

# Minsky 금융불안정성 가설의 본질은 무엇인가: 포스트 케인지언의 민스키 해석에 대한 비판적 고찰

황재홍\*\*

## 논문초록

최근 금융위기 이후 금융불안정성에 주목했던 민스키 이론이 관심을 모으고 있으나, 민스키 연구에 지속적인 관심을 보여 왔던 포스트 케인지언 사이에서도 서브프라임 위기와 관련된 민스키 해석에 있어 여러 혼란이 나타나고 있다. 이 글은 민스키의 저작과 포스트 케인지언들의 최근 민스키 해석들을 통해 민스키 이론의 본질이 무엇인가를 밝히고 민스키 이론과 현 금융위기 사이의 연관성을 추적하고 있다. 본 논문은 세 가지 이슈를 다루고 있다. 첫 번째는 민스키 이론에서 '도취', '비이성적 과열' 등 주관적 심리작용이 차지하는 의미와 역할에 관한 것이다. 최근 일부 포스트 케인지언들이 서브프라임 위기의 원인은 도취나 비이성적 과열보다는 금융혁신과 탈규제이며, 민스키 이론 역시 단순히 이러한 주관적 심리작용에만 기초하고 있는 것이 아니라고 주장하고 있다. 두 번째는 민스키 이론과 현대금융시스템 사이의 관계에 관한 것이다. Kregel은 현대금융시스템의 문제로 발생한 서브프라임 위기는 민스키 이론이 설명해온 전통적인 위기와는 다르므로 서브프라임 위기를 민스키 위기라고 부를 수 없다고 주장하고 있다. 세 번째는 유동성 부족과 지급불능의 구분에 관한 것이다. Davidson은 서브프라임 위기를 지급불능 위기로 규정하면서 유동성 위기를 설명하는 민스키 이론을 서브프라임 위기에 적용할 수 없다고 주장하고 있다. 본 논문은 이러한 주장들의 타당성을 검토한다.

핵심 주제어: 하이만 민스키, 금융불안정성, 불확실성

경제학문헌목록 주제분류: B2, E3

투고 일자: 2009. 9. 28. 심사 및 수정 일자: 2009. 11. 30. 게재 확정 일자: 2009. 12. 7.

\*\* 목원대학교 디지털경제학과 전임강사, e-mail: zootjhong@hanmail.net

## I. 서론

서브프라임 위기 이후 새롭게 조명되고 있는 대표적인 학자 중 하나가 Hyman Minsky이다. 시장의 효율성에 대한 믿음이 점점 강해지고, 경기변동은 끝났다는 인식이 확대되어 가던 시기에 그는 지속적으로 자본주의 경제의 불안정성을 연구해 왔던 학자이다. 하지만 그의 작업은 주류경제학에 편입되지 못했고 포스트 케인지언(Post Keynesian), 맑스주의 경제학(Marxian Economics) 등 소위 이단적 전통의 학자들에 의해 평가받아 왔다.

그러다가 최근 금융위기 이후 세계 최대 채권운용사 PIMCO나 *The Wall Street Journal*과 같은 영향력 있는 매체에서 ‘민스키 시점(Minsky Moment)’이라는 용어가 유행되기 시작했으며, *The Economist*誌 역시 케인즈, 민스키와 같은 학자들의 지혜를 간과하여 오늘날 그 대가를 톡톡히 치르고 있다고 서술하는 등 금융시장과 언론에서 민스키 이론에 관심을 보이고 있다. 이와 함께 그 동안 지속적으로 민스키 연구에 관심을 보여 왔던 이단적 전통에서도 역시 최근 금융위기에 대해 여러 각도에서 ‘민스키적 접근’을 시도하고 있다. 하지만 이번 금융위기 분석을 둘러싸고 포스트 케인지언 내부에서도 민스키 해석과 관련하여 통일된 목소리를 내고 있지 않다. 이로 인하여 민스키 이론의 본질이 무엇이었는가와 관련하여 상당한 혼란이 야기되고 있다.

이 글은 민스키의 저작, 그리고 민스키 연구에 가장 적극적이었던 포스트 케인지언의 최근 민스키 해석을 종합적으로 검토하여 민스키 이론의 핵심이 무엇이었는지를 규명하고, 현재 민스키 해석과 관련된 혼돈을 줄여보자는 목적을 가지고 있다.<sup>1)</sup> 이를 위해 다음의 세 가지 논쟁점을 살펴볼 것이다. 제Ⅱ장에서는 민스키 이론에서 ‘도취’(euphoria), ‘과도한 낙관’ 등 경제주체들의 심리적 요인이 차지하는 의미와 역할에 대해 살펴볼 것이다. 통상 금융위기를 설명할 때 많은 연구자들이 이러한 심

1) 이 글은 서브프라임 위기와 관련된 포스트 케인지언들의 민스키 해석에 나타나는 문제점 지적을 목적으로 하고 있다. 전반적인 민스키 이론의 소개, 민스키 전통에 따른 거시경제 분석, 민스키에 대한 다양한 해석에 대해서는 Fazzari & Papadimitriou(1992), Dymski & Pollin(1994), Bellofiore & Ferri(2001)을 참조할 것. 국내문헌으로, 박종현(2000)은 민스키 이론과 정책을 소개하고 있으며, 조복현(1997)에는 민스키와 맑스주의 경제학 사이의 관계가 서술되어 있다. 조복현(2009)은 서브프라임 위기와 케인즈/민스키의 연관성에 대해 논의하고 있다.

리적 요인들을 언급한다. 민스키는 이들 다른 금융위기 연구자들에 비해 어떤 특징을 가지고 있는지 살펴본다. 제Ⅲ장은 전통적 상업은행시스템과 금융업의 업종간 경계가 허물어진 현대금융시스템의 구분과 관련된 논의이다. 민스키가 분석한 전통적인 위기는 상업은행시스템에서 발생하는 위기인 반면, 서브프라임 위기는 새로운 현대금융시스템의 문제점으로부터 발생한 것으로 위기의 성격이 다르며 따라서 현재의 위기는 민스키 위기와는 구분될 필요가 있다는 크레겔의 주장을 검토한다. 제Ⅳ장은 유동성 부족(illiquidity)과 지급불능(insolvency)의 구분과 관련된 논의이다. 서브프라임 위기는 지급불능 위기이므로 유동성 위기에 초점을 맞추고 있는 민스키 이론으로는 서브프라임 위기를 설명할 수 없다는 데이비드슨의 주장을 검토한다. 제Ⅴ장은 정책적 함의를 다룬다.

## II. 비합리적 인간심리가 금융위기의 원인인가?

현 붕괴의 원인에 대한 인기 있는 일부 서술들과 다르게 민스키는, 비이성적 과열, 광기, 버블 등을 비난하지 않았을 것이다... 민스키가 던지려고 했던 질문은 그것(부채디플레이션)을 다시 일으킬만한 환경이 되었느냐 하는 것이다(Wray, 2008, p. 41).

비이성적 과열? 아니다. 현재 모기지 위기의 씨앗은 은행을 이자율계약에서 풀어준 연방준비제도와 채무성 사이에 협약이 맺어진 1951년에 뿌려졌다... 민스키가 주장했듯이, 금융기관들은 새로운 상품을 만드는 등 금융혁신을 통해 신용공급을 보다 신속적으로 만드는 방식으로 긴축통화정책에 대응하였다... 더구나 연방준비제도와 의회가 점차적으로 이러한 제약을 제거해 주었다... 탈규제로 인하여 시스템을 좀 더 불안정하게 만드는 리스크가 큰 금융혁신이 허용된 것이다(*ibid.*, p. 42)

금융불안정성이 만들어지는 내생적 과정을 도취, 버블, 광기 등으로 묘사하는 것이 일반적이다. 그러나 은행은 태생적으로 미래현금흐름에 대한 차입자의 추정에 회의적이며 따라서 안전성 마진(margin of safety)<sup>2)</sup>을 요구하는 존재라고 민스키

2) 안전성 마진은 이후 논의에서 중심이 되는 개념 중 하나이므로 정확하게 언급할 필요가 있다. 민스키에 따르면, 안전성 마진은 현금수익과 부채로 인한 현금지급의 상대적 크기, 순자산 혹은 부채 대비 자본, 부채와 현금/유동자산의 비율 등으로 확인된다. 안전성 마진의 크기는 금융구조가 취약한가 아니면 건전한가를 결정하며 따라서 부채디플레이션을 야기하지 않으면서

는 항상 주장하였다. 간단히 말하면 은행업 종사자는 남의 말을 잘 믿는 사람도, 비합리적인 사람도 아니라는 의미이다. 그러므로 안전성 마진의 감소로 이어지는 내생적이고 진화적인 과정은 도취, 과도한 낙관 이상의 그 무엇인가에 기반해야 하는 것이다(Kregel, 2008, p. 4).

위의 인용구들이 보여주는 바와 같이 가장 대표적인 민스키 연구자들이라고 할 수 있는 레이와 크레겔의 경우, 민스키 이론은 결코 비이성적 인간심리가 금융위기의 원인이라는 주장으로 해석될 수 없음을 지적하고 있다. 사실 민스키에 대한 이러한 해석은 서브프라임 위기 상황에 국한되는 것은 물론 아니다. 일찍이 많은 민스키 연구자들은 위와 같은 견해를 지니고 있었다. 민스키에 경의를 표하기 위해 여러 연구자들의 논문을 모아 편집된 책, *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*의 첫 번째 장에서 파자리는 다음과 같이 말하고 있다.

매일의 대화 속에서, 민스키는 내재적 불안정성에 대한 예측을 투자기업이나 금융기관의 ‘비합리적’ 행동으로 연결시켜 자신의 이론을 해석하는 것에 대해 참지 못한다는 것이 분명해졌다. 미시적 차원에서 행동은 생존을 위한 것으로 나름 합리적인 것일 수 있다. 은행은 치열한 생존 경쟁 속에서 자신의 지위와 시장지배력을 유지하기 위해 대출을 늘리려고 노력해야 한다. 그들은 시스템적 불안정성이 높아지고 있다는 것을 알지도 모른다. 그러나 이는 개별 경제주체가 통제할 수 없는 금융의 외부성이다(Fazzari, 1992, p. 8).

하지만 이러한 민스키 해석은, 그 동안 불확실성과 심리적 요인을 강조해왔던 포스트 케인지언의 입장과 일견 상충되는 것으로 보여진다. IS-LM으로 대표되는 신고전학과 종합, 그리고 합리적 기대이론과 거시경제학의 미시적 기초를 받아들이는 새케인지언은 불확실성과 심리적 요인이라는 케인즈의 진정한 핵심을 놓치고 있다고 꾸준한 비판을 제기해 온 연구자들이 바로 포스트 케인지언이었다. 민스키 역시 이러한 신고전학과 비판의 대표 주자였다.

민스키의 금융불안정성 이론은 IS-LM으로 대표되던 당시 주류 거시경제학에 대한 거부와 이에 따른 케인즈 재해석이라는 이론적 작업에 기초하고 있다. IS-LM체

---

현금수익의 감소라는 충격을 흡수할 수 차입주체들의 능력을 반영한다(Minsky, 1986, pp. 79-80). 이러한 민스키의 정의에 따르자면 현금지급 규모에 비해 현금수익의 규모가 줄어드는 것, 순자산이 감소하는 것, 부채비율이 증가하는 것 모두가 안전성 마진 감소에 해당한다.

계는 케인즈의 진면목을 반영하지 못하고 있으며 따라서 케인즈의 올바른 해석을 위해서는 순환적 관점(the cyclical perspective), 불확실성(uncertainty), 투자의 성격(the nature of investment)이라는 세 가지가 제대로 규명되어야 한다고 보았다. 케인즈가 말하는 불확실성은 확률적 계산이 불가능한 상황으로, 미래 예상되는 수익에 대한 판단을 기초로 하여 투자결정을 행할 때 장기간에 걸친 미래 수익에 대한 예상은 지극히 주관적일 수밖에 없고 따라서 매우 변동성이 클 수밖에 없다는 것이 특징이다. 불확실성이 경제주체들에 미치는 이러한 영향 때문에 경제는 항상 급격한 변동성에 노출되게 된다. 민스키는 “불확실성이 없는 케인즈는 왕자 아닌 햄릿과 같다”고 주장할 만큼 케인즈를 이해하기 위해서는 불확실성에 대한 그의 견해를 정확히 이해하는 것이 중요함을 강조했다. 민스키는 케인즈가 『일반이론』의 저자이기 이전에 『확률론』의 저자임을 잊어서는 안 된다고 주장하면서 『확률론』에 서술된 두 가지 주관적 판단에 대해 설명하고 있다. 첫 번째 주관성은, 어떤 지식( $h$ )으로부터 명제( $a$ )를 도출할 때 이 명제가 참이라고 믿을 확률을  $\alpha$ 라고 할 때(즉,  $\alpha = a/h$ ), 객관적 확률을 도출할 수 있는가의 문제이며, 두 번째 주관성은 이 확률이 객관적이든 주관적이든 이 확률에 대해 얼마나 확신을 가질 수 있는가의 문제이다. 민스키에 따르면 『확률론』에 나타난 주관성은 『일반이론』에도 그대로 이어진다. 케인즈에 있어 경제적 선택은 시간(따라서 불확실성)이라는 요소를 포함하며 이러한 프레임이 경제학에 녹아들었다는 것을 인식해야 한다. 불확실성 아래 의사결정에서 필요한 것은 관습(convention)으로 이는 다수 혹은 평균적 의견을 따르는 것이다. 그런데 이러한 관습은 그 근거가 박약하므로 쉽게 급격한 변동을 발생시키게 되는 것이다(Minsky, 1975, 3장).

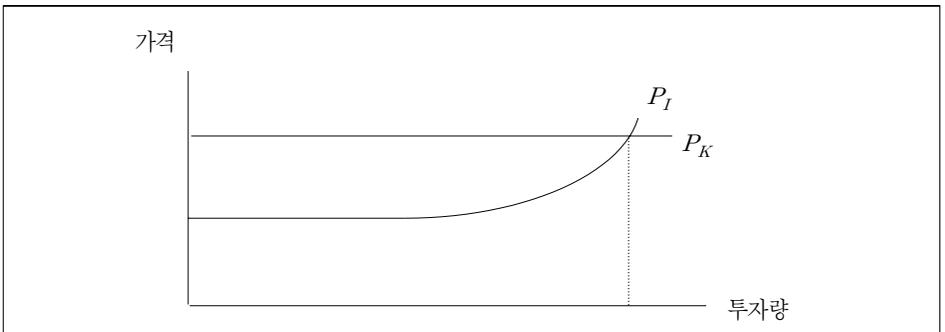
이러한 시각에서 민스키는 미국경제를 분석하고 있다. 민스키는 1960년대 중반 미국경제가 중대한 변화를 경험하였다고 서술하고 있다. 정치지도자와 경제관료들은 미국경제가 경기변동의 종식으로 특징 지워지는 새로운 경제시스템으로 진입했다고 발표했는데 이러한 변화의 실체는 1963년부터 1966년 사이에 진행된 투자증가였다고 민스키는 해석하고 있다. 1960년대 중반 기업들의 투자는 “미래에는 영구적인 팽창이 있을 것이라는 믿음에 근거”하는데 이러한 기대에 의해 지배되는 경제를 민스키는 ‘도취’(euphoric) 경제<sup>3)</sup>라고 불렀다. 민스키에 따르면, 이러한 ‘도취’경

3) 또 다른 곳에서는 단기 차입을 늘려 장기 투자를 행하는 것이 일상적 삶이 되는 상황을 ‘도취’ 경제라고 정의하고 있다(Minsky, 1986, p. 213).

제는 세 가지 측면에서 불안정성을 야기한다. 첫째, 기존 자본의 가치를 상승시키며, 둘째, 과거에는 자본비용이 높다고 판단하여 부채 늘리는 것을 꺼렸던 차입자들이 실물자산을 취득하기 위해 더 적극적으로 자금조달에 나서게 된다. 셋째, 수익이 낮다고 판단하여 대출에 나서지 않았던 대부자들 역시 기꺼이 대출을 늘리는 결정에 나서게 된다(Minsky, 1982, pp. 112-113).

경제의 불안정성을 초래하는데 있어 불확실성과 관련된 주관적 판단이 차지하는 역할의 중요성은 민스키 이론의 세부적인 곳에서도 쉽게 확인된다. 투자변동성에 대한 민스키의 설명은 두 가격 모델(two price model)에서 출발한다. 여기서 말하는 두 가격이란 경산산출물의 가격과 자본자산의 가격을 의미한다. 민스키는 칼레츠키(Kalecki) 이론을 따라 경산산출물의 가격은 생산비에 일정한 마진이 추가되어 결정된다고 보았다. 즉, 기술적으로 결정되는 노동비용에 일정한 마진율이 적용되어 가격이 결정된다. 투자재의 공급가격( $P_I$ )은 이러한 경산산출물의 가격으로 인식된다. 반면 투자재의 수요가격( $P_K$ )은 자본자산의 가격에 의해 결정되는데 이는 투자재가 가져올 미래 기대수익의 크기를 반영한다. 투자재의 수요가격이 투자재의 공급가격을 초과할 때 투자가 일어나게 된다. 투자량의 결정을 보여주는 그림(Minsky, 1986, p. 188)은 다음과 같다. 특정 생산물 생산을 위한 자본스톡과 노동이 한정되어 있을 때 생산량이 일정 수준 이상으로 증가하게 되면 기술적인 비용이 상승하게 되므로  $P_I$ 는 상승하는 곡선을 그리게 된다.

〈그림 1〉 금융을 고려하지 않은 투자결정



$P_K$ 를 결정하는 자산 가격은 그 자산이 가져다 줄 것으로 예상되는 미래 수익과 그 자산이 가지고 있는 유동성에 의존한다. 예상 수익은 시장과 경제상황에 달려

있는 것으로 일단 미래에 대한 예상수익이 고정되면  $P_K$ 가 일정수준에서 고정된다. 이 때 투자량은  $P_K$ 와  $P_I$ 가 교차하는 지점에서 결정된다.

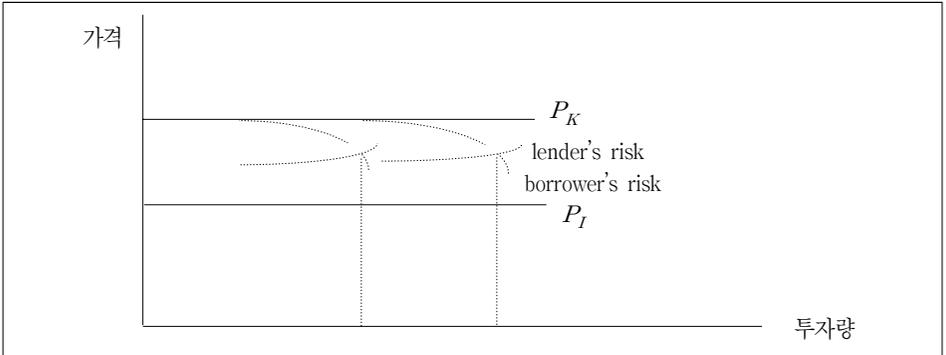
민스키는 여기에 투자금융의 문제를 들여온다. 특히 외부금융의 문제가 핵심이 된다. 투자재 생산 기업의 경우 외부자금을 이용하여 투자재를 생산할 때 외부자금 조달비용이 투자재의 공급가격에 영향을 미치게 된다. 투자재 생산기업이 대출을 늘려 투자재 생산에 나설 경우, 이 기업에 대출을 해주는 금융기관은 이자율을 높이는 방법으로 대출 증가에 따른 위험을 줄이려고 노력할 것이다. 이렇듯 대출 증대에 따른 채무불이행 등의 위험인, 대부자 위험(lender's risk)의 증대로 대출금리가 상승하게 되면 이는 투자재 생산기업의 입장에서 이자비용이 상승하는 것으로 투자재의 공급가격을 높이는 결과를 낳게 된다. 투자재 구매자의 경우 외부자금의 비중을 높여 투자재를 구입하게 되면, 미래 대출금 상환의 부담이 증가하게 되므로 미래 예상수익을 보수적으로 계산하여 투자재의 수요가격을 낮춤으로써 안전성 마진을 늘리려는 노력을 하게 된다. 즉, 의도하는 바대로 예상수익을 누리지 못할 위험인, 차입자 위험(borrower's risk)의 증가는 투자재의 수요가격을 낮추는 결과는 낳게 된다.<sup>4)</sup> 외부금융의 문제가 야기하는 대부자 위험과 차입자 위험을 고려할 때 투자량 결정을 설명하는 그림(Minsky, 1975, p.112)은 다음과 같이 바뀐다.

민스키에 따르면 불확실성의 요소가 집중되는 곳은 내부금융과 외부금융이 혼합되는 지점이다. 차입자 위험과 대부자 위험은 객관적인 기술적 비용에는 반영되지 않는 것으로 기업이나 금융기관의 주관적인 평가이다. <그림 2>에서 두 곡선의 교점이 나타내는 가격은 이러한 두 가지 리스크가 반영된 것으로 현실에서 관찰될 수 없는 가격이다. 또한 리스크 평가 자체가 주관적이고 변동성이 크기 때문에 두 곡선이 만나는 지점이 급격하게 변동할 수 있으므로 투자의 변동성이 심화된다. 외부

4) 차입자 위험과 대부자 위험은 민스키가 케인즈의 용어를 차용한 것이다. “보통 구별되고 있지 않으나 구별하는 것이 중요한 두 가지 유형의 위험이 투자량에 영향을 미친다. 하나는 기업가의, 즉 차입자의 위험인데, 그것은 기업가가 바라는 예상수익을 실제로 얻을 수 있는 확률에 관하여 그 자신의 마음속에 가지고 있는 의혹으로부터 나온다. 만약 어떤 사람이 그 자신의 자금을 모험적으로 투자한다면 이것이 이때에 관계되는 유일의 위험이다. 그러나 대차의 시스템이 존재하는 곳에 있어서는 우리가 대부자의 위험이라고 부를 수 있는 제2의 유형의 위험이 관련을 가지게 된다. 이 위험은 도덕적 위험, 즉 의도적 불이행 또는 그 밖의 어떠한 합리적인 수도 있는 방법에 의한 채무이행의 회피로 말미암은 경우도 있을 수 있고 아니면 있을 수 있는 담보여력의 부족, 즉 기대가 어긋남으로 인한 비의도적 불이행으로 말미암은 경우도 있다.”(Keynes, 1973, p.144)

금융의 요소로 인한 경제주체의 주관적 판단이 추가될 때 투자의 불안정성이 설명된다고 민스키는 주장하고 있다.

〈그림 2〉 외부금융의 도입과 리스크 인식에 따른 투자량의 변화



이렇듯 민스키 이론에서 불확실성과 이에 따르는 주관적 심리작용은 경제의 불안정성을 설명하는데 핵심적인 역할을 차지하고 있다. 이러한 특징 역시 포스트 케인지언 내부에서 일찍이 강조되어 온 것임에 분명하다. 민스키의 두 가격 모델이 토빈의 q이론의 아류에 불과하다는 비판에 직면하여, Dymsky & Pollin(1992, p. 37-38)은 대부자 위험과 차입자 위험의 개념이 토빈 이론과의 결정적인 차이점으로, 근본적 불확실성과 금융관계의 중요성이라는 케인즈의 핵심 메시지가 민스키 이론에서 발현된 것이라고 주장하고 있다.

뿐만 아니라, 행동경제학의 성장으로 그 동안 비주류 경제학의 문제의식이던 ‘불확실성과 심리’가 주류의 무대로 옮겨지면서 이에 관한 케인즈와 민스키 논의에 대한 관심사도 이제 포스트 케인지언의 울타리를 넘어서고 있다. *Journal of Post Keynesian Economics*나 *Journal of Economic Issues*와 같은 비신고전학파적 학술지에서 행동경제학의 성과를 케인즈/민스키 이론과 연결시키려는 논의들<sup>5)</sup>이 만들어지는 것을 넘어서서, 이번 서브프라임 위기를 계기로 아컬로프와 쉐러와 같은 신고전학과 경제학자들도 이 같은 논의에 관심을 보이기 시작했다. Akerlof & Shiller(2009)는 최근의 저서 *Animal Spirits*에서, 케인즈 경제학의 핵심은 ‘불황기 재정정책의 유효성’이 아니라 ‘불확실성과 심리’에 있다는 메시지를 전파하고 있다.

5) Fung(2006), Harvey(1998) 등을 참조.

대부분의 경제활동이 합리적인 경제적 동기에 따라 이루어지지만 동시에 ‘야성적 충동’(animal spirit)의 영향을 받으며, 이 야성적 충동이 경기순환과 비자발적 실업의 주된 원인이 된다는 케인즈의 주장을 진지하게 소개하고 있다. 그 동안 주류 경제학은 케인즈 이론에서 불확실성과 심리적 요인의 중요성을 희석시키는 오류를 범한 반면, 민스키는 위와 같은 케인즈 이론의 핵심을 계승하려고 노력했던 인물이었다고 아컬로프와 쉐러는 평가하고 있다.

민스키는 우리와 마찬가지로 투기적 거품을 조장하는 심리적 작용을 집중적으로 다루었다. 이 책의 내용은 민스키가 제시한 이론과 상당 부분 겹칠 것이다 (Akerlof & Shiller, 2009, p.177).

불확실성과 심리적 요인을 강조하는 민스키의 언급들과 이를 뒷받침하는 (심지어 신고전학과 학자들까지 포함되는) 여러 해석들을 상기한다면, 비이성적 과열/도취/과도한 낙관 등을 서브프라임 위기의 원인이라고 볼 수 없으며 민스키 이론 역시 이러한 심리적 요인을 강조한 이론으로 해석되어서는 안 된다는 크레겔과 레이 등의 주장은, 포스트 케인지언 경제학이 신고전학과 경제학과 구분되는 근본적인 특징 중에 하나가 불확실성과 심리에 있다는 기존 포스트 케인지언의 입장과 상충되는 것인가? 라는 질문이 자연스럽게 등장하게 된다.

일견 상충되는 것처럼 보이는 두 주장이 어떻게 결합될 수 있는가에 대한 한 가지 해답은 크레겔의 과거 논문(Kregel, 1987) 속에서 찾아볼 수 있다. 케인즈 불확실성을 해석함에 있어 크레겔의 시각을 잘 보여주는 두 단어가 있는데 이는 ‘합리적 충동’(rational spirit)과 ‘미시경제학의 거시적 기초’(macrofoundation of microeconomics)이다. 합리적 충동은 야성적 충동을 염두에 둔 조어이며 미시경제학의 거시적 기초는 거시경제학의 미시적 기초를 염두에 둔 조어라고 볼 수 있다. 케인즈 불확실성을 강조하는 포스트 케인지언에 대해 주류 경제학계에서는 ‘합리성을 거부하는 접근법’, ‘분석을 불가능하게 만드는 허무주의’라는 비판을 가하였다. 이에 대해 크레겔은, 확률분포도 상정할 수 없는 불확실성 아래 정확한 계산이 불가능한 상황에서 경제주체들이 관습, 야성적 충동 등에 의존하는 것은 비합리적인 것인 아니라 합리적인 대응이며 케인즈 역시 이러한 관점에서 불확실성과 관습을 이야기 한 것이라고 주장하고 있다. 이러한 경제주체의 행동을 비합리적이라고 본

다면 그것은 신고전학파가 정의한 편협하고 좁은 의미의 합리성을 합리성의 기준으로 삼았기 때문이라는 것이다. 이러한 관점에서 비이성적이고 비합리적인 이미지가 강한 야성적 충동이라는 단어 대신 제한적이지만 합리성을 담보하고 있다는 의미에서 합리적 충동이라는 단어를 크레겔은 사용하고 있다. 또한 경제주체들이 정확한 계산이 아니라 관습 등에 의해 의사결정을 하게 되는 것은 이들 경제주체들을 둘러싼 불확실한 경제환경 때문이므로 개인들의 의사결정에 영향을 미치는 거시적 구조, 즉 미시경제학의 거시적 기초에 대한 논의가 필요하다고 크레겔은 주장하고 있다.

케인즈 불확실성에 대한 크레겔의 입장은 민스키 해석에도 그대로 적용된다 (Kregel, 1997; 2008). 크레겔의 시각에서 볼 때 금융불안정성 논의에 있어 민스키의 가장 중요한 기여는, 경제안정의 상황이 지속되면 그 자체가 불안정성을 증폭시킨다는 의미에서 금융불안과 금융위기가 필연적임을 보여주었다는 점에 있다. 본절 맨 앞의 크레겔 인용문이 보여주는 바와 같이, 금융불안정성이 내재적으로 증폭되는 점에 있어 과도한 낙관, 도취 이상의 그 무엇이 필요하다고 크레겔은 주장하고 있다. 좀 더 강한 크레겔의 표현을 쓰자면, 이런 요소들이 없어도 금융불안정성이 설명될 수 있다는 것이다.

금융불안정성이 증폭되는 과정에 誤정보, 비대칭정보, 과도한 낙관 또는 비합리성 등이 동반될 필요가 없다(Kregel, 1997, p. 548).

크레겔이 밝힌 그 이유는 다음과 같다. 크레겔에 따르면, 많은 금융거래는 사실 불확실한 미래에 대한 기대보다는 거래당사자들 사이의 신뢰가 중요한 역할을 하게 되며 따라서 은행의 대출결정은 고객의 과거 신용역사에 근거한다. 이를 소위 JP Morgan 규칙이라고 크레겔은 부르고 있다. 그런데 경기상승기에는 이자 연체나 채무불이행과 같은 현상이 줄어들게 되고 이에 따라 전반적인 대출경험 자체가 긍정적으로 바뀌게 되며, 경기상승기에 차입기업들이 과거 실적을 바탕으로 수익을 상향조정하는 것은 자연스러운 현상이다. 이에 따라 더 많은 대출이 승인되는 것이며 여기에 특별히 ‘과도한 낙관’ 같은 것을 필요로 하지 않는다. 대출을 늘리는 은행들이 증가하게 되면 다른 은행들도 관습적으로 이를 따르게 되는 것이다. 이러한 과정을 통해 과도한 낙관이나 비이성적 과열이 없어도 결국 차입기업들의 부채비율은

증가하고 현금흐름은 악화되는 것이다. 따라서 크레깅이 볼 때, 이는 경제주체들의 비이성이 문제라기보다는 자본주의 시스템이 합리적으로 작동한 결과인 것이다. 어차피 미래 수익에 대한 정확한 예측은 불가능한 상황에서 과거의 실적에 근거해서 평가하고 다른 기관들의 행동을 따라가는 것은 비합리적인 것이 아니라 합리적인 행동이며, 금융불안정성을 야기하는 것은 경제주체들의 비이성적인 행동이 아니라 자본주의 경제구조의 속성인 것이다.

레이의 민스키 해석도 같은 맥락이라고 할 수 있다. Wray(2008)의 경우, 현 위기의 원인이 비이성적 과열에 있는 것이 아니라고 명확히 주장하고 있다. 비이성적 과열은, 유동성을 확대하고 부동산과 주식가격을 유지할 수 없는 수준에 이르게 한 장기적인 정책과 금융혁신의 결과일 뿐이라는 것이다. 이어 Wray(2009)는 서브프라임 사태에서 비롯된 현 글로벌 금융위기를 자금관리자 자본주의(money manager capitalism)의 등장과 몰락의 과정으로 묘사하면서 이를 ‘민스키적 접근’(a Minskian approach)이라고 명명했다. 그는 리스크가 구조적으로 과소평가되는 환경 속에서 높은 레버리지를 이용한 수익추구를 자금관리자 자본주의의 핵심적 특징으로 규정하면서, 지난 50년 동안 세계자본주의가 불안정성을 증폭시키는 금융시스템, 즉 자금관리자 자본주의로 전환되어 온 과정을 묘사하고 있다. 레이도 금융위기를 설명함에 있어 경제주체들의 비합리적인 심리보다는 그러한 행동을 낳게 하는 자본주의 시스템에 초점을 맞추고 있으며 민스키 이론이 바로 그런 것이라고 해석하고 있는 것이다. 이런 관점에서 볼 때 민스키의 자금관리자 자본주의는 힐퍼딩의 금융자본(finance capital), 베블렌의 신용경제(credit economy)의 연장선에 있다고 레이는 분석하고 있다. 이들은 모두 금융이 중심이 되는 자본주의의 문제점을 지적한 연구들인 것이다.

불확실성 아래 경제주체들의 의사결정을 비합리적인 것으로 보기보다는 (제한된) 합리적인 것으로 규정하고, 실령 경제주체들이 잘못된 판단을 하더라도 그 근본적 원인은 그러한 판단을 할 수 밖에 없게 만드는 불확실한 경제구조에 있음을 강조하는 것이 케인즈 불확실성에 대한 유일한 해석은 물론 아니며, 이것이 케인즈의 올바른 해석인가에 대해서도 많은 논쟁이 존재한다. 그러나 이 문제는 이 글의 범위를 넘어서는 것이므로 다루지 않는다.<sup>6)</sup> 여기서는 불확실성에 대한 크레깅 등의 이

6) 케인즈의 불확실성, 장기기대에 대한 다양한 해석을 여기서 모두 다룰 수는 없지만, 방법론적 개인주의에 호의적이지 않은 소위 이단적 전통의 입장에서는 경제주체들의 불안정한 장기기

리한 해석이 과연 민스키에 대한 정확한 해석인가, 즉 민스키 역시 불확실성의 문제에 대해 이런 식의 시각을 가지고 있었는가를 확인하고자 한다.

위에서 서술된 바와 같이 민스키 저작의 곳곳에서 도취, 과도한 낙관, 리스크에 대한 주관적인 평가 등의 심리적 요인이 경제의 불안정성을 야기한다는 서술들을 찾아볼 수 있음에도 불구하고, 민스키도 불확실성으로 인하여 야기되는 경제주체들의 잘못된 판단 이외에, 불확실성을 증폭시키는 경제구조와 제도에 많은 관심을 보이고 있다는 점에서 크레겔과 레이의 민스키 해석은 민스키 이론의 본질을 잘 지적하고 있다고 할 수 있다.

민스키는 시장의 불완전함을 지적하면서 금융불안정성은 자본주의 시스템에 내재된 특징이며 복잡한 금융시스템의 특성에서 연유하는 것임을 강조하였다. 민스키는 금융불안정성 가설의 핵심 명제를 다음과 같이 서술하고 있다.

1. 자본주의 시장 메커니즘은 지속적이며 가격이 안정적인 완전고용 균형에 이르지 못한다.
2. 극심한 경기변동은 자본주의의 핵심인 금융적 속성에 기인한다(Minsky, 1986, p. 173).

또한 자본주의의 불안정성은 오일쇼크나 전쟁 등 외생적 충격에 의해서 나타나는 것이 아니라 자본주의 시스템에 내재된 메커니즘에 의해 발생하는 것임을 강조하였다(*ibid.*, p. 172). 이렇듯 경제주체의 불완전한 판단 못지않게 자본주의 시스템 자체의 구조적 문제에 대한 강조는 민스키 이론의 세부적인 측면에서도 확인된다. 위에서 언급된 두 가격 투자 모델에서 차입자의 위험, 대부자의 위험 등 객관적으로 계산되지 않는 경제주체들의 주관적 판단으로 인하여 투자의 변동성이 커짐을 지적하면서도 민스키는 경제주체의 주관적 판단 이외에 이러한 주관적 판단의 변동성을

---

대개 경제에 어떤 영향을 미치는가의 문제도 중요하지만 경제구조가 경제주체들의 장기기대에 어떤 영향을 미치는가가 더 큰 관심사였다고 볼 수 있다. Hodgson(1989)의 경우, 케인즈가 장기기대의 경제적 효과에 대해 많은 언급을 했지만 이러한 장기기대의 원인에 대해서는 거의 이야기하지 않았다고 케인즈를 해석하고 있다. 오스트리아 학파의 주관주의(Austrian Subjectivism)와 차별화하면서 케인즈 이론을 되살리는 것은 개인주의적, 심리주의적 개념을 얼마나 버릴 수 있느냐, 케인즈 기대이론을 정치/경제 제도연구와 결합시킬 수 있느냐에 달려 있다고 호지슨은 주장하면서 이것을 포스트 케인지언의 과제로 제시하고 있다. 크레겔과 레이는 이러한 과제를 잘 수행하고 있는 것으로 보인다.

높이는 경제환경을 언급하고 있다.

자본주의적 금융제도의 존재를 받아들이면서 투자과정을 묘사할 때만 관찰되는 투자의 변동성을 설명할 수 있다(Minsky, 1986, p. 193).

민스키는 금융불안정성을 설명할 때 현금흐름의 상황에 따라 경제 주체들을 헛지 단위, 투기 단위, 폰지 단위<sup>7)</sup>로 구분하고 경제 전체적으로 폰지 단위가 증가하는 상황을 불안정성이 높아지는 상황으로 보았다. 중요한 것은 어떤 요인에 의해 헛지 단위가 투기적 혹은 폰지 단위로 바뀌는가 하는 것이다. 이 문제에 있어 민스키가 경제주체들의 주관적 판단을 언급하는 곳을 쉽게 찾아볼 수 있다.

금융기법을 받아들일 것인가 아닌가는 기술적으로 제약되는 것이 아니다. 이는 은행과 기업가들의 미래에 대한 전망이나 주관적 선호에 달려 있다(Minsky, 1986, p. 213).

그러나 헛진 단위에서 투기적 혹은 폰지 단위로의 전환을 야기하는 더 중요한 요인은 금융혁신에 따른 이윤의 기회이다.

금융건전성에서 금융불안정성으로의 변화는 진공 속에서 일어나는 것이 아니다. 주어진 제도와 규칙 속에서 금융혁신으로 인한 이윤기회가 이러한 변화의 원천이다(*ibid.*, p. 197).

자본이득을 얻거나 기대할 수 있는 레짐은 투기적 또는 폰지 금융에 유리한 환경이다. 이윤 기회가 건전한 금융시스템에서 취약한 금융시스템으로의 이행을 내생적인 현상으로 만든다(*ibid.*, p. 210).

이러한 민스키의 서술들은, 각 경제주체들이 전체적 리스크가 증가하는 것을 인지하더라도 경쟁에서 살아남아야 한다는 구조적 압력 속에서 어쩔 수 없이 취해지

7) 헛지 단위는 그들의 현금수익으로 모든 현금지급 의무를 수행할 수 있는 것을 말한다. 투기적 단위는 그들의 현금수익으로 원금을 상환할 수는 없지만 부채에 대한 이자를 지급할 수 있는 것을 말한다. 폰지 단위는 그들의 현금수익으로 원금은 물론 이자도 지급할 수 없는 상황을 말한다(Minsky, 1992, p. 7).

는 행동임을 지적한, 앞서 언급한 Fazzari (1992)의 해석을 뒷받침하고 있다. 제한된 정보와 환경 속에서 경쟁에서 살아남기 위해 레버리지를 높여 이윤 추구에 나서지는 것은 합리적 행동(합리적 충동!)이며 이러한 행동을 유발한 것은 자본주의 경제 구조와 금융제도(미시경제학의 거시적 기초!)인 것이다.<sup>8)</sup>

불확실성 아래 경제주체들의 의사결정이 야성적 충동에 의존할 수밖에 없다는 메시지에 대해, 인간의 주관적이고 비이성적인 판단 이외에 불확실성을 가중시키는 경제제도에 더 집착했던 민스키의 특징은 1996년 *Journal of Economic Issues*에 실린 논문에 잘 나타나고 있다. 민스키는 전후 자본주의가 온정주의적 자본주의<sup>9)</sup>에서 자금관리자 자본주의로 변화했다고 보고 있는데, 자금관리자 자본주의의 특징은 다음의 6가지로 요약된다.

1. 거의 모든 상업활동은 기업을 통해 조직화된다.
2. 기업 부채의 대부분은 은행, 보험사 등 금융기관이나 뮤추얼펀드, 연기금 등이 소유하고 있다.
3. 연기금이나 뮤추얼 펀드와 같이 금융중개의 새로운 층이 금융구조에 포함되었다.
4. 연기금이나 뮤추얼 펀드는 그들이 어떤 자산을 보유하며 어떤 활동에 참여할 것인가에 관한 계약에 의해서만 움직인다.
5. 펀드매니저의 명시된 목표는 부채 소유자들의 투자의 가치를 극대화하는 것이다.
6. 펀드와 펀드매니저의 성과는 자산에 대한 총수익에 의해 측정된다.

수익을 높이기 위한 펀드들의 노력은 주식시장의 기업평가에 대단히 민감한 기업 경영을 강요하게 되고, 미국 자본주의의 약탈적 성격을 부각시키게 된다. 이들의 활동은 기업사냥이 빈번히 발생하는 환경을 만들어내는 것이다. 이렇듯 자금관리자 자본주의는 기업 차원에서 불확실성을 높이게 된다.

이런 의미에서 뉴딜(New Deal)의 제도적 개혁은 이러한 불확실성을 완전히 없애

8) Bellofiore & Ferri(2001, p.24)은 민스키 이론의 이러한 특징을 다음과 같이 묘사하고 있다. “민스키 이론은 미시적 기초를 갖추고 있지만 그의 분석은 거시경제학의 미시적 기초라기 보다는 미시경제학의 거시적 기초로 해석되어야 할 것이다. 이는 그의 논의 구조가 ‘거시-미시-거시’로 이루어져 있음을 의미한다.”

9) 온정주의적 자본주의는 대량소비, 큰 정부, 큰 노조 등으로 특징 지워진다.

지는 못했지만 감소시키기 위한 것이었다고 민스키는 평가하고 있다. 불확실성이 좋지 않은 결과를 초래한다면 이러한 결과로부터 시민을 보호하는 것이 사회의 의무라고 보았다. 불확실성의 확대에 의한 문제가 증가한다면 효율성의 감소라는 대가를 치르더라도 불확실성의 확산을 막아야 한다고 민스키는 주장하고 있다. 민스키에 있어 “불확실성은 미래와 관련된 어두운 힘이기도 하지만 더 중요하게는, 자유로운 사회적 진화의 산물(Mehrling, 1999, p. 140)”이기도 하다.

민스키 해석에 있어 민스키가 케인즈주의자이기 이전에 미국 제도학파에 많은 영향을 받았다는 사실에도 유념할 필요가 있다. 민스키는 스스로 케인즈 이외에 어빙 피셔(Irving Fisher), 조셉 슈페터(Joseph Schumpeter), 헨리 사이먼(Henry Simons) 등 많은 이론가들의 영향을 받았다고 서술하고 있다(Minsky, 1986, p. 172; 1992, p. 2; 1996, p. 364). 민스키는 케인즈주의자로 잘 알려져 있지만 동시에 제도주의 경제학의 영향 아래 있었으며, 케인즈 경제학과 제도주의 경제학을 잘 융합한 학자로 평가받고 있다(Mehrling, 1999; Papadimitriou & Wray, 1998; Phillips, 1995; Whalen, 1988). 다음의 서술은 제도주의자로서의 민스키, 그리고 케인즈 경제학과 제도주의 경제학의 융합가능성에 주목하는 민스키를 잘 보여주고 있다.

커먼스(Commons)에게 보낸 케인즈의 편지는 케인즈 경제학과 미국 제도주의자 사이의 유사성을 잘 보여준다... 선진 자본주의 국가에서 나타나는 현재의 위기는 성공적인 자본주의에 필요한 제도적 선결조건들을 다시 생각하게 만든다... 적절한 이론이란 항상 참인 것으로 가정되는 공리로부터 도출된 명제들을 모아서 만들어지는 것이 아니다. 경제이론은 수학의 한 분과가 아니다. 적절한 이론이란 경험에 기초한 관찰을 가지고 논리력과 상상력의 작동을 통해 만들어진 결과이다 (Minsky, 1996, p. 358).

민스키는 러시아 유대인 이민자 부모 밑에서 시카고에서 태어나 사회주의 사상에 익숙한 가정환경 속에서 자랐으며, 시카고 대학에서 수학하면서 랑게(Lange)와 사이먼의 영향을 크게 받았다(Mehrling, 1999, p. 132; Papadimitriou & Wray, 1998, p. 199). 특히, 현대 자본주의의 근본적 결함은 금융구조에서 비롯된다는 사이먼의 생각은 민스키가 일생동안 금융제도의 연구에 관심을 갖게 한 원동력이었다. 역사적 맥락에서 볼 때 민스키는 화폐사상과 관련하여 미국 진보주의 영향을 받은 제도

주의 전통과 연속선상에 있다고 할 수 있다. 민스키의 중심 연구과제는, 민주주의 사회에서 금융시스템의 진정한 기능은 무엇이며, 어떻게 금융업자들의 이익을 공익과 조화시킬 것인가 하는 것이었다(Mehrling, 1999).

### Ⅲ. 민스키 이론은 전통적인 상업은행 위기만을 설명하는가?

서론에서 언급했듯이 그 동안 주류학계에서 별 주목을 받지 못했던 민스키 이론은 서브프라임 위기 이후 *Economist*, *Wall Street Journal*, *Financial Times* 등 주요 언론매체로부터 현 위기를 이해하는데 적절한 이론으로 관심을 끌었다. Kregel (2008)은 민스키에 대한 이러한 주요 언론매체의 해석을 언급하면서 이들은 민스키 이론의 핵심을 잘못 이해하고 있다고 주장하였다. 이들 주요 언론매체들은 폰지 금융이 위기의 핵심적 요인임을 지적한 학자로 민스키를 묘사하고 있지만, 사실 민스키의 진정한 기여는 단순히 폰지 금융의 문제를 지적했다는 것에 있는 것이 아니라 자본주의 경제의 내재적 불안정성(위기의 필연성, 즉 경제시스템의 안정성 그 자체가 불안정성을 야기하게 된다는 의미)을 보여주었다는 것이 크레겔의 해석이다. 그리고 여러 가지 중요한 측면에서 이번 서브프라임 위기는 민스키가 분석해온 위기와는 다르다는 것 또한 크레겔의 해석이다.

크레겔에 따르면, 민스키의 금융불안정성 분석에 있어 핵심은 안전성 마진이며 민스키의 가장 중요한 기여는 위기의 필연성을 보여주었다는 점에 있다. 이미 앞 절에서 언급했듯이, 크레겔은 헛지 금융에서 폰지 금융으로 전환되면서 부채비율이 높아지고 현금흐름이 악화되는 안전성 마진의 감소가 나타난 것은 경제주체들의 과도한 낙관, 도취 때문이 아니라고 주장했다. 경기팽창기에 은행과 기업들이 과거 실적을 기초로 자연스럽게 부채비율을 늘리고 현금흐름을 악화시키기 때문에 안전성 마진은 감소하고 불안정성이 증폭되는 것이다. 크레겔에 따르면, 민스키가 분석하고 있는 금융위기는 이와 같은 진행과정을 겪는 위기들이었다.

이번 서브프라임 위기에서도 폰지 금융, 안정성 마진의 감소가 나타난 것은 분명하지만 이는 민스키 이론에서 묘사된 것과 전혀 다른 과정을 통해 만들어졌다는 점이 중요하다고 크레겔은 주장하고 있다. 그 동안 진행되어온 금융혁신과 탈규제의 결과로 이제 예금을 증개하는 전통적인 은행업에서 벗어나 증권화를 통해 소위 ‘대출-매각(originate and distribute)’ 방식의 새로운 금융시스템이 만들어졌고, 이 시

시스템에서는 대출자가 차입자의 신용을 평가하는 것이 아니라 신용평가기관이 차입자의 신용평가를 하게 되는 구조로 바뀌었다는 점을 크레겔은 강조하고 있다. 신용평가기관에 의한 신용평가는 여러 가지 인센티브 구조의 왜곡을 통해 채권의 리스크를 의도적으로 과소평가하여 신용등급을 과도하게 높게 평가하는 결과를 낳았다. 따라서 안전성 마진의 감소는 민스키가 서술한 방식과 같은 내재적인 과정을 거쳐서 진행된 것이 아니라, 안전성 마진은 초기부터 이미 불충분한 상태였고 서브프라임 위기는 단순히 이러한 신용평가시스템의 구조적 결함을 드러냈을 뿐이라는 것이 크레겔의 해석이다.

크레겔의 주장들을 요약해보면, 결국 서브프라임 위기에 민스키 이론을 적용하는데 한계가 있다는 이야기가 된다. 먼저 폰지 금융, 안전성 마진 등 민스키의 핵심 개념들이 이번 서브프라임 위기에 나타나고 있는 것은 분명하지만, 단지 이들 요소들이 포함되었다는 것만 가지고 서브프라임 위기와 민스키 이론을 연결시켰던 주요 언론매체들을 크레겔은 비판하였다. 또한 민스키 이론의 핵심은 안전성 마진이 감소하는 내재적 과정에 있는 것인데, 이번 서브프라임 위기는 민스키가 분석해 온 위기들과는 이 과정에서 전혀 다르다는 주장을 크레겔이 하고 있는 것이다. 민스키 이론의 핵심은 안전성 마진이 감소하는 과정에 있는데, 이번 위기는 그 과정이 민스키 이론과 다르다고 한다면 결국 이번 위기에는 민스키 이론을 적용할 수 없다는 결론으로 귀결되는 것이다.

하지만 크레겔의 이러한 해석은, 같은 포스트 케인지언이면서 또한 민스키 이론은 과도한 낙관, 도취 등 심리적 요인보다는 자본주의 구조, 불확실성을 증폭시키는 금융제도 등의 요인을 더 강조한 이론으로 해석되어야 한다는 점에서 동일한 의견을 보였던 Wray (2008)의 해석과 정면으로 충돌하고 있다. 먼저 레이는 서브프라임 위기를 ‘민스키 시점’으로 표현한 유명 언론매체들의 의견에 동의했다. 또한, 민스키는 증권화에 관한 정식 문헌을 발표하지는 않았으나 증권화의 의미와 문제점을 정확히 인식하고 있었다는 것을 그의 연구 메모를 통해 확인할 수 있다고 레이는 서술하고 있다.

레이와 크레겔의 논의를 비교해보면 서브프라임 위기는 장기간 지속되어온 금융 혁신(증권화)과 탈규제(금융업의 업종간 분리 완화 또는 폐지)로 인하여 발생하였다는 진단이라는 점에서 동일하다. 민스키 이론은 과도한 낙관이나 비이성적 과열을 강조하는 이론이 아니라 자본주의 경제구조, 금융제도 등 거시적인 요소를 강조한

이론으로 보아야 한다는 해석 역시 동일하다. 둘 사이의 차이는 서브프라임 위기를 설명하는데 있어 민스키 이론이 얼마나 적절한 것인가에 관한 것이다. 서브프라임 위기는 금융혁신, 탈규제로 인하여 발생하였고, 민스키 이론 역시 제도변화가 불확실성과 불안정성을 증폭시킨다는 이론으로 따라서 서브프라임 위기에 대해 민스키 이론을 적용하는 것은 적절하고 현 위기를 민스키 시점이라고 부르는 것이 타당하다는 것이 레이의 해석이다. 반면 서브프라임 위기는 금융혁신, 탈규제로 인한 것이고 민스키 이론 역시 제도변화가 불확실성과 불안정성을 증폭시킨다는 이론이지만 민스키 이론은 서브프라임 위기를 설명함에 있어서는 한계가 있다는 것이 크레겔의 해석이다. 민스키 이론은 전통적인 상업은행시스템에서 발생하는 위기를 설명하는데 보다 적절하며, 증권화, 대출-매각 시스템에서 발생하는 위기는 발생 과정이 민스키 이론이 설명하는 위기와 다르기 때문에 현 위기를 민스키 시점, 민스키 위기라고 부르면 안 된다는 것이다.

민스키의 금융불안정성 가설이 최초로 전통적인 상업은행시스템에 기초하여 만들어졌다는 것은 주지의 사실이다. 또한 금융불안정성이 심화되는 구체적인 과정이나 메커니즘이 상업은행시스템에서와 대출-매각 시스템에서 다를 수 있다. 그러나 민스키 역시 자본주의를 더욱 불안정하게 만드는 제도변화 연구에 중점을 두어 왔고, 크레겔 역시 그런 관점(미시경제학의 거시적 기초!)을 지닌 연구자 중 한 사람이라는 점에서 민스키의 금융불안정성 가설이 가지는 의미와 역할이 단지 전통적인 상업은행시스템에만 국한된다는 크레겔의 민스키 해석은 민스키에 대한 세밀하고 정확한 해석이 아니라 민스키 이론이 가지는 의미를 지나치게 축소하는 결과를 낳게 된다.

크레겔의 방식대로 민스키 이론의 가장 핵심은 안전성 마진이 감소하는 과정을 묘사하는데 있다고 하자. 서브프라임 위기와 민스키 위기에서 안전성 마진이 감소하는 과정에 차이점이 존재하는 것은 분명하다. 그러나 그 차이가 과연 현 위기를 묘사하는데 있어 ‘민스키적(Minsky or Minskian)’이라는 단어를 빼야할 만큼 결정적인 것인지를 확인하기 위해 먼저 서브프라임 위기와 민스키 위기에서 안전성 마진이 감소하는 과정의 공통점부터 살펴보자. 은행시스템에서 크레겔의 주장대로 JP Morgan 규칙에 의해 대출증대를 결정한다고 하자. 은행과 기업은 과거 신용, 과거 실적에 근거하기 때문에 호황기에 대출을 늘리고 부채비율이 높아지는 것은 자연스러운 것이며 과도한 낙관에 근거한 것이 아니다. 이 때 개별 경제주체들이 인식하

지 못하는 가운데 시스템 전체의 리스크는 높아지고 있는 것이다. 즉 개별 경제주체들은 안전성 마진이 감소한다고 느끼지 못할 수 있지만(미래 수익전망이 아니라 과거 수익에 의존하고 있으므로, 그리고 과거가 미래에도 계속될 것이라고 생각하기 때문에) 사실은 안전성 마진이 감소하고 있는 것이다. 대출-매각 시스템에서 투자자들이 MBS나 CDO 등을 구입할 때 신용평가기관에서 높은 신용등급을 부과했으므로 당연히 안전한 자산이라고 생각하고 구입한다. 하지만 신용평가기관의 인센티브 문제로 사실은 낮은 신용등급의 채권에 높은 신용등급을 부과하고 있는 것이고 따라서 개별 투자자들이 리스크를 인식하지 못했을지 모르나 사실은 리스크는 증폭되고 있었거나 혹은 처음부터 폭탄이었던 것이다. 이렇듯 안전성 마진의 감소라는 개념으로 서브프라임 위기를 설명할 수 있다. 정리하자면, 안전성 마진의 감소를 초래한 구체적 제도(JP Morgan 규칙 vs. 신용평가기관의 신용평가방식)의 차이는 있으나, 안전성 마진의 감소라는 민스키의 개념으로 전통적인 상업은행시스템에서의 위기와 대출-매각 시스템에서의 위기가 설명될 수 있다는 공통점이 있다. 크레겔의 논문 제목도 ‘민스키의 안전성 마진을 이용하여 미국 서브프라임 모기지 시장을 분석’한다고 되어 있다. 또한 개별 경제주체들이 안전성 마진의 감소를 인식하지 못할 수도 있으나 시스템리스크는 증가하고 있다는 점도 상업은행 위기와 서브프라임 위기에서 나타난 공통점이다. 이러한 공통점은 크레겔의 민스키 해석(민스키 이론은 단순한 주관적 심리작용 그 이상에 근거하고 있다!)을 그대로 따라갈 때 나타나는 결과이다.

크레겔의 주장대로 상업은행시스템과 대출-매각 시스템에서 안전성 마진이 감소하는 과정에 차이가 있다면 그것은 JP Morgan 규칙과 신용평가기관의 신용평가 방식이라는 차이가 될 것이다. 이 차이로 인하여 민스키 이론은 서브프라임 위기에 적용되지 못하는 것일까? 크레겔 자신이 이번 서브프라임 위기의 원인은 금융혁신과 탈규제에 있다고 말하고 있다. 증권화, 대출-매각 시스템, 신용평가시스템의 문제점, 금융업의 업종 분리를 폐지한 Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act 등이 서브프라임 위기를 초래한 금융혁신과 탈규제라고 주장했다. 또한 크레겔은 민스키 이론의 핵심은 헷지 금융에서 폰지 금융으로 전환되는 과정에 있으며 이는 자본주의 구조와 금융제도의 특징에 기인하는 것이라고 민스키를 해석했다. 그러나 헷지 금융에서 폰지 금융으로의 전환을 초래했던 금융제도가 민스키 이론에서는 상업은행제도와 JP Morgan 규칙이었는데 서브프라임 위기에서

는 대출-매각 시스템과 신용평가기관의 잘못된 신용평가였으니 서브프라임 위기를 민스키 위기라고 부르면 안 된다는 주장을 크레겔이 하고 있는 것이다. 이론이란 여차피 현실의 구체적인 사실을 모두 담아낼 수 없는 것이다. 자본주의 역사에서 금융위기는 반복되고 있지만 과거와 똑같은 형태의 금융위기가 재발하는 경우는 없었다. 이런 관점에서 보자면 민스키 이론이 설명했던 과거의 금융위기는 현재의 서브프라임 위기와 다르다는 크레겔의 해석이 틀렸다고 말할 수는 없을 것이다. 하지만 어떤 이론이 가지는 의미와 역할에 대한 평가는 그 이론이 현실을 100% 설명하느냐에 달려 있는 것은 아닐 것이다. JP Morgan 규칙과 신용평가기관의 신용평가 방식은 안전성 마진을 감소시키는 구체적인 과정에서 물론 차이를 초래하지만, 금융위기를 바라보는 기본적인 시각이나 이를 설명하는 이론적 틀과 개념들을 공유하고 있다는 관점에서 보자면 민스키와 크레겔 사이에는 위에서 서술된 바와 같이 차이점보다는 공통점(제도를 중시한다, 안전성 마진의 감소라는 개념으로 전통적인 상업은행 위기와 서브프라임 위기를 설명할 수 있다 등등)이 훨씬 더 많다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 자본주의 구조와 금융제도가 금융불안정성의 근본적인 원인이라는 진단에 대해 민스키와 의견이 같다는 진술 바로 다음에, JP Morgan 규칙과 신용평가 기관의 신용평가 방식이라는 차이점 때문에 서브프라임 위기를 민스키 위기로 볼 수 없다는 주장을 하면서 민스키 이론을 상업은행시스템에서 발생하는 위기를 설명하는데 적합한 이론으로 한정짓는 것은, 민스키 이론의 의미를 매우 축소시키는 것임과 동시에 크레겔 자신의 민스키 해석에 일관성이 없다는 것을 스스로 드러내고 있는 것이다.<sup>10)</sup>

이와 더불어 민스키와 서브프라임 위기의 연관성을 지적한 주요 언론매체들에 대한 크레겔의 비판 역시 ‘민스키 시점’이라는 용어를 크레겔이 지나치게 좁은 의미로 사용하는 것에서 비롯된 어긋난 논쟁이라고 할 수 있다. Lahart(2007)는 *Wall Street Journal*에서 민스키 시점을 “과도한 차입을 한 투자자들이 채무이행을 위해 견고한 자산마저 매각해야 하는 시점을 의미한다. 급격한 금융시장 하락과 현금수요 증대로 중앙은행이 대출에 나서야 하는 상황”이라고 정의했다. 이 정의는 전통

10) 민스키는 1960년대에 금융불안정성 가설을 제시하였다. 1990년부터는 Bard College의 Levy Institute에서 일하게 되면서 현대 자본주의 제도와 이에 적합한 정책을 연구하는데 몰두한 것으로 알려져 있다(Mehrling, 1999; Papadimitriou & Wray, 1998). 더욱 아이러니 한 것은 크레겔 역시 2008년 현재 같은 연구소에서 일하고 있다는 사실이다.

적 은행시스템에서든 현대금융시스템에서든 어디에서나 발생하는 상황을 나타내고 있을 뿐이다. 민스키 시점이라는 용어를 탄생시킨 장본인인 McCulley (2009)의 표현을 보면, 민스키 시점이란 “높은 레버리지에 의해 만들어진 자산가격 거품이 터지고, 부채를 줄이기 위한 시급한 일들을 시작해야 할 때”이다. 그런데 레버리지가 폭발적으로 높아진 것은 현대금융시스템을 상징하는 ‘그림자금융시스템’(shadow banking system) 때문이라고 말하고 있으니, 맥컬리는 민스키 시점이 전통적 은행시스템이 아닌 현대금융시스템에도 적용되는 용어로 사용하고 있었다.

이렇듯 유명 언론 매체에서 민스키 시점이라는 용어를 사용할 때는 일반적인 금융위기의 상황을 지칭하는 것이었다. 이들이 일반적인 금융위기의 상황에 민스키라는 이름을 붙인 것은 그 만큼 금융위기 관련 논의에 있어 민스키가 가지고 있는 지위와 의의를 인정했기 때문이라고 보아야 할 것이다. 그러나 민스키와 활동을 같이 해왔던 크레겔은 민스키 시점이라는 용어를 전통적인 은행시스템에서 발생하는 금융위기의 상황으로 한정해야 한다고 의미로 축소시켰기 때문에 현 위기는 민스키 시점, 민스키 위기가 아니라는 주장에 이르게 되는 것이다. 세상에서 민스키를 말하고 있지만 ‘사실 너희들은 민스키를 제대로 모르고 있다’는 메시지를 크레겔은 전달하려고 했을지 모르나 이는 오히려 민스키 이론이 가지는 의미를 축소시키고 있다.

#### IV. 민스키 이론은 유동성 위기만을 설명하는가?

서브프라임 위기가 민스키 이론에 의해 설명될 수 없다고 주장한 또 한 명의 포스트 케인지언은 데이비드슨(Davidson, 2008)이다. 데이비드슨 역시 서브프라임 위기를 두고 유명 언론매체나 월가의 애널리스트들이 ‘민스키 시점’이라고 지칭하는 것에 대해 반박하고 있다. 경기확장기에 헛지 금융에서 폰지 금융으로 옮겨가는 것이 민스키 이론에 있어 금융불안정성을 야기하는 필수적인 전제조건인데 이번 서브프라임 위기에는 이러한 과정이 나타나지 않았다는 것이다. 서브프라임 위기의 원인은 증권화를 통해 비유동적인 비상업 모기지론을 유동자산으로 바꾸려는 시도의 결과로 나타나는 대형 투자은행들의 지급불능 문제에 있다는 것이 데이비드슨의 진단이다. 이렇듯 데이비드슨은 민스키 이론이 설명하는 것은 유동성 위기로 보면서, 만약 이 위기가 유동성 위기라면 민스키와 마찬가지로 중앙은행에 의한 유동성 공

급이 해법이 되지만, 이번 위기는 지급불능이 문제가 되는 상황으로 직접적으로 자본을 주입해야 한다는 정책을 제시하고 있다.

과연 민스키 이론은 유동성 위기만을 대상으로 하고 있는 것일까? 데이비드슨은 민스키 시점의 전제조건이 헛지 금융에서 폰지 금융으로의 이동이라고 했고 잘 알려진 대로 민스키는 현금흐름의 정도를 가지고 헛지 금융, 투기적 금융, 폰지 금융을 정의하고 있다. 앞에서도 언급했듯이 헛지 단위는 그들의 현금수익으로 모든 지급의무를 수행할 수 있는 것을 말한다. 투기적 단위는 그들의 현금수익으로 원금을 상환할 수는 없지만 부채에 대한 이자를 지급할 수 있는 것을 말한다. 폰지 단위는 그들의 현금수익으로 원금은 물론 이자도 지급할 수 없는 상황을 말한다. 그러나 폰지 금융에서 문제가 되는 것이 과연 유동성 부족뿐인가? 물론 폰지 금융의 정의 자체는 지급불능의 상황을 의미하지 않는다. 단지일 내에 현금수익이 원금은 물론 이자를 지급하기에도 부족한 상황이지만 미래의 모든 현금수익과 현금지급의 현재 가치가 플러스일 때 폰지 금융이 가능하기 때문이다(Minsky, 1982, p. 28). 그러나 이러한 상황에서 이자율이 조금만 상승하거나 기대인플레이션의 둔화로 자산가격이 하락하면 현금흐름의 현재가치는 마이너스가 되는 것이며 부채가 자산을 초과하는 상태에 이르게 되는 것이다(*ibid.*, p. 28). 이것이 바로 서브프라임 위기가 진행된 전형적인 과정이다. 소득과 자산이 불충분한 가계가 무리한 대출을 통해 주택을 구입했으나 집값 상승은 둔화되고 이자율이 상승하자 파산을 하게 된 것이다. 하지만 데이비드슨은 서브프라임 위기에서는 폰지 금융이 존재하지도 않았다는 엉뚱한 주장을 하고 있다. 데이비드슨에 따르면, 현금수익으로 주택담보대출의 원금과 이자를 갚을 수 없는 상황에서 2차 대출을 통해 1차 대출금을 상환하는 것이 폰지 금융인데 서브프라임 등급의 차입자는 2차 대출의 가능성 자체가 봉쇄되어 있었기 때문에 이들에게는 폰지 금융이 처음부터 이용 가능한 옵션이 아니었다는 설명이다. 그러므로 폰지 금융도 없었고 따라서 민스키 시점도 아니라는 것이 데이비드슨의 주장이다. 데이비드슨에 있어 폰지 금융의 핵심은 2차 대출을 통해 1차 대출금을 갚는 것이다. 물론 폰지 금융 상태에서 대출금을 갚기 위해서 2차 대출이 필요한 것은 맞지만 2차 대출을 못 받는다고 해서 현금수익이 현금지급보다 부족한데 이를 폰지 금융이 아니라고 말하는 것은 폰지 금융에 대한 지나친 자의적 해석에 불과하다.

1960년부터 1974년의 시기는 인플레이션과 금융불안정성이 주요 관심사였던 시기로 은행의 부채비율이 약 50% 증가하였다. 이러한 (은행의) 부채비율의 증가는 기업들의 부채 구조에서 투기적 금융과 폰지 금융의 비중이 높아지는 것을 포함하는 금융 환경 변화의 일부인 것이다. 은행의 높은 레버리지는 금융불안정성이 심화되는 방향으로 경제가 이동하고 있다는 것을 의미한다. 왜냐하면 이는 은행 고객들에 의한 단기 차입과 레버리지 증대를 가속시키기 때문이다. 은행의 부채비율과 투기적 금융/폰지 금융의 의미는 동전의 양면이다(Minsky, 1986, p. 238).

통상 화폐금융론 교과서에서 전체 자산 중에 유동자산의 비율이 낮을 때 유동성 부족의 문제를, 부채비율이 높을 때 지급불능의 문제를 언급한다. 위의 인용문은 물론 유동성 부족과 높은 부채비율을 모두 언급하고 있고, 이를 동전의 양면이라고 말하고 있다. 호황기 때 레버리지를 높여 더 많은 이윤을 추구하다가 지급불능 사태에 직면할 수 있다는 서술은 민스키 뿐 아니라 수많은 금융위기 연구자들이 지적해 온 상황이며, 포스트 케인지언이나 신고전학파나와 무관하게 민스키가 고부채의 문제를 지적해왔다는 것은 민스키 연구자들 사이에 일치된 해석이다. 앞 절에서 인용된 *Wall Street Journal*과 PIMCO의 문구들을 보아도 모두 “과도한 차입”, “높은 레버리지” 등을 지적하고 있다. 높은 레버리지가 야기하는 문제가 과연 유동성의 문제에 국한되는가? 그런데 민스키 이론을 유동성 위기를 설명하는 이론으로 국한시키면서 지급불능 위기인 서브프라임 위기에 민스키 이론을 적용할 수 없다는 데이비드슨의 주장은 민스키에 대한 심각한 왜곡이라고 밖에 볼 수가 없다.

## V. 정책적 함의; 맺음말을 대신하며

민스키는 전후 자본주의가 여러 차례 경기후퇴를 경험하였으나 매우 심각한 경기침체나 극단적 위기 상황까지 이어지지 않은 것은 큰 정부(정부지출의 확대), 큰 은행(중앙은행의 최후대부자 기능)의 역할이 있었기 때문이라고 분석하고 있다. 서브프라임 위기 이후 많은 선진국들은 대규모 재정지출과 구제금융을 통해 금융시스템을 안정시키고 경기침체를 막기 위해 노력했고 그 결과 아직 더블딕을 우려하는 목소리가 사라진 것은 아니지만, 대공황 이후 최대 위기라는 공포에서는 일단 벗어난 듯 보인다.

위기 발생과 함께 재정지출과 구제금융이 신속하게 진행된 것과 달리, 문제점을

드러낸 현재의 금융시스템을 어떻게 개혁하고 규제를 강화할 것인가에 대한 논의는 거의 진척되지 않고 있다. 특히 한국의 경우 위기 발생 이전의 미국 금융시스템을 따라가려는 시도를 멈추지 않고 있는 상황이다. 민스키는 재정지출과 최후대부자 기능이 가지는 경기안정화 효과 이외에 불확실성을 증폭시키는 금융주도 자본주의의 제도들을 어떻게 바꾸어 나가야 하는가에 대한 논의가 절대적으로 필요하다는 것을 시사하고 있다. 정책적 함의를 도출함에 있어 신고전학과 이론과 민스키 이론의 핵심적 차이 중 하나가 바로 금융제도 개혁의 적극적 요구라고 할 수 있다. 크레겔과 데이비드슨의 민스키 해석(서브프라임 위기와 민스키 위기는 다르다, 지금은 전체적인 유동성 공급이 아니라 직접적인 자본주입이 필요한 때이다)이 과연 이러한 민스키의 메시지<sup>11)</sup>를 세상에 전달하는데 도움을 주고 있는지 의문이다.

■ 참고 문헌

1. 박종현, “내재적 금융불안정성과 투자의 사회화: 하이만 민스키의 논의를 중심으로,” 『사회경제 평론』, 14호, 2000, pp.183-210.  
(Translated in English) Park, Jonghyun, “Endogenous Financial Instability and the Socialization of Investment: Focus on Hyman Minsky,” *The Review of Social & Economic Studies*, Vol. 14, 2000, pp.183-210
2. 조복현, 『현대자본주의 경제의 불안정성』, 도서출판 새날, 1997.  
(Translated in English) Cho, Bokhyun, *The Instability of Contemporary Capitalism*, Seoul: Saenal, 1997.
3. \_\_\_\_\_, “세계 금융위기와 케인즈-민스키의 새로운 해석,” 『경제발전연구』, 15권, 1호, 2009, pp.153-184  
(Translated in English) Cho, Bokhyun, “Global Financial Crisis and the New Interpretation on Keynes-Minsky,” *Journal of Korean Economic Development*, Vol. 15,

11) 불확실성을 줄이는 제도개혁이 필요하다는 메시지는 또한 크레겔과 데이비드슨의 메시지가기도 하다. 평소 포스트 케인지언들은 금융자유화에 비판적이었고 보다 강력한 금융규제를 주장하였다. 그럼에도 불구하고 사소한 차이(크레겔) 혹은 엄청난 왜곡(데이비드슨)에 기초하여 서브프라임 위기가 민스키 위기와 다르다고 주장하는 이들의 의도가 무엇인지 무척 궁금하다.

- No. 1, 2009, pp.153-184
4. Akerlof, G. and R. Shiller, *Animal Spirits*, Princeton University Press, 2009.
  5. Bellofiore, R. and P. Ferri, *Financial Keynesianism and Market Instability*, Edward Elgar, 2001.
  6. Davidson, P., "Is the Current Financial Distress Caused by the Subprime Mortgage Crisis a Minsky Moment? or Is it the Result of Attempting to Securitize Illiquid Noncommercial Mortgage Loans?," *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 30, No. 4, 2008, pp.669-676.
  7. Dymski, G. and R. Pollin, "Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm," in *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, edited by Fazzari, S., and Papadimitriou, D., M.E. Sharpe, 1992.
  8. \_\_\_\_\_, *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Exploration in the Tradition of Hyman P. Minsky*, University of Michigan Press, 1994.
  9. Fazzari, S., "Introduction: Conversations with Hyman Minsky," in *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, edited by Fazzari, S., and Papadimitriou, D., M.E. Sharpe, 1992.
  10. Fazzari, S. and D. Papadimitriou, *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, M.E. Sharpe, 1992.
  11. Fung, M., "Developments in Behavioral Finance and Experimental Economics and Post Keynesian Finance Theory," *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 29, No. 1, 2006, pp.19-39.
  12. Harvey, J., "Heuristic Judgment Theory," *Journal of Economics Issues*, Vol. XXXII, No. 1, 1998, pp.47-64.
  13. Hodgson, G., "Persuasion, Expectations and the Limits to Keynes," in *Keynes' Economics: Methodological Issues*, edited by Lawson, T., & Pesaran, H., Routledge, 1989.
  14. Keynes, J., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, 1973.
  15. Kregel, J., "Rational Spirits and the Post Keynesian Macrotheory of Microeconomics," *De Economist*, 135, Nr. 4, 1987, pp.520-532.
  16. \_\_\_\_\_, "Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Fragility," *Journal of Economic Issues*, Vol. XXXI, No. 2, 1997, pp.543-548.
  17. \_\_\_\_\_, "Using Minsky's Cushions of Safety to Analyze the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market," *International Journal of Political Economy*, Vol. 37, No. 1, 2008, pp.3-23.
  18. Lahart, J., "In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency," *The Wall Street Journal*, 2007.8.18.
  19. McCully, P., "Comments Before the Money Marketeters Club," *Global Central Bank Focus*, PIMCO, 2009 April.
  20. Mehrling, P., "The Vision of Hyman P. Minsky," *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 39, 1999, pp.129-158.
  21. Minsky, P., *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, 1975.

22. \_\_\_\_\_, *Can "It" Happen Again?*, M.E. Sharpe, 1982.
23. \_\_\_\_\_, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 1986.
24. \_\_\_\_\_, "The Financial Instability Hypothesis," *The Levy Economics Institute Working Paper*, 74, 1992.
25. \_\_\_\_\_, "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies," *Journal of Economic Issues*, Vol. XXX, No. 2, 1996, pp.357-368.
26. Papadimitriou, D. and R. Wray, "The Economic Contribution of Hyman Minsky: varieties of capitalism and institutional reform," *Review of Political Economy*, Vol. 10, No. 2, 1998, pp.199-225.
27. Phillips, R., *The Chicago Plan & New Deal Banking Reform*, M.E. Sharpe, 1995.
28. Whalen, C., "The Minsky-Simons Connection: A Neglected Thread in the History of Economic Thought," *Journal of Economic Issues*, Vol. XXII, No. 2, 1988, pp.533-544.
29. Wray, R., "Lessons from the Subprime Meltdown," *Challenge*, Vol. 51, No. 2, 2008, pp.40-68.
30. \_\_\_\_\_, "The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: a Minskian Approach," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33, 2009, pp.807-828.

# What is the Essence of Minsky's Financial Instability Hypothesis?: A Critical Review of the Post Keynesian Interpretations on Minsky

Jaehong Hwang\*

## Abstract

After the sub-prime crisis, many studies of Minsky have been published. In general, Post Keynesian and Marxian Economics rather than Neo-classical have shown interest in Minsky. However, there are various opinions in the Post Keynesian interpretations on Minsky with regard to this crisis. Thus, they cause some confusion in understanding Minsky's theory and message. The purpose of this paper is to clarify the essence of Minsky's theory and the relationship between Minsky's theory and the current crisis.

This paper deals with three issues. The first is on the meaning and the role of 'euphoria' in Minsky's theory. The recent Post Keynesian researches argue that the causes of this crisis are deregulations and financial innovations rather than euphoria or irrational exuberance, and that Minsky's theory is based on something more than euphoria. The second is on the relationship between Minsky's theory and the modern financial system. Kregel insists that the current crisis differs from the traditional analysis of a Minsky crisis. The third is on the distinction between illiquidity and insolvency. Davidson argues that the recent crisis is due to an insolvency problem, and that Minsky's theory cannot explain the crisis because it deals with a illiquidity problem. This paper examines the validity of these Post Keynesian arguments.

**Key Words:** Hyman Minsky, financial instability, uncertainty

---

*Received: Sep. 28, 2009. Revised: Nov. 30, 2009. Accepted: Dec. 7, 2009.*

\* Full Time Lecturer, Department of Digital Economics, Mokwon University, Doan-dong, Seo-gu, Daejeon 302-729, Korea, Phone: +82-42-829-7756, e-mail: zootjhong@hanmail.net