

분과발표_경제경영1-1

가계부채의 디레버리징을 위한 전략적 접근

김형철 (백석대학교 경상학부 교수)

I. 문제 제기

기축통화국가인 미국과 유로존을 중심으로 한 세계경제가 저성장과 고실업이라는 어려움을 안고 있다. 이러한 추세가 일시적이 아니라 구조적인 흐름으로 인식되면서 뉴노멀(new normal)이라는 신조어가 등장하였다. 서방 자본주의 세계의 대차대조표에는 자본은 줄고 부채만 늘어나고 있다. 최근 미국, 유럽의 자본주의는 자기자본보다 부채를 통한 이윤추구가 팽배하여 자본주의라기보다 부채주의라는 말이 적합할 듯하다.

지난 200년간 정부의 부채비율이 GDP의 90%를 넘었던 경우, 부채비율이 높은 동안의 경제성장률이 평균 3.5%에서 2.3%로 1.2%p가 떨어진 것으로 조사되었다. 또 높은 부채비율을 벗어나는데 걸린 23년 동안 만성적으로 부채에 시달렸음을 알 수 있다(Carmen M. Reinhart, 2012). 고성장은 과소투자가설에 따르지만, 저성장은 과잉투자 가설에 따름을 시사한다. 레버리지가 높은 기업은 투자를 감소시키는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 과소투자 가설과 일치하며, 레버리지 수준이 과도하게 높으면 사후적으로 과소투자를 유발시킬 수 있음을 시사한다(신민식, 2012). 개인이든 국가든 부채가 경제의 결정적 걸림돌이 되는 상황에서 그 해결은 경기회복에 의한 연착륙 형태보다는 부채탕감이나 인플레이 조장을 통해 부채의 가치를 낮추는 급진적인 형태가 대부분이다. 과도한 부채는 미국과 일본에서 보듯이 저성장추세에 빠지게 한다. 일본은 1990년대 초반부터 부채가 GDP의 100%를 넘었고, 지금은 220%에 달한다. 미국과 EU의 부채도 100%를 넘어서고 있다. 그렇게 되면 미국과 유럽의 장기성장은 1%대를 넘지 못하게 되는 어려움에 처하리라고 예상된다(John Mauldin & Jonathan Tepper, 2011).

부채조달에 관한 이론으로는 부채를 조달하면 가중평균자본비용이 줄어들므로 기업 가치가 커진다는 전통적인 순이율접근법을 비롯하여 모딜리아니-밀러(Modigliani & Miller)의 완전시장에서 기업의 자본구조는 기업가치와 무관하다는 이론이 있다. 그러나 이 이론들이 갖고 있는 거래비용과 세금, 파산비용, 정보의 비대칭, 기업과 투자자의 차입금리에는 차이가 없다는 등의 여러 가정들은 현실에서는 한계가 있다. MM이론이 기업의 부채가 커질수록 파산비용도 커질 수밖에 없는 현실을 무시한 채 논리를 전개한다는 비판이 끊이지 않고 있다.

성경에는 보증¹⁾이나 과도한 부채²⁾에 대한 언급이 있다. 빚을 지게 되면 우리는 돈

1) "내 아들이 네가 만일 이웃을 위하여 담보하며 타인을 위하여 보증하였으면"(잠언 6:1)

2) "부자는 가난한 자를 주관하고 빚진 자는 채주의 종이 되느니라"(잠언 22장 7절)

빌려준 자의 종처럼 예측된다. 빛이 더 깊어질수록 우리는 더욱 노예가 되는 것이다. 피차 사랑의 빛 외에는 아무에게든지 아무 빛도 지지 않도록³⁾ 하여야 할 것이다.

본고는 Ⅱ장에서 우리나라의 가계부채 수준과 원인을 살펴본다. 그리고 Ⅲ장에서 디레버리징 전략을 검토하며, Ⅳ장에서 전략적인 접근을 시도하고 디레버리징을 위한 시장조성방안을 모색하고 결론을 맺는다.

Ⅱ. 가계부채의 수준과 원인

2.1 가계부채의 수준

우리나라도 가계, 기업, 정부 등 경제주체의 부채수준이 증가하고 있다. 이들의 GDP 대비 부채수준을 모두 합하면, 2000년 152%에서 2004년에는 162%, 2008년 212%, 2011년 221%로 계속 늘어나고 있는 추세다. 2000년에는 GDP대비 정부부채 수준이 11%이었으나, 2004년에는 18%, 2008년 27%, 2011년 33%로 조사되었다. 또한 기업 부채는 2011년 1분기 기준 GDP대비 107%에 달해 위험단계를 넘어섰다. 외환위기 충격이 확산한 2000년에 93%까지 올라갔으나, 2004년 78%로 낮아졌다. 그러나 2008년 금융위기가 닥치면서 107%대로 다시 치솟았고 2010년 104%를 기록했다. 수출마저 급감하는 상황에서 부채수준 110%에 달할 가능성도 있다. 그러면 기업부채가 적정수준을 넘어서게 된다.

금융위기이후 선진국에서는 가계부채가 줄어들었는데 반해 우리나라는 계속 늘었다. 2000년에는 GDP대비 가계부채 수준이 48%였으나 점차 증가되어 2004년에는 66%, 2008년 78%, 2011년 80% 2012년 2분기에는 92%대로 빠르게 높아져, 위기단계로 접어드는 85% 수준을 넘고 있다. 1990년 처음으로 100조 원을 돌파한 가계부채 규모는 계속 증가하여, 2011년에는 900조 원, 2012년 6월말 현재 922조 원으로, 1천조 원을 눈앞에 두고 있어 우리 경제에 심각한 타격을 줄 수 있다. 이를 전체 가구 수로 나누면 가구당 약 4,000만 원 이상의 빚을 지고 있는 셈이다(채원영, 2012).

우리나라의 가계부채는 규모뿐만 아니라 증가속도와 구조에 더 큰 문제가 있다. 2000년 0.5배였던 GDP대비 가계부채는 2010년 0.8배로 두 배 가까이 증가했다. 이는 OECD국가 평균인 0.69배를 상회하는 높은 수준이다. 한국은행은 가계부채의 증가속도가 소득증가속도를 웃돌면서 빚이 지나치게 많은 가구가 늘어났다고 진단했다. 2010년 우리나라 전체 1,757만 가구 중 빚이 있는 가구가 63%이다. 빚이 있는 가구 1,107만 중 빚이 자산보다 많은 가구가 365만 곳으로 이는 다섯 가구 중 한 가구에 해당된다. 그리고 빚이 자산보다 많으며 동시에 적자인 가구는 36만 가구로, 빚이 있는 가구의 3.3%에 해당된다. 이중 저소득층이 13.5% 정도로 전체 평균의 4배다. 소득이 낮고 제2금융권 대출이 많은 다중채무자일수록 가계부도 가능성이 크다. 소득 중 원리금상환부담률⁴⁾이 40%를 넘는 가구 비중은 2010년 2월 말 7.8%에서 2011년 3월 말 9.9%로

3) 로마서 13장 8절

4) DSR(debt service ratio)은 채무상환비율로 세계은행이 한 나라 외채의 심각성을 판단하는 기준으로 연간 대외채무상

2.1% 포인트 늘었다. 소득별로 보면 소득 2분위의 저소득층이 9.4%에서 12.9%로 3.5% 포인트나 늘어났다(김영일, 2012).

한편 주가 및 부동산가격이 급락한 1989~1991년 당시 일본의 가계부채는 GDP대비 56~60%, 기업부채는 149~152% 수준이었으며, 서브프라임 사태 및 글로벌 위기가 발생한 2007~2008년 미국의 가계부채는 GDP대비 96~98%, 기업부채는 75~77% 수준이었다.

과다부채의 기준으로는 가계부채는 GDP대비 75%, 기업은 80%, 정부는 90%를 임계치로 제시하는 경우가 일반적이다(WEF, 2010). 그리고 가계부채의 경우 GDP의 85%, 기업부채는 90%, 정부부채는 85%를 제시하는 경우도 있다(Cecchetti et al. 2011).

우리나라의 가계부채와 기업부채는 92%와 100%를 상회하는 수준으로 일반적으로 제시되는 임계치보다 높은 수준이다. 정부부채에 비하여 가계·기업 모두 신용이 팽창되고 있다.

2.2 가계부채의 원인

2.2.1 주택담보대출

가계부채 가운데 가장 비중이 큰 가계대출은 2012년 1월 말 기준으로 639.3조 원이고 이 중 주택대출 잔액은 391.3조 원으로 전체 가계부채의 61%의 비중을 차지한다. 이 가운데 상당 부분이 소득에 비해 높은 원리금상환에 어려움을 겪고 있는 하우스푸어(house poor)들의 주택담보대출이다. 우리나라도 미국과 같이 저금리가 지속되자 경제주체들의 부동산 불패에 대한 믿음이 강한 상태에서 너도 나도 주택을 담보로 집을 샀고, 이것이 주택가격을 상승시키고, 다시 대출이 늘어나는 연쇄반응을 일으켰다. 외형 경쟁에 내몰린 은행들은 넘쳐나는 유동성을 중소기업대출보다 주택담보대출에 쏟아 부었다. 그리고 은행대출에 잡히지 않는 전세보증금 부담도 크다.

우리나라 가계부채 규모는 1999년부터 2010년까지 연평균 13.0%씩 늘어 경제성장을 7.3%를 크게 웃돈다. 특히 외환위기 이후 경기회복기에는 연평균 24.3%씩 증가하였고, 주택시장 호황 때에는 연평균 10.7%씩 늘었다. 분양 물량에 대한 집단대출 관련 중도금 대출로 인해 주택담보대출 증가세가 지속되었다.

2000년대 들어 주택가격 급등과 맞물려 고소득 계층을 중심으로 가계대출이 급증하였다. 소득계층별 가계 부채는 고소득층일수록 부채 부담 규모가 큰 상황이다. 특히 5분위 고소득층⁵⁾의 부채가 매우 클 뿐만 아니라 다른 계층과의 차이도 점차 증대되고 있다. 이는 기초자산 및 신용 등의 차이로 부채를 활용한 레버리지 증대가 차별화되며 나타난 전형적인 현상으로 판단된다.

가계부채 급증과 주택가격 상승 간에는 매우 밀접한 관계가 존재하는데, 금융자산 대비 가계부채 수준이 46.4%로 미국, 영국, 일본 등 주요 선진국들(25~40%)에 비해 높

환액을 같은 기간 중의 총수출액으로 나눈 값이다.

5) 상위 20%에 속하며, 월 평균 소득 2백20만원 수준인 계층

아 채무부담능력의 취약이 우려되고 있다. 만약 집값이 7% 떨어지면 부실대출증가액이 14조 원, 파산위험이 예상되는 한계가구수는 19만 4천 가구가 된다. 또한 집값이 외환 위기 수준으로 14%가 떨어진다면 부실대출증가액이 22조 원, 파산위험이 예상되는 한계가구수는 31만 5천 가구가 된다. 집값이 25% 더 떨어지면 부실대출증가액이 31조 원, 43만 7천 가구 정도가 재무적 곤경에 빠지게 된다. 전체 가구수로는 우려할 수준이 아니더라도 중산층이 대부분이라 경제의 파급은 크리라 본다. 아파트를 빚내어 구입한 사람이 원금을 갚기 시작하면 소득의 49%는 빚 갚는데 써야 한다.

전체 부채의 69.5%는 현 소득이 원리금 상환에 충분하거나 금융자산이 금융부채보다 많아 상황에 문제가 없는 것으로 나타났다. 그러나 12.7%는 부동산 등 실물자산을 처분하면 빚을 갚을 수 있지만 향후 원금상환이 시작되면 위험가능성이 커지는 잠재적 위험군이며, 10.7%는 소득이 원리금상환액과 생활비의 합계액보다 적어 현상 유지가 불가능한 중위험군으로 분류됐다(KB금융지주경영연구소, 2012). 잠재적 위험군과 중위험군은 자산을 팔면 어떻게든 빚을 갚을 수는 있어 파산 가능성은 적지만 당장 쓸 돈이 없게 된다. 집을 사느라 막대한 빚을 진 하우스푸어들이 여기에 해당한다. 이미 부동산시장 침체에 따른 담보가치 하락으로 많은 하우스푸어들이 원금상환 압력을 받고 있다. 하우스푸어를 108만 가구 정도로 추정하고, 그 20%를 지원 대상으로 하며, 가구당 집값을 1억 5,000만 원이라고 치면, 총 32조 원 이상이 필요하다.

50대 가계부채의 6.2%는 실물자산을 모두 팔아도 빚을 갚을 수 없는 고위험군 부채이며, 이중 0.9%는 실물자산과 소득을 합하여도 상환하는 데 역부족인 부실군 부채로 집계되었다. 이들의 주택보유비율은 20%에 불과하고 제2금융권 이용자도 상당수인 다중채무자이다. 최근에는 전세가격 급등의 영향으로 주택임대차 관련 대출비중이 상승한 것도 한 요인이다.

2.2.2 생계비 대출

주택가격 급등 이외에도 외환위기 이후 자영업자 급증은 국내 가계부채 확대의 주요 원인 중 하나이다. 우리나라 자영업 비율은 2010년 기준으로 OECD 평균의 2배 수준인 28.8%에 이른다. 우리보다 자영업 비율이 높은 국가는 터키, 그리스, 멕시코 등 3개국에 불과하다.

국내 자영업자의 비중은 전체 취업자중 31.3%로 OECD 평균인 15.8%의 두 배 수준이다. 특히 경제 및 금융위기 극복과정에서 대기업, 수출기업 중심의 경기회복이 이어진 반면 자영업자 등 소상공인의 경우 내수 침체가 지속되는 과정에서 운영자금 등을 통한 대출 증가가 불가피하였다. 자영업자 가운데 DSR이 40%를 넘는 과다부채자 비중은 48.8%다. 자영업자의 절반이 소득의 40%를 빚 갚는 데 쓴다는 의미다. 경기 부진이 지속되면 이들을 중심으로 가계부채 부실이 증폭될 수 있다.

자영업의 1년 생존률은 약 72.6%, 2년 생존률은 56.5%, 3년 생존률은 46.4%로 조사되었다. 통계청 보고에 의하면 2007~2011년에 20~40대 자영업자 수는 감소한 반면 50대 자영업자 수는 186만 명에서 206만 명으로 늘어났다. 2009년의 경우 창업자의 4분의 1 정도가 1~2년 전에 회사를 퇴직한 사람들이었다. 작년도 자영업자의 평균

연소득이 5,048만 원인데, 대출 원리금 상환액이 1,082만 원에 달했다. 100원을 벌면 이 가운데 21원은 빚 갚는 데 쓴 셈이다. 2010년에 100원 벌어 16원을 빚 갚는 데 쓴 것에 비교하면 1년 사이에 급증했다. 사정이 크게 악화된 것이다. 이들의 평균 연소득은 733만 원이며, 빚을 갚는데 쓴 돈이 연간 312만 원에 달한다. 빚을 갚고 나면 생활비로 쓸 수 있는 돈이 연간 421만 원, 한 달에 30만 원 조금 넘는다. 소득이 적은 저소득계층일수록 대출을 잘 안 해주기 때문에 빚이 있는 가구의 비중과 부채규모는 적지만 한번 빚을 내기 시작하면 소득에 비해 부채상환 부담이 커서 정상적인 생활이 어렵게 된다. 빚 갚으려고 또 빚을 내는 악순환구조의 문제가 생긴다. 빚을 가진 소득하위 20~40% 가구의 소득대비부채상환비율도 32%에 달한다⁶⁾. 소득하위 40%에 속하는 빚을 가진 325만 가구는 빚 때문에 생활을 하기가 힘든 수준이다. 반면 소득상위 20% 가구 중 빚이 있는 가구의 비중은 77%에 이른다. 소득상위 40%가 보유한 가계부채규모는 3/4에 이르지만 소득을 감안하면 부실위험은 낮다(현대경제연구원, 2012).

학자금대출도 한 몫하고 있다. 정부 보증 학자금대출규모가 7,000억 원 수준이고 1,2금융권을 포함하면 그 규모는 크게 늘어날 것이다. 2020년에는 우리나라 한 가구의 연간 교육비 지출 규모가 700만 원을 넘어설 것으로 보인다. 자녀의 교육비 마련을 위해 주택담보대출을 받는 저소득층의 비중은 2%로 평균 1.2%보다 높다. 물가상승률은 2%대로 떨어지는데 학원비는 5% 수준이다. 소득상위 20%에 속하는 가구의 교육비는 월 평균 66만 원정도로, 소득하위 20% 가구 교육비의 7배 이상이다. 가계의 실질소득의 증가가 정체된 가운데 사회부담금, 교육통신비 등의 지출이 늘어나면서 가계수지가 악화됨에 따라 차입수요도 증가하였다.

Ⅲ. 디레버리징 전략

금융위기 이후 디레버리징(deleveraging:부채축소) 과정의 일반적인 경로는 신용위축을 통한 부채축소가 대표적이다. 대공황 이후 발생한 주요 금융위기 중 절반 이상이 디레버리징으로 이어지는 특징이 나타난다(Reinhart, Rogoff, 2008). 금융위기 이후 디레버리징 과정이 발생한 32개 사례를 고려 시, 긴축, 인플레이 유도, 파산 등으로 귀결되고 이 중 GDP 증가율 대비 부채증가율이 둔화되거나 부채의 총량 자체가 감소하는 신용위축을 통한 디레버리징 과정이 가장 일반적인 사례로 나타났다.

디레버리징 초기 2~3년 동안에는 실질성장률이 하락하지만, 디레버리징이 지속되는 중반기 국면으로 돌입하면서부터는 성장률이 재반등하는 양상이 나타났다. 디레버리징은 평균 6~8년 간 지속되며 GDP대비 총부채비율은 약 25% 가량 감소하였다(김완중, 2012). 금년 초 맥킨지의 주요국 섹터별 디레버리징 가능성 분석 결과를 보면, 우리나라 가계부문의 디레버리징 가능성이 매우 높은 것으로 나타났다. 금융위기 이후 국내 가계부문의 부채조정은 미흡한 것으로 보인다. 또한 금융위기 이후 주택가격 급락 가능성이 부각됨에 따라 주택시장 관련 규제 완화를 통해 주택시장 안정을 유도함에 따라

6) 소득대비부채상환비율 30%는 원리금 상환에 있어 원금과 이자를 갚으면서, 정상적인 생활을 할 수 있는 마지노선이라고 본다.

부채조정 과정이 부재하였다. 이에 따라 가처분소득 대비 가계부채비율 상승이 2008년 이후에도 지속된 것으로 나타났다. 이러한 가운데 경제충격으로 특정 채무자나 경제부문에 심각한 상환불능사태가 발생하면 전염효과를 통해 부채디플레이션(debt deflation)⁷⁾과 같은 시스템 리스크로 확대될 가능성이 생긴다(Irving Fisher, 1933). 부채디플레이션으로 전이하지 않도록 하는 지혜가 필요로 된다. 과거 디레버리징 사례는 금융 위기가 일부 국가들의 문제로 국한되었으나, 현 상황은 글로벌 차원에서 전개되고 있고 동일한 시기에 디레버리징이 전개되고 있다는 점에서 크게 차이가 있다. 주택경기의 부진이 지속되는 가운데 가계의 디레버리징이 장기화될 경우 부채의 긴축, 성장전략, 인플레이션전략, 채무재조정 등의 다각도 전략이 요구된다(김형철, 2012).

3.1 인플레이션전략

인플레이션(inflation)전략이란 중앙은행이 돈을 무제한 찍어서 풀 수 있다는 점을 경제주체들에게 확신시켜 디플레이션에 대한 기대를 깨는 것이다. 만약 중앙은행이 통화공급을 무제한 늘리면 미래의 물가수준이 오를 것이고, 반대로 돈의 가치는 떨어질 수밖에 없다. 이처럼 경제주체들이 인플레이션에 대한 기대를 갖게 되면 돈을 쌓아놓기보다는 시장에 내놓을 것이기 때문이다. 그래서 조달비용이 낮은 재정자금을 대규모로 투입하거나, 발권력 동원을 통해 유동성을 공급하는 것이다. 또한 민간의 부채를 구제금융, 경기부양책 등을 통해 정부가 떠안는 방식이다. 칠레(1984년), 스페인(1976년)의 경우이다.

인플레이션전략은 독자적인 통화정책 수행, 국채 만기구조가 장기인 경우 추진이 가능하며, 정부의 부채수준이 높은 상황에서는 채택이 어렵다. 인플레이션을 통해 부채의 실질가치를 하락시키는 것은 주로 정부의 채무부담을 줄이는데 활용되나 국제경쟁력을 저하시키거나, 기축통화국이 아닌 경우 외환위기 등에 처할 우려가 있다. 디레버리징 방법 중 인플레이션을 통해 통화가치 하락을 유도하는 방법은 중앙은행의 독립성 문제, 퇴직자들의 저축 가치하락을 야기할 수 있으며, 가계부채 조정 시기를 지연시킬 뿐 궁극적인 부채조정과는 거리가 있다는 점에서 적절한 대안은 아닌 상황이다.

3.2 성장전략

부채에서 벗어나기 위해서는 긴축전략에 이어 성장전략(growing out of debt)이 있어야 한다. 채무디플레이션은 대출로 일으킨 성장의 후유증이다. 이 위기는 성장을 통하여 해결 하는 것이 자연스럽다. 성장전략은 GDP규모를 확대함으로써 상환능력을 높이고 부채비율을 축소하는 것이다. 구조조정 및 수출경쟁력 제고를 통한 성장여력 확보는 가장 이상적인 방법이다. 미국(1938년)의 경우이다. 성장전략은 인구 및 산업구조에 비추어 성장잠재력이 충분하고 독자적인 통화가치 조절 능력 등이 뒷받침될 때 추진이 가능하다. 성장잠재력 회복을 위해 정치 사이클과 경제위기 사이클의 불일치가 없도록

7) 부채디플레이션은 물가하락으로 실질금리가 상승하고, 채무상환 부담이 커지고, 경기침체와 물가하락이 이어지는 현상으로, 미국 경제학자 어빙 피셔가 1930년대 미국 대공황을 설명하면서 만든 개념이다. 자산가치 하락에 따른 경기침체를 의미하는 자산디플레이션과 비슷하지만, 부채디플레이션은 부채가 경기침체를 가속화시킨다는 것이 특징이다.

하며, 연금축소, 조기퇴직, 근로시간 연장, 부의 재분배와 같은 사회적 계약에 대하여 사회적 합의가 필요하다.

또한 현 상황에서는 글로벌 경기의 재둔화 우려로 각국이 수출확대를 통한 경기회복에 나서면서 환율정책과 관련된 대립양상이 격화되는 점을 감안할 때 순수출 확대를 통한 디레버리징 충격 완화를 유도하기도 쉽지 않을 것으로 예상된다. 과거 플라자합의에서는 주요국의 이해관계가 일치하면서 합의를 도출할 수 있었으나, 현 상황에서는 관련된 국가들이 다수라는 점, 국가 간 이해관계가 상이하다는 점 등을 감안할 때 적정수준의 합의 도달에는 장시간 소요가 예상된다. 1980년대 후반~1990년대 초반 자본자유화 이후 외자유입 및 민간대출 급증으로 부동산 버블이 형성된 말레이시아에서는 아시아 금융위기 이후 버블 붕괴 및 경기침체를 경험하였다. 말레이시아 정부는 금융 및 경기안정화 정책과 수출확대정책을 통해 점진적이고 완만한 디레버리징 과정을 유도하였다. 1990년대 핀란드는 자본시장 자유화 및 금융규제 완화에 따른 자산가격 급등과 인플레이션 심화로 수출 경쟁력이 약화되자 무역수지 악화를 막기 위한 급격한 긴축정책 전환으로 버블이 붕괴되면서 민간부문의 디레버리징이 촉발하였다. 디레버리징 과정에서 민간소비와 투자 감소에도 불구하고 정부의 적극적인 대응과 평가 절하를 통한 순수출 확대를 통해 경기회복세 전환에 성공하였다.

3.3 긴축전략

긴축(belt-tightening)은 말 그대로 허리띠를 졸라매는 것이다. 현재의 경제위기는 간단히 말해 벌어들인 소득보다 많은 비용을 지출한 것에 원인이 있다. 재정지출 억제 등을 통해 정부부채 증가율을 GDP성장률 이내로 유지하거나 부채축소 과정에서 소득 감소 및 이에 따른 세수 감소로 부채 상환능력이 떨어질 위험이 있다. 완화적 통화정책과 병행하여 추진하는 긴축 전략은 정부부채 및 재정적자 규모, 조세부담 수준이 높지 않거나 국민의 저항이 크지 않은 경우 채택이 가능하다.

과거 주요국 가계부실 사례를 살펴보면 일차적으로 성급한 긴축정책으로의 전환에서 촉발되어 자산버블이 붕괴되고 금융기관의 신용공급이 위축되어 가계의 부채상환능력 저하로 이어지면서 한계 계층에서 중산층으로까지 부실이 확대되는 양상을 반복하고 있다. 일반적으로 과도한 가계신용을 우려하여 정부 당국이 가계신용 억제 대책을 추진하면서 가계신용의 증가폭은 크게 둔화되나, 한계가구의 파산이 증가하면서 가계부실이 표면화되기 시작하였다. 상대적으로 저신용자들의 신용제약이 심각해지면서 신용불량자가 증가하고, 연체율 상승에 따른 금융기관의 부실채권 확대 및 수익성 악화로 연결되며, 이는 다시 금융권의 신용공급 위축으로 이어져 신용제약 범위가 정상 가계까지 확대된다. 1998년도 외환위기시의 우리나라, 대공황 이후 미국이 이에 해당된다. 1990년대 일본의 경우, 부동산 버블붕괴 이후 민간부문의 디레버리징이 시작되었으나 정부의 대규모 부채인수가 민간부문의 디레버리징 효과를 상쇄하면서 부채가 공공부문으로 이전하였다. 일본의 사례는 글로벌 금융위기 이후 주요국들의 현 상황과 유사하나, 위기 이전 자산가치 상승폭, 금융권 및 기업의 구조조정 시행 강도, 재정지출 실효여부 등에서 차이가 존재한다. 아일랜드는 구제금융 3개국 중 긴축 프로그램을 가장 성공적으로

이행해 오고 있다. 2015년까지 GDP 대비 재정적자 비율을 3%이하로 낮추기 위한 긴축 노력이 꾸준히 진행되고 있다. 노동비용 하락으로 수출 경쟁력이 회복된 덕이다. 아일랜드의 단위노동비용은 2008년 최고점 대비 20%가량 하락한 상태다. 이는 유로화 가치하락에도 기인하지만, 유로존 다른 나라에 비해 실질적인 노동비용이 줄어들고, 생산성이 향상된 것도 큰 역할을 했다.

3.4 채무재조정

디폴트(default)와 채무재조정(debt restructuring)을 지원하는 제도는 협약가입금융기관들의 적절한 채무조정을 통하여 금융채무연체자가 정상적인 경제활동을 지속하면서 채무를 장기에 걸쳐 상환할 수 있도록 지원하는 신용회복지원제도로 개인워크아웃(work out)과 프리워크아웃(pre-work out)이 있다.

워크아웃은 부실기업 희생제도를 가리키는 말이지만 개인도 기업처럼 워크아웃제도가 도입되어 일정 자격자에게 대출 원리금을 감면해주고, 상환기간을 연장⁸⁾하는 등의 방법으로 시행된다. 개인워크아웃을 신청하면 채권행사 중지나 부채탕감 등 금융지원을 받게 된다. 개인워크아웃 신청자는 경기둔화 등의 영향으로 전년 동기대비 9.5%의 증가를 보이고 있다. 금융위기 이전 저소득 비중이 높았던 것과는 달리 최근에는 소득수준과 부채규모가 큰 그룹의 신청이 증가하는 추세를 보이며, 49세 이하 그룹은 감소를 보인 반면 50세 이상 그룹은 지속적으로 증가하여 2012년 1/4분기 25.4%까지 상승하였다.

사전 채무재조정인 프리워크아웃⁹⁾은 3개월 이상 연체로 채무불이행자가 되기 전에, 채무자의 소득수준을 고려하여 상환기간 연장과 이자율 인하 등으로 채무를 재조정하여 채무구조를 건실하게 만드는 것을 말한다. 부도위험이 닥치기 전에 선제적으로 대응한다는 점에서 워크아웃과 다르다. 프리워크아웃의 경우는 제도의 시행이 오래되지 않아 모든 소득규모에서 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있는 가운데 고소득자의 비중이 증가하는 추세이다. 2009년 4월 프리워크아웃이 도입된 이후 신용회복위원회의 프리워크아웃·개인워크아웃 대상자가 2011년 11월에 이미 100만 명을 넘어선 바 있다.

법적인 구제제도는 법원이 강제적으로 개인의 금융기관 채무를 포함하여 사적인 모든 채무관계를 조정하여 채무자를 구제해 주는 것으로 개인회생¹⁰⁾과 파산이 있다. 개인워크아웃제도는 신용회복지원협약에 가입한 채권금융기관들에 대한 채무만 조정할 수 있고, 채무원금의 면제에 제한을 두고 있으나, 개인회생 절차에서는 원칙적으로 5년의 변제기간 동안 가용소득을 변제에 투입하면 원금을 모두 변제하지 못한 경우에도 나머지 원금의 면제가 가능하다. 개인회생 신청자는 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있으며, 2011년에는 전년 동기대비 38.7%의 높은 증가율을 기록하고 있다.

개인파산은 개인채무자가 개인사업 또는 소비활동의 결과 자신의 재산으로 모든 채

8) 채무조정 수준은 최장 10년까지 상환기간을 연장하여 분할 상환할 수 있다.

9) 프리워크아웃은 실업, 휴업, 폐업, 재난, 소득감소 등으로 사전채무조정 없이는 정상적인 채무상환이 어렵다고 판단되는 이들을 대상으로 하며, 1~3개월 미만의 단기연체자의 채무를 신용회복위원회와 채권금융회사 간 협의를 거쳐 조정해주는 제도이다.

10) 개인회생은 재정적 파탄에 직면하고 있는 개인채무자를 채권자 등 이해관계인의 법률관계를 조정함으로써 효율적인 회생과 채권자의 이익을 도와주는 제도이다.

무를 변제할 수 없는 상태에 빠진 경우, 스스로 파산 신청을 하는 경우로 채무자에게 책임을 면제하여 경제적으로 재기와 갱생할 수 있는 기회를 부여하는 것이다. 2007년 개인파산의 도덕적 해이를 방지하고자 개인파산 심사 제도를 강화하면서 신청건수가 지속적으로 감소하였으나 2012년 1월 이후 이후 상승 반전하는 양상을 보이고 있다.

최근 미국의 경우 개인채무자에게는 채무재조정, 채용자, 실직 주택소유자 상환금 감면과 같은 3가지 지원책을 마련해 지원하고 있었다. 채무재조정에는 모기지 이율을 인하하거나, 모기지 월 상환금을 감면해 주거나, 모기지 기간을 연장하는 방법들을 사용¹¹⁾하고 있다.

그리고 채용자란 은행, 모기지 기관들이 꺼려하는 채용자를 주택감평가 대비 융자원금 비율 최대 125%까지 연방주택국의 공적자금을 통해 낮은 이자율로 채용자를 받을 수 있게 하는 방안이다. 이는 주택채무자들에게 회생의 기회를 제공하는 방안이다. 마지막으로 실직한 주택소유자들의 집이 차압위기에 빠졌을 경우, 실질적인 도움을 주기 위해 3~6개월까지 모기지 상환액을 감면해주는 방안도 실시하고 있다.

금융기관에 쓰고 있는 규제방안으로는 1994년에 제정된 주택소유 및 자산보호법을 들 수 있는데, 이 법안은 미국 주택담보대출시장에서 금융 소비자보호를 목적으로 제정되었으며, 대출자의 상환능력을 고려하지 않은 대출이나 만기 일시상환대출을 ‘약탈적 대출’로 규정하여 취급하지 못하도록 하고 있으며, 조기상환을 할 때도 은행의 수수료 부과를 금지하고 있다. 이와 같이 미국 정부는 개인채무자에게는 회생방안을 제공하고, 금융기관에는 과도한 대출을 규제함으로써 시장의 회복과 안정과 도모하고 있다.

가계부채는 은행, 제2금융권, 법원, 정부의 역할을 통해 상환능력 보다 상환의지를 제고하는 방향으로 추진되어야 한다. 채무상환 능력이 없는 사람은 돈을 빌려줘서 해결할 부분이 아니고 재정의 영역이다. 아울러 금융 취약계층 중에서도 상환능력이 일부 있는데 단기적으로 이자부담이 어려운 경우, 연체 이자를 탕감하거나 부채를 조정하고, 저리로 자금을 지원을 하여야 할 것이다. 또한 가계기업부채도 선별하여 구조조정을 하여 악성부채로 전환되는 것을 줄여야 한다.

옛날 국가 간 전쟁에서 포로로 잡히면 이전에 갖고 있던 부채는 탕감해주었다고 한다. 또한 이스라엘 백성에게도 희년이라는 제도¹²⁾가 있었다. 희년에는 모든 빚이 탕감되고, 팔았던 땅을 다시 되찾게 되며, 노예가 자유의 몸이 된다. 이는 가진 자의 배려다. 연대는 이러한 용서에서부터 시작된다. 용서를 위하여서는 누군가가 대가를 치러야 한다. 최근 그리스, 아르헨티나(2002년), 러시아(1997년), 멕시코(1982년)의 사례가 이에 해당된다.

IV. 전략적 접근

11) 모기지 채무조정 지원 프로그램을 통해 모기지 기간을 최장 40년간 연장하며, 최저 2%의 이자율을 제공하고, 주택을 차압당할 대출자의 월 상환액을 이자율 2%로 삭감함을 통해 세전소득의 31%까지 줄여주는 방안을 주택을 차압당할 위기에 처한 주택소유자들에게 제공하고 있었다.

12) ‘안식년을 일곱 번 세어라---너희는 오십 년이 시작되는 이 해를 거룩한 해로 정하고, 전국의 모든 거민에게 자유를 선포하여라. 이 해는 너희가 희년으로 누릴 해이다. 이 해는 너희가 유산, 곧 분배받은 땅으로 돌아가는 해이며, 저마다 가족에게로 돌아가는 해이다.’(레위기, 25:8-10)

경제주체들이 빚을 줄이는 데만 집중한 나머지 수요기반이 무너져 경기 회복의 발목을 잡는 현상이 초래된다. 2008년 서브프라임 모기지 사태 발발 당시에 투자자들은 모기지 관련 자산을 처분하려고만 하고, 자산을 매수할 수 있는 투자자들은 충분하지 않은 상황에서 유동성 부족 문제와 상품 구조 자체의 복잡성으로 인한 가치 산정의 어려움까지 더해 부채디플레이션이 급격하게 진행되었던 사례가 있다. 따라서 디레버리징을 위해 사용되는 방안은 국민경제의 지속가능성을 염두에 두면서 전략적으로 활용하는 것이 바람직하다. 성장전략은 재정확대로 일자리 창출을 통한 가계소득을 증가시키고, 인플레이션전략은 후유증이 발생함으로 거품이 생기지 않도록 금융의 자금이 실물로 이동하도록 한다. 긴축전략은 자원배분과정에서 성장 동력이 확보되지 않는 영역에서 지원이동이 필요로 하며, 채무조정전략은 일시적인 재무적 곤경에 빠진 가계를 위해 소득원별로 차별화하여 적용하되 민간기구인 신용회복위원회를 활성화할 필요가 있다. 그러나 이러한 방안은 기본적으로 시장이 작동될 때 가능하다. 시장이 실패할 경우 수단이 없어 경착륙으로 인한 어려움이 생긴다. 따라서 부채에 큰 부담을 주는 부동산담보대출에 대한 유동성을 확보하는 방안이 필요로 한다. 시장의 쏠림현상으로 인한 시장이 형성되지 않을 때 개인은 리스크를 전가할 수가 없다. 1차적으로는 대출받은 차주에게 책임이 있고, 적절하게 대출을 관리하지 못한 금융권도 책임이 있다.

그러나 부동산 거래의 통계가 시작된 2006년 이후 아파트 거래가 가장 부진하다. 올해 들어 7월까지 아파트 월평균 거래량은 3만 8,447건으로 2006년의 60% 수준이다. 어떤 시장이든 거래가 없는 것은 매우 위험한 전조이다. 현재 가격으로는 팔 수 없다는 잠재적 매물들이 참다못해 결국 시장에 쏟아질 경우 가격 조정이 일시에 이뤄져 가격이 급락할 수 있다. 시장을 조성하는 것은 정부의 역할이다. 정부재정이 감내할 수 있는 시장조성이 필요로 하다. 이를 위해 부동산이 거래가 되지 않음으로 발생하는 채무자의 경착륙 방지를 위해 유동화방안이 필요하며, 장기채를 통한 자금조달의 비중을 늘림으로써 자본시장이 조기상환위험을 보다 많이 부담하도록 하는 것이 바람직한 방향이라고 할 수 있다. 따라서 부동산담보를 우량상품으로 만드는 커버드본드(Covered Bond)¹³⁾ 시장을 활성화하고, 부동산 시장의 조성을 위한 부동산 딜리 시장조성이 필요하다.

4.1 커버드본드시장 활성화

커버드본드의 주요 특징은 이중상환청구권(Dual Recourse), 자산의 부내거래(On-Balance), 담보자산의 교체, 자금조달의 경감 등이다. 커버드본드는 독일에서 처음 발행된 이후 현재 유럽국가의 금융회사 채무증권에서 20% 가량을 차지할 정도로 널리 활용되고 있다. 2010년 발행된 커버드본드 규모는 6,163억 유로, 그 잔액은 2조 5,000억 유로에 달한다. 커버드본드는 금융기관이 상황에 대한 1차 책임을 갖는 금융기관 채권이며, 금융기관이 보유한 우량자산을 담보로 제공하는 담보부채권의 특성을 가진다.

13) 커버드본드란 주택저당대출, 공공부문대출, 선박대출 등을 담보로 은행 등 금융기관이 발행하는 유동화채권을 말한다. 투자자 보호를 위해 일정한 요건을 갖춰 발행된 담보부채권으로, 우선적으로 변제받을 수 있는 권리가 부여되어 안전하게 커버(Cover)되어 있다는 의미로 '커버드본드'라고 부른다.

따라서 투자자는 금융기관의 높은 신용도와 우량 담보에 대한 우선적인 담보권이라는 이중상환청구권을 지니게 된다. 발행자 입장에서는 발행 금융기관의 신용도보다 높은 신용등급으로 채권을 발행할 수 있어 저금리로 필요한 자금을 조달할 수 있다. 또한 투자자 입장에서는 은행 파산 시에도 원리금상환이 가능하여 투자기회가 확대되는 효과가 있다.

미국, 독일, 네덜란드, 스위스 등 국가에서는 주택담보대출은 만기 20~30년, 금리변동주기를 5년 형태로 유지하면서 금융회사와 차입자가 관련 위험을 나누고 있으며, 주택담보대출 필요 장기자금은 커버드본드 발행을 통해 조달한다. 은행들이 주택담보대출 재원을 마련하는 부담을 덜 수 있으며 금리변동에 따른 위험을 줄여서 저금리로 장기 고정금리 대출이 확대될 수 있기 때문이다. 커버드본드가 활성화되어 있는 다른 시장은 만기가 20~30년으로 자산과 부채의 불일치 리스크를 수반하지 않은 방안이 필요로 하다. 또 해외투자자들을 유치하고 외화 자금을 조달하기 위해서는 탄력적이고 안정적인 운영 기반이 필수적이라는 지적도 나온다.

국내에서도 주택금융공사가 금융기관과의 적격대출 협약을 통해 장기고정금리 상품 비중을 높이고 있다. 하지만 특별법으로 커버드본드를 발행할 수 있는 규정을 두어 금융기관이 적극적으로 참여할 수 있는 근거를 마련하는 것이 필요하다. 그리고 모기지 보험시장을 활성화해 신용위험을 분담하여 주택금융시스템의 안정적 발전을 도모할 필요가 있다. 모기지 보험은 주택담보대출을 받는 채무자가 대출금을 갚지 못할 경우에 대비해 보험에 가입하고 채무불이행 발생 시 보험사가 대출금을 변제해 주는 상품으로 위험을 분산시켜 대출을 촉진할 수 있는 제도다.

4.2 딜러시장 조성

하우스푸어 문제에 대해서는 그 정의와 규모, 리스크 정도에 대한 현황 파악이 선결과제이며 무주택자 등 여타 소비자계층과 형평성 문제, 가능성도 신중하게 고려해서 추진하여야 한다. 주택담보대출은 채권자와 채무자가 협의해서 줄여나가야 하는 것으로 정부 재정의 투입은 마지막 단계에서 고려되어야 하고 우선, 부동산 시장의 활성화를 위해 브로커시장에서 경매, 투매 방지와 같은 시장실패를 실질적으로 해결할 수 있는 딜러시장(dealer market)을 조성하여 딜러의 기능인 유동성을 제고하는 방안이 요구된다. 정부는 이러한 딜러시장을 채무자, 은행, 자산관리공사를 축으로 하여 민간투자자와 금융기관에 의해 발생할 수 있는 모럴해저드를 줄이는 방안으로 단계적으로 설계할 필요가 있다.

1단계, 주택 필링 프로그램이다. 이 프로그램은 고객이 주택을 처분하여 대출을 상환할 수 있도록 유예기간을 두도록 하고, 유예기간 동안 이자를 삭감하는 주택담보대출 프리워크아웃 프로그램이다. 이는 시장에 매물이 일시에 나오는 문제를 보완하는 것으로 가계부채대출의 연착륙에 도움을 줄 것으로 보인다. 이는 가계부채가 대출자와 은행간의 문제로 책임을 공동 부담하는 방안이다.

2단계, 신탁 후 임대(trust and lease back)이다. 이는 집주인이 소유권은 계속 유지하되 집을 관리·처분할 권한만 은행에 넘기는 방식이다. 3~5년의 신탁기간이 끝날 때

까지 대출금을 갚지 못하면 은행이 집을 팔아 대출금을 회수한다. 이 방식은 하우스푸어 입장에서는 매각 후 임대와 달리 ‘내 집을 팔았다’는 심리적인 부담을 덜 수 있고, 은행 입장에서는 주택매입자금을 마련해야 하는 부담을 덜 수 있으며, 매매가격을 정하는 번거로운 절차가 필요 없다는 장점이 있다. 그러나 대상자가 너무 적어 실효성이 떨어진다는 지적이 있다. 또한 개별 은행 차원에서는 규모가 크지 않아 한계가 있다. 은행들이 공동으로 나서고, 정부의 지원도 있어야 지속 가능한 프로그램이 될 수 있다.

3단계, 일부 매각 후 임대이다. 이는 매각 후 임대방식을 변형한 것으로, 은행이나 정부가 하우스푸어의 집을 통째로 사주는 대신 지분의 일부만 사주고, 그 집을 임대하여 계속 살게 하는 방식을 말한다. 매입자금도 집을 통째로 사주는 것에 비해 훨씬 적게 들고, 주택매매가격을 정하는 절차도 필요가 없다. 일부 매각 후 임대는 지분 일부만 사주고 계속 임대하므로 주택 매매 값을 정할 필요가 없다. 그러나 근본적인 대책이 아니고, 채무자의 수입이 안 늘면 시간만 지연하는 방안이다.

4단계, 매각 후 임대(sale and lease back)이다. 이는 은행이나 정부가 빚을 갚기 어려운 사람들의 집을 사준 뒤 그들에게 그 집에 다시 임대로 살게 하고 몇 년 뒤엔 팔았던 가격에 다시 집을 사들이는 권리를 주는 것을 말한다. 매각 후 임대는 얼마에 사주느냐하는 문제와 집값이 떨어지면 손실이 커지는 문제가 있다. 그리고 정부나 은행이 주택 매입을 위해 부담해야 할 자금이 커서 정부재정이나 은행 건전성에 문제가 생길 수 있다는 것도 약점이다.

5단계, 은행권이 배드뱅크를 설립해 악성 주택담보채권을 사들이는 뒤 하우스푸어의 채무를 재조정하는 한편 이 방법으로도 구제가 힘든 대출자의 경우 한국자산관리공사가 집을 매입해 비유동화자산을 유동화하는 방안이다. 그리고 달러의 비용을 줄이기 위해 규모의 경제를 고려하여 경쟁적 달러보다 독점적 달러를 설계하는 것이 필요로 된다.

V. 결론

과도한 부채는 성경에서도 부정적이다. 자본주의정신은 절제로 시작된 것이다. 세계적인 과잉신용으로 시작된 경제위기는 저성장과 젊은이들의 일자리 부족을 야기하였고, 유로존의 일부 국가는 구제금융과 부채를 탕감하기에 이르렀다.

우리나라의 정부부채는 아직 위험수위에 이르지 않지만, 본래 자금잉여의 주체인 가계가 임계수준에 달하는 부채를 갖고 있다는 것은 고령화추세와 맞물려 우리나라 경제의 뇌관으로 작용할 것이다. 가계부채의 디레버리징에 있어서는 부동산담보대출을 정부, 금융, 가계가 국민경제의 성장 동력을 확보하는 관점에서 점진적으로 추진되어야 한다. 디레버리징 발생 시, 단기간 내 위기 극복이 어려운 점을 감안하여 가계부채관리 종합계획 마련이 시급하다. 현재 정부는 글로벌 금융위기와 과거 주택공급 확대에 기인한 주택가격 급락 가능성이 부각되었던 점을 감안하여 세계 및 주택금융규제를 완화한 수요증대 정책을 통해 시장안정에 주력하고 있는 상황이다. 그러나 수요증대 정책의 경우 미래에 버블붕괴 가능성을 높이는 주택가격의 일시적 추가 상승이나 가계부실 확대 등을 초래하는 부작용이 존재한다는 점을 감안하여 공급위주의 정책으로 전환하

는 필요성이 대두되며 미스매칭의 해소가 필요하다.

공공주택을 수급 괴리가 확대된 서민·소형부문에 집중토록 하는 한편 구조조정 등을 통해 민간부문 공급을 장기수요에 적합한 수준으로 조정하도록 유도하여 시장 연착륙에 주력할 필요가 있다. 이를 위해 경제 주체인 정부는 지속적으로 도덕적 해이가 발생하지 않도록 원칙을 정하여야 하고, 커버드본드 발행을 통한 자산유동화시장을 활성화하고 아울러 원활히 작동하지 않는 브로커와 경매시장을 딜러시장으로 조성하는 유동성 제고방안이 요청된다. 또한 가계는 소득창출과 유동성을 확보하는 뼈를 깎는 노력이 필요하다. 뿐만 아니라 스태크경제는 디레버리징 과정에서 누군가의 부담으로 작동함으로써 일자리와 성장 동력을 위한 경제주체의 합심이 필요하다.

참고문헌

- 김영일, “가계부문 부채상환 여력의 평가와 시사점”, KDI 현안분석, 2012.
- 김완중 외 2명, “가계 디레버리징 가능성 점검 및 시사점”, 하나금융정보, 제 133호, 2010.
- 김태훈, “가계부채의 주범과 해결책”, 주택산업연구원 Naver 전문가칼럼, 2012.
- 김형철, 『디레버리징-부채의 정리』, 신론사, 2012.
- 박양수 외 13명, “부채경제학과 한국의 가계 및 정부부채”, 한국은행, 2012.
- 신민식 외 1명, “레버리지, 부채만기 및 투자간의 상호관계와 이들과 성장기회간 상호작용이 레버리지, 부채만기 및 투자에 미치는 영향”, 경영학연구, 제41권 5호, 2012.
- 이창선·김건우, “스트레스 테스트를 통해 본 가계 부실위험 진단”, LG경제연구원, 2012.
- 장익환 외 1명, “우리나라 채권시장의 딜러제도설계”, 증권학회지, 제15권 p353-394, 1993.
- 채원영·윤성훈, “가계·기업·정부부채의 국가별 비교 및 시사점”, KiRi Weekly, 2012.
- 현대경제연구원, ‘자영업은 자영업과 경쟁한다 - 자영업자의 10대 문제’, 2012.
- KB금융지주경영연구소, ‘가계부채 고위험군 분석 보고’, 2012, 06.
- Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, “The Aftermath of Financial Crises”, 2008.
- Carmen M. Reinhart, Vincent R. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, “Debt Overhangs: Past and Present”, NBER Working Paper No. 18015, 2012, 04.
- John Mauldin & Jonathan Tepper, “The End Game”, John Wiley&Sons Inc, 2011.
- Koo, R. C, “The World in Balance Sheet Recession: What Post-2008 U.S., Europe and China Can Learn from Japan 1990-2005,” Nomura Research Institute, 2011.
- McKinsey, “Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences”, McKinsey Global Institute, 2010.
- Irving Fisher, “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,” *Econometrica* 1(4), 1933.
- WEF, “More Credit with Fewer Crises: Responsibly Meeting the World’s Growing Demand for Credit”, World Economic Forum Report in collaboration with McKinsey, 2010.
- Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty and Fabrizio Zampolli, “The Real Effect of Debt,” Working Paper presented in the symposium, Achieving Maximum Long-Run Growth” by FRB of Kansas City. 2011.