

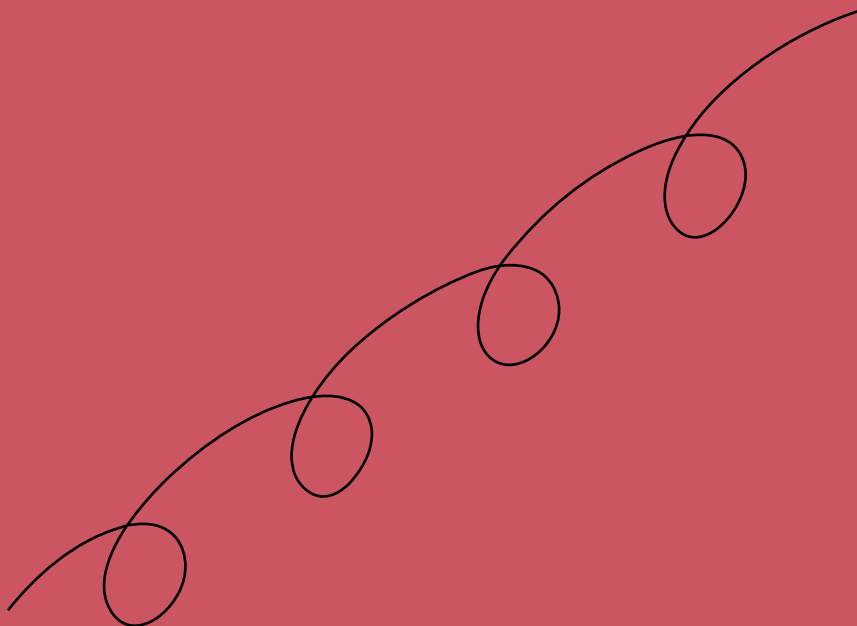
다가올 금융 위기를 대비하는 원칙

BIG DEBT CRISES

RAY DALIO

레이 달리오의
금융 위기 템플릿

샘플북



다가올 금융위기를 대비하는 원칙

BIG DEBT CRISES

RAY DALIO

레이 달리오의
금융 위기 템플릿

《레이 달리오의 금융 위기 템플릿》 샘플북(비매품)

초판 1쇄 발행 2020년 2월 24일

지은이 레이 달리오

옮긴이 송이루, 이종호, 임경은

〈알려드립니다〉

1. 이 샘플북은 책을 소개하기 위한 홍보용으로 제작된 것으로 비매품입니다.
2. 본 책은 전국 서점 및 온라인 서점에서 구입하실 수 있습니다.
3. 본 책은 3권 세트로만 판매되는 도서로 낱권으로는 구입하실 수 없습니다.
4. 이 책의 한국어판 번역은 레이 달리오와 브리지워터 어소시에이츠의 검수를 마쳤습니다.
5. 파트3 본문 중 사례 자동 요약 부분은 인공지능 컴퓨터가 작성한 것으로, 중복되는 문장이 종종 등장하오니 참고해 주시기 바랍니다.
6. 파트3 본문 중 빈 차트는 데이터를 찾지 못한 경우에 해당합니다. 제2차 세계대전 이후 독일, 이탈리아, 일본의 사례는 데이터 부족으로 제외되었습니다.

《레이 달리오의 금융 위기 템플릿》에 대하여

시장을 이해하는 데 삶을 바친 세계 최고 투자자의 작품

2008년 금융 위기를 정확히 예측하고

극복하게 해준 바로 그 템플릿

세계에서 가장 성공한 투자자 중 한 사람인 레이 달리오가 2008년 금융 위기 10주년을 맞아 부채 위기는 어떻게 작용하고, 위기에 어떻게 대처해야 하는가에 대한 템플릿을 펴냈다. 이 템플릿은 브리지워터 어소시에이츠가 위기를 예상하고 잘 헤쳐나갈 수 있게 해주었지만, 다른 이들은 2008년의 위기를 견뎌내지 못했다.

레이 달리오는 2017년 9월 출간한 자신의 저서 《원칙》에서 앞으로 경제 원칙과 투자 원칙을 담은 또 다른 책을 집필할 것이라고 밝혔다. 이 두 권의 책 이후에는 자신이 더 이상 해줄 수 있는 조언은 없고, 원칙을 소개하는 자신의 임무도 끝날 것이라고 밝혔다. 그런데 두 번째 책이 아직 출간되지 않은 가운데 《금융 위기 템플릿》이 공개된 것이다.

그렇다면 《금융 위기 템플릿》을 공개한 이유는 무엇일까? 레이 달리오는 대부분의 일은 시간이 지남에 따라 반복적으로 발생한다고 말한다. 따라서

패턴을 연구하면 원인-결과를 이해할 수 있고, 비슷한 일이 일어났을 때 대처가 가능하다는 것이다.

그래서 레이 달리오는 그동안의 대형 금융 위기를 분석하고 인과 관계를 이해하여 위기에 대비하는 원칙을 세울 수 있는 ‘템플릿’을 공개하게 된 것이다. 이 템플릿을 공유함으로써 다른 투자자들이 미래의 더 큰 금융 위기 가능성을 줄이고 위기를 관리할 수 있기를 바라는 레이 달리오의 바람을 읽을 수 있다.

위기는 반복되어 일어난다

2020년 금융 위기를 대비하라!

레이 달리오는 ‘이코노미스트’라고 불릴 만큼 경제 흐름에 정통하여 해외에서 각종 경제 이슈가 생길 때마다 각종 언론이 코멘트를 부탁하기로 유명하다. 세계 언론이 앞다투어 경제 전망에 대한 의견을 구하려고 하는 투자자이기도 하다.

레이 달리오가 2008년 금융 위기를 예측한 것으로 유명해진 만큼, 전 세계 투자자들은 2008년 10주기 금융 위기 템플릿이 주는 의미와 그 유용성을 높이 평가하고 있다. 후세에 유용한 것을 남기겠다는 레이 달리오의 선한 의도 역시 찬사를 받고 있다.

레이 달리오는 꾸준히 2020년 미국발 경제 불황을 경고해 왔다. 그래서 전 세계 투자자들과 경제에 관심 있는 독자들은 《레이 달리오의 금융 위기 템플릿》을 기다려 왔다. 우리나라도 금융 위기에서 결코 안전하지 않은 만큼, 이 템플릿이 많은 독자들의 위기 대비 및 관리에 도움이 될 것이다.

템플릿의 구성

템플릿은 총 3권의 책자로 제공된다.

파트1: 대형 금융 위기를 이해하는 기본 템플릿

파트2: 금융 위기의 상징적인 사례 연구

독일 부채 위기와 하이퍼인플레이션(1918~1924)

미국 부채 위기와 대응(1928~1937년, 1930년대 대공황)

미국 부채 위기와 대응(2007~2011년, 2008년 금융 위기)

파트3: 부채 위기 48가지 사례 연구

《레이 달리오의 금융 위기 템플릿》은 위기를 성공적으로 예측한 한 사람의 독특한 관점으로 만들어낸 위기 관리 템플릿이다. 이 책을 읽는 독자가 투자자든, 정책 결정자든 또는 단순히 금융 위기에 관심이 있는 사람이든 경제와 시장을 새롭게 이해하는 데 도움을 줄 것이다.

이 발췌본에서는 서문과 각 파트의 일부를 독자들에게 소개한다.

전 세계 경제 전문가들이 주목한

가장 정확한 경제 위기 관리 템플릿

“레이 달리오의 훌륭한 연구는 부채 위기와 정책 대응에 대한 혁신적인 사고 방법을 제공한다.”

- 벤 버냉키(경제학자, 전 연방준비제도 이사회 의장)

“레이 달리오의 책은 다음 금융 위기를 예방하거나 관리하기를 갈망하는 사람이라면 누구나 읽어야 한다.”

- 래리 서머스(전 미국 재무부장관)

“시장을 이해하는 데 자신의 삶을 바치고, 2008년 금융 위기를 예측함으로써 자신의 이해를 증명한 세계 최고 투자자의 훌륭한 작품이다.”

- 헥크 폴슨(2008년 금융 위기 당시 미국 재무부장관)

“금융 시스템의 엔진이 때때로 고장 나는 이유를 이해하는 데 매우 가치 있는 프레임 워크이자 미래 정책 입안자를 위한 워크북으로, 금융 위기를 해결하기 위한 중앙은행 및 정부의 정책에 대한 실질적인 지침이 될 것이다.”

- 팀 가이트너(오바마 행정부의 초대 재무부장관)

금융 시스템은 어떻게 세계를 형성하는가?

경제 위기 대비책을 갈망하는 투자자들이 극찬한 책!

★★★★★ 내가 읽은 경제학 중 가장 훌륭하다. 이 책은 위기가 닥쳤을 때 자신을 보호하기 위해 무엇을 해야 하는가를 결정할 수 있게 해준다.

★★★★★ 매우 유익하다. 시장, 정부 경제 정책 등에 관심이 있는 사람이라면 누구나 읽어야 할 책!

★★★★★ 기념비적인 작품이다. 금융 위기에 대한 평생의 연구를 공유해 준 레이 달리오에게 감사한다. 비전문가도 이 책을 보면 금융 위기 대비책을 발견할 수 있을 것이다.

★★★★★ 워렌 버핏은 “리스크는 당신이 무엇을 하고 있는지 모르는 데서 온다”고 말했다. 그래서 이 책은 오늘날 우리가 살고 있는 세상을 이해하기 위해 반드시 읽어야 할 책이다.

파 트 1 차 례

감사의 글

서론

PART 1 : 전형적인 대형 부채 사이클

대형 금융 위기를 이해하는 기본 템플릿

신용과 부채

전형적인 장기/대형 부채 사이클 템플릿

사이클 분석

전형적인 디플레이션형 부채 사이클 국면

부채 사이클 초기

버블

정점

불황

아름다운 디레버리징

무리한 확장 정책

정상화

인플레이션형 불황과 통화 위기

전형적인 인플레이션형 부채 사이클 국면

부채 사이클 초기

버블

정점과 환율 방어

불황(환율 방어를 포기할 경우)

정상화

일시적인 인플레이션 불황에서 하이퍼인플레이션으로의 전이

하이퍼인플레이션으로서는 어떻게 전이되는가

전쟁 경제

요약

파 트 2 차 례

독일 부채 위기와 하이퍼인플레이션(1918~1924년)

미국 부채 위기와 대응(1928~1937년, 1930년대 대공황)

미국 부채 위기와 대응(2007~2011년, 2008년 금융 위기)

파트 3 차례

주요 경제 용어 해설 48가지 부채 위기

자국 통화 표시 부채 위기 (디플레이션형 디레버리징 중심으로)

미국 1929
영국 1929
일본 1929
프랑스 1929
영국 1943
미국 1945
노르웨이 1990
핀란드 1991
스웨덴 1991
일본 1991
미국 2007
오스트리아 2008
독일 2008
그리스 2008
헝가리 2008
아일랜드 2008
이탈리아 2008
네덜란드 2008
포르투갈 2008
스페인 2008
영국 2008

외화 표시 부채 위기 (인플레이션형 디레버리징 중심으로)

독일 1918
아르헨티나 1980
브라질 1980
칠레 1981
멕시코 1981
페루 1982
필리핀 1983
말레이시아 1984
페루 1987
아르헨티나 1989
브라질 1990
터키 1993
멕시코 1994
불가리아 1995
태국 1996
인도네시아 1997
대한민국 1997
말레이시아 1997
필리핀 1997
러시아 1997
콜롬비아 1998
에콰도르 1998
터키 2000
아르헨티나 2001
아이슬란드 2008
러시아 2008
러시아 2014

거시건전성 감독 정책 부록 주석

서론

2008년에 발생했던 금융 위기 10주년을 맞아, 나는 투자자로서 금융 위기에 대처하는 관점을 알려주기 위해 이 책을 쓰고 있다. 당시 투자자로서 무사히 위기를 헤쳐 나갈 수 있었던 것은 템플릿을 미리 개발해두었기 때문이었다. 이 템플릿은 각종 부채 위기가 어떤 양상으로 전개되는지를 이해하기 위해 개발된 것이었다. 앞으로 부채 위기가 발생할 가능성이 낮아지고, 위기가 발생하더라도 적절히 관리할 수 있기를 바라는 마음에서 나는 지금 이 템플릿을 공유하려 한다.

투자자인 나는 시장을 통해 표출되는 경제적 변화에 돈을 투자한다는 점에서 경제학자나 정책 입안자와는 다른 관점으로 시장을 본다. 그 덕에 자본 움직임의 원동력이 되는 상대적 가치나 흐름 같은 것들에 집중할 수 있다. 결국 상대적 가치나 시장의 흐름이 원인이 되어 자본의 움직임이 발생하는 것처럼 어떤 원인이 어떤 결과를 낳는 과정에서 사이클은 만들어진다. 금융 위기를 헤쳐 나가는 과정에서 깨달은 것은 경제학 교과서에는 나오지 않는 실질적인 경제적 지식을 제공하는 데 글로벌 투자자로서의 경험 이 중요하다는 사실이다. 글로벌 투자자들은 경제적 변화에 돈을 투자하므로 그 결과에 따라 천당과 지옥을 오가는 경험을 하기 때문이다.

이전에 경험해본 적 없는 위기를 반복해서 경험하게 되면서, 직접 겪어본 금융 위기만이 아니라 역사적으로 중요한 의미를 지니는 금융 위기 사례들을 가상으로라도 간접 경험해보자는 데까지 생각이 미쳤다. 그러자 금융 위기 사례들은 마치 내가 당시의 투자자가 되어 실제로 경험하고 있는

것처럼 느껴진다. 그렇게 하다 보니 그 순간이 되어서야 무슨 일이 벌어지는지 정도만 알고 있는 것으로 가정하여, 내가 당시 투자자였다면 어떤 결정을 했을지 생각해보고 투자 결정을 내려야 했다. 예전 위기 사례를 연대순으로 매우 상세히 연구하고 그 사례들을 일 단위 또는 월 단위로 겪어보는 방식으로 투자 결정을 해보았다. 이렇게 해본 덕에, 내 시야가 직접 경험에 의존해 형성되었던 것보다 더 넓고 더 깊어졌음을 알게 되었다. 1966~1971년 글로벌 통화체제 ‘브레튼 우즈(Bretton Woods)’의 쇠퇴와 붕괴, 1970년대 인플레이션/버블과 1978~1982년 버블 붕괴, 1980년대 라틴아메리카의 인플레이션형 불황, 1980년대 말 일본 경제 버블과 1988~1991년 버블 붕괴, 2000년 ‘닷컴 버블’ 붕괴로 이어진 글로벌 부채 버블, 2008년에 일어난 대규모 디레버리징(Great Deleveraging)(디레버리징은 부채 축소를 의미한다.)은 내가 직접 경험해본 금융 위기 사례들이다. 15세기 로마 제국의 붕괴, 1789년 미국의 채무 재조정(Debt restructuring), 1920년대 독일 바이마르 공화국, 1930~1945년에 많은 국가를 집어삼킨 세계 대공황(Great Depression)과 전쟁 등은 역사 연구를 통해 가상으로 간접 경험해본 금융 위기 사례들이다.

궁금하기도 했고, 미래에 다시 금융 위기가 닥쳤을 때 살아남기 위해서는 금융 위기가 어떤 양상으로 전개되는지 알아야 했다. 그래서 금융 위기 이면에 숨겨진 인과관계를 알아내려 노력했다. 경기순환과 디레버리징을 비롯하여 다양한 유형별 경제 현상을 살펴보고 각각의 평균을 구한 결과, 유형별 인과관계를 시각적으로 그려내 분석할 수 있었다. 더 나아가 전형적인 경기순환과 대형 부채 사이클, 전형적인 디플레이션 유발형 디레버리징과 인플레이션 유발형 디레버리징 등 다양한 유형의 위기를 이해할 수 있는 모형과 템플릿을 개발하기에 이르렀다. 그 후 전형적인 경기 사이클과 각각의 경기 사이클을 비교하고 유형별 차이점을 들여다보니 무엇이 그러

한 차이를 만들었는지 파악할 수 있었다. 이와 같은 템플릿을 서로 연결함으로써 위기를 유형별로 단순화하여 심층적으로 이해할 수 있었다. 노련한 의사는 환자의 증상이 저마다 달라도 특정한 질병의 ‘또 다른 형태’임을 알아차리기 마련이다. 나 역시 위기에 나타나는 각각의 수많은 요소를 짐작 몇 가지로 단순화하여 바라보게 되었다.

나는 브리지워터 어소시에이츠Bridgewater Associates에 소속된 훌륭한 파트너들의 도움을 받아 연구를 진행하고 위기 템플릿을 개발할 수 있었다. 100년에 걸쳐 일어난 홍수와 역병을 연구한 사람이 앞으로 일어날 재해를 더욱 수월하게 예측하고 대비할 수 있듯이, 우리도 마찬가지로 이 템플릿을 이용하여 전에 없던 폭풍에 철저히 대비할 수 있었다. 지난 경험을 바탕으로 우리는 발생할 수 있는 거의 모든 상황에 대응할 방법을 상세하게 제시하는 컴퓨터 의사결정 체계를 구축해냈다. 이러한 접근 방식은 위기에 대처하는 데 큰 도움이 되었다. 한 예로 2008년 금융 위기가 발생하기 8년 전에 우리는 ‘불황지수depression gauge’를 만들어냈다. 불황지수는 1929~1932년 이후로 한동안 발생하지 않았던 대형 위기에 대처하도록 설계되었다. 2007~2008년 위기가 그러했다. 당시 다른 펀드들은 대체로 형편없는 성과를 냈지만, 브리지워터는 불황지수 덕분에 꽤 좋은 성과를 낼 수 있었다.

여기서는 브리지워터의 의사결정 구조를 자세히 다루지는 않을 것이다. 대신 다음과 같은 내용을 공유하고자 한다. 첫째, ‘전형적인 대형 부채 사이클’을 이해할 기본 템플릿을 소개한다. 둘째, ‘대침체Great Recession’가 발생한 2007~2011년의 미국, 디플레이션형 불황을 겪은 1928~1937년의 미국, 인플레이션형 불황을 경험한 1918~1924년의 독일 등 ‘세 가지 상징적인 사례 연구’를 자세히 살펴본다. 셋째, 지난 100년간 일어난 대형 부채 위기 대부분을 포함한 ‘48가지 사례 연구’를 상세하게 분석한다. • 이 세 가지 관점

을 이해하려 노력한다면 이전과 분명히 다른 시각에서 대형 부채 위기를 바라보게 될 것이다.

경제와 시장을 매일 주시하는 것은 서서히 거세지는 눈보라처럼 나를 향해 쏟아지는 수백만 개의 정보 조각들을 적절히 종합하여 반응하는 일과 같다. 템플릿을 제시하는 등 부채 위기 총론적 성격을 띠는 파트 1, 부채 위기 각론에 해당하는 파트 2, 48가지의 금융 위기 사례를 도표화하여 분석한 파트 3을 비교해본다면 내가 종합적으로 상황을 관찰하는 일을 눈보라 속에서 있는 것에 비유한 이유를 이해할 수 있을 것이다. 그러면 모든 금융 위기 사례가 전형적인 사례로 제시한 것과 본질적으로 같은 형태로 일어나면서도 저마다 차이를 보인다는 점에 주목하게 될 것이다. 이러한 차이가 존재하는 이유와 그 차이를 설명할 방법을 고민하는 과정에서 이해의 폭도 넓어질 것이다. 이로써 다음 위기가 닥쳤을 때 더욱 적절하게 대처할 수 있을 것이다.

사람들은 저마다 다른 견해를 가질 수 있다. 내 의견은 그중 하나에 불과하다는 점을 분명히 밝힌다. 우리 역시 다른 의견을 제시하고 토론하는 과정에서 이해의 폭을 한층 넓힐 수 있다. 바로 이를 위해 내가 연구한 내용을 공유하고자 한다.

-
- 파트 3 초반부는 경제 용어 설명을 담고 있다. 본 연구에 등장하는 개념을 전반적으로 이해하는 데 도움이 될 만한 영상으로 30분짜리 애니메이션 《경제 기계의 작동 원리(How the Economic Machine Works)》를 추천한다. 이코노믹 프린서플 웹사이트(www.economicprinciples.org)에서 시청할 수 있다.

대형 금융 위기를 이해하는 기본 템플릿

신용과 부채

앞으로 많이 등장할 ‘신용^{credit}’과 ‘부채^{debt}’란 용어를 정의하고, 그 작동 메커니즘을 알아보는 것으로 이 책을 시작하고자 한다.

신용이란 구매력을 제공하는 것이다. 구매력을 제공하는 대신, 그 대가로 나중에 상환하겠다는 약속을 받게 되는데, 이 약속이 부채다. 신용을 통해 구매력을 제공하는 행위는 그 자체로는 올바른 일임이 분명하다. 그러므로 구매력을 제공하지 않아 효과적인 일들을 못 하게 막는다면 이는 올바른지 않은 일일 수도 있다. 예를 들어, 개발 사업에 배정된 신용 규모가 매우 작다면 그 사업은 유명무실하게 될 것이다. 이는 올바른지 않은 일이다. 상환 능력이 없을 때 부채는 문제를 일으킨다. 즉 신용과 부채의 급격한 증가가 바람직한지 그렇지 않은지의 문제는 신용으로 인해 나중에 발생할 후유증과 부채 상환의 적절성(예: 부채에 대한 원금과 이자가 제대로 상환되는지의 여부)에 따라 결정된다.

대체로 상환 의무를 지는 사람은 많은 부채를 탐탁지 않게 생각한다. 나 또한 그렇기에 그런 마음을 충분히 이해한다. • 이제까지 살아오면서 돈이 없을 때도 빚을 지기보다는 저축하는 것을 더 선호했다. 이런 성향은 아버

-
- 나는 빚을 상당히 꺼리는 편이라서 어떤 형태의 빚도 저본 적이 없다. 일생 처음으로 집을 살 때조차 빚을 지지 않았다. 브리자위터를 창업할 때도 그랬다. 지금도 여전히 열심히 저축하고 있다.

지로부터 물려받은 것인데, 빛이 장점보다 단점이 더 많다고 생각하기 때문이다. 빛은 많이 지는 것보다 적게 지는 게 낫다고 생각하는 사람을 보면 동질감을 느낀다. 하지만 시간이 지나면서 이 말이 반드시 맞는 건 아니라는 사실을 알게 되었다. 사회 정책을 만드는 정책 입안자들은 개인에게는 없는 통제권을 가지고 있기 때문이다. 경험과 연구를 통해 신용과 부채의 성장이 지나치게 더디면 지나치게 클 때와 마찬가지로 부정적인, 때에 따라서는 기회비용의 형태로 비용을 발생시킨다는 점에서 더 부정적인 경제 문제를 일으키게 된다는 사실도 알게 되었다.

신용은 구매력뿐 아니라 채무도 창출하기 때문에 신용의 확대가 바람직한가, 그렇지 않은가의 문제가 제기될 수 있다. 일반적으로 이 문제는 부채가 생산적인 일에 사용되어 부채를 상환하기에 충분한 수익이 창출되느냐의 여부에 달려 있다. 수익이 충분히 창출된다면 채권자와 채무자 모두에게 자신의 몫 이상이 돌아가고, 양쪽 모두에게 경제적으로 이득이 될 것이다. 그렇지 않다면 채권자와 채무자 모두 만족할 수 없게 될 것이고, 양쪽 모두 자신의 몫을 챙기지 못하게 될 가능성이 크다.

이를 사회 전체의 관점에서 평가해보면 일차적이고 직접적인 경제 효과뿐만 아니라, 이차적이고 간접적인 경제 효과도 고려해야 한다. 예를 들어 설명해보자. 효율성이 떨어지는 인프라를 교체하는 사업이나 아이들에게 양질의 교육 서비스를 제공하는 사업은 분명히 비용 대비 효과가 크다. 양질의 교육 서비스는 범죄를 줄이고, 범죄인 교정을 위해 투입되는 비용을 아낄 수 있다는 점을 고려하면 더욱 큰 효과를 기대할 수 있다. 그런데도 부채를 통해 이런 사업에 재원을 투입하는 것이 사회 전체로 볼 때 바람직하지 않다는 재정 보수주의자들의 말도 안 되는 주장에 막혀, 명백히 효과적임에도 불구하고 이런 사업에 충분한 재원과 신용이 투입되지 못하는 사태

가 벌어지기도 한다.

부채 상환이 가능할 정도로 충분한 경제 효과가 기대된다면 신용과 부채의 투입이 바람직하다는 점을 분명히 말해두고 싶다. 하지만 긍정적 효과가 있으면 부정적 효과도 있다는 상충관계까지 내다보는 것은 매우 어렵다. 대출 기준이 엄격해 상환 능력에 대한 확신에 가까운 그 무언가를 요구한다면 부채 문제는 줄겠지만, 개발 사업은 힘들게 될 것이다. 대출 기준이 보다 느슨해지면 개발 사업은 증대되겠지만, 이후에 심각한 채무 문제가 발생하여 긍정적 경제 효과는 기대할 수 없게 될 수도 있다. 이 문제를 좀 더 짚어보자. 그리고 부채와 부채 사이클과 관련해 앞에서 다루지 않은 몇 가지 사항에 대해서도 더 알아보도록 하자.

악성 부채의 대가는 얼마나 큰가? 부채로 재원을 조달하면 나쁜 사업인가?

정책 입안자인 당신은 지하철을 건설하는 사업을 추진하기로 했다. 총 건설비용은 10억 달러이다. 지하철을 운용해 창출되는 수익으로 상환해 나갈 요량으로 부채를 이용해 자금을 조달했다. 하지만 경기가 예상보다 훨씬 좋지 않아 예상 수익의 절반만 들어오게 되면서 전체 부채의 50%가 악성 부채가 되었다. 그렇다면 지하철을 건설하지 말았어야 했는가?

이것은 지하철이 애초 예산을 책정할 때보다 5억 달러만큼 더 많은 가치를 창출할 수 있는가 하는 문제로 귀결된다. 지하철의 수명이 25년이라고 가정하고 연율 기준으로 앞 문장을 바꿔 말하면, 예산 책정 때보다 매해 약 2% 정도씩의 가치를 더 창출할 수 있는가에 따라 달라진다. 사안을 이렇게 바라보면, 지하철이 없는 것보다 비용이 들더라도 지하철이 있는 게 훨씬 더 낫다.

경제 전체를 놓고 봤을 때, 이 말이 어떤 의미가 있는지 알아보자. 악성

부채 손실은 부채액의 약 40%가 상환될 수 없는 경우 발생한다. 이런 악성 부채는 전체 부채의 약 20%를 차지하므로 손실은 전체 부채의 약 8%에 해당한다. 즉 전체 부채는 소득(예: 국내총생산^{GDP})의 약 2배(200%)에 해당하므로 손실은 GDP의 약 16%에 해당한다. 이 손실액이 15년에 걸쳐 ‘사회화(예: 금융정책, 재정정책 또는 이 두 가지를 통해 사회 전체가 손실을 부담하는 것)’된다면 손실액은 매해 GDP의 약 1%에 해당하는 금액이 된다. 이 정도면 감당이 가능하다. 물론 15년에 걸쳐 분산할 수 없다면 이는 감당할 수 없는 수준이다. 이런 의미에서 내가 주장하는 바는 상당한 금액의 부채를 지면 악성 부채 손실이 발생할 수 있다. 그런데 그 손실 규모는 손실을 분산하려는 정책 입안자의 의지 또는 능력에 따라 그 규모가 대폭 커지거나 작아질 수 있다는 점이다. 이는 내가 인생 경험과 연구 활동을 통해 접한 모든 사례에서 발견되는 내용이다. 정책 입안자가 손실 분산을 가능하게 하려면 다음의 두 가지 요건이 충족되어야 한다. 첫째, 부채 표시 화폐가 정책 입안자가 통제가 가능한 화폐일 것. 둘째, 채권자와 채무자의 상호 행태에 정책 입안자가 영향력 행사가 가능할 것.

부채 위기는 피할 수 없는가

역사적으로 잘 훈련된 소수의 국가만이 부채 위기를 피해갈 수 있었다. 대출 자체가 완벽한 적이 없을뿐더러 부실화되는 경우가 잦기 때문이다. 대출의 부실화는 부채 사이클이 사람들의 심리에 영향을 주어 버블을 만들어내고, 이 버블이 폭발하는 양상으로 나타난다. 이를 바로 잡으려는 정책 입안자의 노력이 없었던 건 아니지만, 지나치다 싶을 정도로 여신(금융 기관이 기업 등에 돈을 빌려주거나 보증을 서는 등 신용을 제공하는 것)을 매우 느슨하게 관리하는 경우가 더 많았다. 그것은 단기적 보상(빠른 성장)이 이런

관행에 정당성을 부여해주었기 때문인 것 같다. 또한 여신을 느슨하게 관리하는 편(예: 정부의 보증을 통한 금융 완화 정책)이 엄격하게 관리하는 것보다 정치적으로도 수월하다. 우리가 대형 부채 사이클을 보게 되는 것이 이런 연유에서이다.

부채 위기는 왜 주기적으로 발생할까

부채 사이클, 특히 대형 장기 부채 사이클에 대해 이야기를 시작하면 마치 점쟁이가 점괘를 이야기한다는 듯 미심쩍은 반응을 보인다. 그래서 내가 이야기하는 내용은 몇 가지 정형화된 패턴으로 되풀이되는 일련의 사태들이 논리적인 원인으로 촉발된다는 점을 강조하고 싶다. 시장 중심의 경제에서 신용의 확장과 수축은 경기 사이클을 이끄는데, 이런 현상은 매우 논리적인 원인으로 발생한다. 패턴은 유사하지만, 그 전개 과정을 들여다 보면 똑같은 방식으로 반복되도록 미리 정해진 것도 아니다. 그리고 똑같은 시간이 걸리도록 미리 정해진 것도 아니라는 사실을 알 수 있다.

이 복잡한 문제를 아주 간단한 용어로 풀어보자. 사실상 돈을 빌리는 순간에 부채 사이클이 시작된다. 금전적 여유가 없음에도 물건을 구매한다면 버는 돈 이상으로 지출한다는 뜻이다. 이것은 단순히 채권자에게 돈을 빌리는 게 아니라, 미래의 자기 자신에게서 돈을 빌리는 것이다. 기본적으로 미래의 어느 시점에 이르러서는 소득보다 적게 지출해야만 빌린 돈을 갚을 수 있다. 돈을 빌려 버는 돈 이상으로 지출하고, 이후 버는 것보다 덜 지출해야 하는 패턴이 사이클을 형성한다. 이러한 모습은 개인과 마찬가지로 국가 경제에서도 나타난다. 돈을 빌리는 순간, 예측 가능하고 자명한 일들이 연이어 발생한다.

‘모노폴리^{Monopoly}®’ 게임을 알면 신용 사이클이 경제 전반에서 어떻게

작동하는지 쉽게 이해할 수 있다. 게임 초반에는 보유한 현금이 많고 부동산은 적어서 현금을 부동산으로 전환하는 게 이득이다. 게임이 진행되면서 참가자들은 더 많은 주택과 호텔을 매입한다. 부동산이 많은 땅에 안착할 때마다 게임 참가자들은 소유주에게 임대료를 내야 하므로 점차 더 많은 현금을 써야 한다. 필요한 현금을 확보하기 위해 어쩔 수 없이 부동산을 헐값에 처분해야 할 때도 있다. 따라서 게임 초반에는 ‘부동산이 왕’이지만, 후반에는 ‘현금이 왕’이다. 자산을 부동산과 현금으로 적절히 배분하는 방법을 잘 이해하는 사람이 게임의 승자가 된다.

이제 모노폴리® 게임에 대출과 예금 기능이 있는 은행을 추가하면 어떤 일이 벌어지는지 상상해보자. 게임 참가자들은 부동산을 매입하는 데 필요한 돈을 은행에서 빌릴 수 있게 되고, 현금을 마냥 쥐고 있는 것보다는 은행에 예금하여 이자를 받으려 할 것이다. 덕분에 은행은 돈이 더욱 많아져서 대출을 늘릴 수 있다. 여기에 게임 참가자들끼리 신용으로 부동산을 사고팔 수 있다고 생각해보자. 즉 나중에 원금과 이자를 갚겠다고 약속한 뒤 거래를 하는 것이다. 이런 식으로 게임이 진행되는 모노폴리®는 현실 경제의 축소판이 되어 경제가 돌아가는 과정을 거의 완벽하게 보여줄 수 있다. 호텔을 매입하는 데 사용한 대출 총액은 금세 시장에 존재하는 현금 총액의 몇 배에 달하게 된다. 게임이 진행되면서 호텔을 소유한 채무자들은 다른 부동산을 소유한 사람들에게 임대료를 내고 부채를 상환해야 하므로 점차 현금이 부족해질 것이다. 예금자들은 은행에서 필요한 현금을 인출하고 현금이 부족한 채무자들의 연체가 늘어나기 시작하면 은행 역시 문제를 겪게 된다. 이때 외부 개입이 전혀 없으면 은행과 채무자가 모두 파산하게 되어 경제는 침체 상태에 빠지게 될 것이다. 장시간 확장/수축 사이클이 반복되면서 대형 장기 부채 위기가 발생할 여건이 조성된다.

대출은 자기 강화적인^{Self-reinforcing} 모습을 보인다. 자기 스스로 더 많은 대출을 일으키며 계속해서 상승 곡선을 그리다가 결국에는 방향을 돌려 스스로 대출을 줄이는 하강 곡선을 그린 다음 또다시 방향을 바꾼다. 상승기에는 대출에 힘입어 소비와 투자가 이루어지고, 이는 소득과 자산 가격의 상승으로 이어진다. 소득과 자산 가격이 오르면서 재화와 금융자산을 소비하기 위해 대출을 더욱 늘린다. 대출은 경제의 일정한 생산성 성장^{Productivity growth}을 넘어서는 수준으로 소비와 소득을 끌어올린다. 상승기의 정점에 이르면 경제 성장은 추세 성장을 웃돌며 이러한 상승세가 무한정 계속될 것이라는 기대감으로 대출이 이루어진다. 물론 무한한 성장은 일어날 수 없으며, 결국 어느 순간 소득으로 부채 비용을 감당할 수 없게 된다.

부채로 조달한 자금을 의존해 건설 사업으로 경기를 부양하는 국가들은 대형 경기 사이클에 유독 취약하다. 고정 투자자산과 부동산, 기반시설 같은 장기 보유자산^{Long-lived asset}을 빠르게 건설하여 성장을 지속하기에는 한계가 있기 때문이다. 더 나은 주거 환경이 필요해서 집을 짓는다면 앞으로 주택 수요는 당연히 감소할 것이다. 주택을 짓는 데 소비되는 돈이 줄어들수록 주택 건설이 경제 성장에 미치는 영향도 줄어든다.

연간 1,000만 달러를 들여 업무용 건물을 짓는다고 가정해보자. 건설 노동자를 고용하고 철근이나 콘크리트 등 건설 자재를 구입하는 데 비용을 지출할 것이다. 건물이 완공되면 지출은 연간 0달러로 떨어진다. 마찬가지로 노동자와 건설 자재에 대한 수요도 0이 될 것이다. 바로 이 시점부터 경제 성장과 소득, 부채 상환 능력은 다른 수요에 의존할 수밖에 없게 된다. 부채로 자금을 조달하여 부동산, 고정 투자자산, 기반시설 등 건설 사업을 벌이고 견고한 성장세를 이어가다가 부채로 촉발된 수요 둔화의 영향으로 하강하는 사이클이 형성된다. 이런 사이클은 지을 건물이 많은 신흥국에

서 매우 전형적으로 나타나는 현상이다.

임금 변화에 따른 경쟁력의 변화는 신흥국 경제에서 경기순환을 부추기는 또 다른 요인이다. 일반적으로 매우 값싼 노동력과 형편없는 기반시설을 보유한 신흥국들은 기반시설을 건설하면서 수출 호황을 누리고 임금 상승을 경험하게 된다. 하지만 임금이 상승하면서 다른 국가에 대해 인건비 경쟁력이 떨어지면 수출 주도의 경제 성장세는 당연히 둔화될 수밖에 없다. 이와 같은 경기순환을 경험한 국가는 많다. 일본은 지난 70년간 이와 같은 경기순환을 경험한 대표적 국가이다.

‘버블’ 시기에는 터무니 없는 기대 심리와 무분별한 대출이 넘쳐나면서 부실 대출을 양산한다. 그리고 은행과 중앙은행^{Central bank}이 부실 대출의 위험을 인지하게 되는 순간, 버블은 꺼지기 시작한다. 부채를 부채로 돌려막기 위해 대출금 규모를 늘리고, 그 과정에서 부채 수준이 전체적으로 올라가는 현상은 버블이 다가오고 있다는 전형적인 경고 신호이다.

돈과 신용 확대를 제한하거나 대출 기준을 엄격하게 적용하면 신용 증가율과 소비는 둔화하고 부채 상황 문제가 점차 불거지기 시작한다. 이 시점에 다다르면 부채 사이클 상승 국면의 최고점이 멀지 않은 것이다. 중앙은행은 신용 증가 속도가 위험할 정도로 지나치게 빠르다는 사실을 깨닫게 되면 이를 억제하기 위해 통화 긴축 정책을 시행하기 시작한다. 이러한 긴축 정책은 경기 하강에 불을 붙인다(하지만 중앙은행이 개입하지 않는다고 해도 경기는 머지않아 하강 국면에 진입할 것이다). 중앙은행의 개입 여부와 상관없이 부채 상황 금액이 빌릴 수 있는 금액보다 커지면 상승 주기는 꺾이기 시작한다. 이때에는 신규 대출이 줄어들고 채무자들에게는 상환 압박이 가해진다. 채무자들의 상황이 좋지 않다는 사실이 명확해질수록 신규 대출

의 문은 더욱 좁아진다. 결과적으로 소비와 투자가 둔화하면서 소득은 매우 더디게 증가하고 자산 가격도 내려간다.

채무자들이 대출기관에 부채를 상환하지 못하면, 기관들도 자신들의 채권자들에게 부채를 상환하지 못하게 된다. 정책 입안자는 먼저 대출기관들과 협의하여 부채 상환 문제를 해결해야 한다. 주로 레버리지^{Leverage} 비율과 악성 채무자 비율이 매우 높은 대출기관들이 가장 큰 압박에 시달리게 된다(부채 비율이 높을수록 자기자본이익률이 상승하는 현상을 레버리지라고 한다. 즉 타인자본을 빌려 이를 지렛대 삼아 적은 자기자본으로 큰 수익을 올리는 형태를 말한다. 그러나 부채 비율이 과도하게 높아지면 금리 부담 같은 채무 위험이 커질 수 있다). 이 기관들은 연쇄 파급 효과를 일으키며 신용등급이 높은 채무자들을 포함해 경제 전반에 막대한 위험을 떠안긴다. 보통 이런 기관들은 은행이지만, 신용체계가 역동적으로 발전하면서 대출 기능을 수행하게 된 보험회사, 비은행 신탁기관, 중개기관, 특수목적회사^{Special purpose vehicles} 등 다양한 형태의 대출기관도 예외는 아니다.

부채 사이클로 야기되는 두 가지 장기적인 문제는 다음과 같다.

1) 부채 원리금 상환이 이루어지지 않아 발생하는 손실 문제: 약속한 원리금 상환이 이루어지지 않을 경우, 정기적으로 지급되는 상환 금액이 줄어들 수 있다. 상환 금액이 줄어드는 것에 채권자가 동의한다면 부채 가치를 대손 처리해야 할 수도 있다. 연간 4% 이자를 받기로 했는데 실제로는 2%나 0% 밖에 받지 못하게 되면서 매년 손실이 발생한다. 더 나아가 부채 탕감까지 이뤄질 경우 한 해 손실은 대폭 늘어나 50%에 달할 수도 있다.

2) 대출과 소비가 계속 감소하는 문제: 부채 위기가 해결되더라도 과도한 빚

을 진 경제 주체들은 위기 이전과 동일한 수준으로 소비하지 못할 가능성이 크다. 이러한 부작용도 고려되어야 한다.

문제가 심각해지기 전에 부채 위기를 관리할 수 있을까

부채 사이클은 도로에 있는 과속 방지턱처럼 완만하게 진행될 때도 있고, 극단적으로 추락하며 끝이 날 때도 있다. 이 연구에서 지난 100년 사이에 실질 GDP가 3% 이상 감소했던 극단적인 금융 위기 사례들을 모두 살펴 보았다. 내 연구 결과와 정책 입안자가 사용할 수 있는 수단들을 미루어볼 때, 자국 통화로 표시된 부채로 촉발된 위기 대부분은 적절하게 관리될 수 있다. 정책 입안자들이 유연하게 대응하여 악성 부채에 따른 비용 부담을 사회 전체에 분산한다면 대규모 부채는 심각한 문제가 되지 않을 것이다. 부채 위기가 빚어낸 매우 심각한 경제 문제들은 정책 입안자들이 손을 쓰기도 전에 일어난 경우가 대부분이다. 심지어 1930년대 대공황처럼 역사상 최대 규모의 부채 위기도 적절한 대책이 수행되었다면 달랐을 것이다.

이러한 대규모 부채 위기를 연구한 결과, 부채 그 자체는 큰 위협이 아니었다. 오히려 가장 큰 위협은 1) 지식이나 권한의 부족으로 인해 정책 입안자들이 옳은 일을 하지 못하는 데에서, 그리고 남은 2) 도와주는 과정에서 일부 사람들에게 피해를 주는 조정 작업의 정치적 결과에서 나온다. 이러한 위협을 줄이는 데 보탬이 되기를 바라는 마음에서 나는 이 책을 쓰게 되었다.

앞서 언급한 내용이지만 한 번 더 짚고 넘어가려고 한다. 첫째, 자국 통화가 아닌 외국 통화로 표시된 경우 정책 입안자가 부채 문제에 따른 비용을 사회 전체로 분산하는 정책을 시행하기가 훨씬 어렵다. 둘째, 부채 위기가 적절히 관리되는 것이 어떤 사람들에게는 아주 큰 비용이 들지는 않는다.

부채 위기를 해결할 열쇠는 정책 입안자가 적절한 정책 수단을 어떻게 활용하는지 알고 있는가, 그리고 정책 수단을 펼치는 데 필요한 권한이 있는가에 달려 있다. 또한 정책 입안자들은 매년 사회가 부담할 금액은 얼마인지, 그리고 혜택을 받는 주체와 손해를 보는 주체가 누구인지도 알고 있어야 한다. 그래야 정치적 대가뿐 아니라 정책 시행에 따른 다양한 후폭풍들까지 용인될 수 있다.

정책 입안자가 부채를 상환하는 데 필요한 소득과 현금 흐름 수준에 상응하도록 부채 비중과 상환 금액을 낮추는 데 활용할 수 있는 네 가지 정책 수단은 다음과 같다.

- 1) 긴축Austerity(지출 축소)
- 2) 채무 불이행Debt default과 채무 재조정Debt restructuring
- 3) 중앙은행의 화폐 찍어내기와 부채 인수(또는 보증)
- 4) 많이 가진 자에게서 그렇지 못한 자에게로 돈과 신용을 이전(부의 재분배)

경제에 미치는 파급 효과는 정책 수단마다 다르다. 화폐 찍어내기처럼 인플레이션(물가 상승)을 일으키고 경제 성장을 촉진하는 정책 수단도 있고, 긴축과 채무 불이행처럼 디플레이션(물가 하락)을 일으키고 부채 부담을 줄여주는 정책 수단도 있다. 아름다운 디레버리징Beautiful deleveraging(소득 대비 부채 비율Debt-to-income ratio이 감소하면서도 적정 수준의 인플레이션과 경제 성장을 유지하는 상태)의 핵심은 이런 상반되는 효과를 내는 정책 수단들의 균형을 맞추는 데 있다. 듣기만 해도 기분 좋아지는 이 시나리오에 따르면, 아

름다운 디레버리징이 발생할 경우 경제 활동과 금융자산 가격이 개선되면서 명목 성장률이 명목 금리를 상회하게 되어 결국 소득 대비 부채 비율이 감소하고 부채 부담이 감소한다는 논리이다.

이득을 보는 주체와 손해를 보는 주체 그리고 실행 기간에 따라 활용해야 할 정책 수단이 달라지므로, 이를 결정해야 하는 정책 입안자들은 정치적으로 어려운 처지에 놓이게 된다. 그 결과, 부채 위기를 잘 극복한 정책 입안자일지라도 능력을 제대로 인정받지 못할 때가 많다.

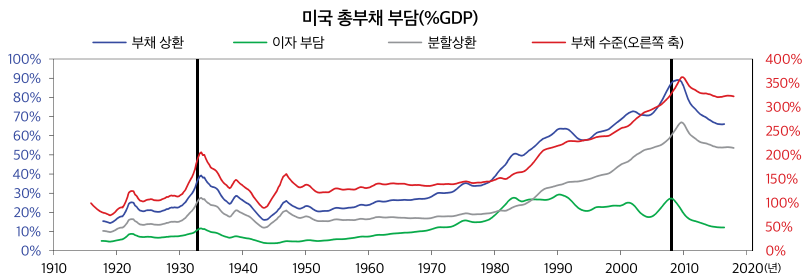
전형적인 장기/대형 부채 사이클 템플릿

앞으로 다룰 템플릿은 48가지의 대형 부채 사이클을 연구한 결과를 기초로 정리한 것이다. 실질 GDP가 3% 이상 하락한 상황을 불황^{Depression}으로 정의하고, 일정 규모 이상 되는 국가 중에서 이러한 불황이 일어난 사례들을 모두 포함했다. 명확한 분석을 위해 국가들을 두 집단으로 분류했다. 1) 한 집단은 외화 부채(외화로 표시된 부채)가 많지 않고 인플레이션형 불황을 겪지 않은 국가이다. 2) 또 다른 집단은 외화 부채가 상당하고 인플레이션형 불황을 겪은 국가이다. 외화 부채와 인플레이션 규모는 약 75%의 상관관계를 보였기 때문에(외화 부채가 많다는 점은 인플레이션형 불황으로 치닫는 원인이 되므로 이처럼 높은 상관관계는 그리 놀라운 결과가 아니다), 외화 부채가 많은 나라와 인플레이션형 불황을 경험한 나라를 한 그룹으로 분류하는 것은 무리가 아니다.

부채와 부채 상환 비용이 빚을 갚는 데 필요한 소득보다 빠르게 증가하고 디레버리징이 일어날 때, 전형적인 부채 위기가 발생한다. 중앙은행은

실질 금리와 명목 금리를 인하하여 부채 위기를 완화할 수 있지만, 이 방법 조차 사용할 수 없을 땐 심각한 부채 위기(불황)가 발생한다. 많은 단기 부채 사이클(예: 경기 사이클)이 쌓이면 장기 부채 사이클이 되는 것이 전형적인 현상이다. 왜냐하면 소득 대비 부채 비율상 단기 사이클의 고점과 저점은 바로 직전의 고점과 저점보다 높아지는 현상은 금리가 인하되는 한 유지되는데, 그 현상이 멈추는 시점이 바로 부채 증가를 부채질한 금리 인하가 더 이상 지속될 수 없을 때이기 때문이다. 다음 도표는 1910년 이후 미국의 부채와 부채 상환 부담(원금과 이자 포함)을 보여준다. 부채가 증가할 때에도 이자 비용은 그대로 유지되거나 감소해서 부채 상환 부담은 부채만큼 빠르게 증가하지 않는다. 그 원인은 중앙은행(미국은 연방준비제도^{Federal Reserve}에 해당)이 금리 인하와 그에 따른 부채 증가에 의존해 경기를 계속 확장하려고 하기 때문이다. 결국 금리 인하 정책을 더 이상 유지할 수 없는 시점이 온다. 즉 금리가 제로이기 때문에 금리를 인하하고 싶어도 인하할 수 없는 시점으로, 디레버리징이 시작될 때가 온 것이다.

다음 도표는 전체적인 그림을 파악하기에는 좋지만, 두 가지 문제점이 있다. 첫째, 전체를 이루는 다양한 경제 주체들이 저마다 얼마나 많은 부채를 부담하는지 이해하는 게 중요한데, 이를 구분해서 보여주지 못한다. 둘째, 부채만을 보여줄 뿐, 그보다 규모가 큰 연금이나 건강보험 등 지급 의무가 있는 부채를 반영하지 못한다. 국가 부채의 취약점까지 고려하려면 이렇게 세세하게 들여다봐야 하지만, 이 같은 문제는 대부분 이 책이 다루는 범위를 벗어난다.



사이클 분석

부채 사이클 템플릿을 논하는 과정에서, 불황에 이르는 기간과 불황기, 불황의 바닥을 찍은 뒤 이어지는 디레버리징 기간에 초점을 맞출 것이다. 대형 부채 위기는 크게 국가의 외화 부채 보유비율에 따른 디플레이션형 부채 위기와 인플레이션형 부채 위기 두 가지로 나뉜다. 이 연구는 두 가지 위기를 하나씩 살펴볼 것이다.

단계별 도표에 반영된 통계는 디플레이션형 부채 사이클 21개와 인플레이션형 부채 사이클 27개의 사례를 평균 내어 구한 값이다. 불황의 정점에 이르기 5년 전을 기점으로 정점을 지난 후 7년에 이르기까지 총 12년에 걸쳐 나타난 흐름을 반영했다.

규모 면에서 훨씬 극단적이라는 점만 제외하면, 장기 부채 사이클은 단기 부채 사이클과 비슷한 면이 많다. 둘 다 부채 부담이 높고 부채 문제를 해결할 통화 정책의 효과가 떨어진다는 공통점이 있다. 단기 부채 사이클은 주로 작은 호황과 침체를 불러오는 데 반해, 장기 부채 사이클은 대규모 호황과 불황을 불러온다. 지난 1세기 동안 미국은 두 번의 장기 부채 위기를 겪었다. 첫 번째는 1920년대 호황에 이어 발생한 1930년대 대공황이었

고, 두 번째는 2000년대 초 호황에 이어 2008년에 시작된 금융 위기였다.

단기 부채 사이클에서 소비 지출을 제약하는 요인은 대출기관과 채무자의 의지에 있다. 즉 대출기관이 대출해주려는 의지가 있거나, 채무자는 대출을 받으려는 의지가 있으면 신용을 쉽게 이용할 수 있다. 그렇지 않으면 신용은 쉽게 이용할 수 없다. 신용을 쉽게 이용할 수 있으면 경기는 확장한다. 반면 신용을 쉽게 이용할 수 없으면 경기는 침체한다. 주로 중앙은행이 이러한 신용 가용성(Availability of credit)을 통제한다. 일반적으로 중앙은행은 금리를 인하하여 다시 경기순환을 촉진하고 경제를 침체에서 벗어나게 할 수 있다. 하지만 시간이 지나면서 사이클의 고점과 저점은 이전 사이클보다 경제 활동도 더 활발해지고, 부채도 많아진 상태에서 마무리된다. 왜 그럴까? 스스로 자초하기 때문이다. 인간에게는 빚을 갚는 대신 돈을 더 빌려 소비하려는 성향이 있다. 인간의 본성이 그렇다. 결과적으로 부채는 장기간에 걸쳐 소득보다 가파르게 증가한다. 이로써 장기 부채 사이클이 만들어진다.

장기 부채 사이클의 상승 국면에 대출기관은 빚을 많이 진 사람들에게도 기꺼이 신용을 연장해준다. 이것이 가능한 이유는 상승기에는 신용이 자기 강화적으로 확장되기 때문이다. 다시 말해, 신용의 증가는 소비의 증가를 불러오고 소비의 증가는 소득과 순자산(Net worths)의 증가를 불러오게 된다. 결국 채무자들은 더 많은 신용을 확보할 수 있게 되면서 소비와 부채가 한층 더 증가하는 자기 강화적 과정을 밟아나간다. 한 사람의 소비는 다른 사람의 소득이므로 소비 감소의 영향으로 소득이 감소하기 시작하고, 사람들은 신용을 이용하기 어려워진다. 자산 가격 하락의 영향으로 은행의 신용 압박은 한층 더 심화되고, 부채 상환 요구가 증가하면서 소비는 한층 더 감소하게 된다. 신용과 현금이 부족해진 기업들은 비용 절감에 나서고, 주

식시장은 폭락하고, 실업률 상승과 함께 사회적 갈등도 심화된다. 스스로 되먹임되는 양상이 전개되면서 경기 수축은 자기 강화적 악순환으로 연결되고, 이를 바로 잡기 어려운 상황으로 몰린다. 부채 부담은 지나치게 커져 부채 규모를 축소할 수밖에 없는 상황이 된다. 경기 침체기에는 금리 인하나 유동성 공급 같은 정책 수단을 활용해 통화 정책을 완화하여 대출 여력을 늘리고, 대출을 유인하면서 대출시장을 정상화할 수 있다. 이제 경제 주체 대부분은 거리낌 없이 더 많은 부채 위험을 짊어진다. 규제 당국의 감독과 보호를 받지 않는 새로운 형태의 금융 중개기관과 금융 상품도 속속 등장하기 시작한다. 규제를 받지 않는 기관들은 더 높은 수익률을 제시하면서 투자자들을 사로잡고, 더 많은 레버리지를 활용하고, 높은 유동성과 신용 위험을 감수하며 대출을 집행한다. 그 덕분에 시장에서 경쟁 우위를 점할 수 있게 된다. 신용이 넘쳐나는 환경에서 채무자들은 자신들이 감당할 수 있는 수준보다 더 많은 소비를 함으로써 겉보기에는 매우 풍요로워 보이기까지 한다. 한편 대출기관 역시 호황을 만끽하며 실제보다 훨씬 낙관적인 기대를 품는다. 하지만 부채 상황에 필요한 돈과 소득보다 부채는 더 빠르게 늘어나면서 점차 부채 문제가 불거지기 시작한다.

소득 증가율이 부채 증가율에 미치지 못하면서 부채가 한계에 도달하게 되면 정반대의 상황이 펼쳐진다. 자산 가격이 하락하면서 채무자들은 부채 상황에 어려움을 겪는다. 불안해진 투자자들이 투자를 주저하게 되면서 기존 채권을 매각하기 시작하거나, 부채 만기 연장을 거부하기 시작한다. 이로 인해 유동성 문제가 발생하고, 그 영향으로 사람들은 소비를 줄인다. 하지만 그보다 심한 불황기에는 금리를 낮출 수조차 없다. 이미 금리가 제로(0%)이거나 제로에 가까워서 일반적인 방법으로는 유동성(돈)을 늘릴 수 없기 때문이다.

이런 과정이 바로 장기 부채 사이클을 탄생시키는 원동력이 된다. 신용이 존재하는 한, 부채 사이클은 늘 발생했다. 부채 사이클의 역사는 로마 시대 이전으로 거슬러 올라간다. 구약성서에도 50년에 한 번씩 부채를 탕감할 필요가 있다는 내용이 나오는데, 이 시기를 회년^{Year of Jubilee}이라고 부른다(이스라엘에서는 50년마다 찾아오는 회년에 땅과 집을 원래 주인에게 돌려주고 노예를 해방시키고 빚을 면제해주었다). 인류 역사에서 부채 사이클은 줄곧 같은 방식으로 되풀이되었다.

화폐는 교환의 매개이자 부의 저장 수단이라는 두 가지 기능을 수행한다. 두 기능에 따라 화폐를 사용하는 사람들도 둘로 나뉜다. 1) 먹고사는 데 필요한 돈을 벌기 위해 일하는 사람들이 있는가 하면, 2) 재산을 돈의 형태로 보관해놓은 사람들도 있다. 역사적으로 두 집단은 서로 다른 이름으로 불렸다. 전자는 노동자, 프롤레타리아^{Proletariat}(생산 수단이 없고 자신의 노동력을 팔아 생활하는 노동자 계급), ‘못 가진 자’ 등으로 불렸다. 그리고 후자는 자본가, 투자자, ‘가진 자’ 등으로 불렸다. 이 책에서는 전자를 ‘프롤레타리아-노동자’, 후자를 ‘자본가-투자자’로 지칭할 것이다.

프롤레타리아-노동자는 자신의 시간을 팔아 돈을 번다. 반면에 자본가-투자자는 남에게 돈을 빌려주는 방식으로 돈을 번다. 그들은 돈을 빌려준 대가로 원금에 이자를 더해 원금보다 많은 금액으로 갚겠다는 증서(채권)나 회사 지분(주식), 다른 자산(예: 부동산) 등을 받는다. 두 집단은 규칙을 정하는 정부와 함께 부채 사이클에서 중요한 역할을 한다. 일반적으로 두 집단은 모두 대출을 통해 이득을 얻지만, 때로는 거래를 한 후 한쪽은 이득을 얻고 다른 쪽은 손해를 보기도 한다. 특히 채무자와 채권자 사이에 이런 현상이 나타난다.

한 사람의 금융자산은 다른 사람에게서는 갚아야 할 금융 부채다. 갚아야 할 부채가 가진 돈에 비해 턱없이 많아지면 대대적인 디레버리징이 일어난다. 이제 소비를 지탱하던 자유시장의 신용체제는 제대로 작동하지 못하고 디레버리징으로 인해 역으로 작동하면서 정부가 대대적으로 시장에 개입해야 하는 지경에 이른다. 중앙은행은 부채를 인수하는 최종대출자(Lender of last resort) 역할을 수행하고, 중앙정부는 소비와 부를 재분배한다. 이 과정에서 부채 재조정이 이루어질 필요성이 대두될 수 있는데, 이때 상환 금액을 고려해 미래 소비에 대한 청구권(예: 부채)을 삭감할 필요가 있다.

이처럼 부채 상환 금액과 화폐 공급(부채 상환에 필요한 현금 흐름) 사이에 나타나는 근본적인 불균형은 역사적으로 계속해서 발생해왔다. 그리고 앞서 설명한 네 가지 정책 수단을 적절히 조합하는 방식으로 해결해왔다. 부채 위기를 극복하는 과정은 누구에게나 고통스러워서 프롤레타리아-노동자와 자본가-투자자 계급 사이에 갈등이 빚어지기도 한다. 상황이 악화되면 대출시장이 제 기능을 하지 못하거나 법의 테두리를 벗어날 수도 있다. 역사학자들은 신용 창출 과정에서 빚어진 여러 문제와 갈등 때문에 천주교와 이슬람교에서 고리대업을 죄악으로 여겼다고 지적한다.[•]

이 연구에서는 대형 부채 위기를 일으키는 대형 부채 사이클을 분석하고, 대형 부채 사이클이 어떤 양상으로 전개되는지, 그리고 어떻게 하면 대형 부채 사이클에 잘 대처할 수 있는지 살펴볼 것이다. 우선 디플레이션형 불황과 인플레이션형 불황의 차이점을 명확하게 구분하도록 하자.

• 중세에는 기독교인이 다른 기독교인을 상대로 이자를 부과하는 일이 불법이었다. 이런 이유로 유대인들이 각종 사업 개발과 항해 자금을 빌려주거나 지원하면서 무역 발전에 지대한 역할을 했다. 하지만 동시에 그들은 빚 상환을 독촉하는 채권자이기도 했다. 부채 위기는 유대인을 대상으로 벌어진 많은 폭력 사태의 원인이 되었다.

• **디플레이션형 불황** Deflationary depression: 정책 입안자들은 경기 침체 초기에 금리를 인하하는 방식으로 대응한다. 하지만 금리가 0% 수준에 도달하면 더는 금리를 내릴 수 없어 경제 부양 효과를 기대할 수 없게 된다. 화폐 찍어내거나 통화 가치 하락 같은 적절한 경기 부양책을 동반하지 않은 채무 재조정과 긴축재정 정책이 주를 이룬다. 이 단계에 이르면 부채 상환이 일어나면서 부채 총량은 줄어들지만, 소득이 채무 재조정보다 빠른 속도로 감소하면서 채무자들의 부채 부담(소득 대비 부채 원리금 상환 비율)은 늘어난다. 높은 이자 비용을 감당하기 위해 더 많은 빚을 지는 채무자들이 많아진다. 앞서 설명했듯이 지속 불가능한 부채의 상당량을 국내에서 자국 통화로 조달한 국가에서는 디플레이션형 불황이 주로 발생한다. 부채 문제가 터지면 자산 강매나 채무 불이행 같은 문제가 발생하지만, 통화나 국제수지와 관련된 문제는 발생하지 않는다.

• **인플레이션형 불황** Inflationary depression: 외국 자본에 의존해 상당량의 부채를 외화로 조달한 국가에서는 주로 인플레이션형 불황이 발생한다. 이때 화폐화할 수 없는 상당량의 외화 부채(즉 중앙은행이 찍어낸 자국 화폐로 매입)를 축적하게 된다. 외국 자본 유입이 감소하면 신용 창출은 신용경색으로 전환된다. 인플레이션형 디레버리징 상황에서 외국 투자자들이 투자금을 회수하여 해외로 반출하게 되면 대출과 유동성이 시장에서 자취를 감추게 된다. 이로 인해 통화 가치가 하락하게 되면서 인플레이션이 유발된다. 정책 입안자가 시장에 개입해 외화 부채 부담을 분산시키기에는 한계가 있기 때문에 외화 부채 비중이 큰 인플레이션형 불황은 관리하기가 매우 어렵다.

— 중략 —

미국 부채 위기와 조정(2007~2011)

이 장에서는 가장 최근에 발생한 2008년 미국발 부채 위기를 2007~2011년에 집중해 자세히 설명한다. ‘제1부 전형적인 대형 부채 사이클’에서 다룬 템플릿의 개념을 토대로 한 내용이 담겨 있기도 하지만, 그 당시에 벌어진 수많은 사건과 상황 등을 집중 조명하는 내용도 담겨 있다. 앞으로 논의될 2008년 부채 위기 사례가 템플릿 개념의 일반론과 얼마나 잘 맞아떨어지는지 눈여겨보기 바란다. 예를 들어, 모기지들을 모아 증권화하는 작업, 투자은행이 돈 벌이를 위해 부채를 늘리는 행태, 규제를 받지 않는 거래소 밖에서 거래되는 파생상품이 빠르게 성장하는 현상 등은 통상적인 레버리지Leverage(자산투자로부터의 수익 증대를 위해 부채를 끌어다가 자산 매입에 나서는 투자 기법) 기법에서 한발 더 나아가 당국의 보호와 규제의 눈을 피하는 신종 레버리지 수법임을 이해해야 한다. 2008년 부채 위기의 역사를 템플릿 일반론의 연장선상에서 이해하지 못하면, 2008년 부채 위기가 얼마나 전형적인가에 대해 이해하지 못하게 될 것이다.

이 장을 읽으면서 당시 현장에 있는 듯한 생생한

뉴스 & 브리치워터 일일 논평(BDO)

2004년 1월 22일
주택 건설, 지속적 경제 성장 견인
“12월 주택 건설 착공이 예상치를 상회했다고 상무부가 밝혔다. 이로써 주택 건설 착공은 25년 만에 최대 수준을 보였으며, 상무부의 발표로 일부 주택 건설 산업 연구자들은 2004년 주택 건설 전망치를 상향 조정하기도 했다.”

<뉴욕타임스>

2004년 4월 22일
그린스펀 의장, 성장 논란에 투자자 진정 나서
“그린스펀 의장이 디플레이션 위험이 사라졌다고 선언하면서 금융시장을 뒤흔들며 높은 지 하루 만에, 주식투자자들과 미 국제 투자자들이 진정을 찾아가는 모습을 보였다. 현재 생산성은 높아지고 물가 상승 압박은 낮아지는 상황이기 때문에 최저 수준의 현금리를 연방준비제도가 당분간 지속할 수 있을 것 같다는 뜻을 그린스펀 의장이 내비친 덕분에 풀이된다. ... 그린스펀 의장은 경제가 더욱 활기 넘치는 확장 국면으로 접어들었다고 말했다.”

<뉴욕타임스>

2004년 12월 26일
리얼리티 쇼 절찬 방영 예정: 부동산 투기, 재미와 수익을 동시에
“남부 캘리포니아 부동산시장이 간담 서늘한 현실에서 간담 서늘한 리얼리티 쇼로 바뀌는 건 시간문제이다. ... 미국 전역에서 대부분 가계들이 거주 목적으로 주택을 구매한다. 하지만 매달 주택 가격이 치솟는 남부 캘리포니아 같은 지역에서는 주택을 저렴한 가격에 구매해 비싼 가격에 되파는 투기가 돈을 버는 가장 쉬운 방법인 것 같다.”

<뉴욕타임스>

경험이 독자 여러분에게도 전달되기를 바란다. 자신이 투자자나 정책 입안자라면 그 당시에 어떻게 했을지 생각해보기를 권한다. 이 장에서는 주 단위로, 때로는 일 단위로 당시의 상황을 시간의 순서대로 묘사해두었고, 동시에 언론 기사(주로 <뉴욕타임스> 기사)를 발췌해 제시해두었다. 브리지워터의 시각에서 당시의 사건, 상황 등을 해석한 브리지워터 일일 논평 *Bridgewater Daily Observation*(이하 'BDO')에서 발췌한 글도 제시할 것이다. 하지만 우리가 투자 포지션을 어떻게 바꾸었는지는 설명하지 않을 것이다. 왜냐하면 투자 포지션 조정에 관한 내용은 지적재산권에 속하는 것이기 때문이다. 내용이 방대하기 때문에 굵게 표시한 글만 읽어도 이해할 수 있을 것이다.

버블의 부상(2004~2006)

전형적인 부채 사이클이 정상적인 양상을 보이는 초기에는 부채가 소득 증가에 맞춰 증가한다. 원금과 이자 상환이 가능할 정도로 소득이 빠르게 성장하는 활동이나 사업의 재원으로 부채가 활용되기 때문이다. GDP 대비 부채비율의 변화를 통해 부채와 국내총생산의 증가가 균형을 이루고 있는지 대략적으로만 확인할 수 있다. 그 이유는 부채를 통해 창출되는 소득이 애당초 추측 가능한 예상치이기 때문이다. 소득은 비교적 높은 성장세를 보이고, 실업률은 낮은 추세를 보였던 1990년대에 미국의 GDP 대비 부채비율은 증가했지만, 그 증가 폭은 매우 작았다. 통화 긴축 정책, IT 버블의 붕괴, 9·11 테러의 충격 등으로 인해 발생한 2001년 경기 침체의 영향으로 연방준비제도는 금리를 6.5%에서 1%까지 인하해야 했다. 미국의 금

리가 0%에 얼마나 가까워지는지 주목하라. 이런 대폭적인 금리 인하는 대출과 소비를 부채질하는 결과를 가져왔다. 가계 부문에서 특히 그렇다. 대폭적인 금리 인하 덕분에 2001년 경기 침체는 오래 가지 못했고, 그 규모도 크지 않았다. 하지만 2004년과 2006년 이후에 올 버블 시대의 기반을 다져가고 있었다.

이 당시 미국의 경제 여건은 대부분 지표에서 흠잡을 데가 없는 것으로 나타났다. 성장률은 3~4% 사이에서 비교적 안정세를 보였다. 실업률은 4~5%로 장기 평균보다 낮았고, 인플레이션은 2~3.5%로 다소 높았지만 전통적인 기준으로 볼 때 걱정할 정도는 아니었다. 그러는 사이에 경제는 전형적인 ‘경기 확장 후반부’^{Late Cycle}(경기가 고점을 찍고 후퇴 양상으로 막 접어든 경기 국면)의 단계로 접어들고 있었다. 다시 말해, 수요가 생산 능력을 초과해 공급이 수요에 미치는 못하는 국면이다(예: 당시 GDP 갭이 2%였는데, 이것은 수요의 성장이 생산 능력을 초과함을 뜻한다). 금융시장과 주택시장은 부채로 조달한 자금 덕에 강세를 보이는 상황이었다.

연방준비제도는 부채 증가보다는 경제 성장, 물가 상승, GDP 갭에 보다 주안점을 두고 점차 금리를 인상해나가기 시작했다. 2004년 1%에서 시작해서 2005년 5%를 웃도는 수준까지 인상했다.

부채 증가는 자산 가격의 상승세를 둔화시키기에는 역부족이었다. 해당 3년 동안 S&P500지수는 35% 회복되었고, 그 덕에 수익률도 32% 증가했다. 매해 약 10%씩 수익률이 증가한 셈인데, 이는 1900년대 후반 IT 버블 때도 찾아보기 힘든 높은 수준이었다. 경기는 호황세, 인플레이션은 적정 수준, 자산 가격은 상승세를 보이는 당시의 상황을 두고 사람들은 경제가 너무 출지도 않고 너무 덥지도 않은, 딱 적당한 상태를 말하는 ‘골디락스’의 시

대로 접어든 것으로 생각했다. 그런데 GDP 대비 부채비율은 3년 동안 평균 12.6% 증가했다. 중앙은행이 인플레이션과 성장(문제가 아님)에 초점을 맞추고, 부채로 자금을 조달해 취득한 투자자산에 대해서는 신경 쓰지 않았기 때문에 전형적인 버블이 발생하게 된다.

부채 버블은 일반적으로 한 개 혹은 두어 개의 시장에서 등장하기 때문에 흔히 평균치 밑에 숨어 잘 드러나지 않는다. 이때 재무 스트레스 테스트 Financial Stress Test를 통해 금융 시스템이 위기를 어떻게 견뎌내는지, 견뎌내지 못했을 때 어떤 파급 효과가 있는지 등을 확인하면 부채 버블이 보이기 시작한다.

주택시장 부채 버블

그 당시 버블이 등장한 가장 중요한 분야는 주택 시장이었다. 2004년부터 2006년까지 주택 가격은 자율성이 날로 증가하고 있던 대출 관행에 힘입어 30%가량 상승했는데, 이는 2000년과 비교하면 80% 증가한 수치이다. 제2차 세계대전 직후를 제외하고는 20세기를 통틀어 가장 빠른 증가세였다. 당시의 주택 가격 상승은 자기 강화적 성격이 강했다. 자기 강화적이라 함은 주택 가격이 스스로 가격을 끌어올려 결국에는 버블을 발생시키는 방향으로 진행된

뉴스 & 브라자워터 일일논평(BDO)

2004년 10월 20일
그린스펀 의장, 모기지 부채 큰 부담
아냐

“앨런 그린스펀 의장은 화요일 그의 임기 중 가장 큰 문제 중 하나인 모기지 부채의 대폭적 증가 문제를 받아하고 나섰다. 그린스펀 의장은 이날 이 문제에 관한 언급 중 가장 상세한 설명을 내놓았는데, 주택 구매자들이 투기적 주택 버블에 휘말리게 된 데에는 이를 방지한 연방준비제도도 일부 책임이 있다는 애널리스트들의 주장에 맞서 논쟁을 벌이기도 했다.”

<뉴욕타임스>

2004년 11월 6일

좋은 부채가 나쁘게 변할 때

“부채가 얼마나 쌓여야 버릴 수 없게 되는지 혹은 그렇게 되는 시점이 언제 인지는 아무도 모른다. 하지만 사상 최저 수준의 금리로 대출을 총용하기 시작한 지 몇 년이 지났다면, 정책 입안자는 적어도 중대한 상황이 벌어질 가능성을 인정하는 자세를 보이고 이에 맞는 행동도 보여야 한다.”

<뉴욕타임스>

2005년 4월 28일

모기지 신청 증가

“어제 발표된 민간 연구기관의 연구를 통해, 주택담보대출 신청 건수가 지난 주 증가한 것이 드러났다. 그 원인으로 대출비용이 내려간 기회를 활용해 주택을 구입하거나 기존 대출을 리파이낸싱하려는 가계가 많아졌다는 점이 지적되었다.”

<뉴욕타임스>

2005년 5월 10일

미국의 주택 버블

“미국의 주택시장은 몇 년 전부터 버블이 생기기 시작하여 지금은 버블이 부풀어 오를 대로 부풀어 오른 상태로 보인다. 주택시장은 지난 몇 년간 미국 경제에 활력을 공급하는 원천이었기에 이 버블이 터지면 주식시장이 무너졌을 때보다 심각한 영향을 줄 것으로 보인다. 손해를 보고 주택을 팔면 문제가 심각해질 수 있다. 왜냐하면 주택은 가계의 최대 자산이면서 부채를 얻는 데 가장 많이 활용된 자산이기 때문이다. 주택 소유권을 은행 등 금융기관에 뺏기게 되면 그 결과는 가계 전체의 순자산에 참혹한 영향을 미치게 되고 전체 경제를 마비시킬 수도 있다(예: 어떤 사람들이 주택을 팔 수 없게 되었다면, 이는 그 사람들이 이제 아무것도 할 수 없게 되었음을 뜻한다).”

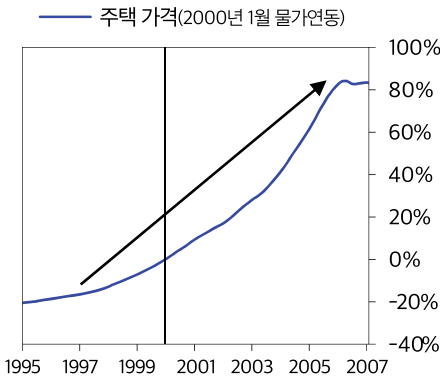
2005년 5월 25일

다는 것이다. 대부분 주택은 돈을 빌려 구입하기 때문에, 주택 가격의 상승이 자산 가치에 미치는 영향력이 확대되었다. 예를 들어, 한 가게에서 25만 달러에 주택을 구매하기로 하고 저축으로 모아둔 5만 달러를 선금으로 지급했다고 가정해보자. 그런데 그 집 가격이 35만 달러로 올랐다. 그렇게 되면 투자한 5만 달러는 15만 달러로 3배 불어난 셈이 된다. 그 덕분에 추가 대출의 여유가 생기게 되었다. 이런 대출이 돈이 된다는 걸 아는 대출업자들은 서로 대출해주겠다며 달려들 것이고, 예비 주택 구매자들도 집을 사겠다며 몰려들게 될 것이다.

주택 가격 가파른 상승세, 버블에 대한 우려 가중

"전미 주택중개인연합회는, 지난해 주택 가격이 1980년 이후 가장 큰 폭으로 상승했다고 밝혔다. 이에 더불어 지역 주택시장에 버블이 생성되어 결국 나중에는 그 버블이 붕괴되는 것은 아닌지 하는 우려도 제기했다. ...이제까지 어떤 경우에도 주택 가격이 큰 폭으로 하락한 일은 없다. 이와 관련해 앨런 그린스펀 연방준비제도 이사 회 의장은 전국적 규모로 주택 가격이 하락하는 일은 없을 것이라고 밝혔다."

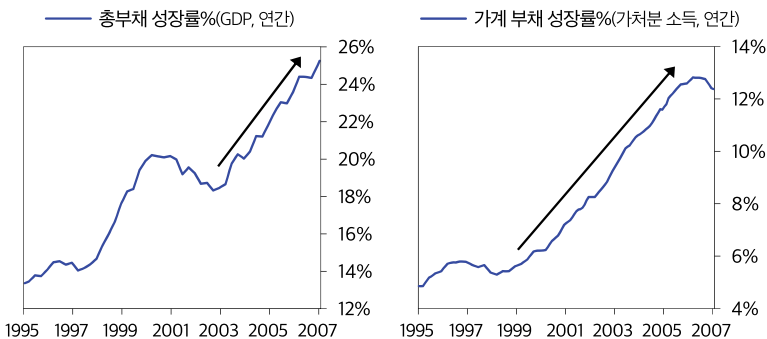
<뉴욕타임스>



가게 부채는 2001년 가게 가처분소득의 85%에서 2006년 약 120%로 증가했다. 대출 기준이 완화되면 서 해당 기간에 가게 부채가 모든 소득분위에서 큰 폭으로 증가했다. 2001년과 2007년 사이 최하위 소

특분위에서 가장 큰 가계 부채 증가율이 나타났다.¹⁾ 모기지 대출 관행의 자율성이 커지면서 실제로 주택을 구매하지 않는 가계마저 주택을 담보로 부채를 늘려갔다. 그래서 주택담보대출과 현금 확보 목적의 캐시아웃 리파이낸싱(Cash-out refinancing)(리파이낸싱이란 이자율 인하, 추가 대출 등 유리한 조건을 제시하는 금융기관으로 모기지 대출업자를 변경하는 행위. 그중에서도 가용 현금을 확보해 소비, 투자 등에 활용하려는 목적의 리파이낸싱)이 총액 기준으로 2005년 5,000억 달러를 기록하면서 1998년 대비 5배로 증가했다.²⁾ 이런 영향으로 미국 전체의 부채는 국내총생산의 3배 수준으로 늘어났다.

주택 가격이 상승하면 논리적으로 신용 기준은 강화되어야 한다. 그런데 주택 가격이 상승할수록 신용 기준은 더 느슨해지는 현상이 벌어졌다. 하지만 대출기관은 대출을, 채무자는 부채를 이용해 주택을 구매하는 것이 매우 수익성이 좋다는 것을 알게 되었다. 신용에 의한 구매는 가격을 폭등시키고, 자기 강화적 기대를 양산해 이 기회를 놓치지 않으려는 대출기관과 채무자들을 끌어들었다. 버블의 시대를 규정짓는 전형적인 행태이다.



당시 미국 시장은 전형적인 버블의 징후들을 빠짐없이 보여주고 있었다. 내가 규정한 버블의 특징을 설명하면 다음과 같다.

- 1) 가격이 통상의 기준에 비해 높다.
- 2) 가격은 높지만, 상승할 미래 가격에 비해 낮은 평가되어 있다.
- 3) 낙관적인 심리가 만연해 있다.
- 4) 자산 구매 자금을 부채에 의존해 레버리지 비율이 높다.
- 5) 구매자들은 미래의 가격 상승에 투기하기 위해 또는 그로부터 자산을 보호하기 위해 이례적으로 선물거래를 확대한다(예: 채고 누적, 선물 계약 체결).
- 6) 예전에는 없었던 새로운 구매자들이 시장에 새롭게 진입한다.
- 7) 통화 확장 정책은 버블을 키우는 역할을 하고, 통화 긴축 정책은 버블을 터뜨리는 역할을 한다.

이 모두가 당시 미국의 주택시장에 대한 내용이다. 가격이 빠르게 상승하고, 앞으로도 계속 그렇게 될 거라는 기대가 만연했다(예: 홈 플리퍼 home flippers (집장사)가 이 경우에 해당한다. 홈 플리퍼는 주택을 구입해

뉴스 & 브리치워터 일일논평(BDO)

2005년 5월 31일
연방준비제도, 주택 버블 개입에 나서야
“그린스펀 의장과 연방준비제도 이사 회 관계자들은 주식이드, 부동산이든, 자산 가격에 영향을 미치는 것은 연방준비제도가 개입할 일이 아니라는 입장을 오랫동안 견지해왔다. 중앙은행이 할 일은 인플레이션을 낮게 유지하고, 인플레이션을 자극하지 않는 범위에서 최대한의 성장을 유도하고, 그 성장이 지속할 수 있게 하는 것이라고 주장한다.”

<뉴욕타임스>

2005년 7월 9일
부동산 부문 경제 성장 견인: 주택시장뿐 아니라 고용시장도 견인
“최근 미국 경제를 든든하게 떠받쳐주면서 경제 성장을 이끄는 분야 중 하나는 부동산 산업이다. 조사연구 회사인 이코노미닷컴(Economy.com)의 분석에 따르면, 지난 4년간 70만 개의 일자리가 이 산업 분야에서 창출되었다. 토지 측량, 일반 계약, 대출 알선 등 분야도 다양하다.”

<뉴욕타임스>

2005년 8월 17일
건조세 주택시장, 7월 미국 경제 견인
<뉴욕타임스>

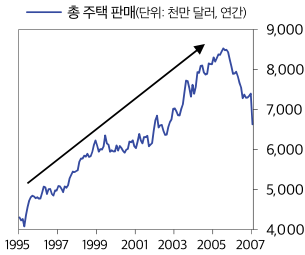
2005년 8월 28일
그린스펀 의장, 주택시장 호황세 곧 끝날 것이라고 주장
“그린스펀 의장은 의장직에서 물러난 후 다가를 시간이 기대된다면서 광란으로 치달고 있는 미국 주택시장의 호조세가 막바지에 이르고 있으며, 이런 호조세에 힘입은 소비 지출 증가도 곧 끝날 것으로 예측했다.”

<뉴욕타임스>

2005년 10월 4일
주택 가격, 통화 조정 뚜렷
올여름 몇몇 도시에서 “부동산시장의 통화세가 보이더니, 뉴욕시처럼 과열 양상을 보이던 주택시장들로 번져나가고 있다.”

<뉴욕타임스>

2005년 12월 17일
시티그룹, 새로운 성장 전략 제시
“시티그룹은 5년 만에 처음으로 기존 사업을 확장하는 데 주력하는 모습을 보이고 있다. 약 300개의 지점과 지역 금융센터를 추가로 확대하기로 하고 소매 금융 사업 강화에 힘을 예정이다. 추가로 지점이 들어설 지역은 필라델피아나 뉴저지 같은 곳으로 시티그룹이 이미 고객을 확보하고 있는



<타임> 즐거운 우리집
TIME 6월 12일©2005

지역이다.”

<뉴욕타임스>

약간 수리한 후 가격을 올려 차익을 노린다). 주택 건설업자들은 높은 가격이 유지될 거라고 기대하며 주택 공급을 늘렸다. 1995년부터 2005년까지 신규 건축된 단독주택 수가 2배로 늘었다.³⁾ 친구나 이웃들이 주택을 구입해 부자가 되는 것을 보면서, 주택 구입을 원하는 사람들이 더 많아졌다. 버블이 최고조에 다다른 시점에는 전체 가계 중 8%에 약간 못 미치는 사람들이 매해 주택을 구매했는데, 이는 지금과 비교하면 약 50% 높은 수준이다. 2005년 여름 <타임>지는 표지에 투기적 광기를 경고하는 “집을 가지면 부자가 되나요?” 문구를 실었다.

다시 말해, 가격이 계속해서 오르는 시장에 더 공격적으로 베팅하기 위해 빚을 지고 있다는 말이다. 즉 레버리지 비율을 높이는 것이다. 가격이 높으면 생산이 늘어나는 것처럼, 주택 가격이 고공행진을 하자 주택 공급량도 동시에 증가했다. 논리적으로

생각하면 그 반대의 길을 갔어야 했다. 가격 변동에 따른 차익을 노리고 베팅하는 투자자라면 해당 자산을 매각하거나 레버리지 비율을 낮추려는 게 당연하기 때문이다. 또한 이런 상황에서 투자금을 대출해주는 금융기관이라면 좀 더 주의를 기울일 필요가 있었지만, 그렇게 하지 않았다. 버블의 시대에는 이런 터무니없는 사고방식이 일반적이다.

주택을 구입하려는 광기가 있었던 것처럼, 주택을 구입하려는 사람들에게 대출해주려는 광기도 있었다. 아래 왼쪽의 그래프는 모기지 금리를 보여준다. 연방준비제도의 느슨한 금융 정책의 결과로, 모기지 금리는 2003년 저점을 찍게 된다. 이는 1950년대 이후에는 찾아볼 수 없는 낮은 수준이다. 이와 비슷한 수준을 유지하다가 결국 주택 버블 사태를 맞이하게 되면서, 레버리지 비율이 2003년과 2007년 사이에 급격히 증가한다. 아래 오른쪽의 그래프는 신규 주택 가치 대비 대출 비율을 보여준다. 이 비율이 높다는 말은 선금은 더 적게 내고, 총 주택 매매 금액에서 선금을 뺀 순대출 금액이 더 크다는 뜻이 된다. 이 비율이 80%로 급격히 증가했다면 이는 은행들이 대출을 내주는 데 더 열을 올리고 위험도가 큰 베팅을 했음을 의미한다.

주택 버블의 다른 징조들도 어렵지 않게 찾아볼 수 있다. 은행들은 모기지를 승인하기 전에 소득증

뉴스 & 브리지워터 일일논평(BDO)

2006년 1월 8일
경고: 부동산시장에 대한 경고를 조심할 것

"지난 몇 년간 부동산을 통해 어마어마한 수익을 올린 펀드 투자자들은 2005년의 상황이 반복되지는 않을 거라는 경고를 받았다. 장기간에 걸쳐 이어온 상승세의 열기가 식을 수 있다고 애널리스트들은 예측했다. 이는 매도를 고려할 때가 됐음을 의미한다. 하지만 이런 비판론자들의 말이 틀렸다는 것이 명확해졌다. 부동산 버블에 대한 경고를 무시하고 노선을 변경하지 않은 투자자들은 계속해서 수익을 거뒀다. 최고의 수익률을 거둔 펀드들 사이에는 부동산시장이 올해에도 막장에 다다르지 않았다는 인식이 공유되고 있다는 증거이다."

<뉴욕타임스>

2006년 2월 1일
경제 전망, 안개 속... 그린이턴 퇴임
"앨런 그린스펀은 18년간 미국 경제지침이로서의 역할을 마치고 화요일 공식 퇴임한다. 그는 후임자에 대한 평가를 아끼며 소신 있는 경제 정책을 수립해줄 것을 요청했다. 하지만 후임자에게 미래 경제에 대한 불확실성도 물려주고 떠났다. 그러나 그의 이런 거리 두기는 심각한 과오를 저지를 가능성을 높이는 중대한 리스크가 존재하는 시점을 맞아 버냉키 신임 의장이 암울한 선택을 해야 할 수도 있다는 뜻으로 풀이된다."

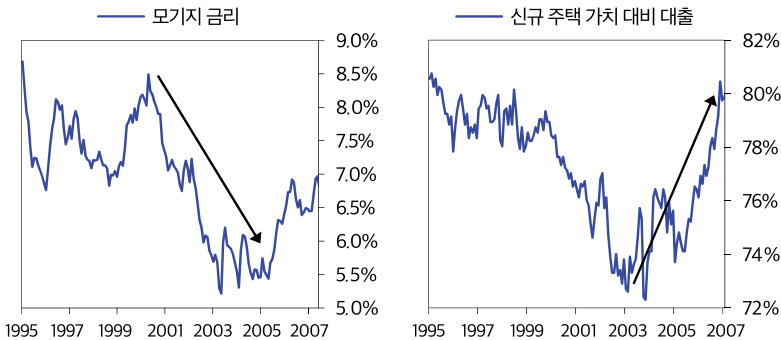
<뉴욕타임스>

2006년 2월 10일
2005년 미국 무역수지 적자, 역대 사상 최대 기록
"2005년 미국의 무역수지 적자가 약 18% 상승했다고 정부가 발표했다. 이로써 무역수지 적자는 4년 연속 사상 최대치를 경신했다. 그 원인으로는 수입품에 대한 국내 수요의 증가, 에너지 가격 폭등, 외환시장에서의 달러 강세 등이 꼽히고 있다. 상무부는 총 적자 규모가 2001년 적자 규모의 2배인 7,258억 달러로, 수출은 12% 증가했지만 수입도 12% 증가하는 바람에 적자 폭이 커진 것이라고 워싱턴에서 밝혔다. 미국이 마지막으로 무역수지 흑자를 기록한 것은 1975년으로 124억 달러였다."

<뉴욕타임스>

빙 자료를 채무자들에게 요구하지 않았고, 변동금리형 모기지 상품을 들이밀며 나중에는 상승할지 모르는 티저 금리^{Teaser rate}(더 많은 고객을 확보할 목적으로 낮게 설정된 변동금리형 모기지 초기 금리)로 채무자들을 현혹하는 일이 심심치 않게 벌어졌다. 리스크가 더 큰 ‘서브프라임’ 모기지의 비율이 전체 모기지의 20%를 차지하게 된다. 또한 나중에 더 자세히 논의할 것이지만, 은행들이 모기지를 보기 좋게 패키지와해 내재하는 리스크는 잘 보이지 않게 하는 것(예: 증권화)이 가능했다. 그렇게 되면 리스크 평가가 제대로 이루어지지 않아, 신용평가는 손쉽게 올릴 수 있었고, 금리는 낮출 수 있었다.

부채가 급격히 증가하고 주택 거래가 광기로 치닫는 것에 비해, 경제는 과도하게 과열되는 양상을 보이지도 않았고, 인플레이션은 완만하게 유지



되었다. 그래서 연방준비제도는 평균 수치만을 보고 예전처럼 대수롭지 않게 생각했다. 최악의 부채 버블은 높은 인플레이션이 아니라 부채 증가로 인한 자산 가격의 상승과 함께 나타나는 것이 전형적이다. 중앙은행은 부채의 성장을 용인하는 실수를 저질렀다. 왜냐하면 중앙은행은 소비자물가지수로 측정된 인플레이션과 성장률에만 초점을 맞췄기 때문이다. 부채의 성장을 자초한 책임이 있는 중앙은행은 정작 부채가 성장하고 있다는 점을

신경 쓰지 않았다. 원금과 이자를 상환하기에 충분한 소득을 창출하는 데 부채가 사용되는지도 신경 쓰지 않았다. 악성 부채 위기를 사전에 방지할 마음이 있었다면 중앙은행은 이런 문제들을 생각해봐야 하지만, 중앙은행은 그렇게 하지 않았다.

다음 그래프에서 볼 수 있듯이, 인플레이션은 2%와 3.5% 사이에 머물러 있었다. 바람직한 수준보다 높긴 하지만 걱정할 수준도 아니었다. 그래서 연방준비제도는 낮은 금리 수준을 유지했다. 사실, 2001년 하반기부터 2006년 초까지 미국의 단기 금리는 인플레이션보다 낮았다(예: 실질 단기 차입 비용은 마이너스였다). 연방준비제도가 2004년 중반에 단기 금

뉴스 & 브리핑 브리핑 일일논평(BDO)

2006년 4월 19일
연방준비제도, 금리 정책 기조 변경 시사

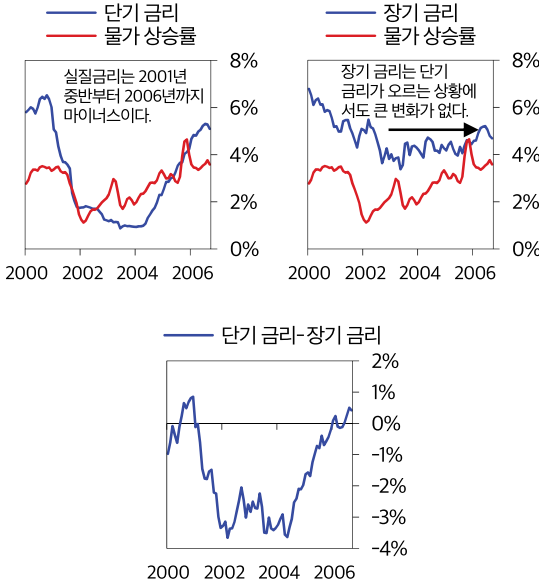
"연방준비제도는 이르면 다음 달 금리 인상 기조를 중단할 수도 있다고 화요일 밝혔다. 금리 인상 기조의 중단은 원유가 배럴당 71달러가 넘는 상황임에도 불구하고 주가의 급등을 촉발할 가능성이 있기 때문이다. ...지난 약 2년 동안 15차례에 걸쳐 인상된 단기 금리는 5월 인상을 마지막으로 당분간은 추가 인상이 없을 수도 있다고 연방준비제도 관계자는 밝혔다."

<뉴욕타임스>

2006년 7월 10일

폴슨, 재무부 장관 취임
"골드만삭스 임원 출신의 헨리 폴슨이 47대 미국 재무부 장관으로 취임했다. 헨리 폴슨 장관은 세계 경제에서 미국 경제의 영향력이 축소되는 일이 없도록 할 것이라고 다짐했다. '우리는 미국 경제의 힘이 곧 세계 경제의 힘이라는 사실을 항상 잊지 말아야 한다'라고 폴슨 장관은 간단한 취임식에서 말했다."

<AP통신>



리를 올리기 시작했을 때도 명목 장기 금리는 거의 변동 없이 예전과 유사한 수준을 유지했지만, 실질 장기 금리는 하락했다.

다음 그래프에서 볼 수 있듯이, 선진국에서도 동일한 양상이 전개되고 있었다.

이런 이유로 글로벌 금융 버블이 일어나고 있었다.

2006년 중반, 헨리 폴슨^{Henry Paulson}이 조지 부시 정권의 재무부 장관으로 취임했다. 그는 골드만삭스의 CEO와 회장을 거치면서 금융시장의 과잉을

뉴스 & 브리자워터 일일논평 (BDO)

2006년 8월 23일
주택시장의 둔화가 얼마나 큰 문제가 될 것인가?
“주택시장을 제외한 경제 전반에 활력이 넘치고 있다. 주택시장이 경제 위기의 전조인가? 아니면, 주택시장 둔화에도 불구하고 경제는 활력을 지속할 것인가? 우리는 이 문제를 놓고 고민을 거듭하고 있다.”

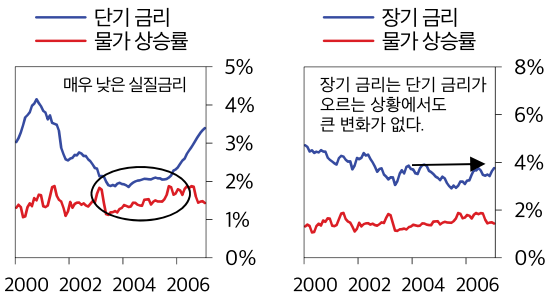
2006년 8월 24일
주택시장, 냉각 기류 보여
“주택시장이 매월 약화되는 양상을 보이고 있다. 주택 매매의 광기가 끝났다는 조짐이 최근 들어 그 어느 때보다 뚜렷해지고 있는 가운데, 전미 부동산중개업연합회는 주택 가격이 정체되고 있을 뿐 아니라 자가 주택 판매가 2년여 만에 가장 낮은 수준으로 떨어졌다고 밝혔다. 그리고 구매자가 나타날 때까지 기다려야 하는 주택 매도 대기기간도 이전보다 훨씬 늘었다고 발표했다.”

<뉴욕타임스>

2006년 9월 14일
모기지 연체로 주택 압류 증가세
“올 2분기 우량등급 변동금리형 모기지에 대한 주택 압류가 4년 만에 최고치로 상승하면서 신용등급이 높은데도 대출상환에 어려움을 겪고 있는 주택 소유자들이 더 많아진 것으로 보인다. ...신용등급이 낮은 채무자를 대상으로 하는 서브프라임 변동금리형 모기지에 대한 주택 압류 비율도 2003년 4분기 이후 최대 수준인 2.01%로 상승했다고 보고서는 밝혔다.”

<블룸버그>

선진국(미국 제외)



몸소 체험했고, 이에 대해 우려하는 시각을 갖고 있었다. 그는 금융시장에 관한 대통령 워킹그룹^{President's Working Group on Financial Markets}(금융시장과 관련된 전반적 이슈들을 논의하는 대통령 휘하 실무그룹, 도널드 레이건 대통령 시절인 1988년 설립됨)과 정기적으로 미팅을 진행했다. 이 워킹그룹은 부시 행정부 경제팀의 핵심 인사들과 주요 규제기관의 장들로 구성되어 있었다.⁴⁾ 이 미팅의 장점은 구성원들 간에 친밀한 협업 관계를 형성할 수 있다는 데 있었다. 핵심 구성원은 폴슨 재무부 장관, 벤 버네키^{Ben Bernanke} 연방준비제도위원회 의장, 팀 가이트너^{Tim Geithner} 뉴욕연방준비은행 총재와 이들이 장으로 있는 기관의 관계자들이었다.

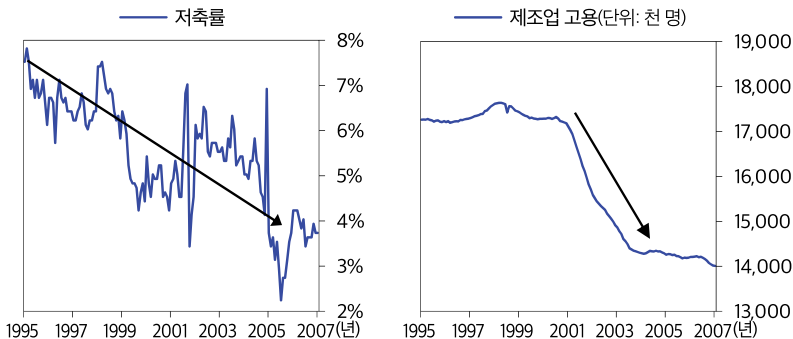
금융 위기 상황에서는 인성, 역량, 협업 능력 같은 자질이 어떤 결과를 만들어내느냐를 결정할 정도로 중요한 역할을 한다. 이 경우 (담대한 결정을 내리는 데 익숙한 전직 CEO이자 외향적인 성격의) 폴슨 장관, (대공황을 제대로 공부한 경제학자이자 내성적 성격의) 버네키 의장, (경제 정책 수립에 잔뼈가 굵은 수완가이자 실용적인 성격의) 팀 가이트너 총재, 이 세 명의 관계가 매우 중요했다. 예전에는 몰랐던 새로운 사실 관계에 근거해 결단력 있게 정책을 수립하고 추진하려는 의지를 다지려는 자세와 정책 수립 및 추진 과정에서 부단히 공조해나갔다는 협력적인 자세와 함께, 서로의 부족함을 채워주려는 헌신적인 자세가 위기를 헤쳐 나가는 데 매우 중요했다.

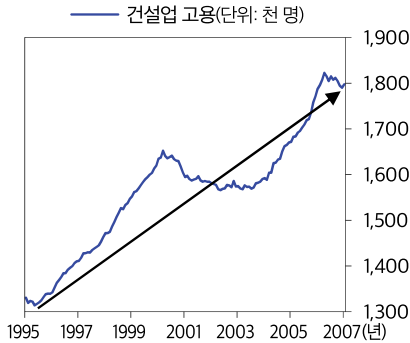
그들은 늦으면 모든 게 무용지물이 된다는 사실을 알고 있었다. 물론 시장의 과잉을 목격하고 이를 불편한 시각으로 바라보는 마음도 있었다. 하지만 문제점이 무엇인지 명확하게 보지 못했기 때문에, 다가올 위기를 막을 수 있을 정도로 재빠르고 강력한 행동을 취할 수는 없었다. 서브프라임 시장이 과잉되었다는 것을 그들은 이미 알고 있었지만, 그것이 전체 주택 시장으로 여파를 미칠 거라고 생각하는 사람은 아무도 없었다. 제2차 세계

대전 이후 전국적으로 침체에 빠져본 적이 없는 시장이 바로 주택시장이었기 때문이었다. 하지만 폴슨 장관은 국책모기지기관(Government Supported Entities, GSEs)인 패니메이와 프레디맥(Fannie Mae and Freddie Mac)에서 야기된 리스크는 매우 우려하고 있었다. 클린턴 행정부의 재무부 장관이었던 래리 서머스(Larry Summers)도 패니메이와 프레디맥의 리스크를 강조한 적이 있었다. 이런 점 때문에 폴슨 장관은 2006년 가을, 부시 대통령의 후원을 등에 업고 바니 프랭크(Barney Frank)(당시 백악관 금융서비스 위원회의 야당 측 수석 멤버)와 공동으로 패니메이와 프레디맥을 개혁하려는 입법안을 만드는 작업에 착수했다. 이 시도는 위기가 깊아 터진 2008년 여름이 되어서야 진전을 보이기 시작했다.⁵⁾

버블의 전방위 확산

시야를 넓혀 세계 경제를 보면 버블의 조짐을 볼 수 있었다. 저축률은 기존에도 낮기는 했지만, 더 낮은 수준으로 하락했다. 그리고 이에 따라 미국은 해외에서 공격적으로 자본을 차입해왔다. 미국 제조업 부문 고용이 줄었고, 이에 따라 미국은 중국을 위시한 개발도상국에 수출시장을 빼앗기고 있었다. 하지만 주택시장에서의 활발한 움직임으로 이런 양상은 가려져 보





이지 않았다. 부채로 조달한 자금이 투입되는 주택 건설의 일자리가 1995년에 비해 약 50% 증가했다는 것이 대표적인 예이다.

이에 더해, 많은 소비용 자금이 모기지나 다른 형태의 부채를 통해 조달되었다. 투자가 아니라 소비를 위해 사용되는 자금을 부채로 조달하는 경우가 늘었다는 것은 위험 신호이다. 왜냐하면 투자는 소득을 창출할 가능성이 있지만, 소비는 그렇지 않기 때문이다.

외국 자본의 유입이 증가하고 경상수지 적자가 국내총생산 대비 6%까지 확대됐다는 점에서 알 수 있듯이, 외화가 대량으로 유입되면서 버블을 키우는 데 한몫을 하게 되었다. 이 또한 버블이 커지는 시기에 나타나는 전형적인 현상이다. 당시 막대한 경상수지 흑자를 기록한 중국 같은 개발도상국으로부터 다량의 자본이 유입되고 있었다. 이렇게 유입

뉴스 & 브리치워터 일일논평(BDO)

2006년 10월 24일
자금은 경제가 문제가 아니다
 "부시 대통령은 이들의 시간을 할애해 경제 순환 중이라는 주제의 한 행사에 참석했다. 대통령의 참석 배경에는 여당인 공화당이 경제 관리를 잘 해나가고 있다는 점을 인정 받으려는 의도가 있는 것으로 보인다. 부시 대통령은 CNBC와의 인터뷰에서 '경기가 강세를 보이는 것이 우리 공화당의 후보에게 도움이 된다는 데에는 의심의 여지가 없습니다. 왜냐하면 제가 세금 감면에 찬성표를 던진 덕분에 우리 경제가 좋아진 것이라고 우리 당의 후보가 말할 수 있기 때문입니다.'라고 말했다."
 <뉴욕타임스>

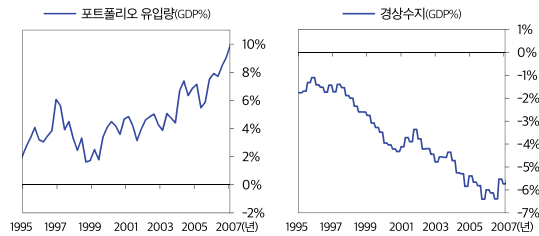
2006년 10월 27일
신축 주택 가격 큰 폭 하락
 "최근 발표된 정부 및 산업 통계 자료에 따르면, 주택 건설업자들이 둔화세를 보이는 주택시장에서 경쟁 우위를 확보하기 위해 가격 인하 등 각종 할인 행사를 벌이고 있는 것으로 드러났다. 상무부는 신축 주택 가격의 평균 값이 2005년 9월과 비교해 지난달 9.7% 하락해 21만 7,100달러를 기록했으며 1970년 12월 이래 사상 최대의 낙폭을 보였다고 발표했다."
 <뉴욕타임스>

2006년 11월 7일
애리조나주, 미분양 주택 크게 늘어... 주택시장 불황 조짐?
 "최근까지 주택시장은 빠르게 성장하면서 주택 건설업자들에게는 풍요의 낙원 같은 곳이었다. 풀턴주택(Fulton Homes)의 주택 개발 사업 같은 경우는 인기가 높아 지난해 거의 매주 적게는 1,000달러에서 많게는 1만 달러까지 가격을 올릴 수 있었다. ...2005년 초에는 수천 채에 불과했던 이 지역 미분양 주택이 현재는 46만 채에 육박했다. 이에 따라 주택 건설업자들이 가능한 한 빨리 시장에서 철수하는 분위기이다."
 <뉴욕타임스>

2006년 12월 6일
주택 판매 관련 통계, 믿어도 될지?
 "동서부 해안 지역 부동산시장에 대한 믿을 만한 발표를 마지막으로, 주택 가격과 관련해 발표하는 공식 통계 수치들이 오해를 불러일으키고 있는 게 사실이다. 어느 지역을 보느냐에 따라 가격이 지난해 동안 계속 오를 곳도 있고, 약간 오를 곳도 있고, 떨어진 곳도 있다. 하지만 최근 발표되는 통계 수치에는 오류가 많다. 가장 큰 오류는 실제로 팔리고 있는 주택들만을 대상으로 집계되는데에 있다."

된 외국 자본은 미국 내에서 저축되거나 미국 자산에 투자되었다. 외국 자본이 대량으로 유입된 덕에 미국 시민들은 여전히 대출을 받을 수 있었고, 버는 것보다 더 많이 소비할 수 있었다.

<뉴욕타임스>



— 중략 —

주요 경제 용어 해설

파트 3(그리고 이 책의 그 외 부분에서도)에 사용된 몇 가지 경제 개념을 설명한다. 간결성을 위해 단순하게 서술했다.

경상수지Current account balance: 재화 및 서비스 교역에 따른 순수출(수출-수입)에 생산 요소(노동, 자본)를 사용한 대가(임금, 이자)로 받은 순소득 수취(수취-지급)를 더한 계정. 경상수지에 자본수지를 더하면 국제수지가 된다. 기본적으로 순소득(소득에서 비용을 뺀 금액)과 유사하다. 경상수지가 적자라면, 지출이 소득보다 많은 상태이다. 그러므로 해외로부터 자본을 차입하거나 해외에 금융 자산을 매각하여 자본수지를 흑자로 만들고, 그 흑자분으로 경상수지 적자분을 메워야 한다.

국제수지Balance of payments: 국가 간 또는 통화권 간의 모든 거래(재화 및 서비스 교역, 금융자산 거래 등)에 따른 수취와 지급을 집계한 계정. 국제수지는 경상수지와 자본수지로 구성된다. 특정 재화를 거래한 후의 잔고를 생각하면 된다. 예를 들어 원유를 해외로부터 수입하면서 자본으로 그 대가를 준다면, 원유가 들어오는 대신 자본의 잔고가 줄어들게 되는 것과 같은 이치이다. 국제수지의 악화를 가계에 비유하자면 한 가족이 지출에 비해 수입(대출을 포함한 소득)이 줄어 재정 상태가 악화되는 것과 같다. 국제수지가 개선되면 그 반대가 된다.

국제수지 위기Balance-of-payments crisis: 국제수지 악화로 구매력이 부족해져 세계 시장에서 국내 수요를 충족시킬 수 없는 일종의 경제 위기로, 해당 국가는 신용과 현금이 부족한 상태이다.

근원 인플레이션Core inflation: 원자재처럼 가격 변동이 특히 심한 품목을 제외하고 계산한 물가 상승률을 말한다.

긴축Tightening: 돈과 신용의 가용성을 축소하는 정책. 예를 들어 금리 인상, 통화 공급 축소, 정부 지출 삭감, 규정의 변경 등을 통해 은행의 대출을 제한하고 경제 성장의 속도를 늦추도록 영향을 미친다.

단기 금리Short rate: 보통 3개월 이하로 매우 짧은 기간의 대출에 대한 이자율을 말한다.

디레버리징Deleveraging: 부채 부담을 축소하는 과정을 말한다.

디레버리징 결정 요인Deleveraging attribution: 부채 부담의 증감을 좌우하는 요인을 브리지위터에서 분석한 것이다. 검은색 점은 해당 기간 부채의 연간 변화를 GDP 대비 비율로 나타낸 것이다(양수는 해당 국가의 부채 증가를, 음수는 감소를 의미한다.). 그리고 이러한 변화를 초래하는 요인을 보여준다. 0보다 크면 부채 부담의 증가, 작으면 감소 요인이다. 여기서는 GDP의 증감 요인(예: 인플레이션이나 실질 성장)과 부채의 증감 요인(예: 이자 지급이나 기타 목적으로 신규로 차관을 받는 경우)도 보여준다. 이 방법론은 국가별로, 특히 데이터의 입수 가능 여부에 따라 달라진다.

리플레이션Reflation: 통화 완화 정책이나 경기 부양책을 채택해 경기 회복에 도움이 되는 경우를 말한다.

명목 성장률Nominal growth: 한 국가에서 생산물(예: GDP)의 가치(가격×생산량) 변화율을 말한다. ‘명목’이란 말은 인플레이션으로 인한 물가 상승이 포함되어 있음을 뜻한다. 즉 ‘명목 성장률=실질 성장률+물가 상승률’이다.

버블Bubble: 부채 사이클의 한 국면이다. 부채, 자산 가격, 성장률 등이 자기 강화적인 행태를 보이며 증가하거나 상승한다. 하지만 결국 그 증가세나 상승세가 지속 불가능해지는 특징을 보이는 것이 일반적이다. 여기서 핵심 단어는 ‘지속 불가능’으로, 일시적으로 붐이 조성된 후 필연적으로 붕괴가 뒤따라온다는 의미를 담고 있다. 많은 돈을 대출받아 호화로운 라이프 스타일을 누리는 상황을 상상해보라. 이런 생활은 단기적으로 지속할 수는 있지만, 지속 불가능하기 때문에 언젠가는 힘겨운 조정기를 보내야 한다.

본원통화Money 0: 특정 통화로 발행된 통화량으로, 시중에 유통되고 있는 화폐량에 중앙은행이 보유한 준비금을 더해서 구하는 게 일반적이다. M0라고도 한다.

부양책Stimulation: ‘완화’ 참조

부채 상환Debt service: 주어진 기한 내 원리금 지불을 포함한 부채 부담 비용

불황Depression: 부채 위기 단계에서 발생하는 심각한 경제 침체이며, 일반적

으로 자기 강화적인 자산 가격 하락과 성장 둔화를 수반한다. 중앙은행이 통화 완화 정책으로 경기 침체를 극복하는 데 한계가 있을 때 가장 흔히 발생한다.

수익률 곡선^{Yield curve}: 채권의 장단기 금리 차를 나타낸다. 단기 금리가 장기 금리를 초과할 경우 수익률 곡선이 반전된다고 하는데, 이는 단기 금리가 하락하도록 가격이 책정된다는 것을 의미한다. 반대로 단기 금리가 장기 금리보다 낮으면 단기 금리가 상승할 수 있도록 가격이 책정된다.

실질^{Real}: ‘실질’이라는 단어가 붙는 경제 용어는 인플레이션의 영향을 제거한 조정 값이다. 몇 가지 예는 뒤에 나오는 단어들을 참조하기 바란다. 다만 이러한 측정에 정확도가 떨어질 때가 많음을 유의해야 한다(예: 한 국가의 정확한 실질 환율은 알 수 없음).

실질 금리^{Real interest rates}: 인플레이션 효과를 배제하기 위해 조정된 이자율을 말한다. 실질 금리가 마이너스이면 물가 상승률이 금리보다 높다는 뜻이며, 이는 시간이 지날수록 대출자가 구매력에 손해를 보고 있음을 의미한다.

실질 성장률^{Real growth}: 한 국가에서 생산된 재화와 서비스의 총 생산 변화율을 대략적으로 측정한 값(명목 성장률과 달리 인플레이션 요소가 제거된다.)을 말한다.

실질 환율^{Real FX}: 현재 국가들 간에 통화의 상대적인 교환 비율과 물가 수준

의 차이를 감안해 해당 통화가 과거에 비해 강세인지 약세인지를 나타내는 대략적인 측정치이다. 이 책에서 양의 실질 환율은 통화 가치 상승을 나타내고, 음의 실질 환율은 통화 가치 하락을 의미한다. 일반적으로 국가의 교역 상대국과 비교(무역가중지수 또는 TWI)하여 측정된다.

실질 GDP^{Real GDP}: 한 국가에서 생산된 재화와 서비스의 총 가치를 대략적으로 측정한 값(명목 GDP와 달리 인플레이션 요소가 제거된다)을 말한다.

완화^{Easing}: 중앙은행이 금리 인하, 화폐 찍어내기, 규정 개정 등의 방법으로 돈과 신용의 공급을 활성화하는 통화 정책이다. 혹은 같은 목적으로 중앙정부가 재정 지출, 조세, 규정 등에 변화를 주는 재정 정책이다.

외화 부채^{FX debt}: 투자자의 모국 이외의 국가 통화로 표시되는 부채를 말한다.

외환 보유고^{Reserves}: 한 국가의 외화 및 금 보유량을 말한다. 정부가 외화를 예금 형태로 보유하는 것으로 기본적으로 대외 지불 용도로 사용되며 자국 통화의 가치와 수급에 영향을 주기 위해 사용될 수 있다.

유동성^{Liquidity}: 돈과 신용이 상대적으로 부족한지 충분한지에 대한 척도를 나타낸다. 유동성이 낮으면 돈과 신용이 귀해져서, 신용등급이 높은 채무자도 대출을 받으려면 더 높은 금리를 지불해야 한다. 유동성이 높으면 신용등급이 높은 채무자는 문제없이 저렴한 금리로 대출을 받을 수 있다.

자본 유입/유출Capital inflows/outflows: 채권, 통화, 주식, 생산 설비 등 자본 및 투자 자산을 구매하기 위해 국경을 넘나드는 돈과 신용의 흐름을 말한다. 외국인이 국내 자산을 매도나 매수하는 행위는 ‘유입’이고, 내국인이 외국 자산을 매도나 매수하는 행위는 ‘유출’이다.

잠재Potential: 경제가 최대 생산 능력 근처까지 도달할 경우의 생산 수준에 대한 대략적인 척도를 나타낸다. GDP 갭은 한 국가 경제의 현재 생산 수준이 잠재 수준보다 높거나 낮은 정도를 나타낸다.

장기 금리Long rate: 장기 부채에 대한 이자율을 말한다. 이 책에서 말하는 명목 장기 금리는 보통 국채 10년물의 수익률을 가리킨다.

재정수지Fiscal balance: 정부 지출이 조세 수입을 초과하는지 여부를 나타낸다. 적자 재정은 수입보다 지출이 많고(따라서 차입을 하거나 예비비를 지출해야 함), 흑자 재정은 지출보다 수입이 많다.

통화 페그제Currency peg(고정 환율): 한 국가가 타국의 통화나 통화 조합, 금과 같은 자산에 대해 자국 통화를 고정 값으로 유지하는 환율 정책을 말한다.

환차익Foreign FX returns: 외화에 투자해서 거두는 수익을 말하며, 환율의 변동 혹은 국내외에서 금리 차에서 비롯된다.

FX: 환율을 말한다.

GDP: 국내총생산을 말한다. 한 국가에서 생산된 모든 최종 재화와 서비스의 총 가치(즉 가격×생산량)를 나타낸다. 그 나라의 경제 규모를 나타낼 때 가장 흔히 사용되는 지표이다. 이 책에서 다른 경제 개념을 설명할 때 그것이 경제의 특정 맥락에서 규모가 큰지 작은지에 대해 이해하기 쉽도록 GDP 대비 비율(예: 부채)로 자주 표시할 것이다.

GDP 갭^{GDP gap}: 현재 경제가 고효율 또는 저효율로 돌아가고 있는지를 나타내는 개략적인 척도이다. 한 나라의 경제에서 부작용 없이 장기간 지속될 수 있는 생산 수준(경제학에서 ‘잠재’라고 함)과 현재 실제 생산 수준의 차이에 기반을 둔다. GDP 갭이 음수인 국가에는 잉여 생산 요소가 존재한다(예: 공장이 풀가동되지 않음). 반대로 양수인 경우, 잉여 생산 요소가 별로 없는 수준에서 생산된다. ‘아웃풋(산출) 갭’ 또는 ‘유휴^{slack}’라고도 한다.

48가지 부채 위기

지금부터는 앞으로 위기가 찾아올 때 여러분이 스스로 대처하는 데 도움이 될 수 있도록, 우리가 조사한 48가지 부채 위기를 각각 살펴볼 것이다. 이 사례들은 지난 세기 동안 주요 국가들의 디레버리징 시기를 체계적으로 선별했다(실질 GDP 감소율이 3% 이상인 사례에 중점을 두었다.). 뿐만 아니라 다각도로 IMF나 저명한 학자들의 연구 결과도 기준점으로 삼아 균형 잡힌 목록을 생성하려 노력했다. 물론 이 사례들로 지난 세기 발생한 부채 위기를 전부 아우르지는 않지만, 1권에서 논의한 주요 공통점은 물론 차이점도 같이 강조하면서 부채 위기와 디레버리징의 좋은 표본을 제공할 것이라고 생각한다.

각 사례는 기본 통계를 볼 수 있는 다양한 도표와 함께 당시 발생한 사건에 대해 컴퓨터로 생성한 간단한 텍스트 분석이 담겨 있다. 이 '자동 텍스트' 설명은 기본 통계를 서술형으로 풀어놓은 것인데, 매우 단순화된 알고리즘 분석 버전이다. 단순화된 관점(1권에서 매우 단순하게 설명한 템플릿을 토대로)으로 사례들을 살펴보면 중요한 핵심이 눈에 더욱 잘 보일 것이다. 이러한 내용들을 단순한 방식으로 바라보는 시각과 2권에서 더욱 자세히 설명된 세부 사항을 읽으면서 얻은 시각을 비교해보면 좋을 것이다. 이런 식으로 각 사례들을 살펴보면서 '대형 부채 위기 템플릿'에서 설명한 공통점과 차이점을 더욱 쉽게 파악할 수 있기를 바란다.

일본 1987~2017년 사례 자동 요약 1

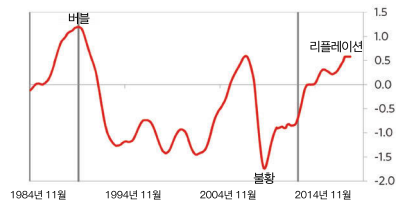
오른쪽의 도표에서 볼 수 있듯이 일본은 1987~2017년 사이에 전형적인 디플레이션 유발형 디레버리징 사이클을 경험했다.

다음의 측정지수들은 그 뒤에 나올 통계 도표들을 요약하여 구성한 것이다. 이것은 개괄적인 수치임을 유념하기 바란다.

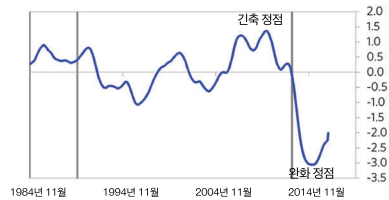
버블 국면

당시 일본의 버블 국면은 1987년부터 1998년까지 지속되었다. 버블 국면이 조성된 원인은 부채 증가, 경제 성장률 증가, 자산 수익률 증가가 맞물리며 자기 강화적 상승 국면이 만들어진 데 있다. 버블이 발생하는 동안 부채는 GDP 대비 24% 증가하여 위기 이전 최고치로 GDP 대비 307%에 달했다. 이때 부채는 대부분 자국 통화로 표시된 내국채였으며, 일본은 순채권국이었다(따라서 투자 자본의 본국 회수로 인해, 대외 충격 속에서도 엔화 강세를 유지할 수 있었다.). 버블 국면에서 평균 투자 유입은 GDP의 약 1%로 저조했다. 이 부채 증가로 인해 높은 경제 성장률(5%)을 보였고, 경제 활동 수준도 높

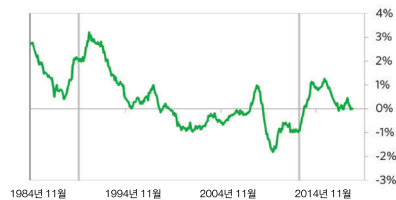
버블 및 불황 측정지수



긴축 및 완화 측정지수



근원 인플레이션(전년 동기 대비)

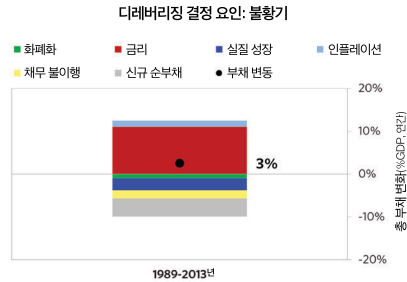


일본 1987~2017년 사례 자동 요약 2

왔다(GDP 겹 최고 4%). 게다가 높은 자산 수익률(버블 기간 동안 주식 연평균 수익률 28%)은 더 많은 대출을 자극하고 성장을 촉진했다. 버블 국면에서 정책 입안자들은 강도 높은 긴축 정책을 단행하기에 이른다(단기 금리 약 450bps 인상). 버블의 압력에 통화/신용 긴축 정책까지 더해지면서 결국 버블 국면은 지속 불가능한 상황이 되었다.

불황 국면

부채 사이클의 방향이 바뀌면서 결국 버블은 자기 강화적 특성상 터질 수밖에 없었고 '추악한 디레버리징'이 고개를 들었다. 이것은 1989년부터 2013년까지 지속되었다. 일본의 부채 상황은 위기 이전 최고치로 GDP의 78%에 이르며, 부동산과 주식시장의 붕괴와 같은 충격에 취약

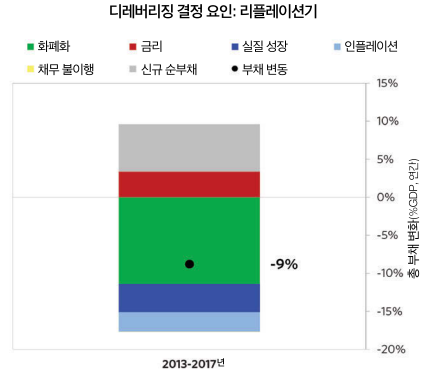


해졌다. 그리고 주가(67% 하락)와 주택가격(43% 하락)은 자기 강화적 하강 국면에 들어섰다. 실업률은 3% 증가했고, 금융기관들도 상당한 압박을 받았다. 일본은 디레버리징이 필요했지만, 위의 결정 요인 차트에서 볼 수 있듯이 기존 부채의 이자 지급을 위한 신규 부채의 증가로 GDP 대비 부채 비율은 59%(연간 3%) 증가했다.

일본 1987~2017년 사례 자동 요약 3

리플레이션 국면

이 사례에서 통화 완화 정책은 명목 GDP 성장률을 명목 금리 이상으로 끌어올리기에 역부족이었다. 때문에 부채 문제를 해결하기까지 매우 오래 걸렸다. 정책 입안자들의 강력한 부양책 덕에 아름다운 디레버리징으로 전환될 수 있었으며, 2013년을 기점으로 리플레이션 국면으로 들어섰다. 통화 정책을 살펴보면, 경기 부양 단계에서 본원통화는 GDP 대비 58% 감소하고, 금리는 0%까지 하락했으며, 실질 환율은 평균 -10%를 기록했다. 리플레이션 국면에서 일본은 부채 문제 해결의 전형적인 9가지 정책 수단 중 7개를 활용하며 매우 적극적으로 금융기관과 악성 부채를 관리했다. 특히 은행을 국유화하고, 유동성을 공급했으며, 부실 자산을 직접 인수했다.



또한 노동시장의 유연성을 높이기 위해 구조 개혁을 시행했다. 이 경기 부양책은 명목 성장률을 명목 금리보다 훨씬 높이는 데 도움이 되었다(이 기간 동안 성장률 평균 2% 기록, 장기 국채 금리 0%로 하락). 이 과정에서 실업률은 변동이 없었으며, 부채 비율은 위 도표에서 보듯이 GDP 대비 43%(연간 9%) 감소했다. ‘아름다운’ 디레버리징 국면에서 소득 대비 부채 비율의 감소에 이바지한 요인은 실질 소득의 증가도 있었지만, 화폐화가 주요 요인으로 작용했다.

일본 1987~2017년 통계 도표 모음 1

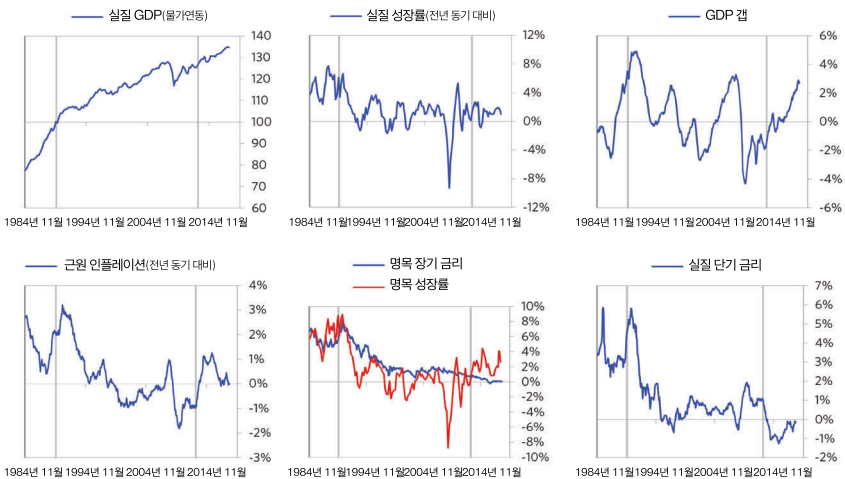
부채



통화 및 재정 정책

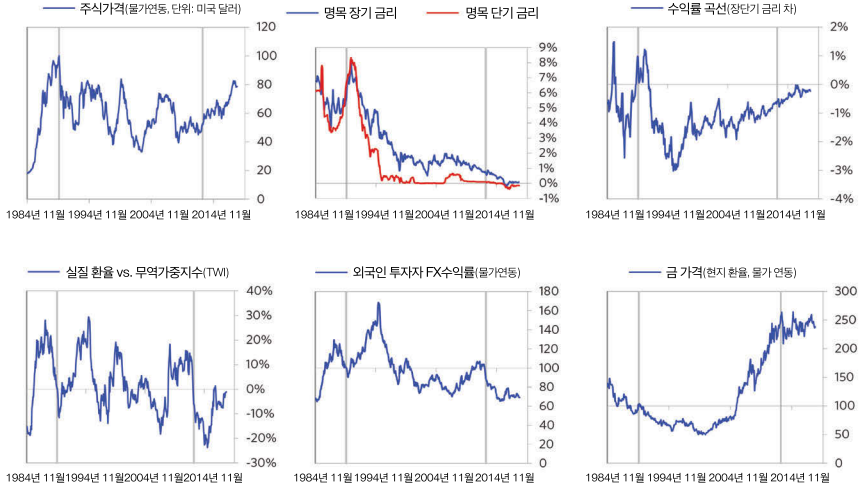


경제 상황

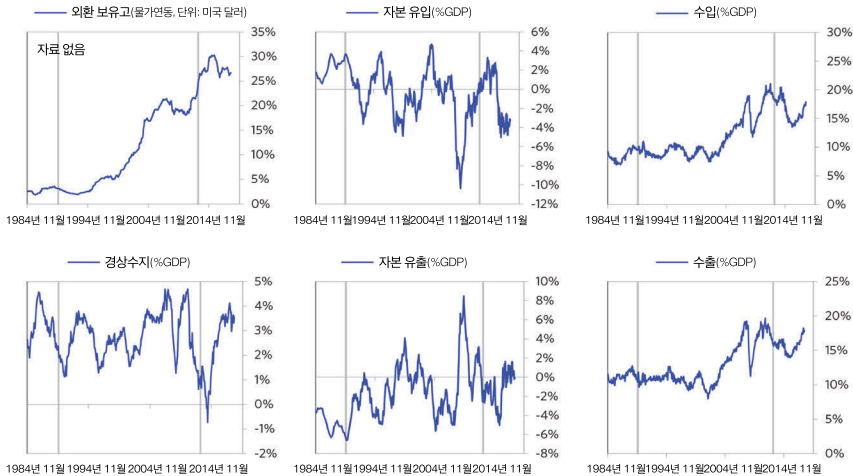


일본 1987~2017년 통계 도표 모음 2

시장



대외 포지션



— 중략 —



비매품



3 902000 228170

《레이 달리오의 금융 위기 템플릿》 샘플북