

## 이윤의 경고: 피를 부를 것이다

### Profit Warning: There Will be Blood

심숀 비클러(Shimshon Bichler), 조나단 닛잔(Jonathan Nitzan)

2017년 12월 11일, Real-World Economics Review Blog 게재

<https://rwer.wordpress.com/2017/12/11/profit-warning-there-will-be-blood/>

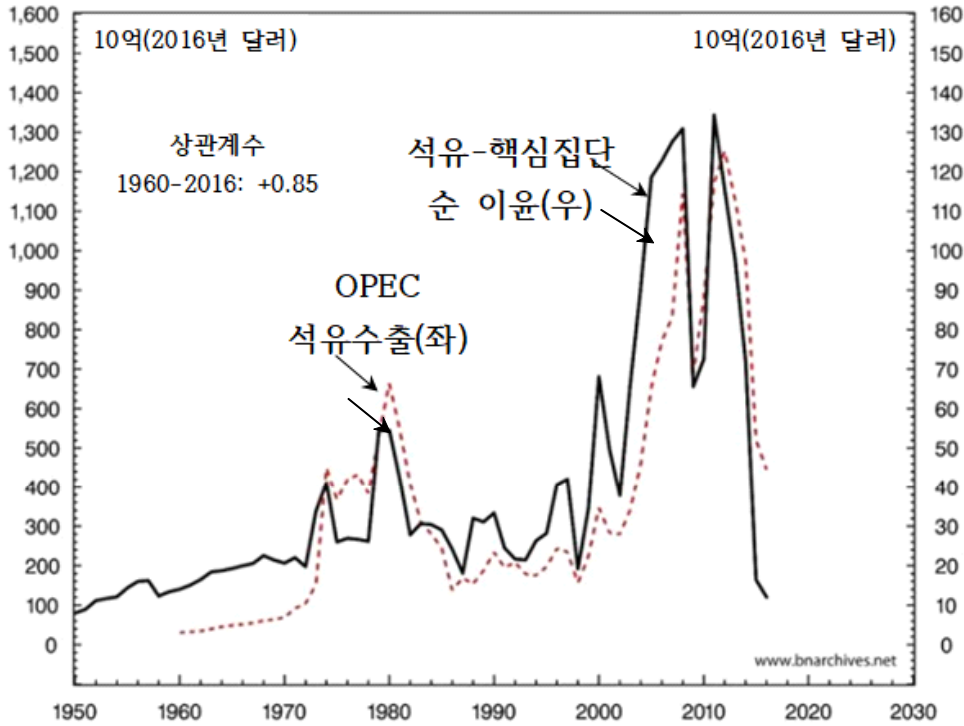
번역: 박형준

(우리는 2014년 RWER에 게재한 논문 '여전히 석유 문제인가 Still About Oil?'의 차트들을 업데이트 해 보았는데, 그 차트들이 제시하는 그림은 자본이 무력을 요구하고 있는 것으로 해석된다.)

1980년대 말부터 우리는 중동이 1960년대 말 이래로 무기 달러-석유 달러 동맹(Weapondollar-Petrodollar Coalition)의 자본화된 권력에 의해 크게 좌우되어 왔다고 주장했다. 이 동맹은 주요 석유 기업들, OPEC 카르텔, 무기 하청기업체들, 건설기업들, 거대 금융기관들로 이루어진 느슨한 연합체이다. 이들의 차등적 축적은 한편으로 중동의 '에너지 분쟁'으로부터 수혜를 입었으며, 다른 한편으로는 그러한 분쟁을 부채질 하고 지속되도록 조력했다. 우리는 이러한 분쟁들이 지역을 넘어서 지구적 차원에서 성장의 성쇠, 인플레이션 소용돌이, 그리고 일부 중요한 부문에서는 자본주의적 권력 양식의 진화 그 자체에 영향을 미치며 엄청난 파장을 일으켰다고 주장했다. 그리고 우리가 보기에, 지금 다시 이러한 충격에 관해 문제의식을 던져야 한다.

지난 수년 간 석유 소득은 급감했다. 그림1은 주요 석유기업들의 순 이윤이 - 상장된 기업 중 '석유 핵심집단 Petro-Core'으로 추정했음 - 불변달러 기준 2010년대 초의 기록적 고점에서 1950년대 이후에는 볼 수 없었던 낮은 수준으로 떨어졌음을 보여준다. 이윤이 90퍼센트 이상 폭락하는 것을 목도해야 했다. OPEC의 상황도 그리 좋지 않다. 이 기구의 전체 석유 수출은 2010년대 초에 기록적인 수준에 도달한 후 지금은 거의 3분의 2가 줄었다. 이러한 하락의 충격은 이 기구에 속한 나라들의 인구성장으로 인해 더 크게 악화되었다. 인구가 지난 55년 동안 대략 350퍼센트 늘었다. 인구 성장을 감안하면, 불변 달러 기준 일인당 석유 수출은 이제 1차 석유파동 이전인 1970년대 초 수준으로 돌아갔다.

<그림 1> OPEC과 석유-핵심집단



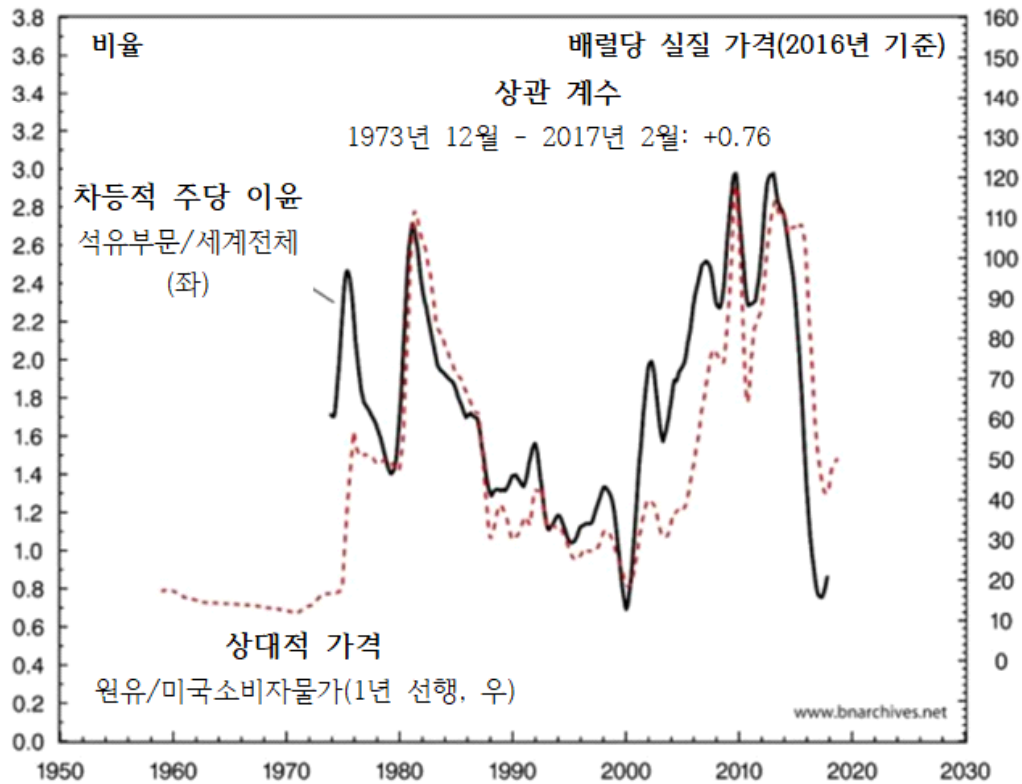
주석: 위 시리즈는 연간 데이터이다. 석유-핵심집단에는 British Petroleum(1998년 이후 BP-Amoco), Chevron(2001년이래로 Texaco도 포함), Exxon(1999년부터 Exxon Mobil), Mobil(1998년까지), Royal-Dutch/Shell과 Texaco(2000년까지)가 포함되어 있다. 포함된 기업들이 변한 것은 합병 때문이다. 데이터는 미국의 잠재가격 디플레이터로 조정했다. 최근 데이터는 2016년이다.

출처: Shimshon Bichler and Jonathan Nitzan, 'Still About Oil?', Real-World Economics Review, No. 70(February), 2015, Figure 2, p.10을 업데이트. OPEC 회원국들의 석유 수출 가치는 OPEC Annual Statistical Bulletin 2016, Table 2.5. 미국 GDP 디플레이터는 (series code: PDIGDP) Data Insight를 통한 미국상무부 경제통계국. 석유-핵심집단의 순 이윤은 Fortune과 WRDS를 통한 Compustat.

이러한 상황이 지속 가능하지 않다는 것은 명확해 보인다. 상황을 회복하려면, 석유 기업들과 석유 수출국들이 자신들의 소득을 상당히 높여야 한다. 이러한 회복을 일어나게 만들려면, 그림 2가 보여주듯이 석유 가격이 훨씬 상승해야만 한다. 차트는 지구적으로 통합된 석유 부문의 차등적 주당 이윤을 (즉, 이 부문의 EPS를 세계 전체의 EPS에 대비해서 상대적으로 표현한 것을) 12개월 앞선 석유의 상대 가격(미국 소비자물가지수로 조정한 배럴 당 달러)과 함께 나타낸 것이다. ('현재'의 EPS는 지난해에 기록한 수익을 나타내니까 12개월 후행 자료를 사용한 것이다.) 보시다시피, 거의 반세기 동안 두 시리즈 간 상관관계는 긴밀하고도 매우 끈질기게 양의 관계를 가졌다

(피어슨 계수 = +0.76). 그리고 이러한 양상은 지금까지도 계속 유지되고 있다. 지난 5개월 동안, 석유의 상대적 가격이 55퍼센트 떨어지는 사이에 석유 기업들의 차등적 EPS는 71퍼센트 줄어들었다. 물론 지난 몇 개월 동안 두 시리즈 모두 조금 올라간 사실도 알아차릴 수 있을 것이다. 이러한 약간의 향상이 무기 달러-석유 달러 동맹이 학수고대하던 변곡점이 될 수 있을까?

<그림 2> 차등적 주당 이윤과 원유의 상대 가격

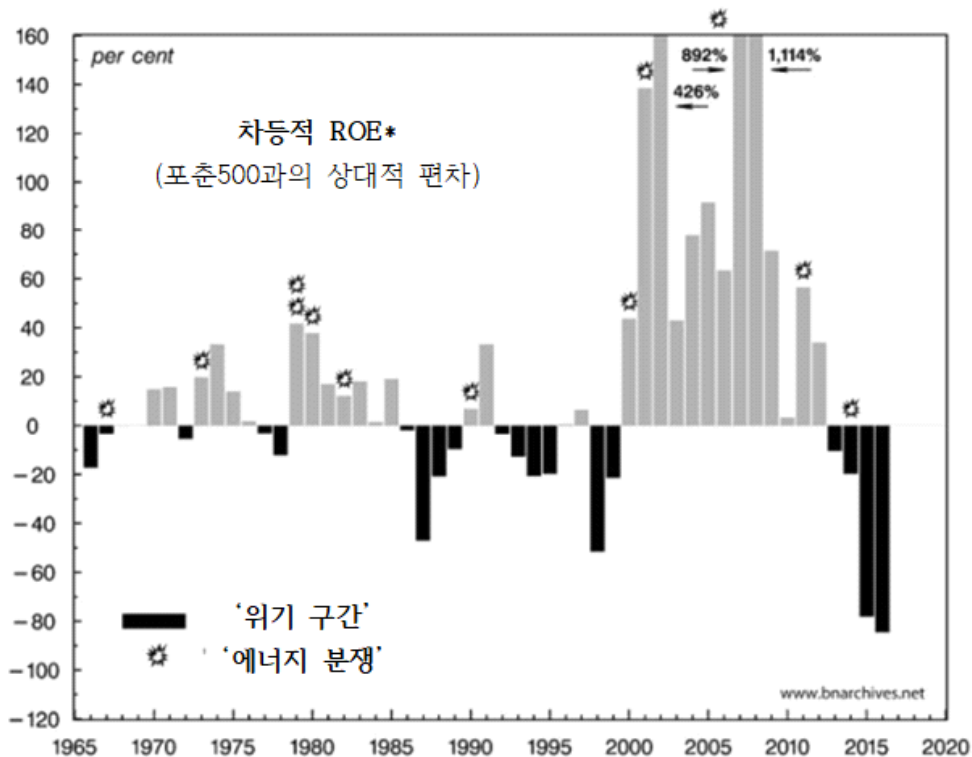


주석: 위 시리즈는 12개월 평균으로 평탄화된 월간 데이터이다. 주당 이윤(EPS)은 주가지수를 주가-수익 비율(PER)로 나누어 계산했다. 차등적 주당 이윤은 전체 석유부문 지수의 EPS를 세계지수의 EPS로 나누어서 얻었다. 석유의 상대 가격은 평균 원유 가격을 미국 소비자 물가지수로 조정한 값이다. 차등적 EPS의 최근 데이터는 2017년 10월이고, 석유의 상대 가격은 2017년 9월(2018년 9월까지 이어진 값)이다.

출처: Shimshon Bichler and Jonathan Nitzan, 'Still About Oil?', Real-World Economics Review, No. 70(February), 2015, Figure 3, p.12를 업데이트. 전체 상장 기업의 가격지수와 PER은 각각 Datastream(series codes: TOTMKWD(PI), TOTMKWD(PE)), 통합 석유 부문 전체 상장 기업의 가격지수와 PER는 Datastream(series codes: OILINWD(PI), OILINWD(PE)). 미국 GDP 디플레이터는 (series code: PDIGDP) Data Insight를 통한 미국 상무부 경제통계국. 석유-핵심집단의 순 이윤은 Fortune과 WRDS를 통한 Compustat.

그 대답은 결정적으로 이 지역에서의 미래 분쟁에 달려 있을 것 같다. 그림 3에서 알 수 있듯이, 역사적으로 석유의 상대적 가격은 중동의 에너지 분쟁을 따라 증가하는 경향을 보였다. 차트는 포춘500 대비 석유-핵심집단의 차등적 ROE(자기자본이익률)를 나타낸 것이다. 막대그래프가 회색일 때는 석유 핵심집단이 평균을 깬 경우이다(즉, 포춘500보다 높은 ROE를 가졌을 때다). 막대그래프가 검정색인 때는 석유-핵심집단이 평균보다 뒤쳐졌을 경우이다(즉, 포춘500보다 낮은 수익을 얻었음을 보여주는 것이다). 후자의 경우에 해당하는 기간은 '위기 구간'을 나타낸다. 다시 말해, 이 지역의 새로운 에너지 분쟁이 무르익었음을 표시한다. 그러한 분쟁이 실제로 터졌던 경우를 폭발 표시로 나타내 보았다. 이 그림은 다음의 세 가지 중요한 규칙성을 보여 준다.

<그림 3> 에너지 분쟁과 차등적 이윤: 석유-핵심집단 대 포춘500



\*ROE는 소유주의 자기자본에 대비한 순 이윤의 비율을 말한다. 차등적 ROE는 석유 핵심집단과 포춘500 사이의 ROE 차이이다. 포춘500의 ROE에 대해 퍼센트 단위로 표현했다. 1992-3년의 경우, 포춘500 기업들의 데이터는 SFAS106 회계규정의 특별 징수가 감안되지 않고 보고된 것이다. 최근 데이터는 2016년이다.

주석: 석유-핵심집단에는 British Petroleum(1998년 이후 BP-Amoco), Chevron(2001년 이래로 Texaco도 포함), Exxon(1999년부터 Exxon Mobil), Mobil(1998년까지), Royal-Dutch/Shell과 Texaco(2000년까지)가 포함되어 있다. 에너지 분쟁들은 다음을 가리킨다. 1967년의 아랍-이스라엘 전쟁; 1973년의 아랍-이스라엘 전쟁; 1979년의 이란 혁명; 1979

년 소련의 아프가니스탄 침공; 1980년 이란-이라크 전쟁; 1982년 이스라엘의 2차 레바논 침공; 1990-91년 1차 걸프 전쟁; 2000년 2차 팔레스타인 봉기; '테러와의 전쟁'과 아프간 침공을 초래한 2001년 911공격; 2002-3년 2차 걸프 전쟁; 2011년 아랍의 봄과 아랍소송 전쟁; 2014년 3차 걸프 전쟁.

출처: Shimshon Bichler and Jonathan Nitzan, 'Still About Oil?', Real-World Economics Review, No. 70(February), 2015, Figure 4, p.16을 업데이트. Fortune과 WRDS를 통한 Compustat.

1. 한 번을 제외하고 모든 에너지 분쟁은 석유-핵심집단이 평균보다 뒤쳐진 다음 일어났다. 다시 말해, 중동의 에너지 분쟁이 터지려면, 먼저 차등적으로 거대 석유 기업들의 축적이 줄어야만 한다(즉, 평균보다 뒤쳐져야 한다). 이 규칙에 대한 유일한 예외는 2011년에 터진 아랍의 봄과 이어서 만개한 '아랍소송 전쟁'이다.

2. 2014년까지 에너지 분쟁이 일어나면 뒤이어 석유기업들이 평균을 깨고 나갔다. 우리가 살펴보았듯이, 차등적 석유 이윤은 석유의 상대 가격과 긴밀한 상관관계를 갖는다. 다른 한편, 석유의 상대 가격은, 실제든 허구이든, 중동의 위기 관념에 매우 민감하다. 이러한 위기 관념은 무력 분쟁을 준비하거나 벌어지고 있는 동안 급격히 심화된다. 그리고 위기가 고조되면, 이러한 관념은 석유의 상대 가격을 급등시키고, 석유 기업들의 차등적 수익을 부양시킨다.

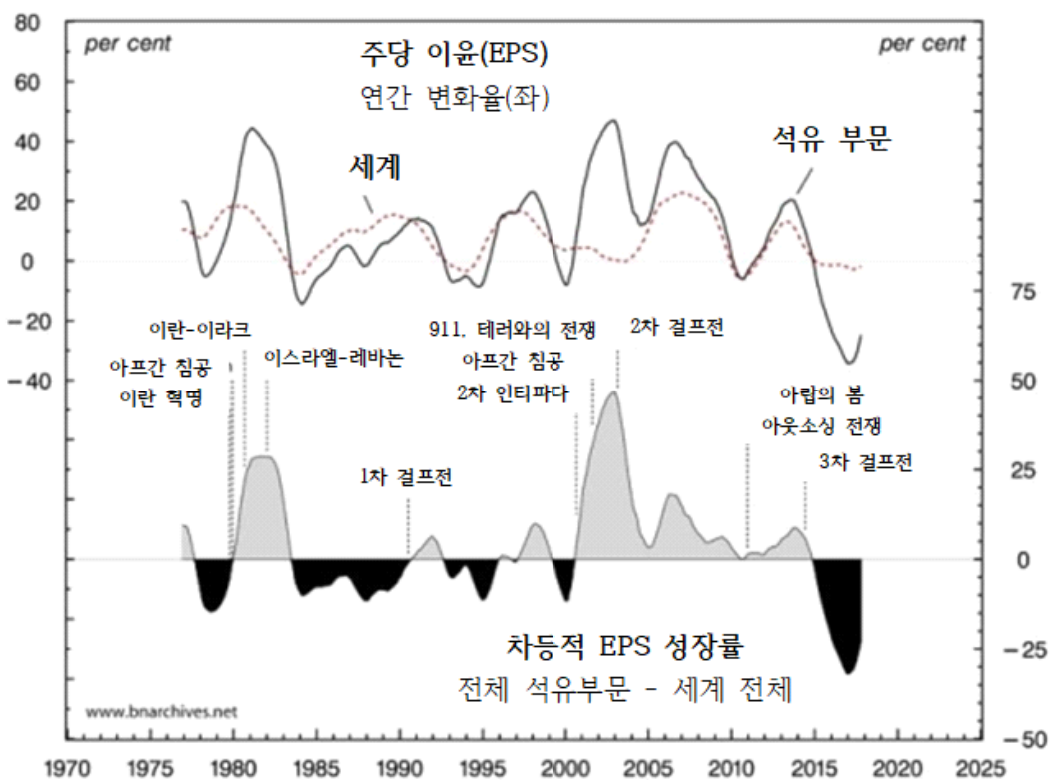
3. 1996-7년 한 번을 제외하고는, 석유-핵심집단은 결코 지역의 에너지 분쟁 없이 평균을 깨지 못했다. 다른 말로 표현하자면, 석유 기업들의 차등적 영업성과는 생산에 의존한 것이 아니라, 사보타주의 가장 극단적인 형태, 즉 전쟁에 의지했다.

이러한 규칙성들이 그림 4에서도 역시 나타난다. 여기서는 미국이 아니라 세계 전체에 초점을 맞췄다. 그리고 ROE가 아니라 주당이윤(EPS)의 성장을 살펴보았으며, 연간 데이터가 아니라 월간 데이터를 검토했다. 위쪽의 두 시리즈는 세계 전체의 상장된 석유기업들의 평균 EPS를 세계 전체의 상장 기업들의 EPS에 대비해 표현한 것이다. 두 시리즈는 각각의 EPS 연간 변화율을 측정하는 것이다. 해당 월의 값과 1년 전 같은 달의 값을 비교하는 방식으로 계산했고 3년-후행 평균값으로 표현했다. 아래쪽 시리즈는 전체 석유 기업들의 차등적 EPS 성장률을 나타낸다. 전체 석유 기업들의 EPS 성장률에서 세계 전체 지표의 성장률을 빼는 방식으로 계산했으며 3년-후행 평균값으로 표현했다. 그림3과 마찬가지로 회색 부분은 전체 석유 기업들이 평균을 깬 기간을 가리키고, 검은 부분은 석유 기업들이 전체 평균보다 뒤쳐졌을 때를 의미한다(그러므로 검은색 부분은 위기 구간을 표시한 것이다). 그 결과를 보면 이 지표들의 정의와 범위가 그림3에 나타난 것들과는 매우 다르지만, 세 가지 정형화된 패턴은 - 그리고 이 패턴에 대한 예외 역시 - 거의 같았다. 1976년 이래로 이 차트들의 다

음과 같은 내용들은 그림3과 거의 같았다.

- (1) 모든 에너지 분쟁은 석유-핵심집단이 평균보다 뒤쳐진 다음 일어났다(2011년 아랍의 봄/아웃소싱 전쟁과 2014년 3차 걸프 전쟁은 예외인데, 차등적 축적이 거의 제로에 가까웠으나 그래도 양의 값을 가졌다).
- (2) 2014년 3차 걸프 전쟁을 제외하고, 모든 분쟁 이후 석유기업들의 차등적 축적이 증가로 전환했다.
- (3) 1990년 중반을 제외하고, 전체 석유 기업들은 에너지 분쟁이 앞서 일어나지 않으면 평균을 깨고 나가지 못했다.

<그림 4> 에너지 분쟁과 차등적 이윤: 석유-핵심집단 대 세계 전체



주석: 위 시리즈는 3년-후행 평균으로 평탄화된 월간 데이터이다. 주당 이윤(EPS)는 주가지수를 주가-수익 비율(PER)로 나누어 계산했다. 연간 변화율은 전년도의 상응하는 달에 상대적으로 비교하여 측정했다. 차등적 EPS의 성장률은 통합된 석유부문 지수의 EPS 성장률에서 세계지수의 EPS를 빼서 계산했다. 최근 데이터는 2017년 10월이다.

출처: Shimshon Bichler and Jonathan Nitzan, 'Still About Oil?', Real-World Economics Review, No. 70(February), 2015, Figure 5, p.18를 업데이트. 전체 상장 기업의 가격지수와 PER은 각각 Datastream(series codes: TOTMKWD(PI), TOTMKWD(PE)), 석유부문 전체 상장 기업의 가격지수와 PER은 Datastream(series codes: OILINWD(PI), OILINWD(PE)).

이러한 장기적인 규칙성에 대비해서 보면, 지난 3년 간의 경험은 매우 이례적이다. 첫 번째 규칙성에 조응해서, 2013년에 열린 위기 구간이 2014년 이른바 3차 걸프 전쟁의 발발로 서서히 이어졌다. 그러나 반세기 동안 처음으로 두 번째 규칙성이 첫 번째 규칙성을 따라 일어나지 않았다. 적대적 분위기는 - 여러 지역이 있지만 특히 시리아, 이라크, 예멘 등지에서 - 계속되지만, 그리고 석유 수출액이 줄어들어서 촉발되는 지역적 불안이 고조되고는 있지만, 석유 가격은 곤두박질치고 있고, 석유 기업들은 평균에 뒤쳐져 있다. 게다가 - 그리고 불길하게도 - 그 가격하락과 차등적 손실의 규모가 전에 없던 수준이다.

우리가 'Blood and Oil in the Orient, Redux(2017)'라는 우리의 최근 연구논문에서 말했듯이, 무기 달러-석유 달러 동맹은 더 이상 중동지역에서 운전석에 앉아 있지 않다. 그러나 석유기업들, 무기 기업들, 지역의 석유-수출 전제정치, 그리고 다양한 비국가 조직들이 모두 한결 같이 기록적으로 낮은 수준의 석유 소득이 상승하기를 학수고대하고 있기 때문에, 새로운 에너지 분쟁이 우연적이든 계획적이든 발생할 가능성이 극도로 높아 보인다.

관련한 연구 내용 전체를 보려면 다음을 참조: <http://bnarchives.yorku.ca/525/>