

민스키의 금융불안정가설과 금융시장 규제 문제

김이석 (한국경제연구원 초빙연구위원)

1. 논의의 배경

— 최근 금융위기를 겪으면서 포스트-케인스학과 하이먼 민스키(1919-1996)의 금융불안정가설(Financial Instability Hypothesis, 이하 FIH)이 새롭게 조명을 받고 있다.

- FIH는 현재의 금융위기를 정확하게 예측하고 있는 것으로 평가받고 있으며, 민스키 붕괴(Minsky meltdown), 민스키 시점(Minsky moment)와 같은 용어들이 언론에 등장하고 있다.
- 민스키는 자본주의 경제가 내재적으로 불안정성을 띠고 있다고 전제에서 출발한다는 점에서 대부분의 주류 경제학자들과 다르다. 즉, 그는 외부적 충격 없이도 금융시장은 붐과 버스트를 발생시키는 메커니즘을 가지고 있다고 본다.

— 그런 만큼 그가 제안하는 안정화정책(*Stabilizing Unstable Economy*)은 전방위적이다.

- 그는 첫째, 큰 정부(민간투자의 변동을 상쇄하기에 충분할 정도로 큰 정부투자의 변동),
- 둘째, 중앙은행의 강력한 자산운용 건전성 규제—금융시장에서의 재할인창구를 통한 자산운용 건전성 규제(은행은 물론, 금융회사, 보험회사, 그리고 심지어 일반 회사들을 포함),
- 셋째, 시장지배력 규제("too big to fail"에 따른 문제를 미연에 방지) 등을 제안하였다.

2. 민스키의 이론 구조

(1) 시장에 내재된 불안정 구조

— 민스키의 FIH는 “지속될 수 없는 부채의 축적과정”으로 다음과 같이 요약될 수 있다.

- “호황”기 때 높은 수익률을 실현한 “특정” 사업 분야는 레버리지 득을 보게 된다. 더 많이 빌릴수록 더 많이 버는 것처럼 보이므로 더 많은 부채가 이 분야에 쌓이게 된다. (주택시장)
- 이 과정에서 금융시장은 새로운 “혁신”을 통해 부채의 축적이 더 쉽게 일어나도록 만든다. (파생상품, MBS, CDS, ...)
- 수익률이 좋았다는 기억효과(memory effect)와 군집효과(herding effect)에 따라 시간이 지나면서 이 분야의 부채 축적의 속도는 마침내 채무자들의 상환능력을 넘어서게 된다.
- 이 시점이 소위 민스키 시점(Minsky moment)으로 경제는 버스트의 시기로 접어들게 된다.

(2) 금융시장 참여자들의 비중 변화

— FIH는 금융시장 참여자들의 구성의 변화를 통해서도 표현될 수 있다.

- 그는 채무자를 헤지(hedge) 채무자(현금흐름으로 모든 채무를 충당할 수 있는 사람), 투기적(speculative) 채무자(이자 지불할 수 있으나 원금은 계속 이연시켜야 하는 사람), 폰지 채무자(이자나 원금을 갚을 수 없는 사람)로 분류한 다음,
- 호황이 길게 이어질수록 자본주의 경제에서 채무자들의 구성이 더 취약한 방향으로, 즉 헤지 채무자의 비중이 높은 구조에서 투기적 채무자와 폰지 채무자의 비중이 더 높은 구조로 변한다고 보았다.

(3) FIH 평가

— 얼핏 보면 FIH는 오스트리언 경기변동이론과 비슷하다. 특정부문에 집중되는 투자, 불황을 지속가능하지 않는 호황으로 설명하는 부분, 그리고 경기후퇴 시 일어날 수 있는 양상에 대한 묘사도 비슷하다.

— 그러나 FIH는 경기후퇴기의 상황을 “묘사”하는 데에는 적합한 반면 왜 그런 일이 일어나는지를 자원의 희소성에 기초하여 저축에 기반을 둔 부채와 그렇지 못한 부채와 같은 개념을 통해 “설명”하지는 못하고 있다.

- 그리고 동일한 저축을 두고 더 많이 빌리려고 함에 따라 나타나는 이자율 상승의 문제는 빠져 있다.

3. 비판적 검토

(1) 신용팽창은 불안정을 초래하는가?

- 저축에 근거한 신용팽창(BCE: Backed Credit Expansion)은 불안정을 초래하지 않는다.

- Baker John, 빵 10개 생산 → 1개 소비, 9개 저축;
John이 Joe에게 빵 9개를 빌려주고 1주 후 10개를 받기로 함.
Joe가 그렇게 했다면, 9개의 빵(저축)은 실질적 생산에 기여
- 여기에 화폐를 도입하면, 존이 빵 9개를 팔고, 그 돈을 은행에 저축하고, 조는 그 돈을 빌려 빵을 사고 그동안 구두를 만들어 빵 10개의 가격으로 팔게 됨.

- 잘못된 예측(Keynesian expectation problem)의 문제

- 잘못된 예측으로 주택시장에 실질저축의 너무 많은 부분이 투입되면, 다른 시장으로의 투자는 적게 됨.
- 주택부문에서 소비자 수요로 정당화할 수 없는 더 많은 투자가 이루어짐에 따라 주택가격은 떨어지는 반면, 여타 부분의 생산물의 가격이 높아지고 이로 인해 자원이 다시 다른 부문으로 이동함.

(2) 저축에 근거하지 않은 신용팽창(UCE: Unbacked Credit Expansion)은 불안정을 초래할 수 있지 않을까?

- 그렇다. 그러나 자유시장에서 은행들은 저축에 근거하지 않은 신용팽창(UCE)에 어려움이 있다. 은행이 실제 저축에 근거하지 않은 (저축에 대한) 청구권을 발행했을 때, 그 은행은 부도위험에 처하기 때문에

- Joe, 은행 A에 100달러 예금; 은행 A가 Bob에게 50달러 대출; Joe가

100달러를 찾아 은행 B와 거래하는 Sam에게서 100달러어치를 사고자 할 때 당장 은행 A는 부도 위험에 처함.

— 그래서 자유시장에서는 은행이 UCE의 발행을 억제할 유인을 지닌다.

(3) 저축에 근거하지 않은 신용팽창을 가능하게 하는 조건

— 최종대부자로서의 중앙은행의 존재가 실제 저축에 근거하지 않은 신용팽창을 가능하게 한다.

— 불안정을 내재하고 있는 부분지급준비제도는 중앙은행의 필요성을 요구하게 만든다.

4. 금융시장 규제 문제

(1) 저축에 근거하지 않은 신용팽창을 할 수 있는 길을 막을 것인가

— 오스트리안들의 생각

(2) 민스키: 큰 정부, 부채의 축적을 막을 전방위적 규제

— 중앙은행의 강력한 자산운용건전성 규제
(재할인을 창구를 통한 차별적 대우; 자산운용 건전성의 차이에 따른)

— 시장지배력이 커지면 “too big to fail”의 덫에 빠지므로 금융기관들의 시장지배력을 의도적으로 제약함

— 이렇게 하더라도 실패할 수 있으므로, 정부의 대규모 재정투자를 통한 반경기순환적인(counter-cyclical) 투자가 필요