

THE 2028 GLOBAL INTELLIGENCE CRISIS

A Thought Exercise in Financial History, from the Future



CITRINI ANDALAP SHAH

FEB 23, 2026

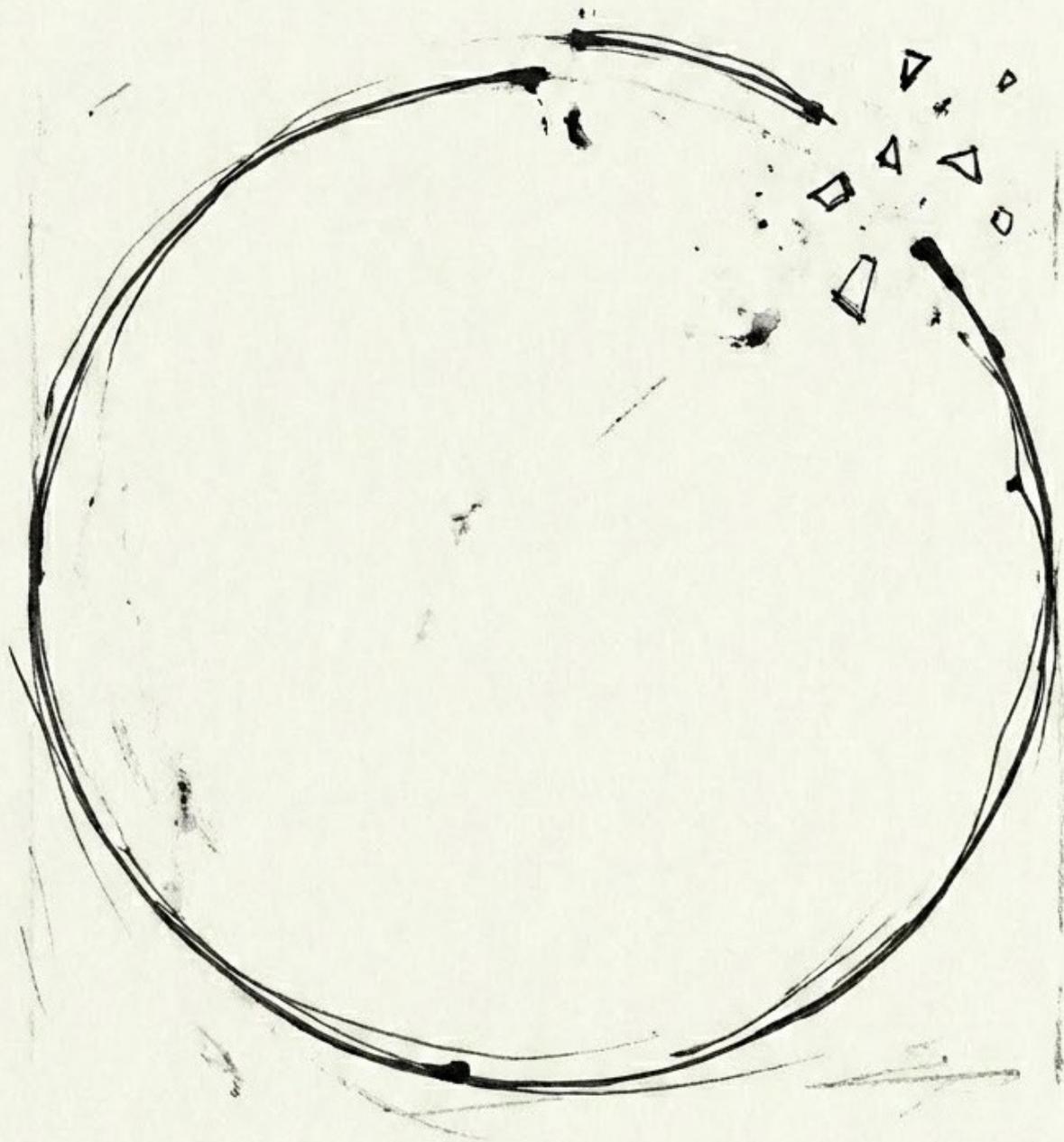
서문

만약 AI에 대한 우리의 낙관론이 계속해서 옳다면... 그리고 만약 그것이 실제로는 하락 신호라면?

이하의 내용은 하나의 시나리오이지, 예측이 아니다. 이것은 비관론자들의 포르노그래피도, AI 종말론자들의 팬픽션도 아니다. 이 글의 유일한 목적은 상대적으로 충분히 탐구되지 않은 시나리오를 모델링하는 것이다. 우리의 친구 알랍 샤(Alap Shah)가 이 질문을 던졌고, 우리는 함께 그 답을 구상했다. 이 부분은 우리가 썼으며, 그는 여기서 찾아볼 수 있는 두 편의 글을 별도로 집필했다.

부디 이 글을 읽고 나서, AI가 경제를 점점 더 규모하게 변화시켜 가는 과정에서 발생할 수 있는 잠재적 좌측 꼬리 리스크(left tail risk)에 보다 잘 대비할 수 있기를 바란다.

이것은 2028년 6월, 글로벌 인텔리전스 위기(Global Intelligence Crisis)의 전개 과정과 그 여파를 상세히 기록한 **CitriniResearch 매크로 메모다**.



The 2028 Global Intelligence Crisis

메모

풍요로운 지은의 결과

CitriniResearch

2028년 6월 30일

오늘 아침 실업률이 10.2%를 기록했다. 시장 예상치를 0.3%포인트 상회한 수치다. 시장은 이 발표에 2% 하락으로 반응했고, S&P 500은 2026년 10월 고점 대비 누적 낙폭이 38%에 달하게 됐다.

트레이더들은 이미 감각이 무뎠던 상태다. 불과 6개월 전만 해도 이런 수치가 나왔다면 서킷 브레이커가 발동됐을 것이다.

단 2년이였다. "국지적"이고 "특정 섹터에 한정된" 문제로 여겨지던 것이, 우리 중 누구도 태어나면서부터 알아온 경제와는 전혀 다른 모습으로 변모하기까지 걸린 시간이 고작 2년이였다. 이번 분기 매크로 메모는 그 일련의 과정을 재구성하려는 시도다 — 위기 이전 경제에 대한 사후 부검이라 할 수 있다.

당시의 열기는 피부로 느껴질 정도였다. 2026년 10월, S&P 500은 8,000 선을 넘보았고 나스닥은 30,000 선을 돌파했다. 인간의 노동력이 기계로 대체되는 첫 번째 해고 물결은 2026년 초부터 시작됐고, 그것은 해고가 으레 그렇듯 정확히 예상된 결과를 낳았다. 마진은 확대됐고, 실적은 기대를 웃돌았으며, 주가는 랠리를 펼쳤다. 사상 최대 규모의 기업 이익은 고스란히 AI 컴퓨팅에 재투자됐다.

헤드라인 수치는 여전히 화려했다. 명목 GDP는 분기마다 중간에서 높은 한 자릿수의 연율 성장을 거듭해서 기록했다. 생산성은 폭발적으로 증가했다. 시간당 실질 산출량은 1950년대

이후 유례없는 속도로 상승했는데, 이는 잠도 자지 않고, 병가도 없으며, 건강보험도 필요하지 않은 AI 에이전트들이 이끈 결과였다.

컴퓨팅 자원을 소유한 자들은 인건비가 사라지면서 자산이 폭발적으로 불어났다. 반면 실질 임금 증가율은 곤두박질쳤다. 행정부는 사상 최고의 생산성을 연일 자랑했지만, 화이트칼라 노동자들은 기계에 일자리를 빼앗기고 더 낮은 임금의 직종으로 내몰렸다.

소비자 경제에 균열이 나타나기 시작했을 때, 경제 논객들은 "유령 GDP(Ghost GDP)"라는 표현을 대중화했다. 국민 계정에는 나타나지만 실물 경제를 통해 순환하지는 않는 산출물을 뜻하는 말이었다.

모든 면에서 AI는 기대를 뛰어넘고 있었고, 시장은 곧 AI였다. 단 하나의 문제만 빼고... 경제는 그렇지 않았다.

노스다코타의 GPU 클러스터 하나가 맨해튼 미드타운에서 일하던 화이트칼라 노동자 1만 명의 산출물을 고스란히 만들어낸다는 것이, 경제적 만병통치약이 아니라 경제적 전염병에 가깝다는 사실은 처음부터 명백했어야 했다. 화폐의 유통 속도는 바닥을 쳤다. 당시 GDP의 70%를 차지하던 인간 중심의 소비 경제는 서서히 시들어갔다. 기계가 재량 소비재에 얼마나 많은 돈을 쓰는지 그냥 물어봤더라면 우리는 훨씬 일찍 이 사실을 깨달았을지도 모른다. (힌트: 정답은 0이다.)

AI 역량이 향상되고, 기업은 더 적은 인력을 필요로 하게 됐으며, 화이트칼라 해고가 증가했고, 일자리를 잃은 노동자들의 소비는 줄었으며, 마진 압박에 몰린 기업들은 AI에 더 많은 투자를 단행했고, 그러자 다시 AI 역량이 향상됐다...

이것은 자연적인 제동 장치가 없는 음의 피드백 루프였다. 인간 지능 대체의 나선형 악순환. 화이트칼라 노동자들은 자신의 소득 창출 능력이 구조적으로 훼손되는 것을 목격했고, 합리적인 반응으로 지출을 줄였다. 그들의 소득은 13조 달러 규모의 모기지 시장을 떠받치는 근간이었다 — 이는 인수 심사자들로 하여금 우량 모기지가 여전히 안전한 자산인지를 재평가하도록 강제했다.

17년간 진정한 의미의 디폴트 사이클 없이 흘러온 세월은, 사모펀드가 투자한 소프트웨어 딜들 — ARR(연간 반복 매출)이 영속적으로 유지될 것이라 가정한 — 로 가득 찬 비공개

시장을 잔뜩 부풀려 놓았다. 2027년 중반, AI 충격으로 인한 첫 번째 디폴트 물결은 그 가정에 정면으로 의문을 제기했다.

만약 혼란이 소프트웨어 영역에만 국한됐다면 수습이 가능했을 것이다. 하지만 그렇지 않았다. 2027년 말에 이르러 그 충격은 중개(intermediation)를 수익 모델의 근간으로 삼는 모든 비즈니스로 번져나갔다. 인간을 위한 마찰(friction)을 수익화하는 구조 위에 세워진 수많은 기업들이 무너져 내렸다.

시스템 전체가 알고 보니 화이트칼라 생산성 성장에 대한 상관관계 높은 베팅들이 끝없이 이어진 하나의 긴 연쇄 구조였던 것이다. 2027년 11월의 폭락은 이미 작동 중이던 모든 음의 피드백 루프를 한층 더 가속화하는 역할을 했을 뿐이었다.

우리는 어느새 거의 1년째 "나쁜 소식이 곧 좋은 소식"이 되는 순간을 기다리고 있다. 정부는 대응 방안을 검토하기 시작했지만, 정부가 어떤 형태로든 구제에 나설 수 있다는 대중의 믿음은 이미 바닥으로 떨어진 상태다. 정책 대응이 경제 현실보다 항상 뒤처져 왔다는 것은 주지의 사실이지만, 지금은 포괄적인 계획의 부재 자체가 디플레이션 악순환을 오히려 가속화할 위협으로 작용하고 있다.

시작은 이랬다

2025년 말, 에이전트 기반 코딩 툴의 역량이 한 단계 도약했다.

클로드 코드(Claude Code)나 코덱스(Codex)를 활용할 줄 아는 유능한 개발자라면 이제 중간 규모 SaaS 제품의 핵심 기능을 몇 주 만에 복제해낼 수 있었다. 완벽하지 않고 모든 엣지 케이스가 처리된 것도 아니었지만, 연간 50만 달러짜리 갱신 계약을 검토하는 CIO가 "그냥 우리가 직접 만들면 어떨까?"라는 질문을 던지기에는 충분한 수준이었다.

회계연도는 대부분 달력 연도와 일치하기 때문에, 2026년 기업 지출 계획은 "에이전트 AI"가 아직 유행어에 불과하던 2025년 4분기에 이미 수립된 상태였다. 이 시스템들이 실제로

무엇을 할 수 있는지를 직접 목격한 상태에서 구매 팀이 처음으로 의사결정을 내린 것은 바로 그해 중반기 검토 시점이었다. 일부 팀들은 자사의 내부 개발팀이 수십만 달러짜리 SaaS 계약을 몇 주 만에 복제한 프로토타입을 만들어내는 것을 두 눈으로 직접 지켜봤다.

그해 여름, 우리는 포춘 500 대 기업의 한 구매 담당자와 이야기를 나눴다. 그는 자신이 겪은 예산 협상 이야기를 들려줬다. 영업 담당자는 지난해와 똑같은 전략을 펼칠 것으로 예상했다. 연 5% 가격 인상, "당신 팀은 이미 우리 제품에 의존하고 있다"는 식의 단골 멘트. 그런데 구매 담당자는 오히려 OpenAI 의 "현장 파견 엔지니어(forward deployed engineers)"들이 AI 툴을 활용해 해당 벤더를 아예 대체하는 방안을 논의 중이라고 말했다. 결국 계약은 30% 할인된 가격으로 갱신했다. 그것도 나쁘지 않은 결과였다고 그는 말했다. Monday.com, Zapier, Asana 같은 "SaaS 롱테일" 기업들의 처지는 훨씬 더 가혹했다.

투자자들은 이미 롱테일이 큰 타격을 받을 것이라고 예상하고 있었다 — 기대하고 있다고 해도 과언이 아닌 수준으로. 이들이 일반적인 기업 소프트웨어 스택 지출의 3분의 1 을 차지했는지 모르지만, 취약하다는 것은 누가 봐도 명백했다. 반면 핵심 시스템 오브 레코드(systems of record)는 혼란으로부터 안전할 것이라는 인식이 지배적이었다.

그 메커니즘의 재귀적 성격이 보다 선명하게 드러난 것은 ServiceNow 의 2026 년 3 분기 실적 발표 때였다.

ServiceNow, 순신규 ACV 성장률 23%에서 14%로 둔화... 인력 15% 감축 및 '구조적 효율화 프로그램' 발표... 주가 18% 급락 / 블룸버그, 2026 년 10 월

SaaS 가 "죽은" 것은 아니었다. 사내 구축(in-house build)을 운영하고 유지하는 데에는 여전히 비용-편익 분석이 따랐다. 하지만 사내 구축이 하나의 선택지로 부상했고, 그 사실 자체가 가격 협상에 영향을 미쳤다. 어쩌면 더 중요한 변화는 경쟁 구도 자체가 달라졌다는 점이었다. AI 덕분에 새로운 기능을 개발하고 출시하는 것이 훨씬 쉬워지면서 차별화는 무너졌다. 기존 강자들은 서로 간의 경쟁, 그리고 우후죽순 등장한 신생 도전자들과의 경쟁 속에서 가격 바닥을 향한 레이스에 내몰렸다 — 말 그대로 칼부림이었다. 에이전트 코딩

역량의 도약에 고무된 신생 기업들은 지켜야 할 레거시 비용 구조도 없었기에 공격적으로 시장을 잠식해 들어왔다.

이 시스템들이 얼마나 촘촘하게 연결되어 있는지도 이 실적 발표가 나오기 전까지는 제대로 인식되지 못했다. ServiceNow 는 좌석(seat) 단위로 제품을 팔았다. 포춘 500 대 고객사들이 인력을 15% 줄이자, 라이선스도 15% 해지됐다. 고객사의 마진을 끌어올리던 바로 그 AI 주도 인원 감축이, 기계적으로 ServiceNow 자신의 매출 기반을 갉아먹고 있었던 것이다.

워크플로우 자동화를 팔던 기업이 더 뛰어난 워크플로우 자동화에 의해 잠식당하고 있었고, 그 대응으로 인원을 줄이고 그 절감분을 자신을 위협하는 바로 그 기술에 쏟아붓고 있었다.

달리 어찌란 말인가? 가만히 앉아서 천천히 죽으란 말인가? AI 에 가장 크게 위협받는 기업들이 AI 를 가장 공격적으로 도입하는 주체가 됐다.

지금 와서 보면 당연한 이야기처럼 들리지만, 당시에는 전혀 그렇지 않았다 — 적어도 내게는. 기존의 기술 혁신 모델은 이렇게 말했다. 기존 강자들은 새로운 기술에 저항하고, 민첩한 신규 진입자들에게 시장을 빼앗기며, 서서히 소멸한다. 코닥, 블록버스터, 블랙베리에게 일어난 일이 바로 그것이었다. 2026 년에 벌어진 일은 달랐다. 기존 강자들이 저항하지 않은 것은 저항할 여유가 없었기 때문이다.

주가가 40~60% 폭락하고 이사회가 답을 요구하는 상황에서, AI 의 위협에 노출된 기업들은 할 수 있는 유일한 선택을 했다. 인원을 줄이고, 절감분을 AI 툴에 재투자하고, 그 툴을 활용해 더 낮은 비용으로 동일한 산출물을 유지하는 것.

개별 기업의 대응은 각자의 입장에서 합리적이었다. 그러나 그 집합적 결과는 재앙이었다. 인건비에서 절약된 한 푼 한 푼이 AI 역량으로 흘러들어갔고, 그 역량은 다음 라운드의 일자리 감축을 가능하게 했다.

소프트웨어는 서막에 불과했다. 투자자들이 SaaS 멀티플이 바닥을 쳤는지를 두고 논쟁을 벌이는 사이, 재귀적 피드백 루프는 이미 소프트웨어 섹터를 벗어나 있었다. ServiceNow 의 인원 감축을 정당화했던 논리는 화이트칼라 비용 구조를 가진 모든 기업에 동일하게 적용됐다.

마찰이 사라진 날

2027년 초, LLM 사용은 기본값이 됐다. "에이전트 AI"가 뭔지도 모르는 사람들이 AI 에이전트를 쓰고 있었다. 마치 "클라우드 컴퓨팅"이 뭔지 한 번도 배운 적 없는 사람들이 스트리밍 서비스를 이용하듯이. 사람들은 이것을 자동완성이나 맞춤법 검사와 똑같이 여겼다 — 이제 폰이 그냥 해주는 것들 중 하나로.

Qwen의 오픈소스 에이전트 쇼핑 툴이 AI의 소비자 의사결정 처리를 촉발한 도화선이었다. 불과 몇 주 만에 모든 주요 AI 어시스턴트가 에이전트 커머스 기능을 통합했다. 경량화된 증류 모델(distilled model) 덕분에 이 에이전트들은 클라우드 인스턴스뿐만 아니라 스마트폰과 노트북에서도 구동될 수 있었고, 추론의 한계 비용은 눈에 띄게 낮아졌다.

투자자들이 실제보다 훨씬 더 불안해했어야 할 부분은 따로 있었다. 이 에이전트들은 사용자가 명령을 내릴 때까지 기다리지 않았다. 사용자의 선호 설정에 따라 백그라운드에서 스스로 작동했다. 소비는 더 이상 인간이 개별적으로 내리는 일련의 결정이 아니었다. 모든 연결된 소비자를 대신해 24시간 365일 쉬지 않고 돌아가는 연속적인 최적화 프로세스가 됐다. 2027년 3월, 미국 내 중위 개인의 일일 토큰 소비량은 40만 토큰에 달했다 — 2026년 말 대비 10배 증가한 수치였다.

연쇄 고리의 다음 링크는 이미 끊어지고 있었다.

바로 중개(intermediation)였다.

지난 50년간 미국 경제는 인간의 한계 위에 거대한 임대료 추출 계층을 쌓아올렸다. 일은 시간이 걸리고, 인내심은 바닥나며, 브랜드 친숙함이 꼼꼼한 비교를 대신하고, 대부분의 사람들은 더 많은 클릭을 피하기 위해 불리한 가격도 기꺼이 감수한다. 수조 달러에 달하는 기업 가치가 바로 이 제약들이 계속 유지되는 데에 달려 있었다.

시작은 단순했다. 에이전트가 마찰을 제거했다.

몇 달째 사용하지 않으면서도 자동으로 갱신되던 구독과 멤버십. 체험 기간이 끝나면 슬그머니 두 배로 뛰는 초기 할인 요금제. 하나하나가 에이전트가 협상할 수 있는 인질 상황으로 재정의됐다. 구독 경제 전체가 그 위에 세워진 핵심 지표인 평균 고객 생애 가치(CLV, Customer Lifetime Value)는 뚜렷하게 하락하기 시작했다.

소비자 에이전트는 거의 모든 소비자 거래 방식을 바꾸기 시작했다.

인간은 단백질 바 한 박스를 사기 전에 다섯 개의 경쟁 플랫폼에서 가격을 비교할 시간이 없다. 기계는 있다.

여행 예약 플랫폼이 가장 먼저 희생됐다. 구조가 가장 단순했기 때문이다. 2026년 4분기에 이르러, 에이전트들은 항공편, 호텔, 지상 교통, 마일리지 최적화, 예산 제약, 환불까지 포함한 완전한 여행 일정을 어떤 플랫폼보다 빠르고 저렴하게 조합해낼 수 있었다.

보험 갱신도 재편됐다. 갱신 모델 전체가 보험 계약자의 관성에 기대고 있었던 분야였다. 매년 자동으로 보장 내용을 재비교하는 에이전트들이 등장하면서, 보험사들이 수동 갱신으로 챙기던 보험료의 15~20%가 사라졌다.

재무 상담, 세금 신고, 일상적인 법률 업무. "당신이 번거롭게 여기는 복잡한 일을 내가 대신 처리해드립니다"가 근본적인 가치 제안이었던 모든 카테고리가 무너졌다. 에이전트들은 그 무엇도 번거롭게 여기지 않았기 때문이다.

인간 관계의 가치로 보호받는다 고 생각했던 영역조차 취약하기는 마찬가지였다. 부동산이 그랬다. 수십 년간 매수자들은 중개인과 소비자 사이의 정보 비대칭을 이유로 5~6%의 수수료를 감내해왔다. 그러나 MLS 접근권과 수십 년치 거래 데이터로 무장한 AI 에이전트들이 그 지식 기반을 순식간에 복제할 수 있게 되자 이 구조는 붕괴됐다. 2027년 3월에 나온 한 셀사이드 보고서는 이 현상을 "에이전트 대 에이전트의 폭력"이라고 제목을 붙였다. 주요 대도시의 바이사이드 중개 수수료 중앙값은 2.5~3%에서 1% 미만으로 압축됐고, 바이사이드에 인간 중개인이 전혀 없이 거래가 성사되는 비중도 계속 늘어났다.

우리는 "인간 관계"의 가치를 과대평가하고 있었다. 알고 보니 사람들이 관계라고 부르던 것의 상당 부분은 그저 친절한 얼굴을 한 마찰이었을 뿐이다.

이것은 중개 계층 붕괴의 시작에 불과했다. 성공한 기업들은 이제 더 이상 아무런 의미도 없어진 소비자 행동의 특이성과 인간 심리를 효과적으로 활용하기 위해 수십억 달러를 쏟아부어 왔던 것이다.

가격과 적합도를 최적화하는 기계는 당신이 즐겨 쓰는 앱이나 지난 4년간 습관적으로 열어온 웹사이트 따위는 신경 쓰지 않는다. 잘 설계된 결제 화면의 매력에 끌리지도 않는다. 지쳐서 가장 쉬운 선택지를 고르거나 "여기서 항상 주문하니까"라는 관성에 기대지도 않는다.

이것이 특정한 종류의 해자(moat)를 무너뜨렸다. 바로 습관적 중개에 기반한 해자였다.

DoorDash(DASH US)가 그 상징적인 사례였다.

코딩 에이전트들은 배달 앱 출시의 진입 장벽을 무너뜨렸다. 유능한 개발자라면 몇 주 만에 기능하는 경쟁 앱을 배포할 수 있었고, 실제로 수십 명이 그렇게 했다. 이들은 배달 수수료의 90~95%를 기사에게 돌려주는 방식으로 DoorDash와 우버이츠에서 드라이버들을 빼내갔다. 멀티앱 대시보드는 각 워커들이 20~30개 플랫폼의 들어오는 주문을 동시에 추적할 수 있게 해줬고, 기존 강자들이 의존하던 플랫폼 종속성을 완전히 제거했다. 시장은 하룻밤 사이에 파편화됐고 마진은 거의 제로 수준으로 압축됐다.

에이전트들은 붕괴의 양쪽을 모두 가속화했다. 경쟁자들을 탄생시키고, 그 경쟁자들을 이용했다. DoorDash의 해자는 문자 그대로 "당신은 배고프고, 귀찮고, 이 앱이 홈 화면에 있다"는 것이었다. 에이전트에게는 홈 화면이 없다. DoorDash, 우버이츠, 식당 자체 사이트, 그리고 새로 등장한 스무 개의 바이브 코딩 앱들을 전부 비교해서 매번 가장 낮은 수수료와 가장 빠른 배달을 골라낼 뿐이다.

앱에 대한 습관적 충성심, 즉 비즈니스 모델의 전체 근간은 기계에게는 그냥 존재하지 않는 개념이었다. 이것은 묘하게 시적인 아이러니였다. 곧 일자리를 잃게 될 화이트칼라 노동자들에게 에이전트가 호의를 베풀, 이 장대한 이야기 전체에서 아마도 유일한 사례였으니까. 그들이 결국 배달 기사로 전락했을 때, 적어도 수입의 절반이 우버와 DoorDash로 빠져나가지는 않았다. 물론 기술이 베풀 이 호의는 자율주행차가 확산되면서 오래가지 못했다.

에이전트들이 거래를 장악하고 나자, 그들은 더 큰 클럽을 찾아 나섰다.

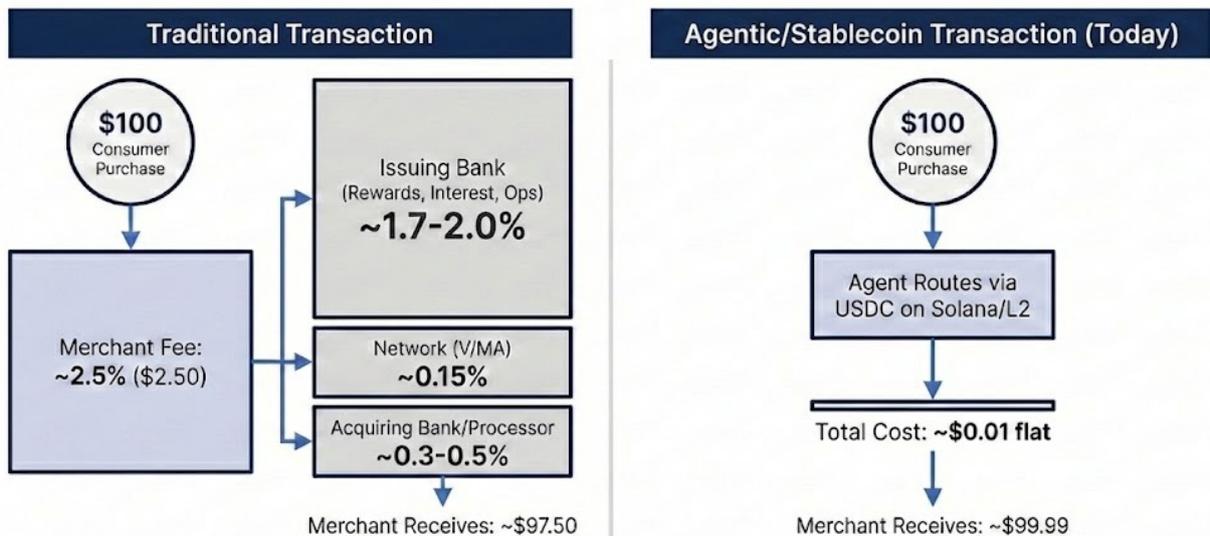
가격 비교와 집계로 할 수 있는 일에는 한계가 있었다. 사용자의 돈을 반복적으로 절약하는 가장 큰 방법은 — 특히 에이전트들이 서로 간에 거래하기 시작하면서 — 수수료를 없애는 것이었다. 기계 대 기계의 상거래에서, 2~3%의 카드 인터체인지 수수료는 명백한 타겟이 됐다.

에이전트들은 카드보다 빠르고 저렴한 대안을 찾아나섰다. 대부분은 솔라나(Solana)나 이더리움 L2 를 통한 스테이블코인을 선택했다. 결제는 거의 즉각적이었고 거래 비용은 1 페니의 몇 분의 1 수준이었다.

마스터카드 2027년 1분기: 순매출 전년 대비 +6%; 구매 거래량 증가율 전 분기 +5.9%에서 +3.4%로 둔화; 경영진, "에이전트 주도 가격 최적화" 및 "재량 소비 카테고리의 압박" 언급 / 블룸버그, 2027년 4월 29일

마스터카드의 2027년 1분기 실적 발표는 돌아올 수 없는 지점이었다. 에이전트 커머스는 제품 이야기에서 인프라 이야기로 전환됐다. MA 주가는 다음 날 9% 하락했다. 비자도 마찬가지였지만, 애널리스트들이 스테이블코인 인프라에서 비자의 포지셔닝이 더 유리하다고 지적하자 낙폭을 일부 만회했다.

How Payment Rails are Changing



에이전트 커머스가 인터체인지를 우회하는 것은 카드 중심 은행들과 단일 사업 발급사들에게 훨씬 더 큰 위협이었다. 이들은 2~3% 수수료의 대부분을 가져가던 주체였고, 가맹점 보조금으로 운영되는 리워드 프로그램을 중심으로 사업 부문 전체를 구축해 놓은 상태였다.

아메리칸 익스프레스(AXP US)가 가장 큰 타격을 받았다. 화이트칼라 인력 감축으로 고객 기반이 무너지는 역풍과, 에이전트들이 인터체인지를 우회하면서 수익 모델이 붕괴되는 역풍이 동시에 몰아쳤기 때문이다. 시너지(SYF US), 캐피털 원(COF US), 디스커버(DFS US)도 이후 몇 주에 걸쳐 모두 10% 이상 하락했다.

이들의 해자는 마찰로 만들어진 것이었다. 그리고 마찰은 사라지고 있었다.

섹터 리스크에서 시스템 리스크로

2026년 내내 시장은 AI의 부정적 충격을 섹터 단위의 이야기로 취급했다. 소프트웨어와 컨설팅은 처참하게 무너지고 있었고, 결제와 여타 통행료 수취 사업들도 흔들리고 있었지만, 더 넓은 경제는 멀쩡해 보였다. 노동 시장은 둔화되고 있었지만 자유낙하 상태는 아니었다. 주류 견해는 창조적 파괴가 모든 기술 혁신 사이클의 일부라는 것이었다. 일부 영역에서는 고통스럽겠지만, AI가 가져다주는 전체적인 순편익이 어떤 부정적 결과도 압도할 것이라는 시각이었다.

우리의 2027년 1월 매크로 메모는 이것이 잘못된 사고 모델이라고 주장했다. 미국 경제는 화이트칼라 서비스 경제다. 화이트칼라 노동자들은 전체 고용의 50%를 차지했고, 재량 소비 지출의 약 75%를 이끌었다. AI가 잠식하고 있던 사업들과 일자리들은 미국 경제의 주변부가 아니었다. 그것들이 곧 미국 경제 그 자체였다.

"기술 혁신은 일자리를 파괴하고, 그보다 더 많은 일자리를 창출한다." 당시 가장 널리 퍼지고 설득력 있는 반론이었다. 2세기 동안 옳았기 때문에 널리 퍼지고 설득력이 있었다. 미래의

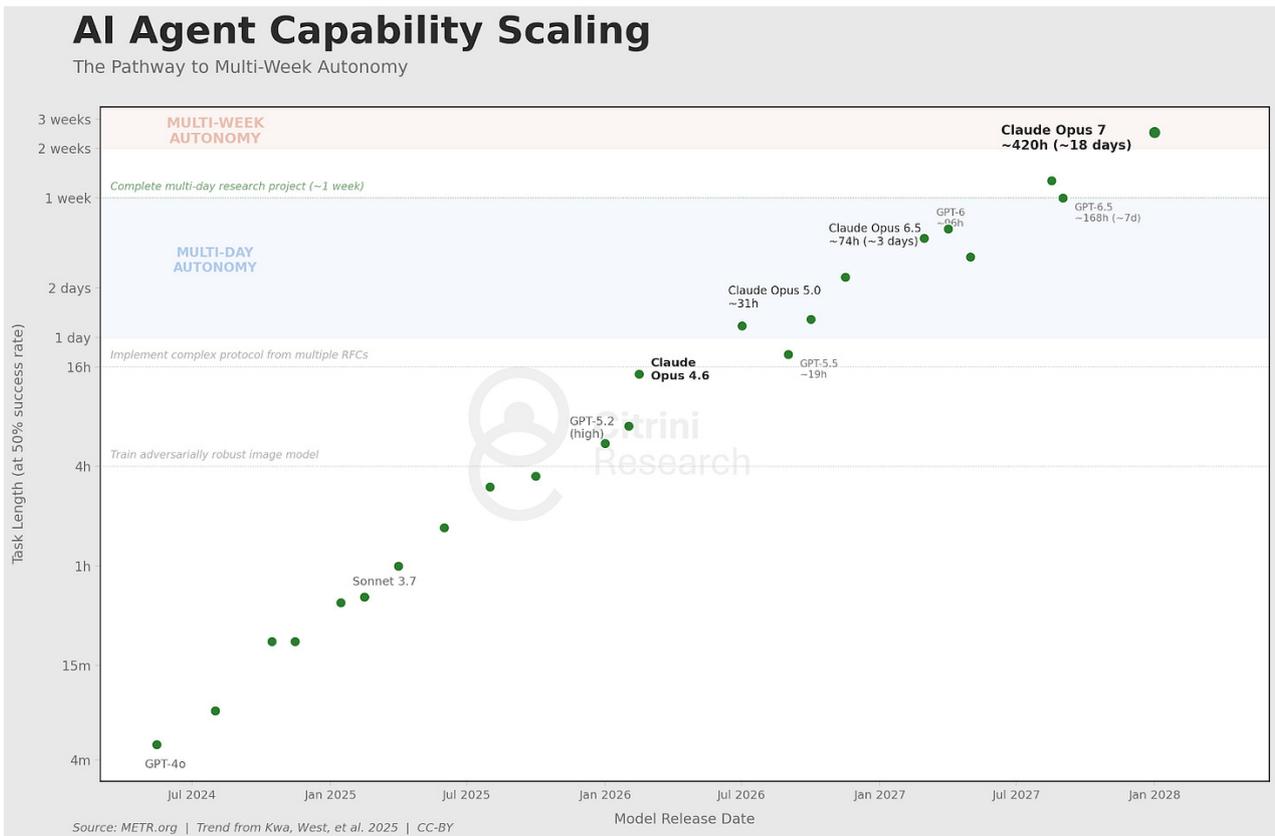
일자리가 어떤 모습일지 구체적으로 그려낼 수 없다 해도, 그것들은 분명히 나타날 것이라는 논리였다.

ATM은 지점 운영 비용을 낮췄고, 덕분에 은행들은 더 많은 지점을 열었으며 창구 직원 고용은 이후 20년간 오히려 늘어났다. 인터넷은 여행사, 옐로 페이지, 오프라인 소매업을 붕괴시켰지만, 그 자리에 완전히 새로운 산업들을 만들어내며 새로운 일자리를 불러냈다.

그러나 모든 새로운 일자리는 반드시 인간이 수행해야 했다.

AI는 이제 인간이 재배치될 바로 그 업무에서 스스로 발전하는 범용 지능이다. 일자리를 잃은 코더들은 단순히 "AI 관리" 업무로 이동할 수 없다. AI가 이미 그것도 할 수 있기 때문이다.

오늘날 AI 에이전트들은 수 주에 걸친 연구개발 업무를 처리한다. 지수적 성장은 우리가 가능하다고 여겼던 것들에 대한 모든 개념을 짓밟고 지나갔다. 와튼 스쿨 교수들이 매년 새로운 S자 곡선에 데이터를 끼워 맞추려 했음에도 불구하고.



이들은 사실상 모든 코드를 작성한다. 그 중 최고 성능의 모델들은 거의 모든 분야에서 거의 모든 인간보다 실질적으로 더 뛰어나다. 그리고 계속해서 저렴해지고 있다.

AI는 새로운 일자리를 만들어냈다. 프롬프트 엔지니어, AI 안전 연구원, 인프라 기술자. 인간은 여전히 루프 안에 있다. 가장 높은 수준에서 조율하거나 취향을 지시하는 역할로. 그러나 AI가 새로운 역할을 하나 만들어낼 때마다, 수십 개의 기존 역할을 쓸모없게 만들었다. 새로운 역할들의 보수는 기존 역할들의 몇 분의 1에 불과했다.

미국 JOLTS: 구인 건수 550만 건 아래로 하락; 실업자 대비 구인 비율 약 1.7로 2020년 8월 이후 최고치 / 블룸버그, 2026년 10월

채용률은 연중 내내 저조한 상태였지만, 2026년 10월 JOLTS 지표가 결정적인 데이터를 제공했다. 구인 건수는 550만 건 아래로 떨어졌다. 전년 대비 15% 감소한 수치였다.

INDEED: 소프트웨어, 금융, 컨설팅 분야 구인 공고 급감 – "생산성 향상 이니셔티브" 확산 영향 / 인디드 하이어링 랩, 2026년 11~12월

화이트칼라 구인 공고는 붕괴하고 있었던 반면, 블루칼라 구인 공고는 상대적으로 안정세를 유지했다(건설, 의료, 기술직). 혼란은 메모를 작성하고(우리는 어찌어찌 아직 사업을 유지하고 있지만), 예산을 승인하고, 경제의 중간 계층을 매끄럽게 유지하는 일자리들에 집중됐다. 그러나 두 집단 모두에서 실질 임금 증가율은 연중 대부분 마이너스를 기록했고 계속해서 하락했다.

주식 시장은 여전히 JOLTS보다 GE 버노바의 터빈 생산 용량이 2040년까지 전량 매진됐다는 소식에 더 주목했고, 부정적인 거시 뉴스와 긍정적인 AI 인프라 헤드라인 사이의 줄다리기 속에서 횡보했다.

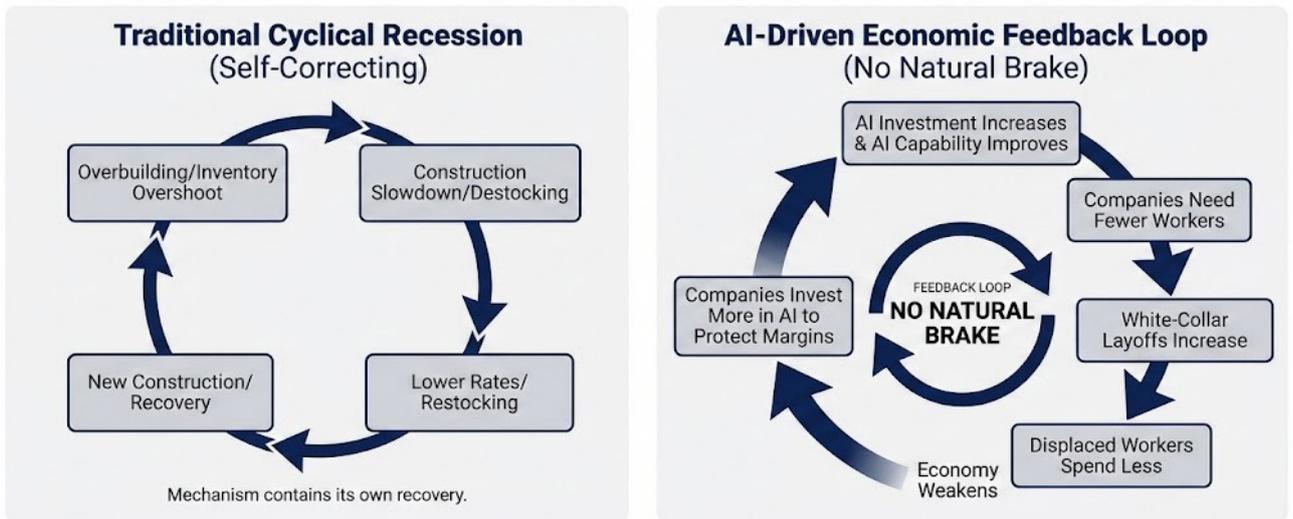
채권 시장은(언제나 주식보다 영리하거나, 적어도 덜 낭만적인) 그러나 소비 충격을 가격에 반영하기 시작했다. 10년물 국채 금리는 이후 4개월에 걸쳐 4.3%에서 3.2%로 하락하기

시작했다. 그럼에도 헤드라인 실업률은 급등하지 않았고, 그 이면의 구성 변화가 가진 함의는 여전히 일부에게는 포착되지 않았다.

일반적인 경기 침체에서 원인은 결국 스스로 교정된다. 과잉 건설은 건설 경기 둔화로 이어지고, 이는 금리 하락으로, 다시 신규 건설로 이어진다. 재고 과잉은 재고 축소로, 이는 다시 재고 확충으로 이어진다. 순환적 메커니즘 안에는 회복의 씨앗이 내재되어 있다.

이번 사이클의 원인은 순환적이지 않았다.

The AI Feedback Loop: A Non-Cyclical Disruption



CitriniResearch

AI는 더 좋아지고 더 저렴해졌다. 기업들은 직원들을 해고하고, 그 절감분으로 더 많은 AI 역량을 구매했으며, 그것이 다시 더 많은 직원 해고를 가능하게 했다. 일자리를 잃은 노동자들은 지출을 줄였다. 소비자에게 물건을 파는 기업들은 판매량이 줄어 약해졌고, 마진을 지키기 위해 AI에 더 많이 투자했다. AI는 더 좋아지고 더 저렴해졌다.

자연적인 제동 장치가 없는 피드백 루프였다.

직관적으로는 총수요 감소가 AI 구축을 늦출 것이라고 예상했다. 그렇지 않았다. 이것이 하이퍼스케일러 방식의 자본지출(CapEx)이 아니었기 때문이다. 이것은 운영비용(OpEx)

대체였다. 연간 직원에 1억 달러, AI에 500만 달러를 쓰던 기업이 이제 직원에 7,000만 달러, AI에 2,000만 달러를 쓰게 됐다. AI 투자는 몇 배로 늘어났지만, 그것은 전체 운영비용의 감소로 나타났다. 모든 기업의 AI 예산은 증가했지만 전체 지출은 줄어들었다.

이 아이러니는 AI 인프라 복합체가 자신이 붕괴시키고 있는 경제가 악화되는 동안에도 계속해서 성과를 내고 있었다는 것이다. 엔비디아는 여전히 사상 최고 매출을 기록하고 있었다. TSMC는 여전히 95% 이상의 가동률을 유지하고 있었다. 하이퍼스케일러들은 여전히 분기당 1,500억~2,000억 달러를 데이터센터 자본지출에 쏟아붓고 있었다. 대만과 한국처럼 이 추세에 순수하게 볼록한(convex) 구조를 가진 경제들은 압도적으로 좋은 성과를 냈다.

인도는 정반대였다. 인도의 IT 서비스 섹터는 연간 2,000억 달러 이상을 수출하고 있었다. 인도 경상수지 흑자의 단일 최대 기여 요인이자, 고질적인 상품 무역 적자를 메워주는 상쇄 요인이었다. 이 모델 전체는 하나의 가치 제안 위에 세워져 있었다. 인도 개발자들은 미국 개발자들에 비해 극히 적은 비용이 든다는 것. 그러나 AI 코딩 에이전트의 한계 비용은 사실상 전기 요금 수준으로 붕괴됐다. TCS, 인포시스, 위프로는 2027년 내내 계약 취소가 가속화되는 것을 지켜봤다. 인도의 대외 계정을 떠받쳐 오던 서비스 흑자가 증발하면서 루피화는 4개월 만에 달러 대비 18% 하락했다. 2028년 1분기에 이르러 IMF는 뉴델리와 "예비 협의"를 시작했다.

혼란을 일으킨 엔진은 분기마다 더 나아졌고, 그것은 혼란이 분기마다 가속화됐음을 의미했다. 노동 시장에는 자연적인 바닥이 없었다.

미국에서 우리는 더 이상 AI 인프라 거품이 언제 터질지를 묻지 않았다. 우리는 소비자가 기계로 대체되고 있을 때 소비자 신용 경제에 무슨 일이 벌어지는지를 묻고 있었다.

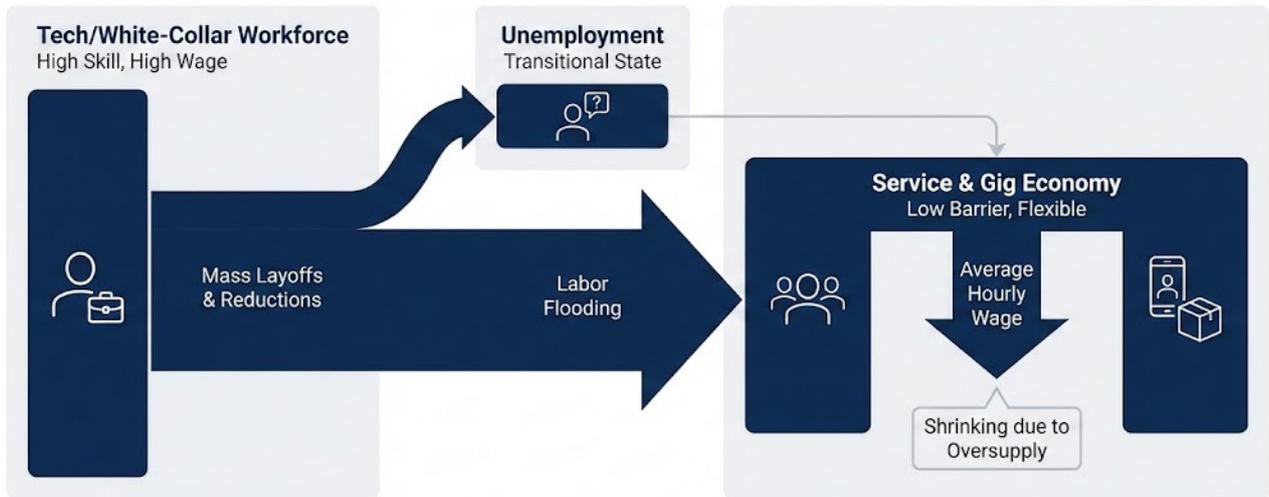
지능 대체의 나선

2027년은 거시경제 이야기가 더 이상 미묘하지 않게 된 해였다. 지난 12개월간 단편적으로 이어져 왔지만 분명히 부정적이었던 일련의 사태들이 어떻게 연결되는지, 그 전달 메커니즘이 명백해졌다. BLS 데이터를 뒤질 필요도 없었다. 그냥 친구들과 저녁 식사 자리에 나가면 됐다.

일자리를 잃은 화이트칼라 노동자들은 그냥 손 놓고 있지 않았다. 그들은 한 단계 아래로 내려갔다. 많은 이들이 더 낮은 임금의 서비스직과 깃 이코노미 일자리를 택했고, 이는 그 분야의 노동 공급을 늘렸으며 거기서도 임금을 압박했다.

우리의 한 지인은 2025년 세일즈포스의 시니어 프로젝트 매니저였다. 직함, 건강보험, 401k, 연봉 18만 달러. 그녀는 세 번째 라운드 구조조정에서 일자리를 잃었다. 6개월간의 구직 활동 끝에 우버 운전을 시작했다. 수입은 4만 5,000달러로 떨어졌다. 요점은 개인의 사연이 아니라 이차적인 수학이다. 이 역학을 모든 주요 대도시에서 걸쳐 수십만 명의 노동자에게 곱해보라. 서비스직과 깃 이코노미로 밀려드는 과잉 스펙 노동자들이 이미 힘겨운 삶을 살고 있던 기존 노동자들의 임금을 끌어내렸다. 섹터 단위의 혼란이 경제 전반의 임금 압박으로 전이됐다.

The Great Displacement: Tech Workforce to Gig Economy Flow



CitriniResearch

인간 중심적 일자리의 남은 풀에는 우리가 이 글을 쓰는 지금도 또 다른 조정이 진행 중이다. 자율 배달과 자율주행차가 첫 번째 일자리 대체 물결을 흡수했던 깃 이코노미를 서서히 잠식해 들어가면서.

2027년 2월에 이르러, 아직 직장을 유지하고 있는 전문직 종사자들이 자신이 다음 차례가 될 수도 있다는 듯이 지출을 줄이고 있다는 것이 명백해졌다. 그들은 — 대부분 AI의 도움을 받아

— 해고되지 않기 위해 두 배로 열심히 일하고 있었고, 승진이나 임금 인상에 대한 기대는 사라진 지 오래였다. 저축률은 올라가고 소비는 둔화됐다.

가장 위험한 부분은 시차였다. 고소득자들은 평균 이상의 저축을 활용해 두세 분기 동안 정상적인 모습을 유지했다. 실물 경제에서는 이미 오래된 이야기가 된 문제를 딱딱한 공식 데이터가 확인해준 것은 한참 뒤의 일이었다. 그리고 마침내 그 환상을 깨뜨린 지표가 나왔다.

**미국 신규 실업수당 청구 건수 48 만 7,000 건으로 급등 – 2020 년 4 월 이후 최고치;
미국 노동부, 2020 년 3 분기**

신규 실업수당 청구 건수가 48 만 7,000 건으로 급등했다. 2020 년 4 월 이후 최고치였다. ADP 와 에퀴팩스는 신규 청구 건수의 압도적 다수가 화이트칼라 전문직 종사자들로부터 나왔음을 확인했다.

S&P 는 이후 한 주 동안 6% 하락했다. 부정적인 거시 지표가 줄다리기에 이기기 시작했다.

일반적인 경기 침체에서는 일자리 손실이 광범위하게 분산된다. 블루칼라와 화이트칼라 노동자들이 각 집단의 고용 비중에 대략 비례해서 고통을 나눠 가진다. 소비 충격도 광범위하게 분산되며, 저소득 노동자들의 한계 소비 성향이 더 높기 때문에 데이터에 빠르게 반영된다.

이번 사이클에서는 일자리 손실이 소득 분포의 상위 십분위에 집중됐다. 이들은 전체 고용에서 차지하는 비중은 상대적으로 작지만, 소비자 지출에서는 압도적으로 불균형한 비중을 차지한다. 미국 전체 소비자 지출의 50% 이상을 상위 10% 고소득자들이 담당한다. 상위 20%는 약 65%를 차지한다. 집을 사고, 차를 사고, 휴가를 즐기고, 레스토랑에서 식사하고, 사립학교 학비를 내고, 집을 리모델링하는 사람들이 바로 이들이다. 이들이 소비재 경제 전체의 수요 기반이다.

이 노동자들이 일자리를 잃거나, 가용한 직종으로 이동하기 위해 50% 임금 삭감을 감수했을 때, 잃어버린 일자리 수에 비해 소비 충격은 엄청났다. 화이트칼라 고용의 2% 감소가 재량 소비 지출의 약 3~4% 타격으로 전환됐다. 공장에서 해고되면 다음 주부터 바로 소비를 줄이는 블루칼라 일자리 손실과 달리, 화이트칼라 일자리 손실은 시차를 두고 더 깊은 충격을 준다. 이 노동자들은 행동 변화가 나타나기 전까지 몇 달간 소비를 유지할 수 있게 해주는 저축 완충분을 가지고 있기 때문이다.

2027년 2분기에 이르러 경제는 침체에 접어들었다. NBER이 공식적으로 침체 시작 시점을 확정한 것은 몇 달 뒤의 일이었지만(늘 그렇듯), 데이터는 명백했다 — 실질 GDP 성장률이 두 분기 연속 마이너스를 기록했다. 그러나 아직은 "금융 위기"가 아니었다...아직까지는.

상관된 베팅들의 연쇄 고리

프라이빗 크레딧은 2015년 1조 달러 미만에서 2026년에는 2조 5,000억 달러 이상으로 성장했다. 그 자본의 상당 부분이 소프트웨어 및 기술 딜에 투입됐으며, 그 중 많은 것이 영구적인 10% 중반대의 매출 성장을 가정한 밸류에이션으로 이루어진 SaaS 기업들의 레버리지 바이아웃(LBO)이었다.

그 가정들은 첫 번째 에이전트 코딩 데모와 2026년 1분기 소프트웨어 폭락 사이 어딘가에서 이미 사망했지만, 장부상 평가액들은 자신이 죽었다는 사실을 깨닫지 못하는 것 같았다.

상장 SaaS 기업들이 EBITDA의 5~8배에 거래되는 동안, PE가 투자한 소프트웨어 기업들은 더 이상 존재하지 않는 매출 배수를 적용한 인수 밸류에이션을 반영한 평가액으로 대차대조표에 그대로 앉아 있었다. 운용사들은 평가액을 서서히 낮춰갔다. 100센트, 92, 85 — 공개 시장 비교 기업들이 50을 가리키고 있는 내내.

무디스, AI 주도 경쟁 혼란으로 인한 '구조적 매출 역풍' 이유로 14개 발행사에 걸쳐 PE 투자 소프트웨어 부채 180억 달러 신용등급 강등 — 2015년 에너지 섹터 이후 단일 섹터 최대 규모 조치 | 무디스 인베스터스 서비스, 2027년 4월

강등 이후 무슨 일이 벌어졌는지는 누구나 기억한다. 업계 베테랑들은 2015년 에너지 섹터 강등 이후의 플레이북을 이미 본 적이 있었다.

소프트웨어 담보 대출은 2027년 3분기부터 디폴트가 시작됐다. 정보 서비스와 컨설팅 분야의 PE 포트폴리오 기업들이 뒤를 따랐다. 잘 알려진 SaaS 기업들을 대상으로 한 수십억 달러 규모의 LBO 여러 건이 구조조정 절차에 들어갔다.

젠데스크가 결정적인 증거였다.

젠데스크, AI 기반 고객 서비스 자동화로 ARR 잠식되며 부채 약정 위반 — 50억 달러 규모 직접 대출 시설 58센트로 평가 절하 — 역대 최대 규모 프라이빗 크레딧 소프트웨어 디폴트 | 파이낸셜 타임스, 2027년 9월

2022년, 헬만 앤 프리드먼(Hellman & Friedman)과 퍼미라(Permira)는 젠데스크를 102억 달러에 비공개 전환했다. 부채 패키지는 50억 달러 규모의 직접 대출로, 당시 역대 최대 규모의 ARR 담보 시설이었으며 블랙스톤이 주도하고 아폴로, 블루 아울, HPS가 모두 대출 그룹에 참여했다. 이 대출은 젠데스크의 연간 반복 매출이 계속해서 반복적으로 발생할 것이라는 가정을 명시적으로 구조의 근간으로 삼고 있었다. EBITDA의 약 25배에 달하는 레버리지는 오직 그 가정이 유지될 때만 의미가 있었다.

2027년 중반, 그 가정은 더 이상 유효하지 않았다.

AI 에이전트들은 거의 1년 가까이 고객 서비스를 자율적으로 처리해오고 있었다. 젠데스크가 정의했던 카테고리 — 티켓팅, 라우팅, 인간 상담 인터랙션 관리 — 는 이미 티켓 자체를 생성하지 않고 문제를 해결하는 시스템으로 대체된 상태였다. 대출 심사의 근거가 됐던 연간 반복 매출은 더 이상 반복적이지 않았다. 그것은 그냥 아직 빠져나가지 않은 매출일 뿐이었다.

역대 최대 규모의 ARR 담보 대출은 역대 최대 규모의 프라이빗 크레딧 소프트웨어 디폴트가 됐다. 모든 크레딧 데스크가 동시에 똑같은 질문을 던졌다. 순환적 역풍으로 위장한 구조적 역풍을 가진 곳이 또 어디인가?

그러나 적어도 초기에는 컨센서스가 옳게 파악한 부분도 있었다. 이것은 충분히 감당할 수 있어야 했다.

프라이빗 크레딧은 2008년의 은행 시스템이 아니다. 그 구조 전체가 명시적으로 강제 매각을 피하도록 설계됐다. 폐쇄형 운용 수단에 자본이 묶여 있다. LP들은 7년에서 10년 단위로 약정을 맺는다. 달려가는 예금자도, 당겨지는 레포 라인도 없다. 운용사들은 손상된 자산을 그대로 들고 앉아 시간을 두고 처리하며 회수를 기다릴 수 있었다. 고통스럽지만 감당 가능한 수준이었다. 시스템은 부러지는 것이 아니라 휘어지도록 설계되어 있었다.

블랙스톤, KKR, 아폴로의 경영진들은 소프트웨어 익스포저가 자산의 7~13%라고 밝혔다. 통제 가능한 수준이라고. 모든 셀사이드 노트와 핀트위트 크레딧 계정들이 똑같은 말을 했다. 프라이빗 크레딧에는 영구적 자본이 있다. 레버리지를 낀 은행이라면 날아갔을 손실도 흡수할 수 있다고.

영구적 자본. 이 표현은 안심시키려는 모든 실적 발표 콜과 투자자 서한에 등장했다. 일종의 주문이 됐다. 그리고 대부분의 주문이 그렇듯, 아무도 세부 사항에는 주의를 기울이지 않았다. 실제로 그것이 의미하는 바는 이랬다...

지난 10년간 대형 대체투자 운용사들은 생명보험사들을 인수해 자금 조달 수단으로 전환했다. 아폴로는 아테네(Athene)를 샀다. 브룩필드는 아메리칸 에쿼티(American Equity)를 샀다. KKR은 글로벌 애틀랜틱(Global Atlantic)을 인수했다. 논리는 우아했다. 연금 예치금이 안정적인 장기 부채 기반을 제공했다. 운용사들은 그 예치금을 자신들이 직접 조성한 프라이빗 크레딧에 투자하고 두 번 수익을 챙겼다. 보험 쪽에서는 스프레드를 벌고, 자산운용 쪽에서는

운용 보수를 받는 구조였다. 하나의 조건 아래서 완벽하게 작동하는 수수료 위의 수수료 영구 기관이었다.

프라이빗 크레딧이 건전해야 한다는 조건.

손실은 장기 채무에 대비해 비유동 자산을 보유하도록 설계된 대차대조표를 강타했다. 시스템을 탄력적으로 만들어줄 것이라던 "영구적 자본"은 정교한 위험을 감수하는 정교한 기관 투자자들의 어떤 추상적인 인내 자본 풀이 아니었다. 그것은 미국 가계, 즉 "서민들"의 저축이었다. 지금 디폴트가 나고 있는 바로 그 PE 투자 소프트웨어 및 기술 채권에 투자된 연금 형태로 구조화된. 달아날 수 없도록 묶인 자본은 생명보험 계약자들의 돈이었고, 그곳에서는 규칙이 조금 달랐다.

은행 시스템에 비해 보험 규제 당국은 온순했다 — 심지어 안일했다고 할 수 있었다. 하지만 이것이 경각심을 일깨우는 계기가 됐다. 생명보험사들의 프라이빗 크레딧 집중도에 이미 불안해하고 있던 규제 당국은 이 자산들에 대한 위험 기반 자본 처리 기준을 강화하기 시작했다. 이는 보험사들로 하여금 자본을 확충하거나 자산을 매각하도록 강제했는데, 이미 경색되고 있는 시장에서 둘 다 매력적인 조건으로는 불가능한 일이었다.

뉴욕, 아이오와 주 규제 당국, 생명보험사 보유 특정 사모 신용 등급 자산에 대한 자본 처리 기준 강화 추진 — NAIC 가이드선, RBC 팩터 상향 및 추가 SVO 심사 촉발 예상 | 로이터, 2027년 11월

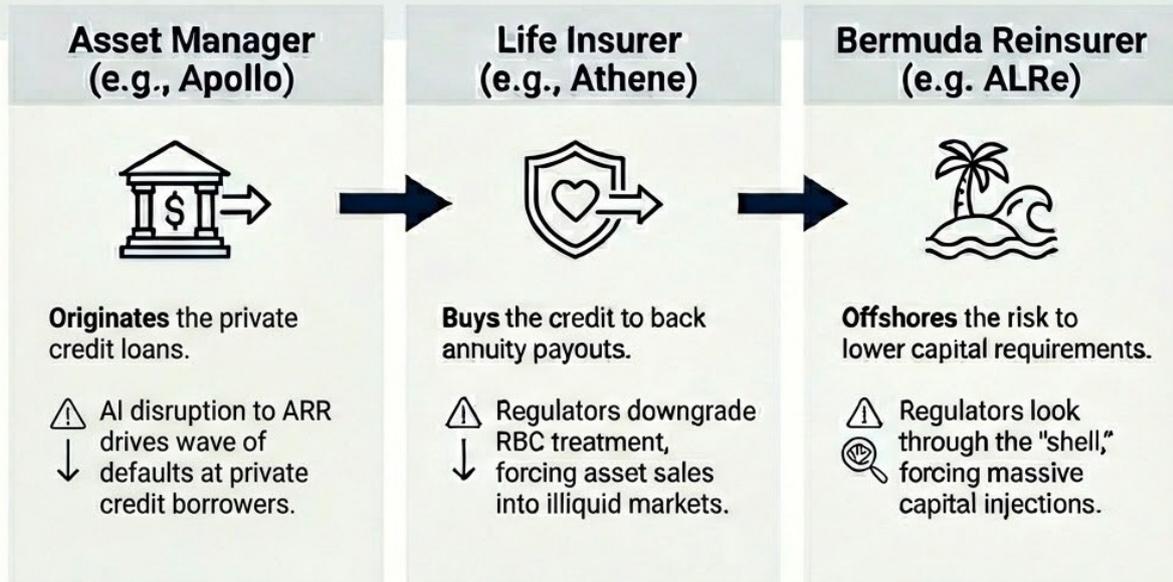
무디스가 아테네의 재무 건전성 등급을 부정적 전망으로 변경하자, 아폴로 주가는 두 거래일 만에 22% 하락했다. 브룩필드, KKR 등 나머지도 뒤를 따랐다.

거기서부터 상황은 더욱 복잡해졌다. 이 회사들은 단순히 보험사 영구 기관을 만든 것에 그치지 않았다. 규제 차익 거래를 통해 수익을 극대화하기 위한 정교한 역외 구조를 구축해 놓았던 것이다. 미국 보험사가 연금을 인수하면, 이를 역시 자신들이 소유한 버뮤다나 케이맨 제도의 계열 재보험사로 위험을 이전했다 — 동일한 자산에 대해 더 적은 자본을 보유할 수 있는 보다 유연한 규제를 활용하기 위해 설립된 곳이었다. 그 계열사는 역외 SPV를 통해 외부

자본을 조달했고, 이는 같은 모회사의 자산운용 부문이 조성한 프라이빗 크레딧에 보험사와 나란히 투자하는 새로운 거래 상대방 계층을 형성했다.

Private Credit & Life Insurers

From Flywheel to Noose



일부는 PE 소유였던 신용평가사들은 투명성의 귀감과는 거리가 멀었다 — 사실상 아무도 놀라지 않았다. 서로 다른 대차대조표에 연결된 서로 다른 회사들이 얽혀 있는 거미줄은 그 불투명함이 경이로울 정도였다. 기초 대출이 디폴트에 빠졌을 때, 실제로 손실을 부담하는 주체가 누구인지는 실시간으로는 도저히 답할 수 없는 질문이었다.

2027년 11월의 폭락은 잠재적으로 평범한 경기 순환적 조정이라는 인식에서 훨씬 더 불편한 무언가로의 전환점을 표시했다. 연준 의장 케빈 워시(Kevin Warsh)는 FOMC 긴급 11월 회의에서 이것을 "화이트칼라 생산성 성장에 대한 상관된 베팅들의 연쇄 고리"라고 불렀다.

알다시피, 위기를 일으키는 것은 결코 손실 그 자체가 아니다. 손실을 인식하는 것이다. 그리고 우리가 그 인식을 두려워하게 된, 훨씬 더 크고 훨씬 더 중요한 금융 영역이 또 하나 있다.

모기지 문제

**질로 주택 가치 지수, 샌프란시스코 전년 대비 11% 하락, 시애틀 9%, 오스틴 8% —
패니매, 기술/금융 고용 비중 40% 초과 우편번호 구역에서 '초기 단계 연체율 상승' 경고
/ 질로/패니매, 2028년 6월**

이번 달 질로 주택 가치 지수는 샌프란시스코에서 전년 대비 11%, 시애틀에서 9%, 오스틴에서 8% 하락했다. 걱정스러운 헤드라인이 이것만은 아니었다. 지난달 패니매는 정보 대출 비중이 높은 우편번호 구역 — 신용 점수 780 점 이상의 차입자들이 밀집해 있으며 통상적으로 "철벽" 같다고 여겨지는 지역 — 에서 초기 단계 연체율이 높아지고 있다고 경고했다.

미국 주거용 모기지 시장은 약 13 조 달러 규모다. 모기지 심사는 차입자가 대출 기간 동안 현재 소득 수준을 대략적으로 유지하며 계속 고용 상태를 유지할 것이라는 근본적인 가정 위에 구축되어 있다. 대부분의 모기지의 경우 30 년에 걸쳐서.

화이트칼라 고용 위기는 소득 기대치의 지속적인 하향 이동으로 이 가정을 위협하고 있다. 우리는 이제 불과 3년 전만 해도 터무니없어 보였던 질문을 던져야 한다 — 우량 모기지는 과연 안전한 자산인가?

미국 역사상 모든 이전의 모기지 위기는 세 가지 중 하나에 의해 촉발됐다. 투기적 과잉(2008년처럼 집을 감당할 수 없는 사람들에게 대출을 해준 것), 금리 충격(1980년대 초처럼 금리 상승으로 변동금리 모기지가 감당 불가능해진 것), 또는 지역적 경제 충격(1980년대 텍사스의 석유 산업 붕괴나 2009년 미시간의 자동차 산업 붕괴처럼 단일 지역에서 단일 산업이 무너진 것).

이 중 어느 것도 지금 상황에는 해당하지 않는다. 문제가 되는 차입자들은 서브프라임이 아니다. 그들의 FICO 점수는 780 점이다. 20%를 계약금으로 냈다. 깨끗한 신용 이력과 안정적인 고용 기록을 가지고 있으며, 대출 실행 시점에 소득이 확인되고 문서화됐다. 금융 시스템의 모든 리스크 모델이 신용 품질의 근간으로 취급하던 바로 그 차입자들이었다.

2008년에는 대출이 처음부터 부실했다. 2028년에는 대출이 처음에는 건전했다. 세상이 그냥... 대출이 실행된 이후에 변해버렸다. 사람들은 더 이상 믿을 수 없게 된 미래를 담보로 돈을 빌렸던 것이다.

2008 vs. 2028: Mortgage Concerns

2008: Subprime Crisis (Credit Quality)	2028: AI Displacement Crisis (Income Stability)
 Origination: Bad loans with no-doc, NINJA, stated income	 Origination: Good loans with real income, real docs, real down payments
 Borrower profile: Subprime, low FICO, minimal savings	 Borrower profile: Prime/super-prime, high FICO, savings buffers
 Trigger: Rates reset, payments spike	 Trigger: Income permanently impaired by AI displacement
 Detection: Delinquencies visible almost immediately	 Detection: Delinquencies variable and timing masked by HELOC draws, 401k withdrawals, credit card bridging
 Geography: Broad, sunbelt sprawl (Phoenix, Las Vegas, inland CA)	 Geography: Concentrated in tech/finance hubs (SF, NYC, Seattle, Manhattan, Austin)
 Resolution path: Write down bad loans, punish fraud	 Resolution path: Technology keeps improving preventing underwriting, pool of new buyers continues to shrink

CitriniResearch

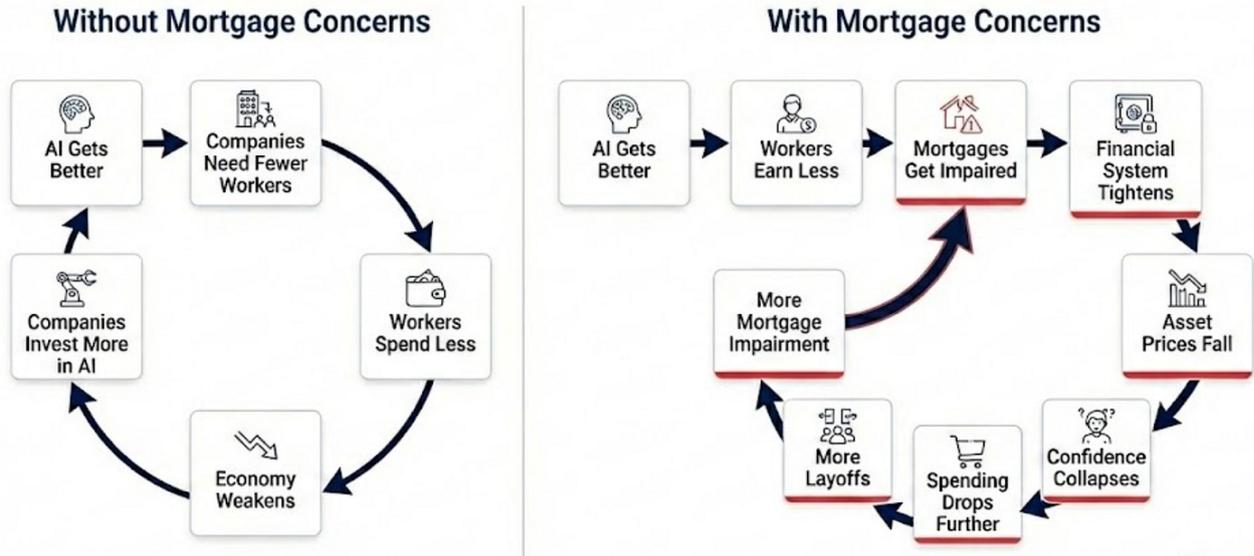
2027년, 우리는 보이지 않는 스트레스의 초기 징후들을 포착했다. 모기지 상황은 유지되고 있는 가운데 HELOC(주택담보대출한도) 인출, 401(k) 조기 인출, 신용카드 부채가 급증하고 있었다. 일자리를 잃고, 채용이 동결되고, 보너스가 삭감되면서 이 우량 가계들의 부채 대비 소득 비율은 두 배로 뛰었다.

여전히 모기지 상황은 할 수 있었다. 하지만 모든 재량 지출을 중단하고, 저축을 소진하고, 주택 유지 보수나 개선을 전면 미루는 방식으로만 가능했다. 기술적으로는 모기지를 연체하지 않고 있었지만, 단 한 번의 추가 충격만으로도 부실로 빠질 수 있는 상태였다. 그리고 AI 역량의 발전 궤적은 그 충격이 오고 있음을 시사했다. 그러다 전국 평균이 역사적 범위 안에 머물러 있는 와중에도, 샌프란시스코, 시애틀, 맨해튼, 오스틴에서 연체율이 급등하기 시작하는 것을 목격했다.

우리는 지금 가장 예각적인 국면에 접어들었다. 주택 가격 하락은 한계 구매자가 건전할 때는 감당 가능하다. 지금은 그 한계 구매자도 똑같은 소득 손상을 겪고 있다.

우려가 쌓여가고 있지만, 아직 본격적인 모기지 위기 국면은 아니다. 연체율은 상승했지만 2008년 수준을 크게 밑돌고 있다. 진짜 위협은 그 수치 자체가 아니라 궤적이다.

The Mortgage Accelerant to the Intelligence Displacement Spiral



지능 대체의 나선은 이제 실물 경제 침체를 가속화할 두 가지 금융적 촉진제를 갖게 됐다.

노동력 대체, 모기지 우려, 프라이빗 마켓 혼란. 각각이 서로를 강화한다. 그리고 전통적인 정책 수단(금리 인하, 양적 완화)은 금융 엔진에는 대응할 수 있지만 실물 경제 엔진에는 대응할 수 없다. 실물 경제 엔진은 긴축적 금융 여건에 의해 구동되는 것이 아니기 때문이다. 그것은 AI가 인간의 지능을 덜 희소하고 덜 가치 있게 만드는 것에 의해 구동된다. 금리를 제로로 낮추고 시장에 있는 모든 MBS와 디폴트가 난 소프트웨어 LBO 부채를 전부 매입할 수 있다...

그래도 클라우드 에이전트가 연봉 18만 달러짜리 프로젝트 매니저의 업무를 월 200달러에 수행할 수 있다는 사실은 바뀌지 않는다.

이 우려들이 현실화된다면, 모기지 시장은 올해 하반기에 균열을 일으킬 것이다. 그 시나리오에서 우리는 현재 주식 시장의 조정이 최종적으로 글로벌 금융위기(GFC)에 필적하는 수준(고점 대비 저점 57% 하락)에 이를 것으로 예상된다. 이는 S&P 500을 약 3,500포인트 수준으로 끌어내릴 것이다 — 2022년 11월 ChatGPT 등장 직전 달 이후 한 번도 보지 못한 수준이다.

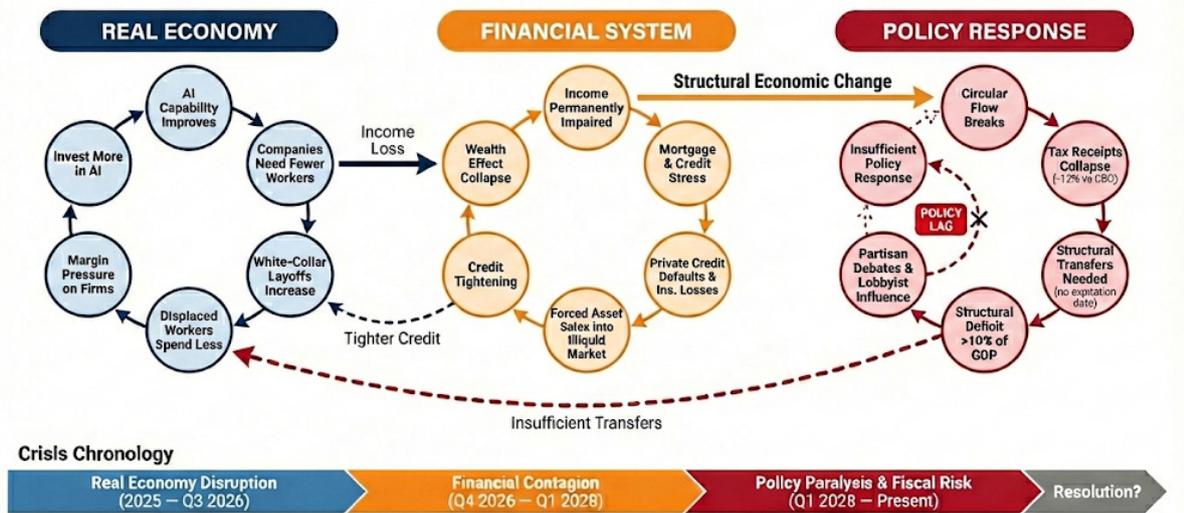
분명한 것은 13조 달러 규모의 주거용 모기지를 뒷받침하는 소득 가정이 구조적으로 훼손됐다는 사실이다. 불분명한 것은 모기지 시장이 이것이 무엇을 의미하는지를 완전히 소화하기 전에 정책이 개입할 수 있느냐는 것이다. 우리는 희망을 품고 있지만, 그렇지 않을 이유들을 부정할 수는 없다.

시간과의 싸움

첫 번째 음의 피드백 루프는 실물 경제에 있었다. AI 역량이 향상되고, 급여 지출이 줄어들고, 소비가 둔화되고, 마진이 압박받고, 기업들은 더 많은 역량을 구매하고, 역량이 향상된다. 그러다 그것이 금융으로 번졌다. 소득 손상이 모기지를 강타했고, 은행 손실이 신용을 조였으며, 자산 효과가 균열을 일으켰고, 피드백 루프는 속도를 높였다. 그리고 이 두 가지 모두, 솔직히 말해 혼란스러워 보이는 정부의 불충분한 정책 대응으로 인해 더욱 악화됐다.

The Three Drivers of the 2028 Global Intelligence Crisis

Interconnected reflexive loops with no natural brake



Source: CitriniResearch Macro Memo, June 2028

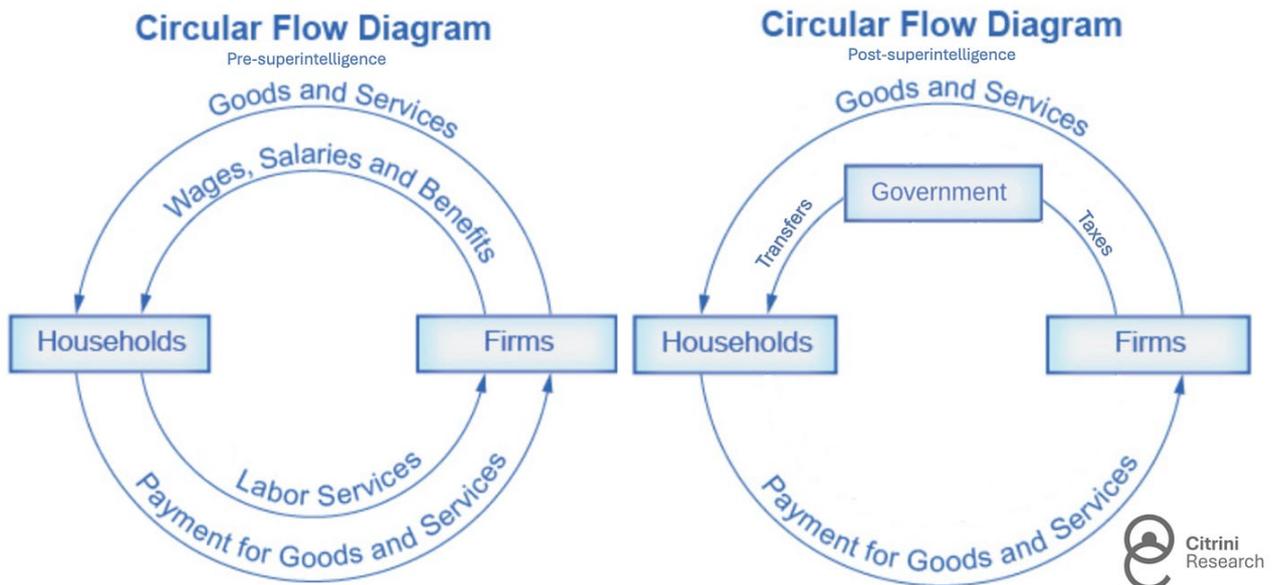
CitriniResearch

이 시스템은 이런 종류의 위기를 위해 설계되지 않았다. 연방 정부의 세입 기반은 본질적으로 인간의 시간에 대한 세금이다. 사람들이 일하고, 기업이 임금을 지급하고, 정부가 그 일부를 가져간다. 개인 소득세와 급여세가 평년 세입의 근간이다.

올해 1 분기까지 연방 세입은 CBO 기준 전망치를 12% 밑돌고 있었다. 급여세 수입은 이전 보상 수준으로 고용된 사람의 수가 줄어들면서 감소하고 있다. 소득세 수입은 벌어들이는 소득이 구조적으로 낮아졌기 때문에 감소하고 있다. 생산성은 급등하고 있지만, 그 과실은 노동이 아닌 자본과 컴퓨팅으로 흘러들어가고 있다.

GDP 에서 노동이 차지하는 몫은 1974 년 64%에서 2024 년 56%로 낮아졌다. 세계화, 자동화, 노동자 협상력의 꾸준한 약화에 의해 이끌린 40 년에 걸친 완만한 하락이었다. AI 가 기하급수적 발전을 시작한 지 4 년 만에 그것은 46%로 떨어졌다. 사상 최대의 급격한 하락이다.

산출물은 여전히 존재한다. 하지만 더 이상 가게를 거쳐 기업으로 돌아가는 경로를 따르지 않는다. 이는 더 이상 IRS 를 거치지도 않는다는 것을 의미한다. 순환 흐름이 끊어지고 있고, 정부는 이를 바로잡기 위해 나서야 한다는 기대를 받고 있다.



모든 경기 침체가 그렇듯, 세입이 감소하는 바로 그 순간 지출은 증가한다. 이번이 다른 점은 지출 압박이 순환적이지 않다는 것이다. 자동 안정화 장치는 일시적인 실직을 위해 만들어진 것이지, 구조적 대체를 위한 것이 아니다. 이 시스템은 노동자들이 재흡수될 것이라는 가정

하에 급여를 지급하고 있다. 많은 이들이 그렇지 않을 것이다 — 적어도 이전 임금 수준에 근접하는 형태로는.

코로나 19 당시 정부는 GDP 대비 15%에 달하는 재정 적자를 기꺼이 감수했다. 하지만 그것은 일시적인 것으로 이해됐다. 오늘날 정부 지원이 필요한 사람들은 회복할 수 있는 팬데믹에 의해 타격을 받은 것이 아니다. 그들은 계속해서 발전하는 기술에 의해 대체됐다.

정부는 가게로부터 세금을 덜 거두는 바로 그 순간에, 가게에 더 많은 돈을 이전해야 하는 처지다.

미국은 디폴트를 선언하지 않을 것이다. 자국이 지출하는 통화를 직접 발행하고, 그 통화로 채권자들에게 상환한다. 그러나 이 스트레스는 다른 곳에서 나타나고 있다. 지방채(municipal bonds)는 연초 대비 성과에서 우려스러운 분산 조짐을 보이고 있다. 소득세가 없는 주들은 괜찮았지만, 소득세에 의존하는 주들(대부분 민주당 우세 주)이 발행한 일반 의무 지방채는 일정 수준의 디폴트 리스크를 가격에 반영하기 시작했다. 정치인들은 재빠르게 눈치를 찡고, 누가 구제를 받느냐를 둘러싼 논쟁은 당파적 노선을 따라 갈라졌다.

행정부는 그 공로를 인정해야겠지만, 위기의 구조적 성격을 일찍 인식하고 이른바 "전환 경제법(Transition Economy Act)"에 대한 초당파적 제안들을 검토하기 시작했다. 재정 적자 지출과 AI 추론 컴퓨팅에 대한 세금의 조합으로 재원을 마련해 일자리를 잃은 노동자들에게 직접 이전하는 프레임워크다.

테이블 위에 올라온 가장 급진적인 제안은 한 걸음 더 나아간다. "AI 공동 번영법(Shared AI Prosperity Act)"은 지능 인프라 자체의 수익에 대한 공공의 청구권을 확립하는 것이다. 국부 펀드와 AI 생성 산출물에 대한 로열티를 결합한 형태로, 배당금이 가게 이전 재원으로 활용된다. 민간 부문 로비스트들은 미끄러운 경사면이 될 것이라는 경고를 언론에 쏟아냈다.

이 논의들 뒤에 깔린 정치는 암울할 정도로 예측 가능하게 흘러가고 있다. 과시와 벼랑 끝 전술로 더욱 악화되면서, 우파는 이전 지출과 재분배를 마르크스주의라 부르며 컴퓨팅 과세가 중국에 선두를 넘겨주는 것이라 경고한다. 좌파는 기존 강자들의 도움을 받아 입안된 세금은 다른 이름의 규제 포획이 된다고 경고한다. 재정 매파는 지속 불가능한 적자를 지적한다.

비둘기파는 GFC 이후 조기에 부과된 긴축을 경고의 사례로 든다. 올해 대통령 선거를 앞두고 분열은 더욱 깊어지고 있을 뿐이다.

정치인들이 다투는 사이, 사회적 직물은 입법 과정이 움직일 수 있는 속도보다 빠르게 헤어지고 있다.

'오큐파이 실리콘 밸리(Occupy Silicon Valley)' 운동은 더 광범위한 불만의 상징이 됐다. 지난달 시위대는 엔트로픽과 OpenAI 의 샌프란시스코 사무소 입구를 3 주 연속 봉쇄했다. 그 수는 늘어나고 있으며, 시위는 그것을 촉발한 실업 데이터보다 더 많은 언론 보도를 끌어내고 있다.

GFC 의 여파에서 대중이 은행가들보다 더 증오하는 대상을 상상하기 어려웠지만, AI 연구소들이 그 자리를 넘보고 있다. 대중의 관점에서 보면, 충분한 이유가 있다. 그 창업자들과 초기 투자자들은 도금 시대를 온순하게 보이게 만들 속도로 부를 축적했다. 생산성 붐의 과실이 거의 전적으로 컴퓨팅 소유자들과 그 위에서 달리는 연구소들의 주주들에게 집중되면서 미국의 불평등은 전례 없는 수준으로 심화됐다.

모든 진영에는 자신들의 악당이 있다. 하지만 진짜 악당은 시간이다.

AI 역량은 제도가 적응할 수 있는 속도보다 빠르게 진화하고 있다. 정책 대응은 현실이 아닌 이념의 속도로 움직이고 있다. 정부가 문제가 무엇인지에 대한 합의에 곧 이르지 못한다면, 피드백 루프가 그들을 대신해 다음 장을 써내려갈 것이다.

지능 프리미엄의 청산

현대 경제사 전체에 걸쳐, 인간의 지능은 희소한 투입 요소였다. 자본은 풍부했다(적어도 복제 가능했다). 천연자원은 유한했지만 대체 가능했다. 기술은 인간이 적응할 수 있을 만큼 천천히 발전했다. 분석하고, 결정하고, 창조하고, 설득하고, 조율하는 능력인 지능은 규모 있게 복제될 수 없는 것이었다.

인간의 지능은 그 희소성으로부터 내재적 프리미엄을 이끌어냈다. 노동 시장부터 모기지 시장, 세법에 이르기까지 우리 경제의 모든 제도는 그 가정이 유지되는 세계를 위해 설계됐다.

우리는 지금 그 프리미엄의 청산을 경험하고 있다. 기계 지능은 이제 점점 더 넓어지는 업무 범위에 걸쳐 인간 지능의 유능하고 빠르게 발전하는 대체재가 됐다. 희소한 인간 지성의 세계에 맞게 수십 년에 걸쳐 최적화된 금융 시스템은 가격을 재조정하고 있다. 그 재조정은 고통스럽고, 무질서하며, 아직 한참 멀었다.

그러나 가격 재조정은 붕괴와 같지 않다.

경제는 새로운 균형을 찾을 수 있다. 그곳에 도달하는 것은 인간만이 할 수 있는 몇 안 남은 과제 중 하나다. 우리는 그것을 올바르게 해야 한다.

이것은 경제에서 가장 생산적인 자산이 더 많은 일자리가 아닌 더 적은 일자리를 만들어낸 역사상 최초의 사례다. 누구의 프레임워크도 맞지 않는다. 희소한 투입 요소가 풍부해진 세계를 위해 설계된 것이 없기 때문이다. 그러므로 우리는 새로운 프레임워크를 만들어야 한다. 우리가 제때 그것을 만들어낼 수 있느냐가 유일하게 중요한 질문이다.

그러나 당신은 이것을 2028년 6월에 읽고 있지 않다. 당신은 2026년 2월에 읽고 있다.

S&P는 사상 최고치 근처에 있다. 음의 피드백 루프는 아직 시작되지 않았다. 우리는 이 시나리오들 중 일부가 현실화되지 않을 것이라고 확신한다. 기계 지능이 계속해서 가속화될 것이라는 것도 똑같이 확신한다. 인간 지능에 대한 프리미엄은 좁아질 것이다.

투자자로서, 우리는 여전히 우리 포트폴리오의 얼마나 많은 부분이 이 10년을 살아남지 못할 가정들 위에 구축되어 있는지를 평가할 시간이 있다. 사회로서, 우리는 여전히 선제적으로 행동할 시간이 있다.

카나리아는 아직 살아있다.