 달려있다.

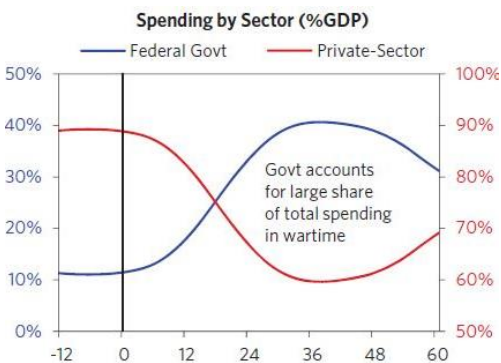
- a) 협력적 경쟁 관계:** 서로가 원하는 것을 파악하고 자발적 인센티브로 교환한다. 이는 윈윈 관계로, 아무리 거친 협상도 상대에 대한 존중과 배려를 갖고 진행된다. 스포츠에서 경기하는 두팀을 생각하면 된다.
- b) 상호적 위협 관계:** 서로를 해칠수 있으며 고통을 교환한다. 공포를 조장하여 원하는 것을 얻는다. 이는

루즈-루즈 관계로 협상보단 전쟁이 상호작용 수단으로 선호된다.

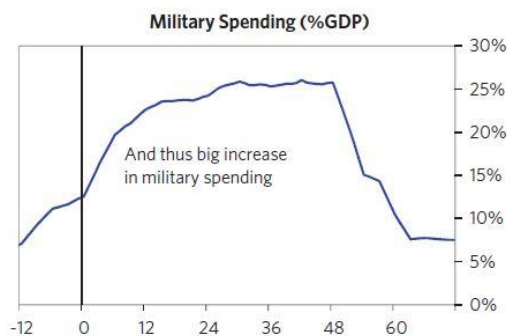
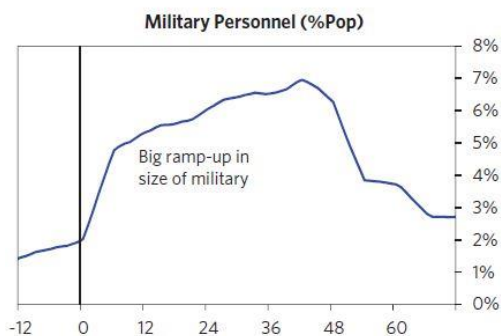
둘중 한쪽이라도 위협적 접근법을 채택하면, 다른 한쪽이 협력적 접근법을 선택해도 결국 상호위협적 관계로 변한다. 어느 접근법을 선택하느냐는 국가의 상대적 파워에 달려있다. 첫번째 전략은 서로가 서로의 위협성을 알고 물리적 충돌을 피하며 자발적 교환관계를 받아들인다. 반면 두번째 전략에선 각국의 국력은 상대국에게 피해를 입히면서 자국의 피해를 건딜수 있는 능력으로 정의된다. 두번째 전략이 실행될 경우 벌어질 상황은 너무 불확실하기 때문에, 첫번째 경로가 더 안전하다. 두번째 경로는 전쟁으로 이어져서 지배국과 피지배국을 결정해버린다. 때문에 전쟁후엔 승자가 국제사회의 규칙을 정하고 나머지국가들은 새로운 도전자가 나타날때까지 이를 따른다.

전쟁을 경제적 관점에서 보면, 금융/비금융 자원에 대한 접근성을 계속 유지하는 것이 가장 중요하다. 전비와 평시지출을 동시에 감당할수 있는 나라는 없기때문에, 반드시 외채에 의존하거나 튼튼한 외화보유고가 필요하다. 대출능력은 국가신용도와 자본시장 발달정도에 달려있는데, 특히 자국화폐 표시 채권시장의 건전성이 중요하다. 주요 비금융자원 접근성을 유지하는 것도 전쟁수행력을 유지하고 내수경제 상황을 꽤 좋게 만들려면 필수적이다.

전쟁이 끝나고 채권상황이 시작되면, 부채와 전쟁결과(이기든 지든)의 대가는 엄청나다. 막대한 빚을지고 전쟁까지 저버리면 나라의 상황은 더 나빠지는게 불가할정도로 악화된다. 지금까지 책에 나온 그 어떤 상황과도 비교불가다. 1차대전이후 1920년대 독일과 2차대전후 1940년대 후반부터 1950년대까지 독일과 일본을 보면 알것이다.

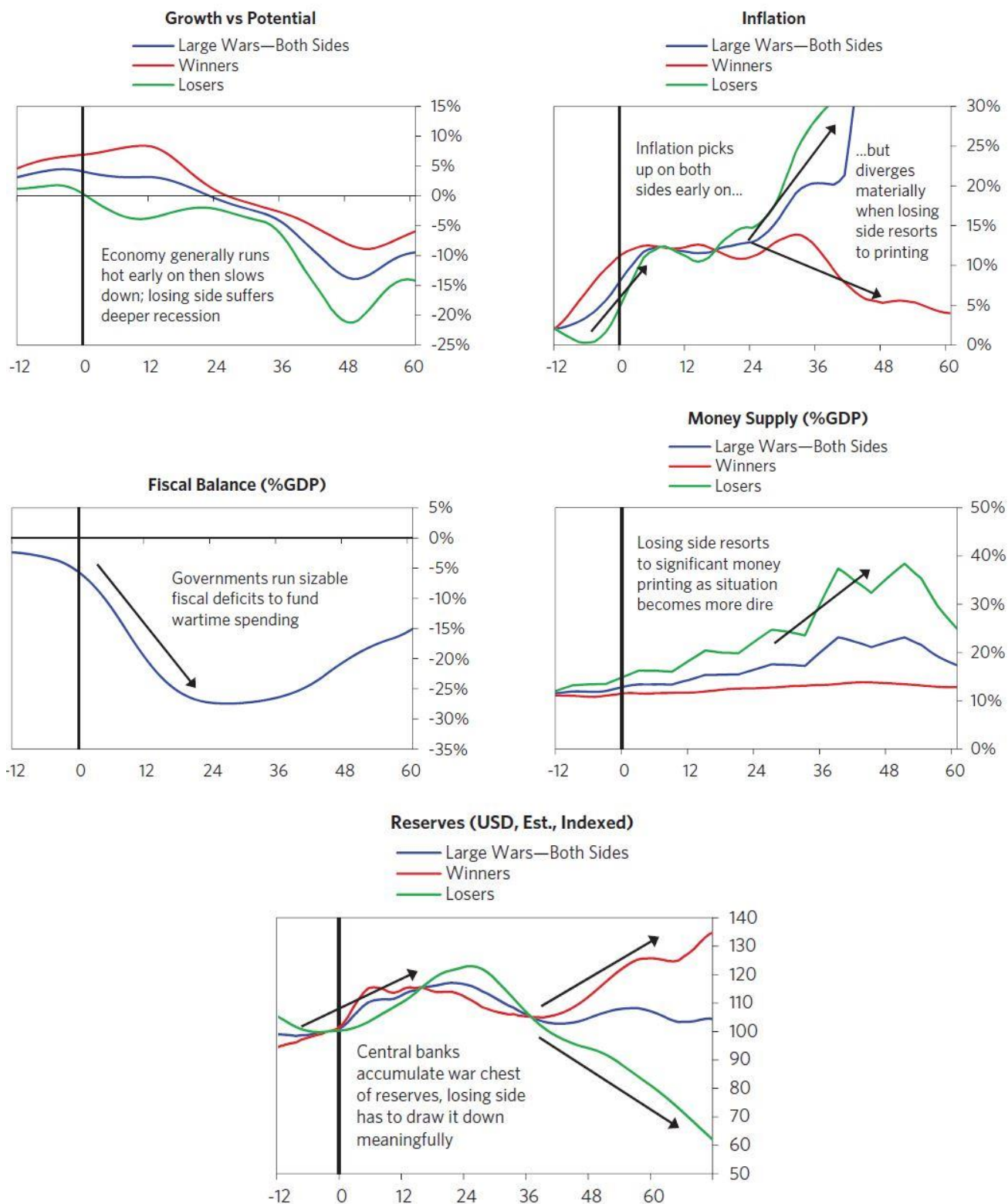


첫번째 차트는 민간지출대비 정부지출의 급격한 상승을 보여준다. 다음 차트는 군사지출과 군인수 증가를 나타낸다. 둘다 평시의 5배수준으로 올라간다. 실제 2차대전기 미국 노동력의 20%가 군인이었다.



대형전쟁이 끝나면 승자와 패자 모두가 부채로 고생하고 전쟁경제를 정상경제로 돌려놓기 위해 총력을

기울인다. 군사지출의 빠른 수축은 전후 경기침체를 일으킨다. 공장이 재정비에 들어가고 전쟁분야에 고용됐던 사람들이 새로운 일자리를 찾아야 한다. 국가는 부채축소 과정에 돌입하며, 이는 앞에서 봤던 공황/부채축소 국면과 똑같은 동학을 띤다. 특히 패자가 더 나쁜 경제상황을 경험한다. 다음 차트는 그 과정으 묘사하는데, 패자가 더 깊은 공황에 빠지고 더 많은 화폐를 발행하며 저축/외화보유고도 훨씬 감소한다. 인플레이션도 상당히 높은데, 하이퍼인플레이션을 겪는 나라도 상당수 있다.



더 자세한 내용을 알고싶다면 2부에서 바이마르 공화국과 미국 대공황 케이스 스터디를 읽는 걸 추천한다. 전자는 패자의 전후 상황을 알려주고 후자는 승자의 전후 상황을 알려준다. 2차대전이후 미국과 영국의 상황도 살펴보길 바란다. 독일, 일본을 비롯한 2차대전 패전국의 차트는 신지 않았는데, 통계가 너무 어처구니 없어서 믿기지 않을 정도이기 때문이다.

요약

내 의견을 강조하고 싶다: 부채위기 관리는 부실채권의 고통을 사회전체로 퍼뜨리는 것이 전부인데, 이는 그 부채가 자국화폐로 표시되어야 훨씬 수월하다. 제일 큰 리스크는 채무 그자체가 아니라 정책가의 옳은 행동을 할 의지, 권한, 지식이다. 만일 부채가 외국통화로 표시되어 있다면, 선택은 더 힘들고 상황은 더 통제하기 힘들다. 대가도 더 고통스러울 거고.

개인적 경험에서 보면 정책가의 이해도와 권한은 나라마다 매우 다르고, 이는 극적으로 다른 결과를 낳는다. 관료들은 일반적으로 위기가 극에 달할때까지 충분히 행동에 나서지 않는다. 정책권한도 각국의 규제 상황과 권력견제 시스템에 따라 많이 다르다. 시스템이 강한나라(좋은 것이다)도 정책입안자가 빠르게 필요한 조치를 취하지 않을 위험은 있다.

모든 가능성을 고려한 원칙을 만드는건 불가능하다. 가장 똑똑하고 충분한 권한을 가진 관료조차 위기를 완벽하게 컨트롤할순 없다. 예측되지 않은 상황은 즉각적으로 대응되어야 하는데, 그 기간은 깍해야 몇시간이다. 법/규제 시스템이 명확한 원칙을 제시하지 않는 상황에서 말이다.

권력견제 시스템-평시엔 권력집중을 막는 중요한 보호막인-은 정책결정과정을 느리게 만들고 소규모 이해관계자조차 정책적 조치를 거부할수 있게 만들어서 위기를 악화시킨다. 필요한 것을 담대하게 실행하는 정책가는 양쪽에서 욕먹는다. 부채위기에서 정치는 걸림돌이며, 왜곡된 정보는 빠르게 퍼진다.

대형 부채위기는 시민들과 국가 입장에서 보면 중단기적(3-10년)으로 끔찍하다. 허나 장기적으로도 생산성 성장면에서 큰 충격을 주는데, 이게 더 중요할때도 있다. 정치적 귀결(포퓰리즘의 부상)은 부채위기 그 자체보다 더 중요한 결과를 내놓을수 있다. 아래 차트는 실질 GDP가 3% 이상 감소한 국가의 사례를 모은 것이다.

