



자유주의 정보 19-235

본 내용은 아래 기사 및 칼럼 내용을 요약 번역한 내용임

Brendan Brown,

The Fed's Dangerous Game: A Fourth Round of Stimulus in a Single Growth Cycle

26 July, 2019

연준의 도박: 네 번째 통화 부양책

통화 부양책(monetary stimulus)의 영향으로 자본시장의 시그널은 제 기능을 하지 못하고 있다. 이 상태가 오래 지속될수록 우리가 부담해야 하는 경제적 비용은 더 많이 누적될 것이다. 연방준비은행의 4차 통화 부양책이 너무도 위험한 이유이다. 우리는 이미 최장의 경기변동 사이클 위에서 가장 느리고도 긴 호경기를 경험 중이다.

연준이 경기 침체에 대한 불안에 맞서기 위해 통화 팽창 조치로 경기 사이클을 연장시키는 사태는 전혀 새삼스럽지 않다. 1927년이나 1962년, 1967년, 1985년, 1988년, 1995년을 생각해 보라. 하지만 이번 경우에는 한 사이클에 무려 4번(2010~2011년, 2012~2013년, 2016~2017년, 2019년)의 조치가 있었다. 기록 경신이다. 보통은 인플레이션이나 견잡을 수 없는 투기 행위가 부양 조치를 한 번, 혹은 두 번에 그치도록 제동을 건다. 또한 한 가지 알아야 하는 사실은, 자본시장의 시그널이 손상되는 기간이 통화 "부양책"의 전반적인 경제적 비용을 결정하는 수가지 변수 중 하나라는 점이다. 매우 중요한 변수이지만 말이다.

여기서 시그널 기능이 손상되었다고 말하는 것은 단지 인위적으로 낮게 끌어내려진 이자율만을 말하는 것이 아니다. 위험 자본에 대한 광범위한 미스프라이싱(mispricing, 잘못된 가격 책정) 역시 큰 문제이다. 건실한 통화제도 하에서는 '합리적 냉소주의'의 형태로 제약이 작동하지만 작금의 통화제도는 이 같은 제약이 작동하지 않기에 온갖 투기적 추측이 난무하게 되는데, 미스프라이싱은 이와 관련있다. 그 추측의 한 가운데에 있는 기업들은 자본을 성장시키는 데 가장 유리한 조건을 누리게 된다.

수익을 향한 갈망과 추세 외삽법(trend extrapolation)에 대한 강력한 믿음이 합쳐져서 온갖 정크 본드와 장기 채권, 고이율 화폐, 부동산 자산에 대한 차입 거래가 폭증한다. 그 결

과 신용 리스크와 화폐 리스크, 부동산성(illiquidity), 기간 리스크에 대한 프리미엄은 인위적으로 낮아지게 된다. 한편, 금융공학(financial engineering)이 맞은 전성기는 시장 시그널을 한층 더 교란시킨다.

또한 자본시장의 시그널이 손상되는 기간은 경기 변동 사이클과 정확히 들어맞지 않는다. 만약 일정 기간 동안 부양책이 없고 긴 시간이 흘렀다면, 손상 기간은 이전의 경기 변동 사이클에서부터 연장되어온 것일 수도 있고, 다음 사이클까지 연장될 수도 있다. 이는 국제결제은행(BIS)의 연구가 가리키는 바처럼 금융사이클침체 가설을 뒷받침하기도 한다.

따라서 이 금융 사이클의 기나긴 상승기 중에도 자산시장 전반에 낀 거품을 잠시 꺼뜨리는 침체가 있을 수 있다는 것이다. 하지만 통화제도가 건실하게 유지되는 기간, 즉 '부양책이 시행되지 않는 기간'이, 시그널 기능이 다시 효율적으로 작동되도록 만들 수 있을 만큼 길게 유지되지 않는다.

예를 들어, 2003~2007년의 경기 팽창 기간을 떠올려보자. 사실 통화 부양책은 2005년 후반에 진작 끝났었다. 그런데 그토록 짧은 기간의 통화 팽창이 어떻게 1929년 대공황처럼 파괴적인 결과를 낳을 수 있는 것일까? 이에 대한 부분적인 답은 이전의 사이클에서도 줄곧 가격이 제 기능을 하지 못하고 있었다는 점이다. 1993년부터 2000년까지의 기간 대부분이 포함된다. 2001~2002년의 경제 후퇴는 가벼운 정도였고 이어지는 2003~2005년의 부양책은 상당히 급진적이었다.

가격이 제 기능을 하지 못하는 기간이 이전 경기 사이클과 중첩되는 일은 1971~1973년의 (상품 인플레이를 동반했던) 자산 인플레이션에서도 발견할 수 있다. 1969년의 가벼운 침체와 짙막한 통화 긴축정책, 그리고 그에 앞선 1965년의 짧은 신용 긴축만이 잠시 제동을 걸었을 뿐, 연준의 부양책은 계속 지속되었고 사이클은 길어지게 되었다. 또, 심각하지만 짙막했던 1920년대의 경기침체를 뒤로 연준은 막강한 부양책을 시행했는데, 이는 자본시장이 시그널 기능을 회복할 만큼 충분한 기간이 없었다는 것을 의미한다. 그리고 이는 미국이 1차대전 당시 영국과 프랑스로부터 들여온 막대한 양의 금에 의해 촉발된 20세기 초 대규모 자산 인플레이션(Great Asset Inflation)까지 거슬러 올라간다.

자본시장의 시그널 기능이 제 기능을 못하게 되는 이 기간의 길고 짧음은 과오투자와 규모와 경제적 누적비용을 결정하는 핵심적인 요소이다. 우리는 시그널 장애의 정도에도 주목해야 한다. 물론, 자산 인플레이 장기간화가 낳는 비용은 자본시장에서의 시그널 장애 현상만이 아니다. 일시적인 오판도 있을 수 있는데, 예컨대 연준은 경제 성장의 둔화기 혹은 침체기에 자산 인플레이션을 방해하거나 지속시킨다.

이와 관련된 사례로는 월스트리트의 과도한 투기 열기를 잠재우기 위해 연준이 1928년 후반부터 1929년 3사분기까지 시행했던 과도한 통화 긴축 정책이 있다. 당시 연준은 1928년 가을 독일발 경제 침체와, 대부자금에 대한 방대한 투기의 물결이 이르는 곳에 대해 알지 못하고 있었다. 현대에는 자산과 신용 인플레이 열기가 이미 식어가고 있을 때 소비자 물가 상승이 물가목표를 웃돌 것을 우려해 버냉키의 연준이 2006년부터 그 이듬해까지 시행했던 통화 긴축 정책을 예로 들 수 있다.

가격 시그널의 장애와 연준의 오판이 낳는 경제적인 누적 비용을 측정하는 일은 비단 경제 침체와 대폭락의 강도를 가늠하는 것에 대한 문제로 환원될 수 있는 것이 아니다. 침체와 같은 각 사건들이 가벼워 보일지라도 오랜 시간 동안 축적된 비용은 상당히 무거울 수도 있다. 자본시장의 가격 기구, 즉 시장의 보이지 않는 손이 마비 상태로 지속된다면 과오투자는 오랜 기간 동안 경제를 침체시킬 것이다.

누적적 과오투자에 관한 이야기는 우리가 살고 있는 21세기의 이십여 년 동안에도 마찬가지로 적용된다. 그리고 이 사실은 그간 왜 번영의 속도가 저조했는지를 설명한다. 시간이 점점 지날수록, 종종 음합의 게임인 전자기술에 대해 이루어진 투자가 건설한 통화제도 하에서 이뤄졌을 투자의 규모에 비해 과도했다는 증거가 속속 나타날 것이다.

이러한 관점에서 연준의 4차 통화 부양은 특히 위험하다. 이번 부양이 좋지 않은 결과로 이어질 수도 있다. 그리고 자산 인플레이션은 스스로를 불태워 없애는 경향이 있다. 과오투자가 누적되고 투기 지라시의 파급력이 약해지면 기업의 수입 증가세가 둔화된다. 특정 자산 시장이 하락세를 보이고, 담보가치가 떨어지면서 신용이 하락하고, 또 뻥뻥이 밀집되어 있는 차입거래로부터 손을 떼려는 공포감 때문에 비관주의가 두각을 나타나게 될 것이다. 이러한 내생적 요소들은 점점 강해져서 소위 "파월 풋(Powell put, 연준이 증시하락을 막기 위해 취하는 조치들)"을 압도하게 될 수도 있다.

번역: 조범수

출처: <https://mises.org/wire/feds-dangerous-game-fourth-round-stimulus-single-growth-cycle>